

amministrativa. Notevole rilievo, nel caso specifico, ha assunto anche la cooperazione con la Financial Services Authority (Fsa) del Regno Unito³.

In particolare la cooperazione con la Sec è stata attivata al fine di effettuare accertamenti per il tramite dell'Autorità di vigilanza americana in merito alla esistenza di liquidità pari a 3,95 miliardi di Euro su un conto corrente intestato a Bonlat presso la Bank of America di New York. L'attività di collaborazione con la Sec è proseguita con contatti continui, scritti, telefonici e personali, anche per approfondire ipotesi di esistenza di disponibilità riconducibili alla famiglia Tanzi e al gruppo Parmalat presso intermediari americani⁴ La Consob, a sua volta, ai sensi dei citati accordi di cooperazione, ha ricevuto richieste di assistenza da parte della Sec finalizzate all'accertamento di illeciti commessi sul mercato americano dove i titoli emessi da società del gruppo Parmalat hanno costituito oggetto di offerte destinate a investitori qualificati (private placement) sin dal 1996.

La collaborazione avviata con la Fsa del Regno Unito è stata finalizzata principalmente a verificare l'esistenza di disponibilità riconducibili al gruppo Parmalat presso la Bank of America, nonché a verificare il comportamento dei numerosi intermediari italiani ed esteri intervenuti nel collocamento di titoli Parmalat.

Il caso Cirio

La crisi della Cirio ha portato – tra fine 2002 e metà 2003 – al dissesto di uno dei più importanti gruppi industriali italiani operanti nel settore agroalimentare. L'aggravarsi della situazione finanziaria della società ha provocato nel novembre 2002 il mancato pagamento di uno dei sette prestiti obbligazionari emessi dal gruppo: si tratta della prima inadempienza sul mercato obbligazionario di un gruppo quotato italiano.

A seguito di tale evento, sono scattate le clausole di *cross default* anche per gli altri sei prestiti obbligazionari, per un importo complessivo di 1.125 milioni di euro. I sette prestiti obbligazionari erano stati tutti collocati sull'euromercato – attraverso offerte riservate a investitori istituzionali – e quotati sulla Borsa del Lussemburgo. Tutti i prestiti erano privi di *rating*.

I motivi della crisi finanziaria del gruppo Cirio sono da ricondurre alla presenza di un notevole ammontare di crediti finanziari del gruppo stesso verso società correlate, direttamente controllate

³ Altre attività di cooperazione sono state attivate con le Autorità del Lussemburgo, Olanda, Irlanda, Malta, Ungheria e Austria. La Consob ha cercato di attivare un canale per lo scambio di informazioni mediante collaborazione amministrativa tra organi di controllo del mercato anche con le competenti Autorità delle isole Cayman. Dette Autorità, tuttavia, hanno solo inoltrato talune informazioni alla Consob e hanno trasmesso taluni documenti all'Ufficio Italiano Cambi che è l'Autorità competente in materia di riciclaggio (Fiu – *Financial Intelligence Unit*) notificata per l'Italia in sede Fatf (*Financial Action Task Force*).

⁴ Nell'ambito di questa attività di collaborazione tra la Consob e la Sec sono stati organizzati incontri in Italia tra rappresentanti della Sec e Autorità inquirenti italiane di Milano e Parma. In particolare, in data 29 dicembre 2003 su richiesta della Sec, che preannunciava l'avvio di un'azione civile negli Stati Uniti, venivano presi accordi con le Procure di Milano e di Parma per organizzare un incontro il successivo 31 dicembre. Un nuovo incontro, al quale ha partecipato un *team* di quattordici investigatori americani, si è tenuto in data 24 e 25 febbraio u.s.

dall'azionista di maggioranza, e dal venir meno dell'accordo per la cessione di Bombril S.A. Tali crediti non saranno infatti più recuperati dal gruppo Cirio, contribuendo in modo decisivo all'insolvenza dello stesso, mentre la mancata cessione non ha consentito l'entrata per il gruppo di liquidità utile a ripianare le posizioni debitorie.

Con riferimento al livello dell'indebitamento, oltre ai prestiti obbligazionari sopra menzionati, il gruppo Cirio aveva, al momento dello scoppio della crisi, debiti nei confronti delle banche pari a circa 335 milioni di euro (riferiti a fine 2002), peraltro, notevolmente ridottisi rispetto ai tre anni precedenti (874 milioni di euro circa a fine 1999), a fronte della crescita del debito obbligazionario.

Il gruppo, nel periodo, non è stato oggetto di valutazione e di analisi ufficiali da parte di agenzie di rating o di analisti; ciò ha contribuito ad accrescere le difficoltà di valutare la situazione economico-finanziaria e la sua evoluzione.

I principali aspetti critici che si sono manifestati nel caso Cirio hanno riguardato, da un lato, la trasparenza e il grado di affidabilità dell'informativa riferita alle operazioni poste in essere dalla società quotata (con particolare riferimento alle operazioni finanziarie con parti correlate) e dei relativi bilanci, nonché l'efficacia del monitoraggio effettuato dagli organi di controllo interni ed esterni (in particolare, collegio sindacale e società di revisione); dall'altro, il comportamento degli intermediari coinvolti nella commercializzazione dei *bond*, in particolare per quanto concerne la vendita da parte delle banche a clientela non professionale (cosiddetta *retail*) dei titoli obbligazionari emessi da società del gruppo Cirio, inizialmente collocati tramite offerte destinate a investitori qualificati.

Il caso Cirio presenta pertanto alcune rilevanti differenze rispetto al caso Parmalat, in quanto l'informazione societaria non è stata caratterizzata da estesi e prolungati fenomeni di occultamento e falsificazione, ma si è prodotto in conseguenza della mancata comunicazione della intervenuta inesigibilità dei crediti verso parti correlate, la cui esistenza non era stata occultata al mercato.

Sono tuttavia emerse carenze in merito alla completezza e alla presenza di adeguate motivazioni in particolare con riferimento ai crediti finanziari verso parti correlate (costituite da società facenti capo direttamente all'azionista di controllo ultimo Sergio Cragnotti) sin dai mesi precedenti l'approvazione del bilancio 1999 e si sono ripresentate in occasione dell'approvazione dei bilanci successivi anche in relazione al piano di riassetto del gruppo e alle prospettive di rientro dall'indebitamento finanziario.

Benché la società abbia fornito in tutte le occasioni le informazioni e gli approfondimenti richiesti, gli stessi sono risultati non completi né corretti a causa della condotta degli amministratori e delle carenze del collegio sindacale e della società di revisione.

I controlli (interni ed esterni) sulla gestione, sulla contabilità e sui bilanci, sono risultati infatti scarsamente efficaci, e comunque caratterizzati da comportamenti non conformi a legge.

In particolare, il collegio sindacale non ha esercitato nei confronti della Consob – né nei confronti dei soci – il potere di segnalazione di eventuali irregolarità, riscontrate nell’attività di vigilanza, attribuitogli dal Tuf (art. 149, comma 3). Tali circostanze hanno indotto la Consob a mettere in discussione la correttezza del comportamento dei sindaci.

Inoltre, la società di revisione, pur riportando nelle proprie relazioni ai bilanci 2000 e 2001 un richiamo di informativa sull’entità dei crediti finanziari netti di Cirio Finanziaria spa verso la controllante Cirio Holding spa e verso parti correlate, ha espresso un giudizio positivo su entrambi i bilanci senza formulare alcun rilievo sulla recuperabilità di detti crediti.

In tale contesto l’attività della Consob si è concretizzata nelle seguenti azioni.

Al fine di colmare le carenze informative si è intervenuti, ripetutamente, a partire dall’assemblea di bilancio del 1999, per ottenere una maggiore trasparenza sulle operazioni con parti correlate nonché sul piano di riassetto e sulle prospettive di rientro dell’indebitamento finanziario del gruppo.

In particolare, nel corso del periodo 2000-2002, la Consob ha richiesto l’integrazione delle informazioni concernenti la situazione economico-finanziaria della Cirio e del suo gruppo, soprattutto in occasione delle assemblee della società che approvavano il bilancio di esercizio. E questo, nonostante il Tuf avesse abrogato l’obbligo di trasmissione del progetto di bilancio alla Consob nei venti giorni precedenti l’assemblea.

L’attività di vigilanza sull’emittente quotato, nei tre anni, si è sostanziata in dodici audizioni a livello di Commissione o di Uffici, con amministratori, sindaci e revisori, e in dieci richieste di integrazione dell’informativa su poste contabili. Sono stati inoltre diffusi i comunicati stampa (76 nel triennio) previsti dalla disciplina dell’informazione continua.

Le richieste fatte e i comunicati diramati hanno posto sistematicamente all’attenzione del mercato le poste critiche del bilancio del gruppo e richiamato, più volte, l’attenzione degli organi preposti al controllo contabile e amministrativo della società su tali poste.

Le valutazioni sul grado di trasparenza dell’informativa societaria e sul comportamento degli amministratori e degli organi di controllo hanno indotto, progressivamente, la Consob ad assumere una serie di ulteriori iniziative; tra esse:

- lo svolgimento di una urgente verifica ispettiva presso la società Cirio Finanziaria, nel novembre 2002;
- l’impugnativa dei bilanci d’esercizio e consolidato al 31 dicembre 2001 per irregolarità, accertate anche alla luce della verifica ispettiva, nella valutazione dei crediti con parti correlate e nella descrizione degli impegni e dei rischi connessi alle emissioni obbligazionarie;
- l’adozione di sanzioni nei confronti dei sindaci di Cirio Finanziaria spa per omessa tempestiva comunicazione alla Consob di irregolarità nella redazione della relazione semestrale al 30 giugno

2002;

- l'avvio di verifiche ispettive presso le società di revisione del gruppo: Deloitte&Touche – che aveva svolto i lavori di revisione sul bilancio al 31 dicembre 2001 – e Grant Thornton (ora Italaudit spa), incaricata della revisione sulla relazione semestrale al 30 giugno 2002;
- la recente adozione di delibere di sospensione, ciascuna per il periodo massimo di due anni, dei *partners* incaricati della revisione del bilancio al 31 dicembre 2001 e dei lavori sulla semestrale al 30 giugno 2002 (rispettivamente Deloitte&Touche spa e Italaudit spa ex Grant Thornton).

Ulteriori profili critici sono emersi con riguardo al comportamento tenuto dagli intermediari che, nel triennio 2000-2002, hanno collocato o negoziato obbligazioni del gruppo Cirio.

Come già ricordato, i titoli sono stati oggetto di collocamento privato (*private placement*), attraverso il quale le obbligazioni sono state offerte a investitori istituzionali. In tale ipotesi la normativa nazionale, in conformità alla disciplina comunitaria, prevede che le operazioni non siano soggette alle norme in materia di sollecitazione all'investimento, che trovano applicazione solo nelle ipotesi in cui i titoli siano offerti direttamente al pubblico dei risparmiatori. Esse pertanto non hanno dato luogo alla pubblicazione di un prospetto informativo e quindi ad alcun intervento da parte della Consob.

L'adozione di un *private placement* non impedisce tuttavia che i titoli emessi siano successivamente destinati alla clientela privata, attraverso i servizi di investimento resi dagli intermediari.

A questo proposito è opportuno far presente che la diffusione dei titoli presso il pubblico non implica necessariamente il ricorso a modalità sollecitatorie. Il medesimo risultato finale può essere infatti ottenuto anche mediante la prestazione di servizi d'investimento e più precisamente dei servizi di negoziazione e di raccolta di ordini. Tali servizi, come noto, sono previsti e disciplinati nell'ordinamento con regole specifiche finalizzate ad assicurare la diligenza, correttezza e trasparenza dei comportamenti degli intermediari.

In altri termini, ove vengano distribuiti titoli presso il pubblico, il legislatore ha disposto due distinte discipline per la tutela degli investitori in ragione delle modalità utilizzate (quella degli intermediari e quella in materia di sollecitazione), che possono trovare applicazione anche in via autonoma. Più precisamente, quando per il classamento si ricorre all'offerta pubblica, operano gli obblighi informativi consistenti prevalentemente nella pubblicazione di un prospetto; quando manca una attività sollecitatoria e la distribuzione avviene in virtù della prestazione di un servizio di investimento, risultano applicabili esclusivamente le regole di comportamento degli intermediari. È evidente che le due discipline possono concorrere ove l'offerta pubblica venga effettuata anche tramite intermediari finanziari.

Una quota consistente di *bond* Cirio è stata venduta dagli investitori professionali, originali destinatari del collocamento, a clientela *retail*, spesso in un arco temporale compreso tra il lancio del prestito e la data di regolamento dello stesso (cosiddetto *grey market*).

L'estensione della diffusione presso il pubblico di tali strumenti che, come detto, in funzione

delle loro caratteristiche di rischiosità, scarsa liquidità, mancanza di *rating* “ufficiali”, erano destinati a investitori professionali, hanno sollevato il problema di verificare se in realtà tale diffusione fosse stata attuata in modo conforme a norma da parte dei soggetti coinvolti nella varie fasi dell’operazione.

La Consob ha pertanto effettuato accertamenti sugli intermediari coinvolti, a vario titolo, nei “collocamenti” obbligazionari del gruppo Cirio, intraprendendo – nel corso del 2003 – verifiche ispettive sugli intermediari più attivi nella compravendita di titoli Cirio nella fase del cosiddetto *grey market* e svolgendo una serie di ulteriori verifiche sull’emittente e sugli intermediari componenti i *management group* dei vari collocamenti obbligazionari.

In particolare, su dieci intermediari individuati come i più attivi, la Consob ha condotto direttamente ispezioni su sei banche, mentre, con riferimento ai restanti quattro intermediari, non sono state deliberate ispezioni in quanto nei loro confronti erano già in corso, per altri fini, accertamenti ispettivi da parte della Banca d’Italia. In tali casi, la Commissione ha richiesto a quest’ultima – ai sensi degli artt. 4, comma 1 e 10, comma 2 del Tuf (che stabiliscono la reciproca collaborazione tra le due Autorità anche in sede ispettiva) – di effettuare specifici accertamenti.

Le verifiche svolte sono state mirate a verificare: in primo luogo, la eventuale violazione delle norme relative alla sollecitazione del pubblico risparmio da parte dei vari soggetti coinvolti nei collocamenti e nelle successive vendite al pubblico (l’emittente, gli intermediari facenti parte del cosiddetto *management group*, cioè del consorzio di collocamento, gli altri intermediari cui sono stati collocati i titoli in prima battuta e che hanno successivamente venduto i titoli alla clientela *retail*); in secondo luogo, il rispetto delle norme – fissate dal Tuf e dal Regolamento Consob 11522/1998 – in materia di prestazione dei servizi di investimento da parte degli intermediari che hanno venduto i titoli a clientela *retail*.

Con riferimento al primo profilo, dagli accertamenti ispettivi effettuati e dall’ulteriore documentazione acquisita non sono emerse prove o, comunque, indizi gravi, precisi e concordanti tali da consentire di qualificare l’attività posta in essere, sia singolarmente che nel suo complesso, dall’emittente, dagli intermediari componenti i *management group* o dagli intermediari ispezionati, come una sollecitazione all’investimento quale prevista dall’art. 1, comma 1, lett. t) del Tuf.

Dalle verifiche ispettive e dalla documentazione acquisita è quindi emerso che l’obiettivo finale di distribuzione presso il pubblico *retail* delle obbligazioni Cirio è stato raggiunto mediante la prestazione di un servizio di investimento.

La possibilità prevista dall’ordinamento di utilizzare modelli alternativi per l’ottenimento di un medesimo risultato, ha, all’evidenza, consentito di non sottostare agli obblighi informativi propri dell’offerta al pubblico per distribuire diffusamente le obbligazioni Cirio, privilegiando invece l’utilizzo esclusivo dei servizi di intermediazione.

Con riferimento al secondo profilo, le verifiche della Consob si sono concentrate sulla sussistenza di violazioni delle regole di condotta fissate dall’ordinamento per la prestazione dei

servizi di investimento, da parte degli intermediari che hanno venduto i titoli alla clientela *retail*. In particolare, gli accertamenti hanno riguardato sia l'affidabilità e la completezza dell'informativa fornita agli investitori – anche con riguardo ai rischi dell'investimento – sia la valutazione, operata dall'intermediario, dell'adeguatezza dell'operazione posta in essere in relazione alle caratteristiche del cliente.

Dalle verifiche sono emerse ipotesi di violazione riferite alle procedure adottate dagli intermediari, con particolare riguardo alla capacità di assicurare una corretta informazione degli investitori rispetto alle condizioni di rischio/rendimento degli strumenti trattati e alla valutazione dell'adeguatezza dell'investimento in relazione alle caratteristiche dell'investitore. Sono altresì emerse carenze in merito all'idoneità delle procedure per l'individuazione e la segnalazione al cliente di eventuali conflitti di interessi derivanti dal finanziamento, a opera della banca, dell'emittente i *bond* trattati con la clientela.

Scarsa è risultata la conoscenza in capo alle unità periferiche delle banche delle caratteristiche e dei rischi dei *bond* Cirio negoziati; scarse, di conseguenza, le informazioni fornite ai clienti.

Le verifiche in merito all'eventuale configurazione di ipotesi di "sollecitazione abusiva" e i primi riscontri rispetto all'area "servizi di investimento" sono stati oggetto di un primo esame di carattere generale da parte della Commissione. Sono ora all'esame i risultati istruttori specifici su ciascuna delle dieci banche ispezionate, al fine dell'assunzione dei provvedimenti conseguenti, per i casi di violazione della disciplina in tema di prestazione dei servizi di investimento.

Parallelamente alla azione di vigilanza è stata svolta, fin dal marzo 2003 ed è tuttora in corso, un'intensa attività di collaborazione con l'Autorità Giudiziaria che indaga sulla vicenda Cirio per gli aspetti di rilevanza penale.

In relazione a tale vicenda, si ricorda altresì che alcuni primari istituti di credito hanno avviato iniziative volte a rimborsare in tutto o in parte i risparmiatori che avevano acquistato obbligazioni del gruppo Cirio.

Gli altri casi di crisi societarie e i problemi delle società di calcio quotate

In aggiunta alle vicende delle società del gruppo Parmalat e di quello Cirio, nel corso del 2003 si sono manifestate altre situazioni di crisi societaria, anche connesse all'andamento negativo dei mercati, che hanno interessato numerose società quotate di dimensioni medio-piccole e/o operanti in particolari settori tra i quali, quello calcistico, già caratterizzato da situazioni di forte tensione finanziaria.

Tale situazione ha determinato considerevoli effetti sull'attività di vigilanza della Consob che si è trovata ad affrontare, rispetto agli anni precedenti, numerose e diversificate problematiche societarie connesse in particolare al rischio della continuità aziendale.

Il risultato di tale scenario è stato un notevole incremento degli interventi in materia di informativa societaria e in particolare di quelli relativi alla correttezza e completezza delle informazioni rese nella documentazione contabile periodica (infrannuale e annuale). A tale proposito, vanno sottolineati gli interventi che hanno dato luogo a impugnazioni di bilanci d'esercizio e consolidati e le segnalazioni all'Autorità Giudiziaria, in misura assolutamente inusuale rispetto al passato.

Vale la pena di sottolineare che l'adozione di provvedimenti così invasivi, quali l'impugnativa di bilancio e la denuncia per falso in comunicazioni sociali, è la conseguenza di pratiche societarie scorrette e illecite ormai relativamente diffuse.

Ciò vuol dire che l'attività di vigilanza non può più concentrarsi su interventi volti esclusivamente a migliorare l'informazione al mercato, ma è costretta a orientarsi sempre di più, laddove emergano sintomi significativi, verso l'obiettivo di individuare e segnalare, se del caso, all'Autorità Giudiziaria i comportamenti illeciti; è di tutta evidenza la maggiore onerosità e complessità di tale funzione.

A ciò si aggiunga l'incremento degli interventi di natura tradizionale che si sono sostanziati in richieste di tipo strutturato sull'informazione finanziaria con l'obiettivo di ravvicinare la tempestica di comunicazione al mercato.

La concomitanza di tali situazioni critiche – sintomo preoccupante da non sottovalutare – ha comportato che nel 2003 è quasi raddoppiato, rispetto all'anno precedente, il numero di interventi sull'informazione societaria che la Consob ha ritenuto di effettuare: per ottenere dati o informazioni da azionisti, amministratori, sindaci e da società di revisione, ai sensi dell'art. 115 del Tuf, o per esporre, migliorare o integrare i flussi informativi destinati al pubblico, ai sensi dell'art. 114 del Tuf.

L'elenco delle società in evidente stato di crisi aziendale

Oggetto di particolare attenzione da parte della Commissione è stata la situazione di un gruppo di emittenti quotati per i quali si è evidenziata una situazione di potenziale rischio per la continuità aziendale, attestata dagli organi di controllo societari, ovvero da segnali di evidente sofferenza patrimoniale. Sulle società con tali caratteristiche la Consob ha attivato, già dal 2002, un'attività di controllo periodica volta soprattutto a garantire la messa a disposizione del pubblico, con periodicità più intensa rispetto agli standard ordinari dell'informativa contabile, di elementi informativi aggiornati sull'evoluzione della situazione aziendale e del gruppo di appartenenza.

In questi casi, infatti, la Commissione, nell'ottica di assicurare una più completa e tempestiva informazione finanziaria da rendere al mercato, fermi restando i normali obblighi, ha ritenuto necessario imporre alle società interessate la diffusione, con cadenza mensile, secondo le modalità di cui all'art. 66 del Regolamento 11971/1999, di un comunicato stampa contenente informazioni aggiornate sulle variabili critiche delle singole situazioni aziendali.

Nel corso del 2003, la Commissione ha assoggettato 6 emittenti quotati agli obblighi di comunicazione mensile. Considerando gli analoghi interventi assunti in precedenza, alla fine del 2003, risultavano soggette a tali obblighi 15 emittenti⁵ (individuati tra quelli che presentavano perdite superiori a un terzo del capitale o sui cui conti la società di revisione aveva espresso un giudizio negativo o si era dichiarata impossibilitata a esprimere un giudizio).

Per cinque di queste è progressivamente emerso uno stato di insolvenza; tra esse è da segnalare la società Giacomelli.

Il caso della Giacomelli, pur essendo di dimensioni contenute rispetto alle crisi di Parmalat e Cirio, presenta alcuni elementi di rilievo con riferimento in particolare ad alcuni eventi societari, alla diffusione di obbligazioni tra il pubblico e al comportamento di alcuni intermediari coinvolti in eventi rilevanti della vita societaria.

Le vicende che hanno coinvolto la Giacomelli Sport Group prendono avvio dalla denuncia presentata in data 30 maggio 2003 dal collegio sindacale e trasmessa alla Consob ai sensi dell'art. 149, comma 3, del Tuf, a seguito dell'accertamento di gravi irregolarità da parte degli amministratori nella gestione della società.

Le criticità riscontrate dal collegio sindacale vertevano sostanzialmente sulla omessa informazione da parte degli amministratori del grave peggioramento della situazione finanziaria del gruppo nei primi mesi del 2003, deterioramento che ha successivamente condotto gli amministratori della Giacomelli a sollecitare il ricorso alla procedura di amministrazione controllata ai sensi del r.d. 16 marzo 1942, n. 267. In occasione dell'assemblea straordinaria convocata nel mese di luglio, la Commissione ha richiesto, analogamente a quanto effettuato per altre società che versano in stato di grave crisi economico-finanziaria, la diffusione di dati e informazioni a cadenza mensile.

Anche a seguito di ulteriori informazioni assunte dai sindaci e dagli amministratori della società, la Commissione ha deliberato di attivare i poteri di impugnativa del bilancio d'esercizio e consolidato 2002 della società, la cui assemblea nel mese di settembre ha preso atto della perdita integrale e dello stato di insolvenza e ha deliberato il passaggio dall'amministrazione controllata alla procedura di amministrazione straordinaria disciplinata dal d.lgs. 270/1999. La Commissione ha inoltre avviato accertamenti ispettivi nei confronti della società incaricata dei lavori di revisione, i cui risultati sono all'esame degli uffici.

Anche in questo caso, come già nei casi Cirio e Parmalat, la crisi ha coinvolto i possessori delle obbligazioni – emesse dal gruppo poco prima dell'emergere della situazione di difficoltà finanziaria aggravata da un'operazione di acquisizione – i cui proventi non erano stati impiegati, contrariamente a quanto contenuto nelle informazioni rilasciate all'atto del collocamento agli istituzionali, per ristrutturare l'indebitamento della società.

L'analisi dell'operatività e della produzione di studi sui titoli del gruppo Giacomelli, nonché profili di potenziale conflitto di interessi, hanno indotto la Commissione a effettuare accertamenti sul

⁵ Arquati, A.S. Roma, Cardnet Group, CHL, CTO, Finarte, Fin.part, Gandalf, Giacomelli Sport Group, Necchi, Olcese, Snai, S.S. Lazio, Stayer, Tecnodiffusione.

comportamento di due intermediari particolarmente coinvolti negli eventi legati alla società. Gli esiti di tali accertamenti sono all'esame degli uffici di vigilanza della Commissione.

In aggiunta a quanto sopra indicato per le società tenute a obblighi di informativa mensili, è emersa la necessità per la Commissione di intensificare la sua attività nei confronti di altre società che, pur non presentandosi in conclamato stato di crisi, fossero da ritenere particolarmente "sensibili". Rientrano in questo secondo gruppo società, alle quali non sono stati imposti obblighi di comunicazione periodici aggiuntivi rispetto a quelli previsti per tutti gli emittenti titoli quotati, ma che versano in situazioni finanziarie tese o presentano alcuni fattori di rischio. Anche in questo caso si è ritenuto di prestare una particolare attenzione ai flussi informativi da rendere al mercato, intervenendo con specifiche richieste ogni volta che, in relazione ai singoli casi, fosse opportuno fornire informazioni aggiuntive utili alla corretta e compiuta valutazione delle società da parte degli investitori.

Le società di calcio quotate

Nel contesto delle attività di vigilanza sulle società in situazione di difficoltà, nel 2003 è stata rafforzata l'attività di monitoraggio nei confronti delle società di calcio quotate al Mercato Telematico Azionario (Mta), per le quali si sono manifestati particolari esigenze di trasparenza, considerata anche la crisi strutturale che investe il settore calcistico.

I ricorrenti e generalizzati squilibri economici delle società di calcio italiane rendono nuovamente attuale un dibattito sull'opportunità della loro quotazione, in termini di costi/benefici per il mercato. L'esperienza maturata nel nostro paese offre senz'altro utili spunti di riflessione.

In Italia le quotazioni delle società di calcio sono avvenute dopo l'entrata in vigore del Tuf, che, tra l'altro, ha portato a privatizzare le competenze sul *listing*.

La prima società di calcio a essere quotata è stata, dunque, nel 1998 la S.S.Lazio spa; a seguire, sono state ammesse in borsa nel 2000 le azioni della A.S.Roma spa e nel 2001 quelle della Juventus F.C. spa. Sotto un profilo strettamente giuridico, sino al 1996 la possibilità di quotare le società di gestione di club sportivi calcistici risultava preclusa dal loro status speciale di società sportive senza fini di lucro. Questo ostacolo è stato poi rimosso dalla legge 586/1996, modificativa della legge sul riordino del settore "professionistico" (legge 91/1981), che riconoscendo il fine di lucro alle società di calcio, ne ha consentito la trasformazione da società sportive in società per azioni o a responsabilità limitata e la distribuzione degli utili eventualmente conseguiti.

È stato questo il primo momento in cui le istituzioni competenti – Borsa Italiana spa per i requisiti di ammissione e Consob per il prospetto di quotazione – hanno dovuto affrontare il tema dell'accessibilità delle società calcistiche ai mercati regolamentati italiani.

All'epoca aveva costituito un utile termine di paragone per una valutazione delle potenzialità e delle criticità delle attività del calcio l'esperienza del Regno Unito, dove queste attività avevano raggiunto uno

stadio di maggiore maturità e già da tempo risultavano ammesse a quotazione diverse società sportive. I club britannici quotati avevano a loro vantaggio rispetto a quelli italiani, fondamentalmente una maggiore diversificazione delle fonti di ricavo nonché la proprietà dello stadio, che, al di là del valore in sé, consentiva di ottimizzare lo sfruttamento dei ritorni pubblicitari.

Tuttavia per i maggiori club italiani, quelli cioè con il più ampio bacino di utenza, si cominciavano a prospettare importanti opportunità legate soprattutto allo sviluppo della pay-per-view, e quindi del mercato dei diritti televisivi, e di un più razionale utilizzo degli stadi, con possibilità di affermazione del merchandising. Inoltre, sul versante dei trasferimenti dei diritti alle prestazioni sportive, si cominciavano ad affermare su scala europea, dopo il pronunciamento della Corte Europea del dicembre 1995, noto come "sentenza Bosman" – che aveva portato all'abolizione delle indennità da cessione – nuove regole del mercato destinate a ridurre le aspettative di ritorno economico e patrimoniale in caso di trasferimento di un calciatore e che avrebbero conseguentemente dovuto portare a una riduzione del valore di carico delle immobilizzazioni relative al possesso dei "cartellini" dei giocatori.

A fronte di queste opportunità prospettive e di questi interventi istituzionali di razionalizzazione dei comportamenti contabili, vi erano i rischi legati alla volatilità dei ricavi, alla rigidità della struttura dei costi e agli squilibri finanziari. La Consob nella sua funzione di approvazione del prospetto di quotazione ha richiesto che questi elementi fossero rappresentati a chiare lettere nelle avvertenze per gli investitori come rischi specifici dell'emittente e del settore di appartenenza.

A oggi si può osservare una ricomposizione delle fonti di ricavo delle società calcistiche: nel 1996, i ricavi da gare costituivano buona parte (il 47 per cento circa) del fatturato totale delle società di calcio italiane, mentre i ricavi da diritti televisivi ne rappresentavano solo il 25 per cento; oggi la situazione si è radicalmente invertita: circa l'80 per cento dei ricavi è generato dai diritti televisivi, di immagine, sponsorizzazioni, mentre scendono al 10 per cento i ricavi da gare. Come conseguenza della diversificazione dei ricavi, essi appaiono meno volatili rispetto al conseguimento dei risultati sportivi.

In tale occasione non furono previste le forti variazioni dei prezzi delle cessioni dei diritti alle prestazioni sportive dei calciatori, né fu prevista la crescita eccezionale dei loro ingaggi.

Il permanere di questi problemi ha indebolito a livello sistematico il settore calcio. Non è compito della Consob esprimersi sul merito tecnico, industriale o politico delle dinamiche e delle regole del gioco specifiche di determinati settori economici, ivi incluso quello del calcio. Tuttavia, quando in queste dinamiche viene coinvolto il pubblico risparmio, vi è la necessità per l'Autorità di vigilanza di individuare le patologie e le soluzioni più opportune ai fini dei riflessi sull'attività di vigilanza. Da questo punto di vista si può osservare che la possibilità introdotta dalla legge 27/2003 (di conversione del d.l. 282/2002), di capitalizzare le svalutazioni dei diritti alle prestazioni sportive dei calciatori, se da un lato ha evitato immediati dissesti finanziari, non ha affrontato i problemi di tipo strutturale del mercato e, inoltre, con riferimento alle società quotate, ha comportato un deciso allontanamento dall'obiettivo di armonizzare nell'ambito del mercato europeo gli *standard* contabili e di migliorare la qualità dell'informazione finanziaria, come previsto dal regolamento europeo n.1606/2002, che obbliga le società quotate a redigere dal 2005 i propri conti consolidati in

conformità con i principi contabili internazionali (*International Financial Reporting Standards*).

Le fragilità dell'industria del calcio hanno trovato riscontro anche negli andamenti dei prezzi di borsa delle azioni delle società di calcio quotate. Rispetto ai prezzi di primo collocamento, per Lazio, Roma e Juventus si sono, registrate perdite al netto dell'andamento dell'indice di borsa pari rispettivamente al –157,6, -90,3 e –68,1 per cento.

Volendo poi trarre un bilancio anche della qualità delle informazioni finanziarie rese al mercato dalle società di calcio quotate, non può tacersi che sovente la Consob è dovuta intervenire al fine di assicurarne la completezza e l'adeguatezza rispetto alle peculiari problematiche societarie.

Infatti, già nel 2002 la Consob aveva ritenuto di intervenire nei confronti di queste società, oltre che con richieste specifiche di informazione, con una raccomandazione di carattere generale sul tema delle informazioni contabili periodiche e dei comunicati stampa relativi a fatti rilevanti. In considerazione delle specificità del settore del calcio, è stata così sollecitata una maggiore attenzione sulle informazioni concernenti i profili interessanti la gestione finanziaria e gli eventi che caratterizzano la complessiva gestione dei calciatori, con specifico riferimento al fenomeno della compravendita di diritti pluriennali, promuovendo un livello minimo di standardizzazione dei contenuti e delle forme di presentazione delle informazioni finanziarie rese da tali società al mercato.

Tuttavia le crisi aziendali che sono state rilevate hanno reso necessari ulteriori interventi mirati alle peculiari situazioni. In particolare, due delle società di calcio quotate sono state sottoposte a obblighi mensili di aggiornamento delle informazioni. Infatti, la S.S. Lazio e la A.S. Roma sono, rispettivamente dal 31 dicembre 2002 e dal 30 ottobre 2003, tra le società tenute a fornire flussi informativi mensili.

Il quadro descritto dagli aggiornamenti mensili di informazione resi dalle due società rende evidente il cospicuo ammontare dei debiti di funzionamento scaduti, che condiziona pesantemente le possibilità di recupero di un equilibrio finanziario. Su tali situazioni si innescano, poi, difficoltà di recupero di posizioni creditorie vantate verso azionisti attuali e passati.

I profili di indagine su cui è stata, dunque, concentrata l'attenzione della Consob hanno riguardato la trasparenza e la correttezza delle informazioni diffuse al mercato in merito ai vari ambiti di rischio individuabili sia in relazione alle dinamiche settoriali – inclusi i requisiti di iscrizione ai campionati sportivi – sia con riguardo alla situazione gestionale specifica e alle iniziative avviate o da avviare per mantenere la prospettiva della continuità aziendale. È inoltre proseguito il confronto con gli organi interni ed esterni di controllo societario in relazione alle valutazioni compiute sui principali eventi societari.

Le incertezze che caratterizzano la continuità aziendale di queste due società quotate e la previsione di consistenti operazioni di aumento di capitale, con ricorso al pubblico risparmio hanno, quindi, reso, e rendono ancora, necessaria un'attività di costante monitoraggio sulla complessiva situazione informativa disponibile al pubblico. Le assemblee di bilancio, le assemblee straordinarie, i consigli di amministrazione di approvazione delle trimestrali e delle semestrali, gli annunci relativi ai piani industriali e ai requisiti di iscrizione ai campionati sportivi sono stati oggetto di ripetuti interventi della Consob di rettifica del quadro informativo.

Tali attività hanno portato, nel corso del 2003, la Consob ad attivare, in aggiunta a quanto disposto con gli obblighi di comunicazione mensili previsti per le società in situazioni critiche, i poteri di cui agli artt. 114 e 115 del Tuf. Le aree su cui sono stati attivati i poteri di cui ai citati articoli del Tuf hanno interessato, per tutte e tre le società di calcio quotate, il trattamento contabile di specifiche operazioni nei bilanci

In particolare, nel corso del 2003, sono state fatte 20 richieste tese ad assicurare adeguati flussi informativi al mercato e alla Consob stessa. Tali richieste si aggiungono alle 4 del 2002 e sono proseguiti nel corso del 2004 (10 richieste al 29 febbraio).

Merita rilievo la circostanza che circa la metà delle richieste riguardanti le società di calcio quotate è stata indirizzata alla controllante non quotata di una delle società calcistiche sottoposte agli obblighi di comunicazioni mensili. Ciò in relazione alla situazione debitoria di tale controllante e ai consistenti crediti nei suoi confronti vantati dalla controllata quotata.

Gli altri casi critici di diffusione al pubblico di strumenti finanziari

Il problema della correttezza di comportamento degli intermediari nei confronti della clientela *retail* è emerso, oltre che nel caso di collocamenti di obbligazioni di società risultate in crisi, come in particolar modo è avvenuto nei casi Cirio e Giacomelli, anche con riferimento ad altre situazioni nelle quali si sono presentati analoghi profili critici relativamente alla adeguatezza di determinati strumenti finanziari per un pubblico composto in gran parte di investitori non professionali.

La dimensione di tali casi, in termini di risparmiatori coinvolti, e la loro concomitanza sono fattori che possono incidere sulla fiducia nel comportamento degli intermediari. Tale rischio appare rilevante in considerazione della delicatezza della fase attuale, sulla quale pesano i gravi casi di crisi societarie, e della tendenza in atto di ricomposizione dell'allocazione del risparmio finanziario delle famiglie verso forme di investimento caratterizzate da un più ampio spettro di combinazioni tra rischio e rendimento.

Operazioni relative a "prodotti" finanziari complessi poste in essere da parte della Banca 121

Aspetti critici sono emersi in relazione ad alcune operazioni realizzate dalla Banca 121. Tali operazioni sono state effettuate quasi esclusivamente nel periodo 1999-2001, mentre solo alcune di esse si sono protratte fino ai primi mesi del 2003; le attività di vigilanza della Consob, iniziate nei primi mesi del 2002, sono tuttora in corso, anche in collaborazione con l'Autorità Giudiziaria.

L'attività della Consob è stata stimolata dal ricevimento, a partire dal secondo semestre 2001, di alcuni esposti riguardanti operazioni effettuate da investitori con la Banca 121, aventi ad oggetto una serie di "prodotti" finanziari "complessi", riconducibili sostanzialmente a due macro categorie:

- i piani finanziari (*My way, 4 You*) che comportavano un'operazione articolata di investimento in

obbligazioni e quote di fondi comuni e di concessione di un mutuo da parte della banca stessa⁶. La presenza del finanziamento da parte della banca influenzava le consuete caratteristiche di un investimento in obbligazioni bancarie e in quote di fondi comuni di investimento: il cliente avrebbe conseguito un vantaggio economico solo qualora il differenziale di rendimento generato dalle maggiori somme investite fin dall'inizio, avesse superato il costo del finanziamento necessario a procurarsi tali somme. Inoltre, non investendo immediatamente risorse proprie, il cliente era potenzialmente in grado di impiegare somme teoricamente molto consistenti, anche superiori alla sua capacità di risparmio;

- i "prodotti" strutturati (*BTP Tel*, *BTP On line* e altri) che comportavano un'operazione contestuale in titoli di stato e opzioni⁷. La presenza della componente derivata determinava un profilo di incertezza nel rendimento a scadenza, non tipico dei titoli a reddito fisso. Ciò in quanto, alla scadenza, l'investitore avrebbe ottenuto il rimborso alla pari del capitale investito (oltre agli interessi cedolari, comunque percepiti) solo se il prezzo del titolo o dei titoli sottostanti l'opzione fosse risultato superiore al prezzo di esercizio della stessa; in caso contrario, egli avrebbe ricevuto l'equivalente monetario dei titoli sottostanti subendo una perdita in conto capitale pari al differenziale fra il prezzo di esercizio e il prezzo di mercato dei titoli.

In tali esposti – sovente indirizzati anche ad altri destinatari – i clienti della banca riferivano, in modo talvolta sommario, talvolta più dettagliato e documentato, l'acquisto di "prodotti" variamente qualificati e denominati, lamentando nel contempo una scarsa o errata informativa preventiva sull'operazione e una sostanziale inadeguatezza della stessa rispetto al proprio profilo di rischio.

⁶ Più in particolare i piani finanziari prevedono:

- la stipula di un contratto di mutuo fra la banca e l'investitore per costituire la provvista necessaria a quest'ultimo a effettuare gli investimenti, che costituiscono a loro volta l'oggetto del pegno a garanzia del rimborso del prestito.
- il netto ricavo del prestito viene investito in parte in obbligazioni e in parte in quote di fondi comuni di investimento; l'investimento in obbligazioni è effettuato per un ammontare tale da assicurare alla scadenza l'ottenimento di un capitale equivalente all'importo finanziato; l'investitore non ha in merito possibilità di scelta, in quanto il piano prevede un solo specifico titolo obbligazionario in cui investire; l'investimento in quote di Oicr avviene, invece, mediante selezione da parte del risparmiatore di fondi gestiti da società del gruppo.
- nel corso della vita del piano il risparmiatore non può vendere e/o sostituire gli strumenti finanziari acquistati, che restano vincolati al servizio dell'operazione. Per smobilizzare la sua posizione il cliente deve procedere al rimborso del debito residuo, liquidando sul mercato gli strumenti detenuti e versando l'eventuale differenza.

⁷ Le operazioni BTP Tel e simili, si articolano in due operazioni concluse contestualmente:

- il cliente acquista un titolo di Stato in contropartita diretta con la banca;
- il cliente vende alla banca opzioni *OTC* di tipo *put* con durata pari a quella del titolo di Stato, con sottostante un paniere di titoli azionari. Le opzioni sono di tipo europeo (esercitabili dunque solo alla scadenza) e il loro esercizio da parte della banca è automatico qualora a scadenza si verifichi la condizione di esercizio, il che accade se alla data di scadenza il valore finale del paniere in oggetto risulta inferiore o uguale allo *strike price*.

Al fine di analizzare tali profili, la Consob ha avviato nei primi mesi del 2002 – a quella data gli esposti sui prodotti strutturati e sui piani finanziari erano diciassette – un’attività conoscitiva e di vigilanza, attraverso la richiesta di dati e notizie alla banca, nonché attraverso l’attivazione specifica degli organi di controllo interno dell’intermediario stesso (funzione di controllo e organi di vertice), ai quali veniva chiesta una relazione contenente gli esiti dei controlli svolti e le conseguenti osservazioni.

Sulla base dei dati e delle informazioni acquisite, anche attraverso ulteriori specifiche richieste formulate alla fine del 2002, la Consob ha svolto un’attività di analisi e di approfondimento al fine di definire la natura dei prodotti e di individuare le eventuali aree di criticità nell’operato della Banca 121, su cui concentrare eventuali accertamenti ispettivi, avviati nel marzo del 2003.

Nell’aprile 2003, parallelamente all’attività ispettiva, la Commissione ha proceduto all’audizione dei legali rappresentanti e del Presidente del Collegio sindacale del Monte Paschi di Siena, visto che diversi intermediari del gruppo MPS (del quale Banca 121 fa parte dal luglio 2000) avevano distribuito i “prodotti” complessi, al fine di conoscere le iniziative assunte o programmate per gestire le vicende connesse con la distribuzione di tali prodotti.

In tale sede veniva comunicato che il gruppo MPS aveva eliminato dal *budget* di tutte le banche il “prodotto” 4 You, mentre la commercializzazione delle altre tipologie di prodotti composti era cessata nel corso del 2001. Veniva inoltre anticipata l’intenzione, successivamente confermata, di avviare un tavolo di intesa con le associazioni dei consumatori per la definizione dei reclami della clientela.

A partire dall’agosto del 2003, la Banca ha fornito i progressivi aggiornamenti della situazione dei reclami pervenuti, di quelli evasi e di quelli che avevano determinato una transazione aventi ad oggetto i prodotti composti e i piani finanziari.

Gli accertamenti ispettivi si sono conclusi nello scorso mese di gennaio.

Gli esiti ispettivi sono, allo stato, in corso di avanzato esame da parte degli uffici operativi della Consob, avuto particolare riguardo all’eventuale ricorrenza di profili sollecitatori nonché al corretto adempimento delle regole di condotta nella prestazione dei servizi di investimento.

Con riferimento al profilo della sollecitazione del pubblico risparmio, si pone la questione dell’applicabilità a prodotti “complessi”, come nel caso di specie, dell’esenzione prevista dall’art. 100 del Tuf dall’obbligo di pubblicazione del prospetto, quando l’operazione riguardi “prodotti finanziari emessi da banche”.

Con riferimento alla prestazione dei servizi di investimento nei confronti della clientela, occorre verificare l’aspetto dell’idoneità delle procedure per la valutazione dell’adeguatezza dei prodotti rispetto al profilo di rischio degli investitori e per la corretta rappresentazione delle loro caratteristiche, nonché l’aspetto delle modalità concretamente adottate nella commercializzazione con i clienti.

Sulla vicenda in questione la Consob ha infine svolto, e sta svolgendo, intense attività di collaborazione con l'Autorità Giudiziaria penale che, come noto, sta indagando sui "prodotti" compositi commercializzati dalla Banca 121.

La diffusione delle obbligazioni argentine

Dalle stime elaborate dall'ABI, la diffusione dei titoli argentini in Italia riguarderebbe oltre 350.000 investitori italiani, con un controvalore nominale di circa quattordici miliardi di euro. Il 95 per cento circa dei titoli argentini, per l'85 per cento riferiti all'indebitamento pubblico, sarebbe detenuto, sempre secondo le stime citate, da investitori privati.

L'ampia diffusione presso la clientela *retail* può trovare una spiegazione nella natura di tali titoli che, in quanto emessi da uno Stato sovrano, ingenerano un naturale affidamento circa la solvibilità del debitore e appaiono, pertanto, strumenti verso cui convogliare i risparmi delle famiglie.

Nel caso dei titoli argentini, un ulteriore elemento di richiamo era fornito dagli alti rendimenti previsti, i quali, tuttavia, erano direttamente correlati con la rischiosità dell'investimento, in relazione al basso merito di credito attribuito dalle agenzie di *rating* allo Stato argentino.

Proprio a ragione del progressivo deterioramento della situazione economica, nel dicembre del 2001, il Governo argentino annunciava la moratoria sul proprio debito. La decisione andava a coinvolgere i prestiti obbligazionari aventi cedole in scadenza già nel successivo mese di gennaio 2002; essa riguardava, oltre alle emissioni dello Stato argentino, anche emissioni di altri soggetti, pubblici e privati, del paese.

La crisi del paese sudamericano ha comportato riflessi anche in Italia, in ragione del gran numero di risparmiatori interessati da investimenti in obbligazioni argentine, e ha dato avvio a una complessa fase, tuttora non conclusa, di negoziati internazionali finalizzati alla ristrutturazione del debito.

Per nessuna delle obbligazioni emesse dalla Repubblica Argentina sono state effettuate in Italia operazioni di sollecitazione all'investimento. Risultano invece ammessi a quotazione in Italia quindici dei numerosi prestiti obbligazionari emessi da quel paese: nella maggior parte dei casi l'approvazione dei relativi prospetti di quotazione, in conformità delle relative disposizioni comunitarie e delle conseguenti norme nazionali, ha seguito la procedura semplificata riservata agli strumenti finanziari già quotati in altri Stati membri dell'Unione Europea, per i quali un'Autorità competente del relativo Stato dell'Unione abbia già approvato il prospetto di quotazione.

Le istruttorie condotte dalla Consob nel corso del tempo hanno comunque dedicato una particolare attenzione, nelle "Avvertenze per l'investitore", alla descrizione dei rischi relativi all'emittente con particolare riferimento alla tipologia di *rating* dell'emittente stesso e dei rischi inerenti allo strumento finanziario oggetto di quotazione, con particolare riguardo all'assenza di

garanzia e ai possibili problemi di liquidità dell'investimento. Una specifica menzione è stata riservata al *rating*, di tipo speculativo, attribuito alle emissioni dalle agenzie internazionali Moody's e Standard&Poor's. È stato anche specificato che i prestiti obbligazionari in questione erano stati precedentemente collocati attraverso operazioni originariamente rivolte a investitori professionali e che le obbligazioni erano adatte unicamente a investitori speculativi e in condizione di valutare e sostenere rischi speciali.

In relazione alla vigilanza svolta sugli intermediari, nel corso del 2002 è stata avviata dalla Consob un'attività di analisi volta a selezionare alcuni intermediari maggiormente attivi sulle emissioni obbligazionarie argentine. A tale scopo, sono stati anche valorizzati i dati trasmessi dal Cita (Comitato Investitori Titoli Argentina), promosso da Codacons, Adusbef, Aduc e Federconsumatori.

L'attività è stata condotta dedicando maggiore attenzione alle transazioni poste in essere nel periodo successivo ai mesi di gennaio/febbraio 2001 – periodo a partire dal quale è stato registrato un continuo peggioramento del rating delle obbligazioni argentine da parte delle maggiori agenzie internazionali di rating – e avendo presenti i più frequenti contenuti delle segnalazioni pervenute dagli investitori, in ordine, in particolare, all'insufficiente informativa ricevuta sui titoli e all'inadeguatezza rispetto al profilo di rischio.

Sono stati pertanto selezionati due primari intermediari nazionali, sui quali, anche avvalendosi della collaborazione prestata dalla Banca d'Italia, sono stati avviati, nel 2003, accertamenti ispettivi, condotti parallelamente alle indagini relative alle emissioni Cirio.

Gli interventi ispettivi disposti hanno avuto l'obiettivo di verificare il rispetto, da parte degli intermediari interessati, delle regole di condotta nella compravendita dei titoli argentini per conto della clientela, con particolare riguardo all'adempimento degli obblighi informativi nei confronti degli investitori, alla valutazione dell'adeguatezza delle predette operazioni rispetto alla propensione al rischio dei medesimi, all'evidenziazione di eventuali conflitti di interessi. L'indagine è stata anche rivolta alla ricostruzione dei processi decisionali interni, inerenti all'operatività sulle numerose emissioni di obbligazioni argentine, anche al fine di verificare il grado di conoscenza degli strumenti finanziari in questione da parte delle strutture deputate al contatto con la clientela.

Gli accertamenti sono stati conclusi su entrambi gli intermediari interessati. I relativi esiti sono in avanzato esame da parte degli Uffici di vigilanza, al fine di valutare il comportamento tenuto dagli intermediari e la sussistenza di eventuali violazioni della disciplina di settore.