riferimento a categorie di controparti ed esposizioni in modo analitico (ossia con riferimento alle singole posizioni di rischio) anziché sintetico. Le esposizioni verso le varie categorie di soggetti possono inoltre essere ponderate sulla base sia di valutazioni del merito di credito da parte di istituzioni esterne, sia di sistemi di *rating* interni alle banche (di base o avanzati).

È da sottolineare, tuttavia, che il Nuovo Accordo di Basilea, considerando esplicitamente il cosiddetto rischio operativo tra i fattori rilevanti ai fini della quantificazione dei requisiti patrimoniali, dovrebbe fornire un impulso alla definizione di sistemi di controllo e di procedure interni alle banche volte ad arginare le perdite derivanti, tra l'altro, da violazioni delle regole di comportamento nei confronti della clientela. Il Nuovo Accordo di Basilea definisce come rischio operativo "il rischio di perdite risultanti dall'inadeguatezza o dalla disfunzione di procedure, risorse umane e sistemi interni, oppure da eventi di origine esterna". Per i profili che più strettamente attengono alle regole di comportamento, il Nuovo Accordo prefigura esplicitamente un rischio legato a "perdite derivanti da violazioni non intenzionali o colpose delle regole di comportamento verso la clientela (incluse quelle attinenti al mandato fiduciario e all'adeguatezza), ovvero dalla natura e dalle caratteristiche del prodotto".

L'impulso al controllo del rischio operativo che dovrebbe provenire dalle disposizioni dell'Accordo è giustificato anche dall'evoluzione dell'attività delle banche, il cui sempre maggiore coinvolgimento nella prestazione di servizi di investimento ha avuto come effetto quello di aumentarne l'esposizione a contestazioni da parte della clientela e a perdite derivanti dal pagamento di sanzioni amministrative pecuniarie. Ciò trova riscontro anche nel crescente numero di esposti degli investitori nei confronti delle banche ricevuti dalla Consob (650 nel 2001 e 844 nel 2002).

La Direttiva sugli abusi di mercato e il ruolo dell'autorità competente

La Direttiva sugli abusi di mercato, proposta dalla Commissione Europea il 30 maggio 2001, è stata approvata il 3 dicembre 2002 con il recepimento degli emendamenti richiesti dal Parlamento Europeo. La rapidità del processo è spiegata dalla necessità di rispondere adeguatamente ai potenziali abusi di mercato connessi ad azioni terroristiche e dal più flessibile approccio regolamentare offerto dalla procedura Lamfalussy, in base alla quale le Direttive si devono limitare a delineare i principi di carattere generale (Livello 1), lasciando spazio alle procedure di comitatologia basate sul ruolo dell'*European Securities Committee* (Esc) e del *Committee of European Securities Regulators* (Cesr), per la definizione delle misure di dettaglio (Livello 2).

Proprio per l'attuazione delle misure di Livello 2, il Cesr, nel dicembre 2002 ha formulato proposte tecniche su una serie di aspetti (le definizioni di informazione privilegiata e di manipolazione; gli obblighi informativi degli emittenti di strumenti finanziari; la trasparenza sui conflitti di interesse e l'adeguata presentazione di studi e informazioni che raccomandano o suggeriscono strategie di investimento; le esenzioni per le operazioni di acquisto di azioni proprie

e per quelle di stabilizzazione) dopo aver consultato in più occasioni e in vari modi i partecipanti al mercato. Sulla base dei suddetti pareri la Commissione Europea ha pubblicato una prima bozza delle disposizioni. In aggiunta, lo scorso 31 gennaio 2003 la Commissione Europea ha richiesto al Cesr un ulteriore gruppo di proposte che dovranno essere definite entro il 31 agosto 2003.

La direttiva dedica particolare attenzione al ruolo dell'Autorità competente nell'attività di *enforcement*. Per evitare che l'esistenza negli Stati Membri di differenti Autorità competenti, con responsabilità e poteri diversi, possa generare confusione negli operatori economici e situazioni di opacità e incertezze che potrebbero pregiudicare l'integrità dei mercati finanziari, si prevede che in ogni Stato Membro venga individuata un'unica Autorità competente, cui spetti la responsabilità finale di controllare il rispetto delle disposizioni adottate ai sensi della direttiva nonché di prestare la cooperazione internazionale.

L'Autorità competente unica deve avere il carattere di organo amministrativo e essere indipendente dagli operatori economici per prevenire i conflitti di interessi, e deve disporre di tutti i poteri di vigilanza e di indagine necessari per l'esercizio delle funzioni di vigilanza dei mercati che l'Autorità competente potrebbe espletare direttamente, in collaborazione con o mediante delega ad altre Autorità o ai gestori del mercato oppure mediante una richiesta alle competenti autorità giudiziarie.

L'elenco esemplificativo dei poteri minimi che secondo la direttiva gli Stati Membri devono attribuire all'Autorità competente comporta importanti innovazioni sotto il profilo del diritto interno, in quanto dovranno essere accresciuti i poteri della Consob. In particolare, dovranno essere estesi i contenuti dei poteri ispettivi e informativi anche al fine di consentire l'esercizio degli stessi nei confronti di soggetti non vigilati. Infatti, nella direttiva, si prevede che l'Autorità competente possa esercitare in modo efficace il potere di convocare e procedere all'audizione di chiunque appaia in possesso di informazioni utili ai fini delle proprie indagini. Dovrebbero, altresì, essere attribuiti alla Consob nuovi poteri di congelamento e sequestro di *assets* (i poteri attribuiti all'Autorità amministrativa possono venir concessi anche mediante la cooperazione di altre Autorità, inclusa quella giudiziaria) e ingiuntivi (cessazione di qualsiasi prassi contraria alle disposizioni adottate dalla direttiva), nonché quello di richiedere la temporanea interdizione dall'esercizio di un'attività professionale.

Per garantire l'adeguatezza del quadro comunitario di contrasto agli abusi di mercato, la direttiva sancisce che ogni violazione dei divieti o degli obblighi fissati dalla stessa venga adeguatamente sanzionata. A tal fine, si stabilisce che gli Stati Membri introducano sanzioni efficaci, dissuasive e proporzionate alla gravità della violazione e al vantaggio economico conseguito. La direttiva prevede che tali sanzioni siano di natura amministrativa, fatta salva la possibilità di prevedere anche sanzioni penali. Le sanzioni dovrebbero essere applicate coerentemente dall'Autorità competente che dovrebbe comunicare al pubblico le misure e le sanzioni applicate per il mancato rispetto delle disposizioni adottate in attuazione della direttiva,

salvo il caso in cui la divulgazione possa mettere gravemente a rischio i mercati finanziari o possa arrecare un danno sproporzionato alle parti coinvolte. Ciò comporterà rilevanti innovazioni all'ordinamento interno, stante l'attuale assenza di competenze sanzionatorie in materia di abusi di mercato, la cui tutela è rimessa esclusivamente al diritto penale.

Appare inoltre importante che nel recepimento della direttiva venga fornita una definizione dell'aggiotaggio che ricomprenda espressamente le condotte poste in essere attraverso "operazioni simulate" finalizzate a provocare l'apparenza di un mercato attivo, vista la possibilità di una lettura restrittiva dell'attuale definizione fornita dell'art.2637 c.c., così come statuito da una recente giurisprudenza (Tribunale di Milano, 7-2-2003).

PAGINA BIANCA

Sezione B

L'EVOLUZIONE DEL QUADRO DI RIFERIMENTO

PAGINA BIANCA

I. IL GOVERNO DELLE SOCIETÀ QUOTATE

La struttura proprietaria e gli assetti di controllo

La struttura proprietaria delle società quotate italiane nel Mercato Telematico Azionario (Borsa) alla fine del 2002 conferma una sostanziale stabilità nel tempo delle sue caratteristiche di fondo, basate su una elevata concentrazione proprietaria e sulla scarsa presenza di società il cui controllo sia contendibile sul mercato. Tali caratteristiche si sono solo in parte attenuate negli ultimi due anni.

La quota della capitalizzazione complessiva, diffusa sul mercato, cioè non in mano ad azionisti che detengono partecipazioni superiori al 2 per cento del capitale, è aumentata alla fine del 2002 al di sopra della soglia del 50 per cento, sebbene su valori ancora inferiori a quelli del 1997 e 1998. Il peso sulla capitalizzazione di borsa delle società controllate con quote di partecipazioni di controllo superiori al 50 per cento del capitale ordinario, si è ridotto, passando dal 49,7 per cento del 2001 al 46 per cento del 2002, a fronte però di un leggero aumento del numero di queste società (Tav. al.1).

La ridotta dinamicità degli assetti proprietari riflette fattori strutturali e culturali, presenti peraltro nella maggior parte dei paesi dell'Europa continentale, legati ad una diffusa resistenza da parte dei soggetti che controllano le società quotate ad accettare diluizioni delle proprie quote di proprietà che possano compromettere la stabilità del controllo. In tale contesto, per le società italiane è da rilevare in particolare lo scarso rilievo di due fattori che negli altri paesi hanno favorito la diffusione della proprietà: l'entrata di nuove società sul mercato, per le quali di solito si registra un più esteso ricorso alla raccolta di capitale di rischio per finanziare accelerazioni del loro processo di crescita; la realizzazione di operazioni di acquisizione di società quotate attraverso offerte pubbliche di scambio, che comportano, qualora abbiano successo, una diluizione delle quote di proprietà nella società offerente.

Riguardo al primo fattore, benché si sia registrato soprattutto nella seconda metà degli anni '90 un aumento del numero di nuove ammissioni a quotazione, queste hanno riguardato, con l'eccezione delle società oggetto di operazioni di privatizzazione, soprattutto società di dimensioni medio piccole che non hanno inciso in maniera sostanziale sul grado di concentrazione proprietaria complessiva del mercato. Le operazioni di privatizzazione hanno coinvolto invece società di grandi dimensioni, ed il loro effetto sul grado di concentrazione proprietaria è stato estremamente rilevante negli anni 1997 e 1998; successivamente l'aumento della diffusione proprietaria è stato però riassorbito, a causa, da un lato, della natura parziale di privatizzazioni e, dall'altro, del fatto che la maggior parte delle principali società privatizzate ad azionariato diffuso sono state oggetto di successive acquisizioni che hanno portato in alcuni casi al loro *delisting* o alla determinazione di un assetto di controllo fortemente concentrato.

Delle 231 società quotate quotate in Borsa alla fine del 2002, circa la metà erano già quotate alla fine del 1990, una su dieci si è quotata nel periodo tra il 1990 e il 1996 e il restante 40 per cento negli ultimi 6 anni. Analoghi valori emergono dall'analisi della distribuzione della capitalizzazione complessiva del mercato alla fine del 2002, in base al periodo di quotazione delle società. Il peso delle società privatizzate è pari a circa due terzi del peso complessivo delle società quotatesi dopo il 1990 (Tav. I.1).

TAV. I.1

RIPARTIZIONE DELLE SOCIETÀ QUOTATE IN BORSA PER PERIODO DI QUOTAZIONE
(SITUAZIONE AL 31 DICEMBRE 2002)

PERIODO DI QUOTAZIONE	NUMERO SOCIETÀ		CAPITALIZZAZIONE[1]	
	TOTALE	DI CUI PRIVATIZZATE	TOTALE	DI CUI PRIVATIZZATE
PRIMA DEL 1991	110		48,7	
1991 - 1995	24	4	28,0	24,4
1996 - 2002	97	14	23,3	13,0
TOTALE	*231*	*25*	*100*	*37,4*

[1] Valori in percentuale.

Riguardo al ruolo delle acquisizioni tramite offerte pubbliche di scambio, un recente studio segnalava ad esempio che per le società inglesi esse hanno rappresentato il principale strumento attraverso il quale si è passati da modelli di controllo familiare a forme di azionariato ampiamente diffuso. In Italia il ricorso a tale modalità di acquisizione è stato estremamente ridotto. Anche nei frequenti casi in cui l'acquirente era una società quotata si è infatti generalmente preferito finanziare l'acquisizione attraverso altre fonti, prevalentemente di debito, rispetto all'offerta in scambio di propri titoli, evitando così la diluizione della quota di controllo nella società acquirente.

La concentrazione proprietaria delle società quotate italiane risulta meno accentuata per le società di grandi dimensioni, ma raggiunge valori comunque elevati sia in termini assoluti, sia rispetto a quella di società di analoghe dimensioni presenti negli altri paesi dell'Europa continentale.

Alla fine del 2002, la quota media del mercato era pari al 54 per cento per le società del Mib 30 e al 44 per cento per quelle del Midex a fronte di una media del 35 per cento circa per le altre società.

Un confronto sui dati relativi alle società inserite negli indici delle blue-chips delle borse di Italia, Spagna, Germania e Francia a metà 2002, mostra che la concentrazione proprietaria delle blue-chips italiane è superiore in misura notevole rispetto a quella delle imprese tedesche e francesi e, in misura minore rispetto a quelle delle imprese spagnole. La quota media del mercato nelle società tedesche e francesi è pari

a circa il 70 per cento del capitale, mentre supera di poco il 50 per cento nelle imprese spagnole e italiane. Inoltre la concentrazione proprietaria delle imprese italiane appare maggiore anche all'interno degli azionisti rilevanti come dimostra il maggior peso del principale azionista (Tav.I.2).

TAV. I.2

CONCENTRAZIONE PROPRIETARIA DELLE BLUE-CHIPS NEI PRINCIPALI PAESI DELL'EUROPA CONTINENTALE[1]
(SITUAZIONE AL 30 GIUGNO 2002)

NAZIONE	NUMERO SOCIETÀ	PESO SULLA CAPITALIZZAZIONE COMPLESSIVA DEL MERCATO[2]	QUOTA DEL PRINCIPALE AZIONISTA[3]	QUOTA DEGLI ALTRI AZIONISTI RILEVANTI[3]	QUOTA DEL MERCATO[3]
FRANCIA	39	71,1	24,8	7,2	68,0
GERMANIA	30	58,9	21,4	7,2	71,4
ITALIA	30	72,3	35,5	9,9	54,6
SPAGNA	35	57,0	28,9	13,8	57,3
TOTALE	*158*	*65,9*	*27,5*	*9,5*	*63,0*

[1] Società nazionali i cui titoli inclusi negli indici delle *blue chips* nei vari paesi: Cac 40 (Francia), Dax (Germania), Mib30 (Italia), Ibex 35 (Spagna). [2] Valori in percentuale. [3] Valori in percentuale. Medie semplici.

Il grado di concentrazione proprietaria è influenzato, oltre che dalla dimensione, anche dal settore delle società quotate. La concentrazione è notevolmente più elevata nel settore dei servizi mentre ha valori inferiori nei settori industriale e, soprattutto, finanziario, dove però sono presenti diverse società in forma di cooperativa per azioni, per le quali sono previsti limiti al possesso azionario che impediscono l'acquisizione di pacchetti rilevanti di capitale (Tav.I.3).

La distribuzione settoriale delle società quotate condiziona in misura notevole anche la ripartizione della proprietà per tipologia di azionista, consentendo di mettere in luce un'altra caratteristica peculiare degli assetti proprietari delle società quotate italiane, rappresentata dal ruolo limitato delle istituzioni finanziarie come soggetti proprietari.

Il peso delle partecipazioni delle banche e delle assicurazioni è pari complessivamente al 4,5 per cento della capitalizzazione del complesso delle società quotate, ma è concentrato quasi esclusivamente nelle società del settore finanziario, spesso nella forma di partecipazioni di controllo, mentre è quasi nullo nelle società degli altri settori. Nelle società del settore finanziario è concentrata anche la proprietà delle fondazioni che detengono partecipazioni rilevanti soprattutto nelle banche quotate.

TAV. I.3

PARTECIPAZIONI RILEVANTI NELLE SOCIETÀ QUOTATE IN BORSA[1]
(SITUAZIONE AL 31 DICEMBRE 2002)

	SETTORE DELLE SOCIETÀ PARTECIPATE			TOTALE
	FINANZIARIO	INDUSTRIALE	SERVIZI	
SOGGETTI DICHIARANTI				
SOGGETTI ESTERI	7,9	5,2	1,7	4,9
DI CUI CON AZIONISTI PREVALENTI ITALIANI	*0,4*	*1,4*	*–*	*0,6*
ASSICURAZIONI	2,7	0,3	0,0	1,1
BANCHE	9,1	0,5	0,0	3,4
FONDAZIONI	12,4	0,0	0,0	4,5
INVESTITORI ISTITUZIONALI	0,8	0,8	0,5	0,7
SOCIETÀ DI CAPITALI	5,5	9,8	32,7	16,8
DI CUI:				
CONTROLLATE DA COALIZIONI FAMILIARI	*2,8*	*4,9*	*4,4*	*4,5*
CONTROLLATE DA COALIZIONI DI SOCIETÀ QUOTATE	*2,7*	*4,9*	*28,3*	*12,3*
STATO E ENTI LOCALI	0,9	18,4	19,0	12,3
PERSONE FISICHE	2,9	9,1	4,3	5,1
TOTALE	*42,3*	*44,1*	*58,2*	*48,7*
NUMERO SOCIETÀ	83	101	47	231
PESO[2]	38,9	25,4	35,7	100,0

Fonte: Archivio Consob sulla trasparenza proprietaria. Si veda la sezione Note metodologiche. [1] Partecipazioni superiori al 2 per cento del capitale votante. Rapporto in percentuale tra valore di mercato delle partecipazioni controllate sul capitale ordinario e capitalizzazione del capitale ordinario di tutte le società quotate in Borsa. [2] Peso della capitalizzazione del capitale ordinario delle società del settore sul totale della capitalizzazione del capitale ordinario di Borsa.

Tra i soggetti proprietari, continua a rivestire un ruolo importante lo Stato, che comprende anche gli enti locali il cui peso è cresciuto negli ultimi anni in seguito alla quotazione di diverse società fornitrici di servizi a livello locale. Anche la proprietà dello Stato dipende, tuttavia, dal settore di appartenenza, essendo praticamente assente nelle società del settore finanziario.

La tipologia di soggetto proprietario che detiene la quota maggiore della capitalizzazione complessiva è rappresentata dalle società di capitali, cioè dalle società per le quali non esiste un singolo azionista in grado di esercitare il controllo. Complessivamente tali società detengono partecipazioni pari al 16,5 per cento della capitalizzazione delle società quotate. Se si considera la

struttura proprietaria delle società di capitali che detengono le partecipazioni rilevanti, emerge che nella quasi totalità dei casi è individuabile un modello di controllo coalizionale, basato sulla presenza di un numero limitato di soggetti che detengono complessivamente la maggioranza del capitale e che sono legati da accordi di natura contrattuale (patti di sindacato) o da vincoli familiari.

Importante è anche il peso delle persone fisiche, che detengono direttamente partecipazioni rilevanti pari a circa il 5 per cento della capitalizzazione, ma il cui peso viene quasi raddoppiato se si includono anche le partecipazioni detenute da società controllate da coalizioni familiari. Per quanto riguarda la presenza di azionisti rilevanti esteri, occorre considerare che in diversi casi dietro società di diritto estero vi sono in realtà coalizioni costituite da soggetti italiani.

Delle 112 società di capitali che detengono partecipazioni rilevanti in società quotate, circa l'85 per cento sono controllate da una coalizione familiare. Ad esse fa capo il 4,5 per cento della capitalizzazione complessiva di borsa. Alle società controllate da coalizioni costituite da altre società quotate è attribuibile invece il 12 per cento della capitalizzazione. Per quanto riguarda i soggetti esteri che detengono partecipazioni rilevanti, in circa il 25 per cento dei casi i loro principali azionisti sono soggetti italiani, nessuno dei quali in grado di controllare la società (Tav. I.3).

La distribuzione della proprietà per tipologia di azionista mostra una sostanziale stabilità nel tempo (Tav. aI.2). Il principale elemento evolutivo è rappresentato dalla progressiva riduzione del peso delle banche e delle assicurazioni. Il peso dello Stato come azionista, fortemente ridottosi negli anni 1997 e 1998, si è successivamente stabilizzato e appare anzi in leggera ripresa.

Sotto il profilo del modello di controllo, le società quotate italiane continuano a caratterizzarsi per la prevalenza di situazioni in cui esiste un singolo azionista in possesso di quote dei diritti di voto sufficienti per esercitare il controllo di diritto o di fatto. Per circa tre quarti delle società quotate, con un peso analogo in termini di capitalizzazione, è infatti presente un azionista di controllo (Tav. aI.3).

Per 20 società, con un peso pari al 10 per cento della capitalizzazione di borsa, esiste un patto di sindacato avente ad oggetto l'esercizio del diritto di voto la cui quota complessiva sindacata appare in grado di consentire agli azionisti aderenti di controllare in maniera congiunta la società (Tav. aI.4).

La quota media complessivamente sindacata nei patti di controllo è pari circa il 44 per cento. Nella metà dei casi gli aderenti a patti di sindacato "di controllo" sono persone fisiche, generalmente appartenenti allo stesso gruppo familiare, mentre nei restanti casi, cui corrisponde però oltre l'80 per cento della capitalizzazione complessiva delle società controllate da patti, gli aderenti sono società di capitali, generalmente quotate.

Patti di sindacato sono peraltro presenti anche nelle società per le quali essi non sono essenziali per la determinazione del controllo. La loro presenza in società per le quali esiste un

azionista in grado di esercitare il controllo di diritto o di fatto risponde all'obiettivo di creare legami tra azionisti rilevanti o di rafforzare la posizione dell'azionista di controllo.

Complessivamente le società quotate su cui esiste un patto di sindacato sono 41. Nella maggior parte dei casi tali accordi prevedono sia vincoli alla trasferibilità delle azioni che clausole relative all'esercizio del diritto di voto (patti globali). La quota media sindacata è maggiore per i patti globali che per le altre tipologie di accordo (Tav. aI.5).

In alcuni casi i patti di sindacato hanno per oggetto società non quotate che controllano società quotate. Generalmente tali patti ad hanno per oggetto la totalità del capitale sociale delle società (Tav. aI.6).

Le società non controllate né singolarmente né da un patto di sindacato sono 32, con un peso pari al 15 per cento circa della capitalizzazione di borsa. Per tali società, la quota di capitale diffuso, cioè posseduto da azionisti non rilevanti, appare comunque contenuta, in linea con quella media del totale delle società quotate, con l'eccezione delle società cooperative per le quali è previsto un tetto massimo al possesso azionario inferiore alla soglia del 2 per cento al di là della quale scattano gli obblighi di trasparenza proprietaria.

Le società quotate che hanno la forma di cooperativa sono 10, e rappresentano il 20 per cento circa del totale delle società non controllate. La media del capitale diffuso per le altre società non controllate è pari a circa il 40 per cento, e per nessuna di esse tale indicatore è superiore all'80 per cento. Nella metà circa di tali casi, gli azionisti rilevanti sono persone fisiche, mentre nell'altra metà sono società di capitali, generalmente quotate.

Gli assetti proprietari delle società quotate sul Nuovo Mercato presentano caratteristiche in parte diverse rispetto a quelli delle società quotate in Borsa, indicando un grado ancora più elevato di concentrazione proprietaria e una diversa ripartizione della proprietà per tipologia di azionisti, con una maggiore prevalenza delle persone fisiche e dei soggetti esteri e un peso più ridotto delle società di capitali, in conseguenza della scarsa presenza del fenomeno dei gruppi piramidali. Si rileva inoltre la totale assenza dello Stato come azionista.

Alla fine del 2002 la quota della capitalizzazione complessiva detenuta dal mercato, cioè dagli azionisti con partecipazioni non superiori al 2 per cento, è pari al 39 per cento circa, in crescita comunque rispetto ai due anni precedenti. Tale aumento è soprattutto dovuto al fatto che nel corso dell'anno sono scaduti molti accordi di lock-up, cioè di quegli impegni a non vendere azioni della società assunti dagli azionisti di controllo e dagli amministratori delle società al momento della quotazione, e che si sono quotate poche nuove società, che presentano solitamente una concentrazione proprietaria più elevata.

La quota media detenuta dal primo azionista per le società del Nuovo Mercato, pari a circa il 41 per cento, è in linea con quella delle società quotate in Borsa, mentre molto superiore è la quota degli altri azionisti rilevanti, che detengono quasi il 22 per cento della capitalizzazione delle società del Nuove Mercato contro il 9 per cento per quelle quotate in Borsa (Tav.I.4).

TAV. I.4

STRUTTURA PROPRIETARIA DELLE SOCIETÀ QUOTATE SUL NUOVO MERCATO
(SITUAZIONE AL 31 DICEMBRE)

	2001		2002	
	NUMERO	PESO[1]	NUMERO	PESO[1]
MODELLI DI CONTROLLO				
DI DIRITTO	15	42,0	12	43,4
DI FATTO	7	36,3	9	33,2
PATTO DI SINDACATO	9	12,7	10	13,3
NON CONTROLLATE	13	9,0	12	10,1
TOTALE	*44*	*100,0*	*43*	*100,0*
CONCENTRAZIONE				
QUOTA DEL PRIMO AZIONISTA		41,8		41,0
QUOTA DEGLI ALTRI AZIONISTI RILEVANTI		23,7		21,8
QUOTA DEL MERCATO		34,5		38,2
TOTALE		*100,0*		*100,0*

Fonte: Archivio Consob sulla trasparenza proprietaria. Si veda la sezione Note metodologiche. [1] In percentuale sulla capitalizzazione del capitale ordinario di tutte le società quotate sul Nuovo Mercato.

Le persone fisiche sono la tipologia di soggetti che detengono la quota preponderante della capitalizzazione complessiva, con oltre il 43 per cento, seguiti dai soggetti esteri con il 12,1 per cento (Tav. I.5).

Diffusa è la presenza di patti di sindacato su società quotate nel Nuovo mercato, spesso con la funzione di esercitare un controllo congiunto sulla società.

In più della metà delle società del Nuovo Mercato è presente un patto di sindacato e la quota media sindacata è di poco inferiore al 50 per cento (Tav. a1.5). Le società del Nuove Mercato controllate da un patto di sindacato sono 10, con un peso pari al 13 per cento circa della capitalizzazione complessiva del mercato.

TAV. I.5

PARTECIPAZIONI RILEVANTI NELLE SOCIETÀ QUOTATE SUL NUOVO MERCATO[1]

SOGGETTO DICHIARANTE	2000	2001	2002
SOGGETTI ESTERI	14,2	16,7	12,1
ASSICURAZIONI	0	0	0
BANCHE	0,7	0,6	0,3
FONDAZIONI	0	0,1	0,2
INVESTITORI ISTITUZIONALI	1,1	0,5	0,8
SOCIETÀ DI CAPITALI	4,2	4,8	4,8
STATO E ENTI LOCALI	0	0	0
PERSONE FISICHE	50,4	42,7	43,6
TOTALE	*70,7*	*65,5*	*61,8*

Fonte: Archivio Consob sulla trasparenza proprietaria. Si veda la sezione Note metodologiche. [1] Partecipazioni superiori al 2 per cento del capitale votante. Rapporto in percentuale tra valore di mercato delle partecipazioni controllate sul capitale ordinario e capitalizzazione del capitale ordinario di tutte le società quotate al Nuovo Mercato.

Il mercato del controllo societario

Nel corso del 2002 hanno avuto luogo 7 operazioni di passaggio di controllo relative a società quotate (9 nel 2001; Tav. aI.8), per un controvalore complessivo pari a circa 800 milioni di euro (contro i circa 6 miliardi di euro del 2001). I trasferimenti del controllo hanno riguardato esclusivamente società di piccola dimensione e si sono realizzati in 3 casi tramite offerta pubblica di acquisto preventiva (Ferretti, Freedomland, Onbanca) e in 4 casi tramite cessione del pacchetto di controllo seguita da offerta pubblica di acquisto successiva (Cmi, Iil, Immsi e Borgosesia). Il valore complessivo delle Opa successive (26 milioni di euro) risulta notevolmente inferiore a quello del 2001 ed è il più basso degli ultimi 8 anni.

Alla forte riduzione del livello di attività sul mercato del controllo societario, legata prevalentemente alla congiuntura negativa del mercato borsistico, si è contrapposto, invece, un incremento nel numero di operazioni volte a consolidare la quota dell'azionista di controllo e spesso finalizzate al *delisting* della società. Il numero delle offerte pubbliche di acquisto volontarie è infatti raddoppiato rispetto al 2001 e tali operazioni hanno rappresentato il 72,5 per cento del controvalore totale delle Opa realizzate nel 2002. Le Opa più importanti - tutte mirate a ritirare dal mercato il

flottante - hanno avuto ad oggetto le azioni di Italgas (offerente Eni), di La Rinascente (offerente Eurofind), di Banco di Napoli (offerente San Paolo Imi) e Snia (offerente Biosdue).

Complessivamente, nel 2002 il numero di Opa su titoli di società quotate rispetto all'anno precedente è rimasto sostanzialmente invariato, mentre il controvalore complessivo si è ridotto da 6,7 a 5,3 miliardi di euro. Nel 2002 si è avuto, inoltre, il primo caso di offerta pubblica finalizzata all'acquisto di azioni proprie, ai sensi dell'art.132 del Tuf (promossa da Riunione Adriatica di Sicurtà sulle proprie azioni ordinarie e di risparmio).

TAV. I.6

PREMI DI CONTROLLO NELLE OPA SUCCESSIVE
(2000 - 2002)

TITOLI OGGETTO DELL'OFFERTA	DATA OFFERTA	QUOTA INIZIALE POSSEDUTA DALL'OFFERENTE PRIMA DEL SUPERAMENTO DELLA SOGLIA DEL 30%[1]	PACCHETTO DI CONTROLLO ACQUISTATO DALL'OFFERENTE[1]	DIFFERENZA FRA PREZZO DI ACQUISTO DEL PACCHETTO DI CONTROLLO E PREZZO DI MERCATO[2]	DIFFERENZA FRA PREZZO DELL'OPA E PREZZO DI MERCATO[2]
ELIOS HOLDING MILANO	07.02.00	0,0	70,3	87,3	96,3
ACQUEDOTTO NICOLAY	26.04.00	23,9	25,7	21,4	5,2
AEROPORTI DI ROMA	25.09.00	0,0	51.2	20,5	1,8
FALCK	02.10.00	0,0	30,3	0,0	0,0
BANCO DI NAPOLI	08.11.00	0,0	56,1	17,1	2.9
BAYERISCHE VITA	09.01.01	0,0	70,0	66,0	30,9
RISANAMENTO NAPOLI	21.02.01	27,8	48.9	- 2,9	- 2,9
SAFILO	02.07.01	10,3	69,9	- 5,4	0,2
BANCA DI LEGNANO	16.07.01	0,0	55,0	56,6	1,5
MONTEDISON	26.07.01	0,0	52,1	-3,9	- 5,7
IMMOBILIARE METANOPOLI	09.10.01	0,0	90,2	- 7,7	13,6
CMI	18.04.02	3,4	78,5	9,2	9,2
IIL	10.06.02	19,9	30,2	14,9	0,7
IMMSI	16.12.02	0,0	45,3	- 5,5	- 1,0
BORGOSESIA	27.12.02	0,0	71,0	9,7	15,7
MEDIA		5,7	56,3	18,5	11,2
MEDIANA		0,0	55,0	9,7	1,8

[1] Dati in percentuale del capitale sociale. [2] Il prezzo di mercato è rilevato alla data di acquisto del pacchetto di controllo.

Le modalità di calcolo del prezzo delle Opa obbligatorie successive dettate dalla disciplina del Tuf e la perdurante fase di flessione dei corsi azionari hanno determinato una significativa riduzione dei premi di controllo riconosciuti agli azionisti di minoranza in occasione di cessioni di blocchi che portano al superamento della soglia del 30 per cento del capitale ordinario, in particolare se confrontati con i valori che sarebbero risultati dall'applicazione del meccanismo previsto dalla disciplina Opa previgente al Tuf. Analizzando le cessioni di pacchetti di controllo che hanno dato luogo ad Opa successive nel periodo 2000-2002 (escludendo per semplicità le Opa cosiddette "a cascata"), emerge come in media la differenza fra il prezzo dell'Opa e il prezzo di mercato alla data in cui avviene lo scambio del pacchetto di controllo è pari all'11 per cento circa, mentre la media fra il prezzo di cessione del pacchetto di controllo e il prezzo di mercato alla stessa data è pari al 19 per cento circa (Tav. I.6). Si può quindi approssimativamente stimare che, in un periodo di flessione dei corsi quali quello analizzato, il meccanismo di determinazione del prezzo dell'Opa come media fra i prezzi di mercato e il prezzo di trasferimento del pacchetto ha determinato in media una riduzione del premio di controllo riconosciuto agli azionisti di minoranza in sede di Opa di circa 8 punti percentuali, rispetto a quanto sarebbe accaduto in vigenza della vecchia legge 149/1992.

La partecipazione alle assemblee delle società quotate

L'esame dei verbali delle assemblee di approvazione del bilancio consente di ricavare delle indicazioni riferite al grado di partecipazione delle varie categorie di azionisti.

Sono stati esaminati i verbali assembleari relativi alle società quotate in Borsa facenti parte degli indici Mib30 e Midex, in quanto maggiormente liquide e capitalizzate. Da questo campione sono state escluse le banche popolari, caratterizzate da meccanismi di governance piuttosto differenti da quelli delle altre società quotate: si è così pervenuti ad analizzare i dati dei verbali di 48 società quotate.

Le evidenze relative al numero complessivo di partecipanti alle assemblee rilevano che, pur essendo il numero medio di partecipanti piuttosto elevato (pari a 655), solo un terzo delle società presenta un numero di partecipanti superiore a 500 (Tav. I.7), numero quest'ultimo che sembrerebbe indicare una effettiva ampia partecipazione soprattutto dei piccoli azionisti, in considerazione della larga capitalizzazione delle società considerate e del fatto che in Italia il fenomeno delle deleghe di voto non è particolarmente diffuso. Per circa il 21 per cento delle società il numero di partecipanti è invece inferiore a 50, ad evidenziare che in questi casi la presenza dei piccoli azionisti, in occasione dell'evento più importante della vita societaria, risulta estremamente ridotta.