

La procedura Lamfalussy e la convergenza degli standard di vigilanza nel mercato unico europeo

Il periodo trascorso dall'adozione delle prime direttive secondo il modello Lamfalussy, sebbene non tutte le direttive abbiano trovato compiuta attuazione (le misure di livello 2 per la direttiva MiFID e per la direttiva *Transparency* sono in discussione), consente di effettuare una prima valutazione.

La decisione di adottare direttive di carattere generale cui fare seguire normativa di dettaglio da adottarsi secondo la procedura Lamfalussy rappresenta senza dubbio una innovazione positiva.

Un elemento importante è rappresentato anche dal sistematico ricorso alla consultazione del mercato, che consente da un lato di arricchire il processo legislativo con le indicazioni provenienti dalla concreta esperienza degli operatori, dall'altro di incoraggiare una diffusa condivisione delle finalità e delle forme dell'azione normativa.

Restano peraltro alcuni elementi di debolezza della procedura Lamfalussy che richiederebbero perfezionamenti.

Un primo elemento critico riguarda il fatto che la procedura rappresenta una definizione temporanea degli equilibri tra i soggetti istituzionali che partecipano al processo legislativo: Commissione, Consiglio e Parlamento Europeo. Queste istituzioni hanno raggiunto un compromesso provvisorio, che si è tradotto nella introduzione della cosiddetta "clausola di decadenza automatica" (*sunset clause*), che conferisce alla Commissione il potere di adottare misure di livello 2 per un periodo di tempo limitato.

Un secondo fattore di criticità riguarda la ripartizione dei compiti tra il livello 1 e il livello 2 della legislazione europea. Il confine tra i principi di carattere generale, che devono essere definiti nelle direttive adottate a livello 1, e le misure tecniche di attuazione, che devono essere definite attraverso la procedura Lamfalussy a livello 2, è infatti, volta per volta, frutto della contrattazione tra Parlamento Europeo e Consiglio.

Inoltre, devono essere valutate con particolare attenzione le condizioni di adozione delle misure di livello 2. Il modello Lamfalussy, che prevede il ricorso al parere tecnico delle Autorità di vigilanza raccolte nel Cesr, ha operato secondo il disegno originario solo in taluni casi (ad esempio per la direttiva sugli abusi di mercato e per quella sul prospetto). La Commissione Europea, nel caso della direttiva MiFID ha scelto di non seguire le indicazioni delle Autorità di vigilanza, discostandosene in misura sostanziale. La posizione della Commissione Europea ha, in particolare, reso meno stringenti una parte delle norme sugli obblighi degli intermediari proposte dal Cesr per assicurare la protezione degli investitori al dettaglio.

Poiché il *Securities Committee*, dove siedono i rappresentanti dei Ministeri competenti per materia, non è stato concepito come una sede dove svolgere discussioni di natura tecnica, ne è risultata, di fatto, una notevole discrezionalità della Commissione Europea nel redigere le misure di secondo livello, che non sembra coerente con i principi che hanno ispirato il modello Lamfalussy.

Potrebbe pertanto essere opportuno adottare correttivi all'operatività del modello Lamfalussy che consenta di valorizzare meglio l'apporto degli organi di vigilanza.

La convergenza degli *standard* di vigilanza tra le diverse Autorità dei Paesi membri come sottolineato dallo stesso rapporto Lamfalussy, è peraltro da considerare fondamentale per la realizzazione di un mercato interno nel settore dei valori mobiliari.

Si tratta di un'area nella quale il Cesr non ha ancora dato prova di tutte le sue potenzialità. L'attività del Cesr in questi ultimi anni è stata, infatti, concentrata nella predisposizione dei pareri per le misure di secondo livello. L'opera di armonizzazione delle prassi di vigilanza, del resto, presuppone il recepimento della normativa comunitaria, parte della quale è stata concepita proprio con l'obiettivo di uniformare i poteri delle Autorità competenti.

Il Cesr si è dotato di una struttura organizzativa che favorisce lo scambio di informazioni e la realizzazione di iniziative di coordinamento attraverso specifici comitati con la presenza di rappresentanti delle Autorità partecipanti¹⁵.

Il gruppo di esperti sulla gestione del risparmio, presieduto dalla Consob, oltre a elaborare il parere per la Commissione Europea sulla individuazione degli investimenti considerati ammissibili per i fondi comuni armonizzati, ha dedicato parte della propria attività alla semplificazione delle procedure di notifica per la commercializzazione transfrontaliera dei fondi e ha in programma un'attività di armonizzazione delle regole di condotta dei gestori.

Lo sviluppo da parte del Cesr di iniziative di armonizzazione delle prassi di vigilanza è essenziale per consentire la realizzazione del mercato interno integrato. L'estesa armonizzazione introdotta dalle direttive di primo livello e dalle misure di secondo livello non è, infatti, sufficiente, in un'ottica di protezione degli investitori, se le norme sono attuate con modalità e intensità difformi.

Rileva a questo proposito anche l'aspetto sanzionatorio. Nessuna delle direttive di mercato interno contiene sanzioni armonizzate, sebbene, a seguito delle raccomandazioni del rapporto Lamfalussy, vi siano sempre indicazioni quanto alla necessità di prevedere sanzioni amministrative efficaci e dissuasive, nonché misure sulla loro pubblicità.

È importante che a norme simili corrispondano anche modalità di repressione dei comportamenti illeciti simili da parte delle Autorità competenti. In assenza di coordinamento, pur in

¹⁵ Il *Review Panel*, istituito con il compito di supervisionare il processo di recepimento da parte delle autorità sia delle misure legislative europee che degli *standard* e delle linee-guida emanate dal Cesr, ha recentemente iniziato un lavoro di analisi dei poteri e delle prassi operative in materia di abusi di mercato e dei prospetti. Il comitato Cesrpol, che ha il compito di favorire soprattutto lo scambio di informazioni, è stato recentemente ristrutturato per favorire una più intensa collaborazione tra Autorità di vigilanza nei settori della vigilanza sui mercati (*market surveillance group*) e per consentire la costituzione di gruppi speciali (*urgent issues groups*) nei quali le Autorità coinvolte possano concordare gli interventi di vigilanza nei casi di violazioni di carattere transfrontaliero che coinvolgano le competenze di più Autorità o interessino investitori stabiliti in Paesi diversi.

presenza delle stesse norme, continueranno a crearsi spazi per arbitraggi regolamentari e, in ultima analisi, a registrarsi modalità diverse di tutela degli investitori.

Va aggiunto che il Cesr ha completato i lavori per l'istituzione di un meccanismo di mediazione teso a risolvere problemi che dovessero insorgere tra le Autorità di vigilanza. In questo modo, un *panel* composto di esperti Cesr, terzi rispetto alle Autorità che hanno sollevato il caso oggetto di divergenza, dovrebbe favorire l'adozione di compromessi condivisi.

Il coordinamento internazionale e l'attività in ambito Iosco

Le esigenze di coordinamento internazionale nella definizione di *standard* e linee guida per l'esercizio dell'attività di vigilanza e di rafforzamento della cooperazione trascendono l'ambito europeo e tendono a crescere con la progressiva globalizzazione delle attività di intermediazione finanziaria e con l'integrazione dei mercati mobiliari.

Le crisi degli ultimi anni hanno rafforzato tali esigenze in funzione delle caratteristiche sopranazionali assunte da molti dei principali fattori critici e della difficoltà di trovare soluzioni e di condurre adeguate attività di vigilanza nell'ambito degli ordinamenti nazionali.

L'esperienza maturata dalla Consob ha dato un apporto significativo nelle sedi internazionali – in particolare presso l'*International Organization of Securities Commissions* (Iosco) - per una migliore comprensione dei problemi e per lo sviluppo di principi più adeguati nelle politiche di regolazione e vigilanza.

Il rispetto di questi principi è oggetto di verifica da parte di organismi internazionali per la valutazione dell'adequazione del sistema regolamentare e delle prassi di vigilanza dei diversi paesi. L'Italia è stata oggetto di valutazione da parte del Fondo Monetario Internazionale (Fmi) che ha recentemente reso note le proprie conclusioni. Per quanto attiene al settore di competenza della Consob, gli esperti del Fmi hanno riconosciuto la rispondenza della normativa interna agli *standard* internazionali, sottolineando altresì l'adequazione delle prassi di vigilanza della Consob. Nella valutazione del Fondo sono anche evidenziati margini di miglioramento della regolamentazione a tutela degli azionisti di minoranza e dell'incisività dell'azione di vigilanza, oggi in gran parte colmati con il recepimento della direttiva sugli abusi di mercato e con la riforma del risparmio.

L'attività in ambito Iosco si è concentrata soprattutto nel settore dello scambio di informazioni tra Autorità di vigilanza. Si tratta di una funzione cruciale per permettere agli organi di controllo di svolgere le proprie funzioni in un sistema di mercati aperti. In Italia oltre il 30 per cento degli scambi sul mercato di borsa è originato dall'estero e la criticità della cooperazione internazionale è emersa con particolare evidenza nei casi di *default* societari.

In ambito europeo lo scambio di informazioni è obbligatorio ai sensi delle direttive comunitarie (e in caso di inadempimento si può ricorrere al meccanismo di mediazione del Cesr o,

in ogni caso, alla Corte di Giustizia), mentre al di fuori dell'Unione Europea la cooperazione rimane affidata ad accordi bilaterali o multilaterali. La Iosco ha introdotto nel 2003 il *Multilateral Memorandum of Understanding* (di cui la Consob è parte) che prevede un meccanismo di valutazione dell'idoneità dei potenziali aderenti al rispetto degli obblighi previsti dall'accordo e ha stabilito che entro il 2010 tutti coloro che vorranno mantenere lo status di membri dell'Organizzazione dovranno aderire all'accordo.

È un segnale importante da parte dell'Organizzazione che si accompagna a iniziative avviate per favorire la cooperazione da parte di paesi fino a oggi considerati non-cooperativi (principalmente i paesi cosiddetti *off-shore*) sotto l'egida del *Financial Stability Forum*.

La Iosco ha, altresì, avviato le iniziative raccomandate dalla *Task Force* co-presieduta dalla Consob e dalla *Securities Exchange Commission* (Sec) statunitense sulle frodi finanziarie, tra cui particolare importanza rivestono quella sui conflitti di interessi in caso di collocamento o rivendita di titoli da parte di intermediari che abbiano rivestito il ruolo di finanziatori, consulenti o *lead managers* nei confronti degli emittenti e quella sugli amministratori indipendenti.

Nel settore della revisione contabile la Iosco ha avviato un'attività di ricognizione sulle attività aggiuntive svolte dalle società di revisione e sui regimi di incompatibilità e ha deciso di approfondire le tematiche relative alla vigilanza sui revisori. Sebbene in molti paesi siano stati creati organismi di vigilanza *ad hoc*, diversi dalle Autorità di vigilanza del mercato mobiliare, il Comitato Tecnico della Iosco ritiene tuttavia necessario continuare a monitorare la materia della revisione contabile, attesa la rilevanza della funzione per assicurare una fedele informazione finanziaria da parte degli emittenti.

2. I principali elementi di evoluzione del quadro economico

2.1 L'andamento dei mercati finanziari

Nel 2005, l'andamento del mercato azionario italiano è stato positivo per il terzo anno consecutivo, con una crescita dell'indice Mib pari al 13,9 per cento rispetto a fine 2004, che ha seguito il 17,5 per cento del 2004 e il 14,9 per cento del 2003. L'andamento positivo sta proseguendo anche nel 2006, con un aumento di circa il 10 per cento nel primo trimestre di contrattazioni.

In un confronto internazionale, la *performance* positiva del mercato italiano nel 2005 si colloca in una posizione intermedia tra l'andamento degli altri mercati europei e del mercato giapponese e quello pressoché stazionario dei mercati statunitensi.

Sull'aumento dei corsi azionari su scala internazionale negli ultimi 3 anni hanno influito in un generalizzato positivo andamento degli utili aziendali, il mantenimento di bassi tassi di interesse, soprattutto a lungo termine, e una crescita sostenuta del reddito (Pil) a livello mondiale, trainata dalle economie degli Stati Uniti e di alcuni importanti paesi emergenti.

Per la borsa italiana, l'andamento positivo degli ultimi anni, sostenuto da un aumento della redditività delle società quotate, si contrappone peraltro a una difficoltà di crescita e di competitività dell'economia nazionale, a conferma della scarsa rappresentatività del mercato mobiliare rispetto al complesso dell'economia, soprattutto nel comparto industriale. La crescita delle quotazioni è stata infatti influenzata dalla composizione settoriale del listino, dove prevalgono i settori bancario e assicurativo (che rappresentano quasi la metà della capitalizzazione), le cui quotazioni sono salite anche in conseguenza dell'evoluzione e delle aspettative di cambiamento negli assetti di controllo e, tra i settori industriali, quello energetico che ha beneficiato della crescita del prezzo del petrolio.

La dimensione complessiva del mercato mobiliare italiano, pur in crescita nel 2005, resta inferiore a quella degli altri principali Paesi europei, sia in termini assoluti, sia in rapporto al totale delle attività finanziarie del Paese.

A fine 2005 erano quotate 275 società italiane, 6 in più rispetto a fine 2004, confermando la sostanziale stabilità del numero di società quotate, che negli ultimi 20 anni è rimasto compreso tra le 240 e le 290 unità.

Il rapporto tra capitalizzazione e Prodotto interno lordo (Pil), benché salito a fine 2005 al 48,8 per cento, il valore più elevato dal giugno 2001, resta notevolmente inferiore alla media dei mercati dell'area euro, dove supera il 60 per cento e soprattutto ai valori dei mercati anglosassoni dove è stabilmente superiore al 100 per cento.

Nonostante la sostanziale stabilità della dimensione complessiva del mercato, si rileva una certa dinamicità della composizione del listino: complessivamente, negli ultimi 10 anni si sono quotate circa 200 società, cui era riferibile a fine 2005 circa la metà della capitalizzazione complessiva del mercato, e un numero sostanzialmente analogo di società è uscita dal mercato. Nel solo 2005 si sono avute 19 nuove ammissioni (il livello più elevato del decennio se si esclude il 2000 quando massima è stata la crescita delle quotazioni sul Nuovo mercato) e 13 revoche. In 15 casi le nuove ammissioni sono avvenute dopo un collocamento con offerta pubblica.

Oltre la metà delle nuove ammissioni con offerta pubblica sono avvenute nell'ultimo trimestre del 2005 mostrando una ripresa dell'interesse per la quotazione che sta proseguendo anche nel 2006. Le nuove società quotate esprimono quasi sempre realtà economiche precedentemente non presenti sul mercato, prevalentemente operanti nel settore industriale.

Nel corso del 2005, la raccolta di capitali sul mercato, tramite aumenti di capitale a pagamento, è cresciuta sensibilmente (13,2 miliardi di euro rispetto ai 3,6 miliardi del 2004) raggiungendo il valore più elevato dal 1999. È significativa la crescita della quota di capitale raccolto dalle società emittenti per finanziare la loro crescita futura: il peso degli aumenti di capitale sul totale dell'offerta, nei collocamenti finalizzati alla quotazione, è passato da poco più del 10 per cento negli anni 2003 e 2004 a più del 40 per cento nel 2005.

Gli investitori hanno dimostrato un buon interesse per tali operazioni di collocamento: il dato medio del rapporto tra il numero di titoli domandati e il numero di titoli effettivamente assegnati è stato pari a quasi 4 volte, sia per le offerte al pubblico, sia per quelle agli investitori istituzionali, con un aumento di quasi il 50 per cento rispetto al 2004.

Nel 2005 si è confermata anche l'elevata liquidità del mercato azionario italiano, con una crescita del numero di contratti e del loro controvalore. Il rapporto tra volume degli scambi e capitalizzazione, che esprime il tasso di rotazione annuale delle azioni, è cresciuto da 1,1 nel 2004 a 1,3 nel 2005 valore superiore a quello delle altre borse europee.

2.2 Le condizioni di stabilità finanziaria e i principali fattori di rischio

La positiva evoluzione del quadro economico a livello internazionale si è tradotta nel mantenimento di un quadro complessivo di stabilità finanziaria che ha consentito una sensibile riduzione del premio per il rischio per gli emittenti.

Un contributo significativo alla stabilità finanziaria viene dalla maggiore cooperazione internazionale nella sorveglianza dei principali fattori di rischio e dallo sviluppo di politiche di vigilanza sui mercati che hanno consentito la riduzione degli effetti di contagio nei casi di crisi.

Fattori di rischio possono comunque emergere sia da un eventuale peggioramento delle condizioni macroeconomiche, che possano riflettersi in bruschi aumenti dei tassi di interesse, sia dalla crescente importanza di soggetti, quali gli *hedge funds*, e di strumenti finanziari, quali gli strumenti derivati, che presentano strutturalmente una maggiore esposizione al rischio.

Sebbene il tasso di crescita delle attività gestite dagli *hedge funds* sia in leggero declino, il ruolo assunto da tali fondi sui principali mercati ne ha fatto uno degli elementi chiave per la funzionalità dei mercati e per la loro stabilità.

Dal punto di vista dell'efficienza dei mercati, gli *hedge funds* svolgono un ruolo positivo, contribuendo a aumentare la liquidità, a migliorare i processi di determinazione dei prezzi (*price-discovery*), a favorire una maggiore diversificazione degli investimenti. Lo sviluppo del settore può però avere conseguenze sulla stabilità finanziaria e sulla tutela degli investitori per cui si rende necessaria una accresciuta sorveglianza sulla sua evoluzione.

Da un lato infatti, si assiste a una tendenza alla convergenza delle strategie di investimento di molti *hedge funds*, che si traduce in una accresciuta interdipendenza delle loro posizioni. Tale elemento costituisce un fattore di debolezza potenziale del mercato in quanto brusche variazioni nei prezzi e nei flussi di investimento potrebbero essere amplificate da effetti “a catena” e imitativi che, considerato il peso degli *hedge funds* soprattutto sulla dinamica degli scambi, possono influenzare la stabilità complessiva del sistema.

Dall'altro, l'accresciuta competitività nel mercato degli *hedge funds* sta comportando una riduzione dei loro rendimenti, da cui può derivare una maggiore propensione ad assumere strategie di investimento più rischiose, aumentando il ricorso all'indebitamento, alla ricerca di rendimenti più elevati in grado di rispondere alla domanda degli investitori.

Tali elementi, insieme alla strutturale rischiosità degli *hedge funds* e alla loro limitata trasparenza, stanno sollecitando l'attenzione delle Autorità di vigilanza dei principali paesi e degli organismi internazionali, soprattutto al fine di definire una disciplina adeguata dell'accesso a questi strumenti da parte degli investitori non professionali.

Un'area da cui potrebbero sorgere ulteriori rischi per la stabilità dei mercati finanziari è rappresentata dallo sviluppo delle negoziazioni di strumenti derivati, al cui interno stanno assumendo un'importanza crescente gli strumenti legati alla gestione del rischio di credito.

L'innovazione finanziaria in questo settore è stata e continuerà a essere molto dinamica, per la crescente esigenza di realizzare meccanismi di trasferimento dei rischi e per la sempre maggiore domanda di strumenti che producano rendimenti superiori a quelli degli strumenti finanziari ordinari, specie in un contesto di bassi tassi di interesse.

La creazione di strumenti finanziari derivati, caratterizzati da un livello crescente di complessità, svolge un ruolo importante nelle politiche di gestione di portafoglio degli investitori, offrendo maggiori opportunità di diversificazione nella composizione delle attività e nella gestione dei rischi.

La prevalenza di strumenti non negoziati sui mercati regolamentati rende però più difficile assicurare criteri di formazione dei prezzi trasparenti e riduce la liquidità di tali strumenti, esponendo il sistema finanziario a rischi di instabilità in presenza di tensioni derivanti da eventi traumatici legati a singoli emittenti di grandi dimensioni o a specifici comparti del mercato. Tali rischi possono inoltre essere enfatizzati in considerazione del peso rilevante che gli strumenti derivati hanno nel portafoglio degli *hedge funds*, già caratterizzati dall'uso di una forte leva finanziaria, attraverso l'esteso ricorso all'indebitamento, e da una generale elevata propensione al rischio.

II. – I SETTORI DI ATTIVITÀ DELLA CONSOB

1. L'attività di vigilanza sulle operazioni riguardanti l'evoluzione degli assetti di controllo di società quotate

1.1 La tutela dell'integrità informativa e della trasparenza e dell'efficienza del mercato del controllo

Nel corso del 2005 il mercato italiano è stato interessato da alcune vicende, in parte collegate tra loro, che hanno visto gruppi di interesse contrapposti mirare al controllo di importanti società quotate.

L'evoluzione di tali vicende – in particolare le offerte promosse su Banca Antoniana Popolare Veneta Spa (Antonveneta) e Banca Nazionale del Lavoro Spa (Bnl) e le evoluzioni degli assetti proprietari di Rcs MediaGroup Spa (Rcs) e Fiat Spa – ha mostrato quanto sia complessa l'attività di tutela dell'integrità dei mercati e della simmetria informativa in presenza di “tensioni” riguardanti gli assetti proprietari.

Tutte le vicende in esame sono state caratterizzate da un aumento dell'incertezza sul mercato, a causa sia della complessità e della rapida successione degli eventi sia dell'articolazione delle procedure e degli strumenti legali previsti dal quadro normativo. Spesso, infatti, le competizioni per il controllo sono influenzate da aspetti procedurali e da controversie legali che inevitabilmente allungano i tempi di risoluzione delle contese e ne influenzano l'esito.

In tali situazioni diventa particolarmente difficile il compito dell'Autorità di vigilanza, la quale deve assicurare la adeguatezza e la tempestività dell'informazione al mercato su eventi che, per loro natura e percorso di formazione, presentano forti elementi di incertezza e opacità.

Il quadro diventa ancora più complesso in situazioni, come avvenuto per le Opa bancarie, nelle quali vengono coinvolte diverse normative di settore e diverse Autorità di vigilanza¹⁶.

La tutela del buon funzionamento del mercato e della parità di trattamento delle parti richiede, in questi casi, che le Autorità coinvolte operino con un coordinamento particolarmente stretto, che assicuri la massima sincronia possibile dei singoli provvedimenti e la tempestività del procedimento

¹⁶ Nel caso di società “bersaglio” aventi natura bancaria, infatti, interviene la necessità di autorizzazioni preventive, da parte dell'Autorità di settore, per il superamento di determinate soglie di capitale e per l'acquisizione del controllo. Quando lo stesso offerente ha natura bancaria, anch'esso è soggetto alle valutazioni di vigilanza per gli effetti dell'eventuale acquisizione sulla sua stabilità patrimoniale. Nel caso, poi, del “conglomerato finanziario”, ulteriori Autorità possono risultare coinvolte (ad esempio, l'Autorità di vigilanza sul mercato assicurativo).

complessivo. Ciò per assicurare un efficace funzionamento del mercato del controllo e al contempo un livello di informazione adeguato alla tutela degli investitori e dell'integrità del mercato.

Il coordinamento delle disposizioni che governano i tempi dei diversi procedimenti di autorizzazione e concessione di nulla osta, nelle operazioni di cambiamento del controllo, consentirebbe di ridurre le fasi di incertezza e le conseguenti anomalie nell'andamento delle quotazioni e degli scambi.

Nelle contese per il controllo di società quotate, il quadro normativo definisce i confini per i comportamenti dei soggetti coinvolti, prevedendo obblighi informativi e regole di comportamento determinati e omogenei. Si tratta di "regole del gioco" che, configurando *ex-ante* le condizioni della competizione degli interessi, hanno la finalità di salvaguardare e di contemperare due obiettivi fondamentali: la tutela degli investitori e l'efficienza e la trasparenza del mercato del controllo societario e del mercato dei capitali più in generale.

Da un lato, infatti, occorre garantire l'offerta delle maggiori informazioni possibili al pubblico, come strumento per tutelare gli investitori e la trasparenza del mercato; dall'altro, occorre salvaguardare gli incentivi a intraprendere operazioni, anche ostili, volte a mutare il controllo di società quotate e funzionali all'efficienza del mercato.

Nel difficile equilibrio tra queste esigenze, gli obblighi di informare il mercato prevedono espressamente alcune limitazioni: un esempio significativo, particolarmente rilevante nel caso di scalate, è rappresentato dai limiti alla trasparenza proprietaria (che prevedono un obbligo di informazione per l'acquisizione di quote di capitali in società quotate a partire dalla soglia del 2 per cento del capitale rappresentato da azioni con diritto di voto e al superamento di determinate altre soglie¹⁷). Nel sistema normativo italiano tali aree di opacità risultano, tra l'altro, più contenute rispetto a quanto previsto negli altri principali mercati, sia con riguardo alle soglie di trasparenza, che solitamente negli altri paesi partono dal 5 per cento, sia con riguardo ai tempi di comunicazione¹⁸. Inoltre, in Italia sono previsti obblighi stringenti di trasparenza dei patti parasociali, che consentono al mercato di conoscere e valutare gli effetti di tali accordi sugli assetti proprietari e di controllo delle società quotate. La disciplina complessiva dei patti parasociali, che prevede anche limiti di durata degli accordi e il diritto di recesso in caso di promozione di offerta pubblica d'acquisto, è una delle più avanzate al mondo e rappresenta un presidio fondamentale di tutela della trasparenza e dell'integrità del mercato in presenza di una crescente tendenza a configurare assetti di controllo basati su meccanismi coalizionali.

¹⁷ Le soglie successive al 2 per cento sono fissate al 5 per cento, al 7,5 per cento, al 10 per cento e a tutti i multipli di 5 successivi.

¹⁸ Il sistema italiano risulta più rigoroso anche dopo il recepimento delle direttiva sugli obblighi informativi degli emittenti quotati (direttiva 2004/109/CE), che uniforma gli obblighi sulla trasparenza proprietaria a partire dalla soglia del 5 per cento e per il superamento delle soglie del 10, 15, 20, 25, 30, 50 e 75 per cento, ferma restando la possibilità per gli Stati membri di prevedere soglie ulteriori e inferiori al 5 per cento.

La vigilanza sul rispetto della disciplina della trasparenza proprietaria ha svolto una funzione assai rilevante nell'evoluzione delle vicende legate a mutamenti degli assetti di controllo di società quotate presentatesi nel 2005, per le quali sono emerse, tra l'altro, problematiche relative alla esistenza e all'evoluzione di patti parasociali. L'esercizio della vigilanza su tali aspetti ha richiesto alla Consob un uso intenso dei poteri a disposizione al fine di rilevare eventuali violazioni e di assicurare la più tempestiva e completa informazione al mercato sugli eventi in corso di evoluzione, che ha contribuito alla rilevazione di comportamenti integranti ipotesi di abuso di mercato e di altre violazioni anche di rilevanza penale.

Nel corso del 2005, la Consob ha realizzato 378 atti o interventi nella vicenda Antonveneta, 233 nella vicenda Bnl, 170 nella vicenda Rcs e 35 in quella Fiat (numeri saliti rispettivamente a 394, 264, 174 e 40 se si considera anche il primo trimestre 2006).

1.2 La vigilanza della Consob in presenza di tensioni negli assetti di controllo: le offerte pubbliche d'acquisto sulle banche e gli altri principali casi

Le offerte pubbliche sulle banche

L'anno trascorso è stato caratterizzato dai tentativi di acquisizione del controllo di Antonveneta e di Bnl.

Antonveneta è stata oggetto di offerte finalizzate all'acquisizione del controllo da parte di diversi schieramenti facenti capo rispettivamente ad ABN Amro Bank Nv e a Banca Popolare Italiana – Banca Popolare di Lodi Scrl (Bpi)¹⁹.

Funzione decisiva nell'evoluzione della vicenda ha avuto l'intervento della Consob che, a conclusione di un'attività istruttoria di carattere anche ispettivo, ha accertato, con atto del 10 maggio 2005²⁰, l'esistenza di un patto parasociale non dichiarato²¹ tra Bpi e altri soggetti per l'acquisto concertato di azioni Antonveneta e l'esercizio anche congiunto di un'influenza dominante.

¹⁹ L'interessamento ad Antonveneta è iniziato a seguito del mancato rinnovo del patto parasociale di controllo, nel dicembre 2004, e si è manifestato con la promozione, in data 30 marzo 2005 di un'offerta pubblica di acquisto volontaria da parte di ABN Amro. Il 9 maggio 2005 la Banca Popolare Italiana (Bpi), che aveva incrementato la propria partecipazione al capitale di Antonveneta dal 2,86 per cento, detenuto al 14 febbraio 2005, fino al 29,946 per cento, ha promosso un'offerta pubblica di scambio concorrente sulle azioni ordinarie Antonveneta e sulle obbligazioni convertibili del prestito obbligazionario.

²⁰ Delibera n.15029

²¹ Ai sensi dell'art. 122 del Tuf.

Con tale atto è stato rilevato il superamento della soglia del 30 per cento del capitale, cui conseguiva l'obbligo di lanciare un'offerta pubblica di acquisto totalitaria, già dal 19 aprile 2005²².

Il successivo 15 luglio 2005, Bpi ha comunicato al mercato di aver ricevuto l'autorizzazione da Banca d'Italia ad acquisire una partecipazione superiore al 50 per cento del capitale sociale di Antonveneta.

La Consob aveva, nel frattempo²³, impugnato innanzi al Tribunale civile di Padova la delibera assembleare del 30 aprile 2005 di nomina degli amministratori e dei sindaci di Banca Antonveneta, adottata con il contributo determinante di soggetti che non potevano esercitare il diritto di voto in quanto aderenti al patto parasociale non dichiarato. Il Tribunale accoglieva l'istanza di sospensione cautelare formulata dalla Consob e, successivamente, rigettava i reclami proposti.

Il 22 luglio 2005, la Consob, anche per effetto di notizie acquisite attraverso una intensa cooperazione sviluppata con l'Autorità Giudiziaria, ha accertato l'esistenza di un ulteriore patto parasociale occulto tra BPI e Magiste International Sa per l'acquisto concertato di azioni ordinarie Antonveneta e l'esercizio anche congiunto di un'influenza dominante²⁴; la stessa Consob accertava inoltre, che i fondi *Generation Fund* e *Active Fund* avevano agito come interposte persone di Bpi nell'acquisto di azioni Antonveneta, comprate a più riprese in date precedenti al 30 aprile 2005.

Il 25 luglio 2005, il Pubblico Ministero della Procura della Repubblica di Milano ha disposto in via d'urgenza il sequestro delle azioni ordinarie Antonveneta di proprietà o nella disponibilità di soggetti legati a BPI, in conseguenza del fatto che il possesso di dette azioni poteva rendere possibile la reiterazione dei reati ipotizzati di abuso di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato. Il sequestro è stato poi convalidato dal Gip del Tribunale di Milano il 1° agosto 2005.

²² Bpi, pur contestando l'esistenza del menzionato patto parasociale, in data 16 maggio 2005 ha stipulato un patto con i soggetti sopra menzionati; in data 17 maggio 2005, BPI ha promosso l'Opa obbligatoria sulle azioni Antonveneta, a un prezzo di euro 24,47 per azione. Contestualmente Bpi ha promosso un'offerta pubblica di acquisto e scambio volontaria su azioni ordinarie Antonveneta concorrente con l'offerta pubblica di acquisto promossa da ABN Amro, (previo ritiro dell'offerta promossa il 9 maggio 2005) che prevedeva un corrispettivo in titoli e denaro valutato da Bpi in Euro 26,00 per azione ordinaria Antonveneta. Dal 18 aprile 2005 al 12 luglio 2005, ABN Amro ha incrementato la propria partecipazione in Antonveneta dal 12,7 per cento al 25,2 per cento. A seguito dell'esercizio di parte dei diritti spettanti alle obbligazioni convertibili possedute tale partecipazione si è incrementata, a fine luglio 2005, al 29,9 per cento. L'efficacia dell'offerta era stata condizionata al raggiungimento da parte di ABN Amro di una partecipazione superiore al 50 per cento nel capitale sociale di Antonveneta. Dal momento che è stato portato in adesione solo il 2 per cento circa del capitale sociale, ABN Amro non ha acquistato le azioni portate in adesione.

²³ La Consob ha proposto, in data 31 maggio, l'atto di citazione per l'annullamento della delibera di nomina degli amministratori e il successivo 1° giugno ha proposto ricorso al fine di ottenere la sospensione della predetta nomina.

²⁴ Il 25 luglio 2005, il Pubblico Ministero della Procura della Repubblica di Milano, nell'ambito del procedimento penale n. 19195/05 (R.g.n.r.), ha disposto in via d'urgenza il sequestro sulle azioni ordinarie Antonveneta di proprietà o nella disponibilità di Giampiero Fiorani, Gianfranco Boni, Bpi (anche per il tramite di *Generation Fund* e *Active Fund* di cui risulta gestore la *Money Bonds Investments Sa*), Emilio Gnutti, *Fingruppo Holding Sa*, *G.P. Finanziaria Spa*, *Tiberio Lonati*, *Fausto Lonati*, *Ettore Lonati*, *Danilo Coppola* (per il tramite di *Finpaco Project Spa* e di *Tikal Plaza Sa*), *Magiste International Sa*; tale sequestro è stato convalidato dal Gip del Tribunale di Milano in data 1° agosto 2005.

La Consob ha infine sospeso e poi dichiarato decadute, rispettivamente il 27 luglio e il 12 ottobre 2005²⁵, le offerte promosse da Bpi su Antonveneta, per accertata violazione delle disposizioni in materia di offerte pubbliche di acquisto, in relazione alla mancata dichiarazione di pattuizioni parasociali e di azioni acquistate tramite interposte persone, nonché per carenze informative dei documenti d'offerta. In tale ambito assumevano particolare rilevanza i fatti e le circostanze posti alla base del decreto di sequestro delle azioni da parte dell'Autorità Giudiziaria e i dubbi circa l'effettività di alcune cessioni di quote di minoranza effettuate dalla Bpi e funzionali alla realizzazione dell'offerta.

La Consob ha anche esercitato il potere di impugnazione nei confronti della Bpi relativamente ai bilanci d'esercizio e consolidato al 31 dicembre 2004 ritenendoli redatti in violazione di norme del d. lgs. 87/1992.

All'inizio di gennaio 2006, ABN Amro, la cui offerta pubblica di acquisto lanciata nella primavera si era chiusa senza risultato, ha acquisito un'ulteriore partecipazione, che l'ha portata a detenere complessivamente il 55,8 per cento del capitale di Antonveneta²⁶ e ha conseguentemente promosso un'Opa obbligatoria sulla totalità delle azioni.

Anche nella complessa vicenda che ha riguardato la Bnl, sono state proposte offerte d'acquisto da parte di schieramenti contrapposti, con l'obiettivo di acquisire il controllo del gruppo bancario; anche tale vicenda ha richiesto lo svolgimento di un'intensa e continua attività di vigilanza da parte della Consob.

Il 18 marzo 2005, la banca spagnola Banco Bilbao Vizcaya Argentaria Sa (Bbva) ha comunicato l'intenzione di promuovere un'offerta pubblica di scambio sul 100 per cento del capitale di Bnl. In data 3 aprile, la Consob ha autorizzato la pubblicazione del relativo documento di offerta.

Nel mese di luglio 2005, in pendenza dell'offerta promossa da Bbva, Unipol Spa e alcuni soggetti con i quali la compagnia assicurativa aveva sottoscritto accordi parasociali hanno raggiunto una partecipazione complessiva superiore al 30 per cento, con conseguente obbligo solidale di promuovere un'Opa successiva totalitaria sulle azioni Bnl. In particolare, gli acquisti che hanno dato origine all'Opa sono avvenuti grazie alla cessione di azioni da parte degli aderenti a un preesistente e dichiarato cosiddetto "contropatto Bnl"²⁷, che contestualmente veniva sciolto.

²⁵ La Consob ha deliberato in data 27 luglio 2005 la sospensione cautelare per un periodo non superiore a 90 giorni dell'offerta obbligatoria e dell'offerta volontaria promosse da Bpi (delibera n.15122 e delibera n.15123) e in data 12 ottobre 2005 la loro decadenza (delibera n.15194 e delibera n.15195)

²⁶ A seguito della parziale esecuzione di un contratto di compravendita stipulato in data 26 settembre 2005 tra ABN Amro e alcuni azionisti di Antonveneta, ABN Amro, che precedentemente deteneva una partecipazione pari al 29,9 per cento del capitale sociale di Antonveneta, ha raggiunto, in data 2 gennaio 2006, una partecipazione complessivamente pari al 55,8 per cento di Antonveneta.

²⁷ La cessione di dette azioni è avvenuta al prezzo di euro 2,70 per azione. Anche la successiva Opa è stata promossa al prezzo di euro 2,70 per azione, prezzo superiore a quello minimo calcolato ai sensi dell'art. 106 comma 2 del Tuf, ma

L'obbligo di promuovere l'Opa è stato assolto esclusivamente da Unipol²⁸, la quale, in base al nulla-osta concesso dalla Consob in data 31 agosto 2005, ha pubblicato il 14 settembre 2005 il documento di offerta. La Consob, nella nota di autorizzazione alla pubblicazione del documento d'offerta, precisava peraltro che erano in corso approfondimenti in merito alla rilevanza, ai sensi della disciplina sui patti parasociali, degli accordi stipulati tra Unipol e Deutsche Bank Ag.

Tali impegnativi approfondimenti, che hanno anche richiesto l'attivazione della cooperazione internazionale, hanno rivelato profili di particolare complessità per le caratteristiche spesso innovative delle operazioni e dei contratti realizzati e hanno consentito alla Consob, all'esito dell'istruttoria, di accertare²⁹ che l'accordo stipulato tra Unipol e Deutsche Bank il 18 luglio 2005, in base al quale la banca, azionista di Bnl, si impegnava a non aderire all'Opa promossa da Unipol o ad altre offerte concorrenti, era rilevante ai sensi dell'art. 122 comma 5 del Tuf.

Deutsche Bank doveva quindi essere qualificata come soggetto che agiva di concerto con Unipol, in quanto tale tenuto anch'esso all'offerta obbligatoria. Di conseguenza, trovava applicazione la cosiddetta "*best price rule*" (art. 42, comma 2, del Regolamento Emittenti della Consob) in relazione agli acquisti di titoli Bnl effettuati da Deutsche Bank successivamente alla promozione dell'Opa obbligatoria da parte di Unipol³⁰. Il prezzo di offerta avrebbe dovuto, quindi, essere adeguato al prezzo più alto pagato da Deutsche Bank risultato marginalmente superiore a quello dell'Opa pubblicata³¹.

L'Opa di Unipol su Bnl era soggetta al rilascio di un complesso insieme di autorizzazioni: da parte dell'Isvap, in materia di acquisizioni di partecipazioni in imprese assicurative, e da parte della Banca d'Italia, in materia di partecipazioni in banche e in società di gestione del risparmio, e, sentita l'Antitrust, in materia di concentrazioni bancarie³². In tale contesto, per far fronte agli oneri

che teneva conto sia del prezzo pagato agli azionisti venditori del "contropatto" sia delle opzioni di acquisto e di vendita stipulate da Unipol nell'ambito degli accordi parasociali e con Deutsche Bank. Detti accordi prevedevano infatti, tra l'altro, una serie di opzioni di acquisto a favore di Unipol per effetto delle quali la società aveva la facoltà di acquistare azioni Bnl - previo l'ottenimento delle prescritte autorizzazioni - per una percentuale superiore al 31 per cento che sommata a quella già detenuta avrebbe comunque consentito a Unipol di acquisire oltre il 45 per cento del capitale della Banca. I patti parasociali stipulati prevedevano altresì accordi di tipo industriale e commerciale, da realizzarsi in particolare con Credit Suisse.

²⁸ In merito alle valutazioni sulla compatibilità dell'acquisizione del controllo di una banca con l'oggetto sociale di Unipol, anche alla luce della normativa speciale applicabile alle compagnie di assicurazione, la Consob ha indicato, facendo inserire un'apposita avvertenza nel documento d'offerta, che è compito dell'Autorità Giudiziaria di esprimersi in materia, in caso di eventuale ricorso in sede civile.

²⁹ Delibera n. 15259 del 23 dicembre 2005.

³⁰ Secondo quanto la Consob ha potuto ricostruire anche grazie ai riscontri della cooperazione internazionale, tali acquisti sono avvenuti, in parte, al prezzo di euro 2,755 per azione, superiore, quindi, rispetto al prezzo dell'offerta pubblica, pari a euro 2,70.

³¹ Inoltre, in risposta a un quesito posto dalla stessa Bnl, relativo alla cessione, in corso di Opa di talune attività dalla stessa detenute in Argentina tramite la Bnl Inversiones Argentinas Sa, la Consob si è pronunciata in relazione alla possibile rilevanza dell'operazione ai sensi dell'art. 104 del Tuf (cosiddetta *passivity rule*, che impone alla società emittente di astenersi dal compiere "atti o operazioni che possano contrastare gli obiettivi dell'offerta").

³² In particolare l'inizio del periodo di adesione all'offerta era subordinato al rilascio delle autorizzazioni da parte della Banca d'Italia. Per far fronte agli oneri derivanti dall'offerta la Unipol ha dovuto porre in essere una serie di iniziative

derivanti dall'offerta, Unipol ha ritenuto di porre in essere una serie di iniziative volte a rafforzare la propria struttura patrimoniale e a ottenere le autorizzazioni richieste.

La Banca d'Italia, al termine della propria attività istruttoria, che ha visto anche un continuo scambio di informazioni con le altre Autorità, ha stabilito il 3 febbraio 2006 che, rispetto ai requisiti patrimoniali del costituendo conglomerato finanziario Holmo-Unipol/Bnl, non ricorrevano le condizioni prescritte dalla normativa vigente per il rilascio dell'autorizzazione ad acquisire il controllo della Bnl. Conseguentemente, essendo venuta meno una condizione necessaria, la Consob in data 8 febbraio 2006 ha deliberato che l'offerta promossa da Unipol non poteva avere luogo.

Alla conclusione dell'operazione promossa da Unipol, il 3 febbraio 2006 la Bnp Paribas Sa ha annunciato al mercato l'intenzione di acquisire il controllo di Bnl. A tal fine ha stipulato accordi con 13 azionisti Bnl (tra cui Unipol e alcuni soggetti che avevano stipulato patti parasociali con quest'ultima) relativi all'acquisto di azioni Bnl per circa il 48 per cento del capitale sociale della banca. Gli accordi erano subordinati al rilascio delle richieste autorizzazioni da parte della Banca d'Italia e della competente Autorità Antitrust all'acquisto del controllo della Bnl, a seguito della quale Bnp Paribas avrebbe promosso l'Opa obbligatoria successiva totalitaria sull'intero capitale di Bnl.

Le vicende che hanno coinvolto il gruppo Antonveneta e il gruppo Bnl hanno rappresentato una importante occasione di verifica della "adeguatezza" dell'impianto normativo e degli strumenti di vigilanza in presenza di operazioni di trasferimento del controllo di società quotate. Tali operazioni si sono rivelate particolarmente complesse sia per la loro natura non consensuale e competitiva, sia per il manifestarsi di comportamenti non in linea con le regole di correttezza e di trasparenza del mercato, con conseguenti continui interventi delle Autorità volti a salvaguardare l'integrità del mercato.

L'insieme delle norme vigenti che regolano le offerte pubbliche nel nostro Paese si è rivelato un buon quadro di riferimento in termini di interessi tutelati. La costante, incisiva azione della Commissione ha consentito di intervenire su diversi aspetti critici. Con specifico riferimento al caso Antonveneta, tale azione ha consentito di far emergere violazioni alle norme in materia di trasparenza e correttezza dei comportamenti di tale rilevanza da portare, per la prima volta, alla sospensione di un'Opa in corso di svolgimento e successivamente alla sua dichiarazione di decadenza.

volte a rafforzare la propria struttura patrimoniale. La Banca d'Italia, con provvedimento n. 136626 del 3 febbraio 2006 ha comunicato che non ricorrevano le condizioni, rispetto ai requisiti patrimoniali del costituendo conglomerato finanziario Holmo/Bnl, prescritte dalla normativa vigente per il rilascio al gruppo Unipol dell'autorizzazione, ex art. 19 del Testo unico bancario, ad acquisire il controllo della Bnl. Conseguentemente la Consob, con provvedimento n. 15320 dell'8 febbraio 2006, ha deliberato che l'offerta non può avere luogo e pertanto l'offerta promossa da Unipol su azioni della Bnl si è conclusa.

Aspetti critici del quadro normativo sono viceversa emersi con riferimento ai tempi e alle procedure previsti per le diverse Autorità di vigilanza coinvolte in conseguenza della natura bancaria, e in un caso anche assicurativa, delle società interessate.

Infatti, qualora l'acquisto della partecipazione in una banca italiana venga realizzata mediante un'Opa, la Banca d'Italia si pronuncia sulla domanda di autorizzazione entro 30 giorni dall'istanza. Tale termine può essere sospeso più volte, ad esempio qualora siano necessari ulteriori elementi informativi ovvero qualora sia richiesto un parere ad altra Autorità, come avvenuto nel caso dell'offerta dell'Unipol su Bnl, nel quale la pronuncia della Banca d'Italia è avvenuta dopo un'intensa attività di collaborazione posta in essere con l'Isvap e con la Consob stessa.

La Consob, invece, deve consentire la pubblicazione del documento d'offerta entro 15 giorni dalla comunicazione dell'offerta, che può avvenire anche prima di aver ottenuto l'autorizzazione della Banca d'Italia; l'offerta però non può partire fino a quando non sia stata concessa l'autorizzazione da parte della Banca d'Italia. Ciò comporta un allungamento dei tempi (si pensi, ad esempio al caso dell'Opa Unipol/Bnl, per la quale il nulla-osta della Consob alla pubblicazione del documento è stato concesso il 31 agosto 2005, mentre il diniego definitivo dell'autorizzazione all'acquisto da parte di Banca d'Italia è stato comunicato solo in data 3 febbraio 2006, con la conseguenza che il mercato ha vissuto una lunga fase di incertezza circa l'effettiva realizzazione dell'offerta). Il prolungamento dei tempi comporta la necessità di aggiornare il documento d'offerta con i fatti nuovi intervenuti nel periodo compreso tra la data del nulla-osta della Consob e la data effettiva di partenza dell'operazione.

Come più volte sottolineato, andrà ricercata una soluzione normativa atta a coordinare le disposizioni in caso di Opa su banche quotate, attraverso modifiche del Tuf e/o del Testo unico bancario (d.lgs 385/1993).

Il susseguirsi degli eventi, in particolare di offerte preventive e di offerte obbligatorie che si vanno a sovrapporre alle offerte originarie, ha fornito utili suggerimenti per una possibile revisione della normativa riguardante il meccanismo delle Opa concorrenti. I problemi emersi, quali la reale competitività tra le offerte proposte, in termini di prezzo e di condizioni, saranno comunque in parte superati dalla nuova modalità di determinazione del prezzo dell'Opa obbligatoria prevista dalla direttiva 2004/25/CE, che stabilisce la corresponsione agli azionisti di minoranza del prezzo più elevato pagato dallo scalatore³³.

Le criticità emerse nelle vicende hanno richiesto un uso intenso dei poteri di vigilanza in materia di tutela dell'integrità dei mercati e di trasparenza del mercato del controllo societario, che solo a partire dal maggio 2005 si sono giovati del potenziamento previsto dal recepimento della direttiva sugli abusi di mercato. Un ruolo determinante nel nuovo impianto normativo riveste la

³³ Attualmente, in Italia, è previsto che il prezzo sia determinato come media aritmetica fra il prezzo medio ponderato di mercato degli ultimi 12 mesi e quello più elevato pattuito nello stesso periodo dall'offerente per acquisti di azioni della medesima categoria

collaborazione con l'Autorità Giudiziaria e con la Guardia di Finanza, che ha consentito durante l'evoluzione delle vicende in esame un reciproco supporto nell'acquisizione e nell'analisi degli elementi informativi necessari all'adozione degli interventi di rispettiva competenza. Le ulteriori innovazioni normative introdotte dalla legge concernente la riforma del risparmio sono entrate in vigore solo successivamente, a inizio 2006, quando le fasi più intense delle vicende si erano avviate a soluzione.

Per quanto riguarda la Consob, la tutela dell'integrità e della correttezza informativa sul mercato ha anche comportato numerosi interventi di richiesta di diffusione di notizie al pubblico, ai sensi dell'art. 114 del Tuf, sin dalle prime evidenze di anomalie sul mercato.

La Consob ha pure effettuato numerose e continue richieste, ai sensi dell'art. 115 del Tuf, per acquisire informazioni sulle partecipazioni detenute dai diversi soggetti coinvolti, anche quando non rilevanti ai sensi dell'art. 120 del Tuf³⁴; tali interventi sono stati inoltre accompagnati da richieste di diffusione di notizie al mercato, subordinate al consenso dei soggetti interessati, all'epoca necessario.

Attualmente, con l'entrata in vigore della riforma del risparmio, i poteri della Consob sono stati ampliati, con la possibilità di richiedere, ai sensi del nuovo comma 5 dell'art. 114 del Tuf, ai soggetti che detengono una partecipazione rilevante (art. 120) o che partecipano a un patto (art. 122) che siano resi pubblici notizie e documenti ritenuti necessari per l'informazione del pubblico.

Di particolare complessità, inoltre, è stata l'attività istruttoria che ha portato la Consob all'accertamento di patti parasociali occulti in entrambe le vicende e che ha comportato l'utilizzo di diversi strumenti, tra i quali: accertamenti ispettivi, audizioni personali, richiesta di dati e informazioni, cooperazione con Autorità di controllo estere.

L'attività di vigilanza svolta ha anche determinato l'avvio di numerosi procedimenti sanzionatori di natura amministrativa.

Gli altri casi di tensioni negli assetti di controllo

Nel corso del 2005, criticità si sono manifestate anche in connessione ad operazioni che hanno interessato gli assetti proprietari di Rcs e di Fiat.

In entrambi i casi si sono create aspettative di modifica del controllo, in presenza di eventi che sembravano ridurre la stabilità degli assetti proprietari esistenti.

L'incertezza che si è determinata sul mercato ha prodotto frequenti anomalie nell'andamento delle quotazioni e difficoltà nel far emergere un quadro informativo completo e affidabile sugli

³⁴ Ai sensi dell'art. 117 del Regolamento Emittenti devono essere comunicate le variazioni della partecipazione rilevante (superiore al 2 per cento) superiori al 5 per cento, 7,5 per cento, 10 per cento e successivi multipli di cinque.