

Le nuove disposizioni introdotte nel Tuf dalla legge n. 262/2005 consentono oggi esplicitamente la quotazione delle società di gestione dei mercati, superando gli ostacoli finora incontrati nel trovare soluzioni organizzative e procedurali per il cosiddetto *self-listing*.

Considerato che la società di gestione Borsa Italiana ha manifestato la volontà di chiedere l'ammissione a quotazione di propri strumenti finanziari su un mercato dalla stessa gestito, la Consob ha avviato i necessari approfondimenti, anche sulla base di un confronto con la società di gestione, degli aspetti legati al processo di ammissione a quotazione e all'esercizio successivo delle funzioni di vigilanza.

Sugli aspetti legati alla procedura e ai requisiti di ammissione a quotazione nonché sull'attività di gestione e vigilanza del mercato sul titolo emesso da Borsa Italiana, molte delle criticità risultano, per effetto delle nuove disposizioni di legge, superate con l'assegnazione alla Consob del potere di provvedere all'esclusione e alla sospensione dalle negoziazioni degli strumenti finanziari emessi da una società di gestione in un mercato e di vigilare sul rispetto delle disposizioni del Regolamento del mercato adottato dalla società di gestione (art. 64, comma 1-ter e art. 74, comma 1-bis del Tuf).

Vi sono evidentemente questioni legate alla presenza e alla necessaria minimizzazione dei conflitti di interesse. La quotazione appare mitigare parte di tali conflitti, sia perché l'apertura dell'azionariato al mercato rafforza la dialettica societaria, riducendo il peso degli azionisti che presentano i più rilevanti conflitti, sia perché, assumendo lo *status* di società quotata, la società di gestione viene sottoposta a una disciplina più stringente con riguardo alla vigilanza e ai controlli interni.

Alcuni conflitti permangono e nuovi ne sorgono in relazione alla fase di ammissione e alla definizione concreta delle modalità di vigilanza sul rispetto delle disposizioni del Regolamento del mercato. In via generale, le soluzioni adottate nei diversi Paesi hanno visto modifiche della legge - volte ad assegnare alcuni compiti all'Autorità di vigilanza - accompagnate da modifiche ai regolamenti dei mercati e a specifici protocolli fra la società di gestione e l'Autorità di vigilanza.

Il processo è attualmente in corso e deve essere definito nelle sue caratteristiche applicative. La Consob ha avviato l'individuazione delle principali aree di criticità e sta effettuando le prime valutazioni in merito ai presidi di natura operativa e regolamentare per la minimizzazione di conflitti di interesse. Certamente il progetto è di non poco conto e si intreccia con altre e diverse questioni attinenti, da un lato, alle integrazioni e alleanze fra società di gestione dei mercati europee e, dall'altro, alla struttura di governo societario delle società di gestione.

La quotazione può rappresentare uno strumento per perseguire con maggiore potere contrattuale strategie di integrazioni con altre società di gestione dei mercati, volte a fronteggiare le crescenti pressioni competitive, per la realizzazione di piattaforme di negoziazione integrate, per consentire l'allargamento dell'operatività su una più vasta gamma di strumenti finanziari.

Tuttavia, la quotazione e le strategie di alleanze si pongono su piani diversi e pongono problematiche diverse. La scelta di perseguire obiettivi di alleanze strategiche presenta caratteristiche di natura commerciale della società di gestione, ma ha anche un impatto sui mercati domestici e presenta profili di natura “regolamentare” legati al ruolo istituzionale della società di gestione. Tuttavia, tale elemento di criticità non sorge a seguito della quotazione: tali strategie sono perseguibili a prescindere dalla quotazione e l’evidenza internazionale mostra che molte decisioni di integrazione verticale e orizzontale sono state prese dalle società di gestione a seguito della demutualizzazione e non necessariamente della quotazione.

L’attività di vigilanza sugli emittenti

Le criticità emerse negli ultimi anni hanno spinto la Consob a rafforzare gli strumenti di vigilanza volti alla individuazione preventiva dei sintomi di crisi degli emittenti quotati. Ciò consente di intervenire tempestivamente per migliorare la trasparenza informativa e la consapevolezza del mercato sull’evoluzione di potenziali difficoltà.

Una prima applicazione di tale approccio si è avuta, già a partire dal 2003, con la selezione di un gruppo di emittenti che, sulla base di criteri predefiniti, presentavano conclamati elementi di rischio per la continuità aziendale. Essi sono stati assoggettati a obblighi di aggiornamento mensile dell’informazione al mercato sull’evoluzione dei principali elementi reddituali e patrimoniali. Si tratta di uno strumento importante che ha consentito al mercato e alla Consob di seguire con continuità l’evolversi di situazioni di difficoltà, riducendo le incertezze e i rischi di asimmetria informativa, particolarmente rilevanti in tali situazioni. Si tratta peraltro di uno strumento che consente solo in parte di anticipare i rischi di crisi, perché si basa sulla individuazione di difficoltà già almeno in parte emerse.

Il passo successivo verso un modello di vigilanza che privilegi la rilevazione *ex-ante* di possibili “tensioni” nella situazione reddituale e patrimoniale degli emittenti è rappresentato dallo sviluppo di un modello di analisi che abbia l’obiettivo di anticipare l’emergere dei sintomi di difficoltà. Funzionale a tale scopo è un’attività di monitoraggio continuo dei fattori di rischio, sulla cui base selezionare gli emittenti e i fenomeni su cui approfondire l’analisi ed eventualmente intervenire.

Questo approccio è coerente con l’evoluzione dei modelli di vigilanza nei principali paesi, raccomandata dagli organismi internazionali, che vede una sempre maggiore attenzione alla verifica della qualità dell’informazione finanziaria, basata su criteri di selezione degli emittenti e dei documenti che combinano metodi di valutazione dei rischi con approcci campionari o a rotazione.

In tale ottica la Consob ha avviato un progetto di sviluppo di un sistema di analisi finanziaria (denominato Safir: Sistema di Analisi Finanziaria e Rating), basato sulla applicazione di criteri di rilevazione e valutazione di fattori di rischio a un insieme di indicatori di bilancio, finanziari o di

performance di ogni singolo emittente. Si tratta di una metodologia di monitoraggio dei rischi che richiede lo sviluppo di specifiche competenze finanziarie e che poggia su simulazioni previsive e prove di *stress test*, oltre che sui più aggiornati modelli di analisi finanziaria. Il Safir contiene inoltre elementi di elasticità tali da permettere analisi e controlli a campione, o sulla base di macrotemi, così da collegare la vigilanza preventiva ai nuovi fenomeni che potrebbero in futuro essere di rilievo per i mercati finanziari.

La Consob, con tale progetto, è fra le prime Autorità di vigilanza europee ad allinearsi alle linee guida espresse dal Cesr nell'ottobre 2005.⁵⁶

In una prima fase, l'applicazione del sistema Safir verrà limitata agli emittenti non finanziari, escludendo quindi assicurazioni, banche e altri intermediari, per i quali occorrerà considerare adeguatamente le specificità settoriali, anche alla luce dell'attività svolta dalle Autorità prudenziali.

In questa prima fase di sperimentazione sarà particolarmente necessaria la collaborazione degli emittenti, il cui apporto potrà contribuire ad arricchire il patrimonio informativo della Consob, attraverso la comunicazione di dati, peraltro in larga parte già disponibili nella contabilità ordinaria, e a verificare la progressiva messa a punto della metodologia di analisi.

Le aree su cui saranno condotti i primi approfondimenti riguardano i fenomeni maggiormente innovativi, soprattutto sotto il profilo della gestione finanziaria, dai quali sono emersi nelle esperienze passate i più rilevanti fattori critici. In particolare, sarà privilegiata l'analisi:

- degli effetti delle strategie di utilizzo degli strumenti derivati sugli equilibri finanziari dell'emittente;
- degli effetti di eventuali disallineamenti strutturali, sia in termini di scadenze che di rischiosità, delle attività e passività dell'emittente;
- di potenziali squilibri di tesoreria;
- degli effetti di brusche variazioni nella curva dei tassi di interesse e/o nei tassi di cambio sulle posizioni finanziarie degli emittenti;
- degli impatti di operazioni rilevanti con parti correlate.

Nel concreto, il Safir, che dopo una fase di test si conta possa essere impiegato su un primo campione di società a partire dal 2007, produrrà segnalazioni di allarmi di primo livello attraverso meccanismi automatici di analisi degli indicatori dei singoli emittenti anche a confronto con indicatori di settore e/o di sistema. Tali segnali saranno successivamente approfonditi con riferimento alle specifiche aree di indagine individuate.

⁵⁶ Cfr. Appendix to guidelines on selection methods in the context of enforcement of standards on financial innovation, Cesr 3 Ottobre 2005.

Come tutti i sistemi di prevenzione il Safir mira a ridurre il rischio di insorgenza improvvisa di patologie, ma non può assicurarne la completa evidenziazione né ancor più la diretta eliminazione. Esso rappresenta quindi uno strumento cui deve essere affiancato un più generale orientamento dell'attività di vigilanza a cogliere i "segnali" che si manifestano sul mercato e a rafforzare la funzione di controllo esercitata all'interno delle società quotate.

In tale ambito, la riforma del risparmio ha introdotto importanti innovazioni che rafforzano il ruolo dei controlli endosocietari e che richiedono un rinnovato impegno nell'attività di vigilanza sui soggetti chiamati a svolgere tale funzione.

Un primo ambito su cui saranno concentrate le iniziative di vigilanza è quello delle società di revisione.

Nell'ambito della vigilanza sulle società di revisione, anche alla luce delle nuove disposizioni introdotte dalla legge n. 262/2005, risulta ridotta la possibilità di utilizzare criteri selettivi. Infatti, sono rinvenibili in capo alla Consob attività che obbligatoriamente devono essere svolte: si pensi in particolare all'intervenuta riattribuzione del compito di verificare alcuni aspetti "sensibili", in occasione dei conferimenti degli incarichi di revisione da parte delle assemblee dei soci e alla necessità di provvedere all'effettuazione di controlli periodici sull'indipendenza e sull'idoneità tecnica di tutte le società di revisione iscritte all'albo Consob e dei *partners* in esse operanti, nell'arco di 3 anni.

In tale contesto, l'area di "discrezionalità" lasciata all'Autorità riguarda l'individuazione delle priorità – in termini di soggetti vigilati e di aree di controllo – nello svolgimento della vigilanza periodica triennale. Nel determinare i criteri di priorità la Consob utilizzerà parametri di significatività e rischiosità dei soggetti vigilati, tenendo conto delle dimensioni e della struttura organizzativa, della qualità del "portafoglio clienti", delle fasi del processo di revisione che in passato hanno dato luogo all'accertamento di irregolarità tecniche, nonché delle caratteristiche dell'impianto procedurale disegnato dal management delle società di revisione.

All'attività strutturale volta a garantire un controllo costante della qualità dell'attività di revisione svolta dall'industria nel suo complesso, deve aggiungersi la necessità di garantire un'adeguata "risposta" di vigilanza in presenza di "patologie" accertate nell'informativa contabile oggetto di revisione, ai fini dell'individuazione di eventuali irregolarità tecniche ascrivibili al revisore. Si tratta di attività di vigilanza particolarmente complesse e che richiedono un ingente impegno di risorse qualificate.

Sarà anche necessario procedere nel costante aggiornamento della regolamentazione tecnica della materia della revisione contabile, tenendo anche conto dell'evoluzione a livello internazionale.

Per quanto riguarda invece le principali aree di intervento sugli organi di controllo, il nuovo sistema di vigilanza delineato con l'entrata in vigore della riforma del risparmio, richiederà lo

svolgimento di attività molto diverse tra loro, in quanto in parte “vincolate” e in parte caratterizzate da un maggior grado di autonomia nella loro concreta realizzazione.

Infatti, da un lato, sarà necessario garantire un efficace sistema di monitoraggio sui requisiti di onorabilità e professionalità e sul numero degli incarichi acquisiti in società di capitali, con conseguente dichiarazione di decadenza dalla carica da parte della Consob, in caso di assenza dei requisiti e di inerzia degli organi sociali ovvero in caso di superamento del limite massimo stabilito dalla stessa Consob.

Dall'altro, dovranno essere attuati interventi di vigilanza sull'effettivo operato degli organi di controllo. A tal fine assumerà un ruolo centrale la definizione di chiare norme di riferimento che definiscano le modalità di svolgimento e la trasparenza dell'attività di controllo.

Specifica rilevanza assume poi la funzione degli organismi di controllo interno nella verifica delle modalità di concreta attuazione delle regole di governo societario previste da società di gestione di mercati regolamentati o da associazioni di categoria cui le società quotate dichiarano di attenersi. I membri di tali organismi rappresentano il primo indispensabile livello di controllo su una nuova area di vigilanza che la legge 262/2005 ha attribuito alla Consob e che sarà sviluppata in primo luogo con l'obiettivo di valorizzare la complementarietà tra il ruolo dell'autoregolamentazione, proprio dei codici di autodisciplina, e la tutela della trasparenza delle scelte adottate e delle qualità dei comportamenti messi in atto, che il nuovo quadro normativo ha attribuito all'Autorità di controllo.

Nuovi importanti compiti e responsabilità per la Consob si pongono anche con riguardo alla vigilanza sui codici di autodisciplina e alle nuove regole sull'elezione dei membri degli organi di amministrazione e controllo. Anche in tale ambito, come più dettagliatamente è stato indicato nel paragrafo 2.2 della Sezione II, si opererà privilegiando l'uso di strumenti di controllo volti ad anticipare, o eventualmente a far emergere il più tempestivamente possibile, le potenziali criticità, nell'ottica di un più generale orientamento della vigilanza verso i controlli preventivi sugli emittenti.

2.2 L'evoluzione organizzativa e il potenziamento delle risorse della Consob

I profondi mutamenti nel quadro normativo intervenuti nell'ultimo anno e la continua evoluzione del mercato richiedono un adeguamento della struttura organizzativa e funzionale dell'Autorità di vigilanza per far fronte ai significativi nuovi compiti che è chiamata a svolgere e per gestire con efficacia i nuovi strumenti di indagine e i più penetranti poteri che le sono attribuiti.

Un aspetto chiave nella realizzazione di attività di vigilanza complesse e articolate, quali quelle richieste per la tutela degli investitori e dell'integrità del mercato, è rappresentato dalla

possibilità di impiegare risorse umane adeguate sia sotto il profilo quantitativo sia, soprattutto, sotto quello della qualificazione professionale, nella consapevolezza della rilevanza delle funzioni istituzionali da svolgere.

Il potenziamento delle risorse garantito dalla legge di recepimento della direttiva sugli abusi di mercato, ha consentito di adeguare la dotazione organica del personale al rilevante “salto di qualità” che lo stesso provvedimento ha comportato per i compiti dell’Istituto, prevedendo un incremento di oltre 150 unità. Di rilievo, soprattutto sotto il profilo del principio introdotto, è la disposizione della legge di riforma del risparmio che ha previsto che la dotazione di personale della Consob può essere aumentata ulteriormente, per adeguarla ai nuovi compiti derivanti da tale riforma, con decreto del Ministro dell’Economia e delle Finanze. Si introduce in tal modo un importante elemento di flessibilità procedurale, rispetto alla precedente necessità di una modifica legislativa. Si potranno valutare con attenzione gli impatti delle riforme sulle esigenze di risorse umane della Consob, al fine di poterne meglio definire le qualifiche professionali, oltre che l’entità, sulla base della esperienza che si maturerà con la progressiva attuazione delle nuove disposizioni.

La Consob è stata inoltre dotata⁵⁷ dal decreto sulla competitività della ulteriore facoltà di fare ricorso alla chiamata diretta, con contratto a tempo determinato, di 15 risorse che possano, per i titoli professionali o di servizio posseduti, consentire di far fronte con urgenza a indifferibili esigenze di servizio.

La Consob, anche sulla base di un utile confronto con le organizzazioni sindacali, sta procedendo alla realizzazione delle procedure necessarie per il progressivo potenziamento dell’organico, secondo modalità e tempi che rispondono all’obiettivo di integrare le più urgenti esigenze di competenze e qualificazioni professionali funzionali allo sviluppo delle nuove attività di vigilanza e al rafforzamento di quelle esistenti.

Parallelamente, è stato intensificato il programma di formazione del personale, che nel 2005 ha avuto un incremento del 60 per cento delle ore erogate. Tale programma è articolato su diversi percorsi formativi, volti da un lato a favorire l’inserimento nelle attività di vigilanza delle risorse di nuova assunzione, dall’altro a fornire alle risorse già presenti l’aggiornamento necessario sulle innovazioni normative e sull’evoluzione dei fenomeni sottoposti a vigilanza.

In conseguenza degli effetti che i mutamenti normativi e il potenziamento delle risorse comportano sulle modalità di attuazione delle funzioni di vigilanza, anche la struttura organizzativa e funzionale della Consob dovrà essere adeguata per perseguire con sempre maggiore efficacia i compiti istituzionali.

Una importante modifica organizzativa è stata attuata nel corso del 2005 per dare compiuta attuazione al nuovo potere di comminare direttamente le sanzioni amministrative attribuito dalla legge n. 62/2005, in modo coerente con il principio, stabilito dalla stessa legge, di separazione nel

⁵⁷ Decreto legge 14 marzo 2005, n. 35 convertito con legge 14 maggio 2005, n. 80.

procedimento sanzionatorio tra funzioni istruttorie e funzioni decisorie. Le funzioni istruttorie di valutazione dei fatti e di ogni deduzione difensiva degli interessati sono attribuite alla competenza delle unità operative, mentre le funzioni decisorie sono deferite alla Commissione, con il supporto di una unità organizzativa costituita *ad hoc*.

Altre modifiche organizzative sono attualmente allo studio, e saranno oggetto di preventivo confronto con le organizzazioni sindacali, per favorire l'evoluzione della funzione di vigilanza verso una maggiore capacità di prevenzione e di tempestiva rilevazione di possibili criticità.

In tale ottica - oltre allo sviluppo di modelli di vigilanza che, nelle specifiche aree di competenza istituzionali, valorizzino la valutazione dei potenziali fattori di rischio, di cui si è detto nel paragrafo precedente - una importanza crescente deve essere attribuita alle attività volte ad accrescere la "cultura finanziaria" dei risparmiatori, come strumento per diffondere una loro maggiore consapevolezza, nell'adozione delle strategie di investimento, degli elementi di rischio presenti in qualunque forma di strumento e servizio finanziario.

Lo sviluppo di iniziative di *investor education* si affianca e integra i tradizionali strumenti con cui la Consob svolge la propria attività di vigilanza e ne costituisce il naturale complemento attraverso il rafforzamento della capacità di autotutela del singolo risparmiatore.

Tale esigenza è accresciuta dalla globalizzazione dei mercati e dallo sviluppo di forme di comunicazione telematiche, che favoriscono una veloce circolazione delle informazioni nonché dalla possibilità di pubblicizzare, proporre e concludere investimenti, anche attraverso iniziative illecite spesso provenienti da paesi esteri, contro cui gli strumenti di contrasto tradizionali, operanti su base territoriale, possono risultare non sempre efficaci.

L'importanza della funzione dell'*investor education* è ampiamente riconosciuta anche negli ambiti internazionali di coordinamento tra le Autorità di vigilanza dei mercati, come la Iosco e il Cesr, che hanno avviato iniziative volte a definire linee di condotta comuni e forme di coordinamento fra le Autorità stesse nella realizzazione di politiche di "alfabetizzazione finanziaria".

In questo contesto la Consob ha dedicato un impegno sostanziale, continuo e convinto nel realizzare iniziative di *investor education*, nelle quali il coinvolgimento del pubblico è stato attuato soprattutto mediante il sito internet dell'Istituto, sul quale sono stati messi a disposizione documenti e strumenti di calcolo che offrono supporti tecnici per effettuare comparazioni fra prodotti simili e per analizzare caratteristiche complesse di strumenti finanziari.

Nel corso del 2005 è stata in particolare pubblicata una nuova iniziativa dedicata ai prodotti derivati, che offre al risparmiatore un percorso di apprendimento attraverso il quale vengono illustrate le caratteristiche fondamentali, le finalità e i rischi dei singoli strumenti, che consente una più compiuta consapevolezza e valutazione di tali strumenti, sempre più spesso presenti nei

portafogli degli investitori, anche come componente di prodotti finanziari complessi, a volte molto diffusi fra il pubblico.

Le iniziative della Consob hanno ricevuto un riconoscimento in una recente analisi dell'Ocse sulle attività realizzate nei principali paesi in materia di educazione dei risparmiatori⁵⁸. Il documento Ocse, peraltro, testimonia anche lo scarso livello generale di attenzione prestato nel nostro Paese al tema, evidenziato dal fatto che le attività della Consob sono riconosciute come le uniche realizzate in Italia. Il solo impegno profuso della Consob non è purtroppo sufficiente a realizzare, nel concreto, un effettivo innalzamento del livello di cultura finanziaria del pubblico dei risparmiatori. Occorrono mezzi più adeguati che consentano una capillare diffusione degli elementi di base dell'*investor education* e una conoscenza delle principali iniziative da parte di componenti sempre più estese della popolazione. Il conseguimento di queste finalità non può prescindere dalla possibilità di pubblicare su vasta scala le singole iniziative di *investor education* e di accedere ai mezzi di comunicazione di massa. Risulterebbe assai utile, inoltre, introdurre quantomeno gli elementi base di una corretta educazione finanziaria già a livello scolastico.

Sono obiettivi che travalicano sia i limiti delle competenze istituzionalmente attribuite alla Consob, sia le disponibilità finanziarie su cui essa può contare. Il loro conseguimento presuppone, necessariamente, il coinvolgimento attivo di altre Amministrazioni dello Stato, nella convinzione che, come affermato all'interno del citato documento Ocse, l'*investor education* è ormai divenuta una priorità a livello mondiale.

Un importante aspetto dell'evoluzione organizzativa e funzionale della Consob è legata allo sviluppo dell'uso delle tecnologie informatiche. La Commissione nel 2005, al fine di estendere l'uso delle tecnologie informatiche a tutti i principali processi dell'Istituto, ha approvato un piano evolutivo strategico di informatizzazione (*electronic government*), con l'obiettivo di:

- migliorare l'efficienza delle attività istituzionali di vigilanza;
- facilitare e snellire le relazioni con i soggetti vigilati riducendo al minimo la circolazione di documenti cartacei;
- favorire la successiva diffusione delle informazioni al pubblico utilizzando i canali telematici;
- rinnovare e aggiornare il parco applicativo e l'infrastruttura tecnologica adottati

Il programma di *electronic government* fonda le sue basi sulla digitalizzazione delle informazioni, per aumentarne la fruibilità a fini di vigilanza, riducendo i costi e la complessità organizzativa nella gestione dei flussi informativi.

Fasi sperimentali del piano sono già in fase di attuazione per la raccolta delle segnalazioni vigilanza da parte degli intermediari, secondo procedure che saranno progressivamente estese alle

⁵⁸ Oecd "Improving financial literacy", 2006.

altre aree di soggetti vigilanza, a partire dagli emittenti. La realizzazione di tali procedure è funzionale anche alla evoluzione dei modelli di vigilanza basati sulla valutazione dei rischi, che richiedono complesse applicazioni anche informatiche di trattamento e analisi di considerevoli entità di dati e di informazioni.

La razionalizzazione organizzativa e strumentale delle attività di vigilanza della Consob risponde inoltre al più generale obiettivo di rafforzarne l'efficienza. La Commissione ha già da tempo avviato l'applicazione di sistemi di monitoraggio della propria produttività, nella consapevolezza che sia necessario assicurare la massima rapidità di risposta sia rispetto alle esigenze di funzionalità delle attività degli operatori sia rispetto alle criticità che possono presentarsi sul mercato, soprattutto nei casi in cui la rilevazione di elementi di rischio comporta l'attivazione di procedimenti sanzionatori.

L'ampliamento dei compiti e delle responsabilità della Consob, indotto dall'evoluzione normativa, e le crescenti esigenze di tutela degli investitori, emerse con forza in questi ultimi anni comportano uno sforzo rilevante cui corrisponde un crescente fabbisogno di risorse finanziarie, per sostenere l'ampliamento della dotazione organica e gli investimenti, anche tecnologici, funzionali a rafforzare l'efficacia delle attività di vigilanza.

Considerato il progressivo ridursi del contributo a carico dello Stato, che per il 2006 è previsto essere inferiore di 12,3 milioni di euro rispetto al 2005, ne deriva un aumento del gettito contributivo a carico del mercato programmato per l'anno 2006 di circa il 55 per cento (passando da un preventivo di 47,1 milioni di euro per il 2005 a 73,1 milioni per il 2006). Il contributo a carico del mercato, che nel 2001 era pari a poco più del 50 per cento del finanziamento complessivo della Consob, passa nel 2006 all'84,8 per cento e potrebbe aumentare nel 2007, se il contributo a carico dello Stato non dovesse aumentare proporzionalmente all'incremento delle spese, per coprire le maggiori esigenze di risorse finanziarie derivanti essenzialmente dai più elevati costi di personale e dai maggiori oneri indotti dal piano di ammodernamento e potenziamento del sistema informatico.

La possibilità di disporre di un quadro di riferimento caratterizzato da maggiore certezza sul piano dei contributi a carico dello Stato, soggetti negli ultimi anni a riduzioni impreviste collegate all'andamento della finanza pubblica, consentirebbe alla Consob di programmare con un migliore grado di approssimazione lo sviluppo delle proprie attività, offrendo al contempo al mercato strumenti per percepire con debito anticipo gli oneri a suo carico.

L'adeguatezza quantitativa e la prevedibilità delle risorse finanziarie a disposizione costituiscono condizioni importanti per salvaguardare le caratteristiche di indipendenza operativa che le Autorità devono possedere nell'esercizio dei propri poteri e funzioni, anche in base a quanto richiesto dai principi della Iosco e dalle direttive europee.

Funzionale ad assicurare maggiore indipendenza e serenità di giudizio a chi opera nelle autorità di garanzia, sarebbe peraltro l'introduzione di una disciplina dei limiti della responsabilità

delle Autorità indipendenti e dei relativi dipendenti assicurando adeguata protezione all'attività svolta *bona fide* nell'esercizio dei compiti istituzionali (ferma restando la sindacabilità delle decisioni, secondo i principi costituzionali). Si tratta di una disciplina la cui mancanza nell'ordinamento nazionale è stata rilevata anche da organismi di supervisione internazionale (quale, ad esempio, il Fondo Monetario Internazionale) e che è da tempo presente negli ordinamenti dei principali Paesi dell'Unione Europea.

In tale quadro la verifica pubblica dell'efficiente ed efficace funzionamento delle Autorità deve essere affidata a strumenti diversi dall'erogazione dei contributi a carico dello Stato, legati alla trasparenza dell'attività, della gestione e dei risultati raggiunti.

Nella Relazione Annuale, che secondo la legge la Consob invia ogni anno al Ministro dell'Economia e delle Finanze per la successiva trasmissione al Parlamento, è riportato un quadro dettagliato delle principali attività di vigilanza svolte nell'anno precedente e sono inoltre indicate, con il corredo di dati e di approfondimenti, le basi di analisi utilizzate per la definizione delle linee di indirizzo e delle priorità della Commissione.

Al rafforzamento del dialogo istituzionale con le Autorità politiche, che anche nel 2005 è stato intenso, in particolare in occasione dei lavori di predisposizione e approvazione dei più rilevanti interventi legislativi del settore, la Consob intende contribuire ulteriormente, apportando il proprio bagaglio di esperienza e conoscenza tecnica, per individuare le soluzioni normative più idonee a conseguire l'obiettivo, costituzionalmente protetto, della tutela del risparmio.

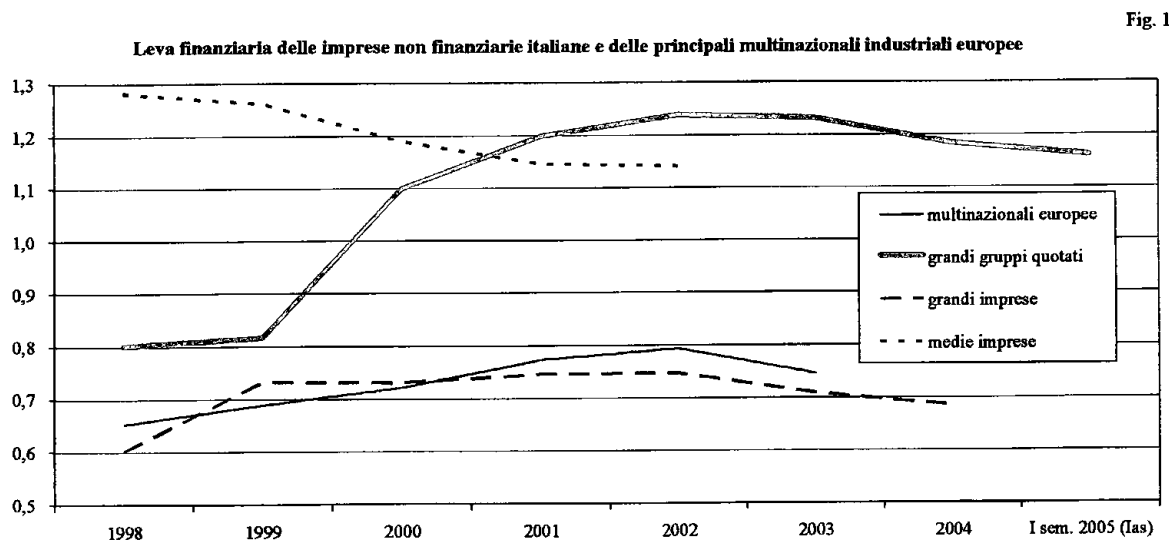
B. L'evoluzione del quadro di riferimento

PAGINA BIANCA

I – LE SOCIETÀ

1. La struttura finanziaria e la redditività

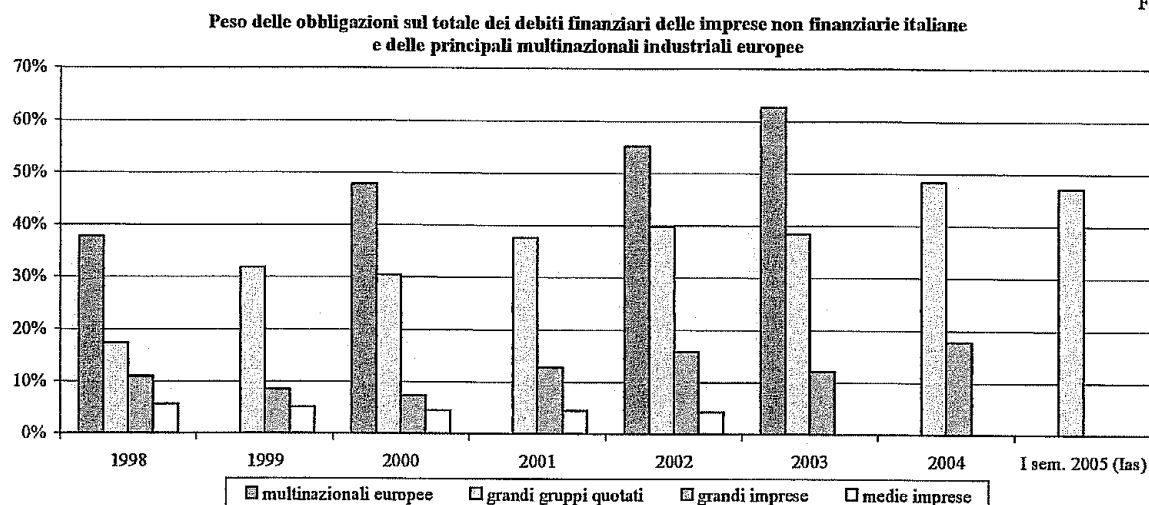
Nel 2004 è proseguita la tendenza alla riduzione della leva finanziaria (rapporto fra debiti finanziari e patrimonio netto) delle maggiori imprese non finanziarie italiane (grandi gruppi quotati e altre grandi imprese). La leva finanziaria dei grandi gruppi quotati rimane però su livelli nettamente superiori a quelli delle altre grandi imprese italiane. Sempre con riferimento ai grandi gruppi quotati, la leva finanziaria al 30 giugno 2005, calcolata sulla base delle prime semestrali redatte secondo gli Ias/Ifrs, risulta lievemente inferiore rispetto al valore 2004 basato sui principi contabili italiani (da 1,18 a 1,16) (Fig. 1).



Fonte: elaborazione su bilanci societari, dati R&S, Mediobanca e Unioncamere, relazioni semestrali 2005. La leva finanziaria è data dal rapporto fra i debiti finanziari e il patrimonio netto. Il patrimonio netto è dato dalla somma algebrica del capitale sociale, delle riserve e delle rettifiche di consolidamento, delle azioni proprie, del reddito netto e delle perdite riportate. Confronta Note metodologiche.

A fine 2004 il peso delle obbligazioni con scadenza oltre i 12 mesi sul totale dei debiti finanziari dei grandi gruppi quotati è risultato in aumento rispetto al triennio precedente, portandosi su livelli prossimi al 50 per cento; i dati delle prime semestrali 2005 non mostrano significative variazioni rispetto ai bilanci 2004. Considerando l'insieme dei prestiti obbligazionari (cioè includendo quelli con scadenza entro i 12 mesi), a fine 2004 il peso delle obbligazioni sui debiti finanziari arriva al 53 per cento circa (48 per cento nel 2003). Per le grandi imprese italiane il peso delle obbligazioni con scadenza oltre i 12 mesi è risultato a fine 2004 prossimo al 20 per cento, mentre per le principali multinazionali europee risultava superiore al 60 per cento nel 2003 (ultimo dato disponibile) (Fig. 2).

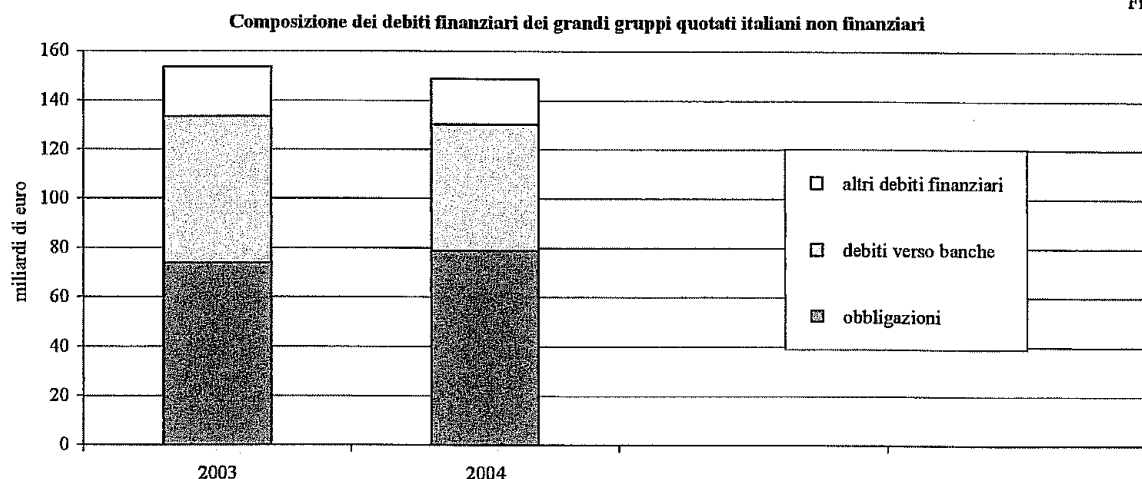
Fig. 2



Fonte: elaborazione su bilanci societari, dati R&S, Mediobanca e Unioncamere, relazioni semestrali 2005. I dati si riferiscono esclusivamente alla quota delle obbligazioni con scadenza oltre i 12 mesi. Confronta Note metodologiche.

A livello aggregato, fra il 2003 e il 2004, i debiti finanziari dei grandi gruppi quotati si sono ridotti marginalmente (da 153,5 a 148,8 miliardi di euro; -4,6 miliardi di euro pari al -3 per cento circa); tuttavia il peso dei debiti verso banche si è sensibilmente ridotto, passando dal 39 per cento nel 2003 al 34 per cento nel 2004. In termini assoluti, nel 2004 l'indebitamento verso le banche si è ridotto di circa 8,1 miliardi di euro (-14 per cento circa), mentre le obbligazioni in bilancio sono cresciute di circa 4,9 miliardi di euro (+7 per cento circa) (Fig. 3).

Fig. 3

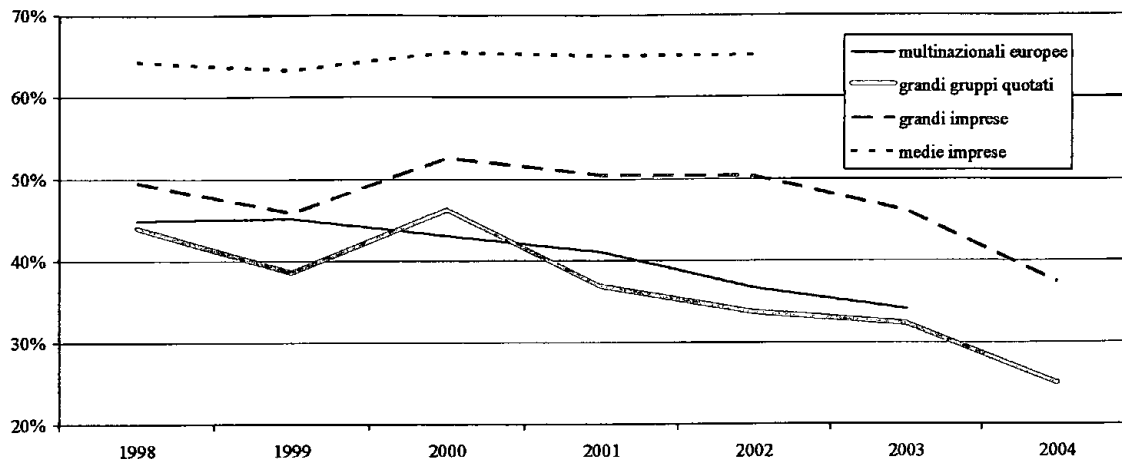


Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati 2004. Confronta Note metodologiche.

La crescita del peso delle obbligazioni ha portato a un ulteriore allungamento della scadenza del debito. A fine 2004, i debiti a breve termine rappresentavano il 25 per cento circa dei debiti finanziari dei grandi gruppi quotati (contro il 45 per cento circa del 2000). Un trend analogo si osserva per le grandi imprese italiane e per le principali multinazionali europee (Fig. 4).

Fig. 4

Peso dei debiti finanziari a breve termine sul totale dei debiti finanziari delle imprese non finanziarie italiane e delle principali multinazionali industriali europee

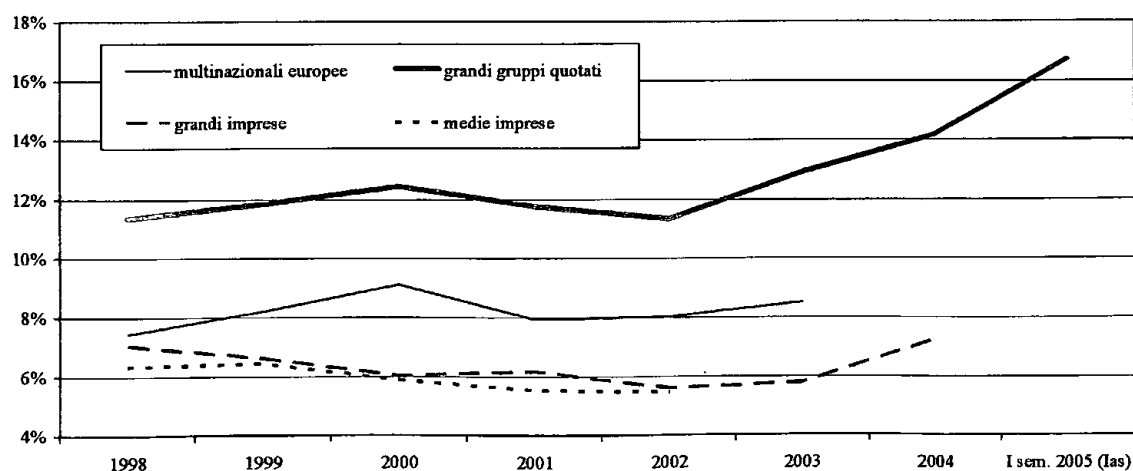


Fonte: elaborazione su bilanci societari, dati R&S, Mediobanca e Unioncamere. Confronta Note metodologiche.

Per ciò che riguarda la redditività, nel 2004 si è registrato un forte aumento degli utili dei grandi gruppi quotati. Il rapporto fra margine operativo netto (MON) e fatturato è cresciuto ulteriormente rispetto al 2003, attestandosi sul 14 per cento, valore nettamente superiore a quello dell'insieme delle altre grandi imprese italiane. I dati delle prime semestrali 2005 redatte secondo gli Ias/Ifrs confermano il forte aumento degli utili, che riflette, tuttavia, in larga misura l'impatto dell'applicazione dei nuovi criteri di valutazione di alcune poste contabili (in particolare, l'ammortamento delle immobilizzazioni immateriali; si veda il Riquadro 5 del Capitolo I della Parte C) (Fig. 5).

Fig. 5

Rapporto fra margine operativo netto (MON) e fatturato delle imprese non finanziarie italiane e delle principali multinazionali industriali europee



Fonte: elaborazione su dati R&S, Mediobanca e Unioncamere, relazioni semestrali 2005. Confronta Note metodologiche.

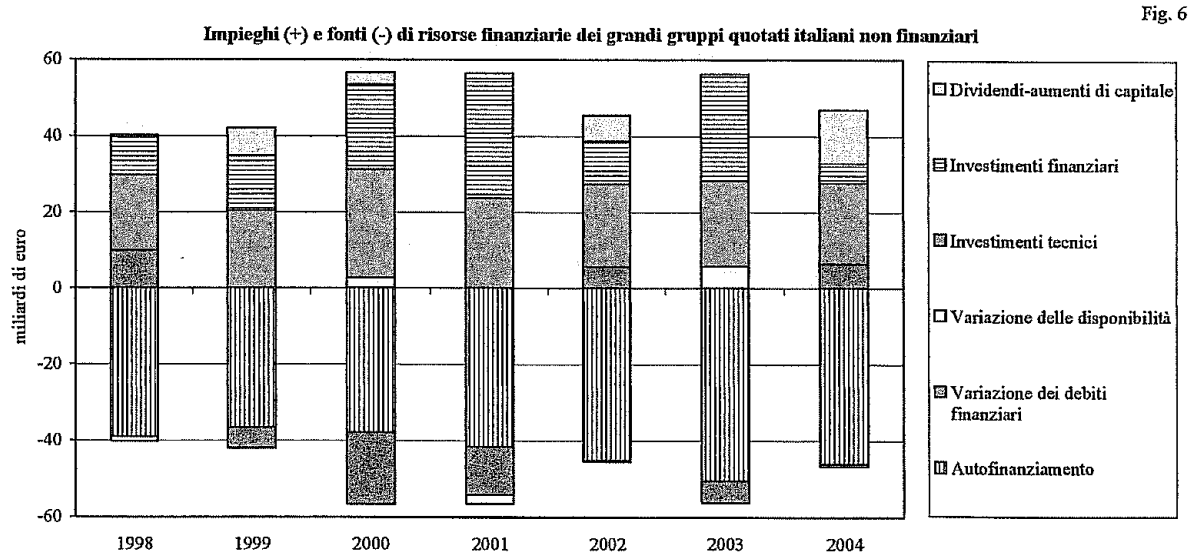
In sintesi, nel 2004 la buona redditività dell'insieme delle grandi imprese italiane si è accompagnata a un livello di indebitamento in lieve riduzione, sia in termini assoluti che relativi (leva finanziaria), con una tendenza alla riduzione dell'esposizione verso il sistema bancario (- 8,1 miliardi di euro per i grandi gruppi quotati, -11,5 miliardi di euro per le altre grandi imprese). Per le principali multinazionali europee si è assistito, nel biennio 2002-2003, a una forte contrazione dell'indebitamento complessivo, accompagnata da una riduzione del peso del debito bancario.

Per i grandi gruppi quotati italiani persiste la tendenza al ricorso al finanziamento obbligazionario, essenzialmente in sostituzione del debito bancario, ma il *trend* è assai meno marcato rispetto a quanto osservato alla fine degli anni novanta.

2. I flussi finanziari

Un quadro più completo delle scelte finanziarie delle imprese emerge dai dati dei rendiconti finanziari.

Con riferimento ai grandi gruppi quotati, tali dati mostrano come, nonostante la crescita della redditività, nel 2004 l'autofinanziamento (calcolato al netto degli investimenti in capitale circolante netto) sia rimasto complessivamente stabile (Fig. 6); ciò è da ascrivere in larga misura all'aumento degli investimenti in scorte e crediti commerciali.



Fonte: elaborazioni su rendiconti finanziari e dati R&S. L'autofinanziamento è al netto degli investimenti in capitale circolante netto. Confronta Note metodologiche.

L'autofinanziamento 2004 è stato destinato, in parte, alla riduzione dell'indebitamento finanziario netto e, in parte più rilevante, al pagamento di dividendi e al riacquisto di azioni proprie (voce assimilata ai dividendi, che ha però assunto un peso crescente negli anni più recenti). Sebbene