

Dal 18 gennaio 2005 al 12 luglio 2005 Abn Amro aveva incrementato la propria partecipazione in Antonveneta dal 12,7 per cento al 25,2 per cento circa e, a seguito dell'esercizio di parte dei diritti spettanti alle obbligazioni convertibili possedute, tale partecipazione aveva raggiunto, nel luglio 2005, il 30 per cento circa. Il 15 luglio 2005 Bpl (che intanto aveva assunto la nuova denominazione di Banca Popolare Italiana - Bpi) ha comunicato al mercato di aver ricevuto l'autorizzazione da Banca d'Italia ad acquisire, tramite le offerte pubbliche di acquisto sulle azioni ordinarie Antonveneta da essa promosse, una partecipazione superiore al 50 per cento del capitale sociale di Antonveneta.

Il 22 luglio 2005 si è chiusa con esito negativo l'Opa promossa da Abn Amro, poiché le adesioni (pari al 2 per cento del capitale) erano largamente inferiori alla soglia del 50 per cento al cui raggiungimento era condizionata l'efficacia dell'offerta.

Sempre in data 22 luglio 2005, la Consob (sulla base anche della cooperazione con l'Autorità Giudiziaria resa possibile dall'entrata in vigore, il 12 maggio 2005, delle norme di recepimento della direttiva in materia di abusi di mercato) ha accertato l'avvenuta conclusione di un ulteriore patto parasociale tra la Bpi e Magiste International Sa avente ad oggetto l'acquisto concertato di azioni ordinarie Antonveneta e l'esercizio anche congiunto di un'influenza dominante, patto per il quale non erano stati adempiuti gli obblighi di pubblicità di cui all'articolo 122 del Tuf. La Consob ha, altresì, accertato che i fondi Generation Fund e Active Fund avevano agito come interposte persone della Bpi nell'acquisto di azioni ordinarie 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 Giampiero Fiorani (amministratore delegato di Bpi), Gianfranco Boni (direttore finanziario di Bpi), Bpi (anche per il tramite di Generation Fund e Active Fund di cui risultava 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) e Magiste International Sa. Il sequestro è stato poi convalidato dal Gip del Tribunale di Milano il primo agosto 2005.

Successivamente la Consob ha sospeso in via cautelare, ai sensi dell'articolo 102, terzo comma, lett. a), del Tuf, l'offerta pubblica di acquisto obbligatoria e l'offerta pubblica di acquisto e scambio promosse da Bpi, in considerazione del fatto che sussistevano carenze informative nei documenti d'offerta pubblicati da Bpi stessa. La Consob ha successivamente dichiarato decadute entrambe le suddette offerte, ai sensi dell'articolo 102, terzo comma, lett. b), del Tuf, avendo accertato numerose, reiterate e gravi violazioni della disciplina delle offerte pubbliche di acquisto e scambio, tali da rendere gravemente carente l'informativa diffusa al mercato e da impedire di pervenire a un fondato giudizio sulle offerte.

Il 26 settembre 2005 è stato stipulato un contratto di compravendita tra Abn Amro e alcuni azionisti di Antonveneta per l'acquisto di una partecipazione complessiva del 39,37 per cento del capitale sociale di Antonveneta, la cui parziale esecuzione ha portato Abn Amro a detenere, alla data del 30 dicembre 2005, una partecipazione complessivamente pari al 55,8 per cento. Ciò ha implicato il lancio di un'Opa obbligatoria sulla totalità delle azioni Antonveneta (a un prezzo pari a 26,50 euro per azione), da svolgersi nel periodo 27 febbraio - 31 marzo 2006.

Riquadro 7.

I tentativi di scalata alla Banca Nazionale del Lavoro e il ruolo della Consob

Il 29 marzo 2005 il Banco Bilbao Vizcaya Argentaria Sa (Bbva) ha presentato alla Consob la comunicazione ex art. 102, comma 1, del Tuf per la promozione di un'offerta pubblica di scambio volontaria sulla totalità del capitale ordinario della Bnl Spa. L'offerta, condizionata tra l'altro al raggiungimento di una quota superiore al 50 per cento del capitale ordinario della Bnl, prevedeva un corrispettivo rappresentato da un'azione Bbva di nuova emissione ogni 5 azioni ordinarie Bnl.

Il Bbva, al momento della promozione dell'offerta, risultava l'azionista di maggioranza relativa della Bnl, con una percentuale del 15 per cento circa. Bbva aveva, inoltre, sottoscritto il 28 aprile 2004 (con efficacia 9 settembre 2004) un patto parasociale di voto e di blocco con Assicurazioni Generali Spa e Dorint Holding Sa (gruppo Della Valle), di durata triennale, che vincolava il 28 per cento circa del capitale di Bnl (14,7 per cento circa Bbva, 8,3 per cento circa Generali, 4,9 per cento circa Dorint). Al momento della promozione dell'offerta da parte di Bbva, risultavano vigenti altri due patti parasociali aventi ad oggetto le azioni della Bnl.

L'offerta promossa da Bbva, svoltasi tra il 20 giugno e il 22 luglio 2005, si è conclusa con esito negativo poiché le adesioni, pari allo 0,7 per cento circa del capitale ordinario di Bnl, unitamente alla quota già posseduta, non consentivano al Bbva di superare la soglia del 50 per cento, condizione alla quale era subordinata l'efficacia dell'offerta.

Nel mese di luglio 2005, in pendenza dell'Opa promossa dal Bbva, per effetto della sottoscrizione, tra Compagnia Assicuratrice Unipol Spa e altri soggetti, di accordi parasociali aventi ad oggetto azioni Bnl e dei contestuali acquisti a titolo oneroso di azioni Bnl da parte di alcuni di essi (a seguito dei quali era stata superata la soglia del 30 per cento), è sorto l'obbligo solidale, in capo ai menzionati soggetti, di promuovere un'Opa successiva totalitaria sulle azioni Bnl. In particolare, gli acquisti che hanno dato origine all'obbligo di Opa sono avvenuti per effetto della cessione di azioni e del contestuale scioglimento di un previgente patto di sindacato diverso da quello cui aderiva il Bbva (cosiddetto "contropatto"). La cessione di dette azioni è avvenuta al prezzo di 2,70 euro per azione. L'obbligo di promuovere l'Opa è stato assolto esclusivamente da Unipol che, in data 14 settembre 2005, ha pubblicato il documento di offerta.

L'Opa Unipol è stata promossa al prezzo di 2,70 euro per azione, prezzo superiore a quello minimo calcolato ai sensi dell'art. 106, comma 2, del Tuf, ma 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 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 per una percentuale superiore al 31 per cento che, sommata a quella già detenuta, avrebbe consentito a Unipol di acquisire oltre il 45 per cento del capitale di Bnl. I patti parasociali stipulati prevedevano, altresì, accordi di tipo industriale e commerciale, da realizzarsi in particolare con Credit Suisse.

L'Opa era soggetta al rilascio delle autorizzazioni da parte dell'Isvap e della Banca d'Italia (sentita l'Antitrust per i profili di concentrazioni tra banche). La Banca d'Italia, con provvedimento del 3 febbraio 2006, ha comunicato che, non ricorrendo le condizioni di solidità

patrimoniale del costituendo conglomerato finanziario Holmo-Bnl (Holmo è la controllante di Unipol), prescritte dalla normativa vigente, non poteva essere rilasciata l'autorizzazione ad acquisire il controllo della Bnl. Conseguentemente la Consob, con provvedimento dell'8 febbraio 2006, ha deliberato che l'offerta non poteva avere luogo.

In relazione a tale vicenda, la Consob ha avuto occasione di pronunciarsi su taluni profili della normativa in materia di Opa, di particolare rilievo. In primo luogo, in risposta a un quesito posto dalla stessa Bnl, relativo alla cessione in corso di Opa di talune attività detenute 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 *bersaglio* di astenersi dal compiere "atti o operazioni che possano contrastare gli obiettivi dell'offerta"). Secondo quanto rappresentato dalla Bnl, la delibera del Cda relativa alla cessione delle partecipazioni argentine non costituiva un atto rilevante ai sensi dell'articolo 104 del Tuf, in quanto l'operazione di cessione era parte di un più vasto programma di cessione di attività non strategiche deliberato e avviato ben prima del lancio dell'Opa da parte di Unipol.

Al riguardo, la Commissione, anche alla luce dei precedenti interventi sull'argomento, ha confermato che non ogni atto di cessione di partecipazioni detenute dalla società *bersaglio* debba essere considerato in potenziale contrasto con gli obiettivi dell'offerta e pertanto rientrante nell'ambito di applicazione dell'art. 104 del Tuf. In particolare, non sono da considerarsi in contrasto con gli obiettivi dell'offerta quegli atti di cessione che determinino una modifica dell'assetto finanziario, patrimoniale o industriale in misura talmente contenuta da farla ritenere oggettivamente non idonea a condizionare le scelte dell'offerente. Inoltre, dall'esame dei comunicati emanati dalla Bnl e dell'informazione contabile risultava che la trattativa per la cessione delle attività in Argentina era stata avviata prima che Unipol manifestasse interesse per la Bnl. La Commissione non ha, quindi, ritenuto applicabile l'art. 104 del Tuf all'operazione prospettata.

La Commissione si è poi pronunciata per la rilevanza, ai fini della disciplina dei patti parasociali, dell'accordo contenuto nel contratto di opzione denominato *Spot Hedge*, stipulato tra Unipol e Deutsche Bank (Db) il 18 luglio 2005, in base al quale Db si era impegnata a non aderire all'Opa promossa da Unipol o ad altre offerte concorrenti. La Commissione ha, altresì, ritenuto applicabile l'articolo 42, comma 2, del Regolamento Emittenti (cosiddetta *best price rule*) agli acquisti di titoli Bnl effettuati da Db successivamente alla promozione dell'Opa obbligatoria da parte di Unipol. Secondo quanto la Consob ha potuto ricostruire, anche grazie a riscontri in sede di cooperazione internazionale, tali acquisti erano avvenuti, in parte, al prezzo di euro 2,755 per azione, superiore quindi al prezzo dell'offerta pubblica, pari a euro 2,70. Per effetto della norma citata il prezzo dell'intera offerta pubblica di acquisto promossa da Unipol su Bnl andava, dunque, adeguato a 2,755 euro, vale a dire al prezzo più alto pagato da Deutsche Bank per i titoli Bnl.

Successivamente alla conclusione negativa dell'operazione promossa da Unipol, il 3 febbraio 2006 la Bnp Paribas ha annunciato al mercato l'intenzione di acquistare il controllo di Bnl. A tal fine ha stipulato accordi con 13 azionisti Bnl (tra cui Unipol e alcuni dei soggetti che avevano stipulato patti parasociali con quest'ultima) relativi all'acquisto di azioni Bnl, per un ammontare complessivo pari a circa il 48 per cento del relativo capitale sociale. Detti accordi erano subordinati, tra l'altro, al rilascio della prescritta autorizzazione da parte della Banca d'Italia, intervenuta il 20 marzo 2006, a seguito della quale la Bnp Paribas promuoverà l'Opa obbligatoria totalitaria sull'intero capitale di Bnl, a un prezzo pari a 2,925 euro per azione.

Sempre in tema di assetti proprietari, nel corso del 2005 la Consob ha avuto modo di esprimersi su due quesiti di particolare rilievo.

Nel primo caso, la Commissione ha fornito risposta a un quesito presentato per conto della Giovanni Agnelli & C. Sapa (controllante di Ifil Investments Spa, a sua volta azionista di controllo di Fiat Spa) con il quale, in sintesi, si chiedeva di conoscere se un acquisto di azioni da parte di Ifil Investments, tale da consentire alla società di mantenere sostanzialmente inalterata la propria partecipazione in Fiat, generasse o meno un obbligo di offerta pubblica ove operato contestualmente all'aumento di capitale e accompagnato dalla cessione dei diritti di opzione spettanti su detto aumento. In proposito, la Commissione ha ritenuto che l'acquisto da parte di Ifil non generasse obblighi di offerta pubblica.

Nel secondo caso, la Commissione ha avuto modo di esprimersi in ordine all'applicabilità della disciplina dei patti parasociali a uno specifico accordo stipulato, in data 5 giugno 2005, tra gli azionisti partecipanti al patto di sindacato di blocco e consultazione su Rcs MediaGroup Spa (Rcs). L'accordo richiamato aveva la medesima durata del patto su Rcs e contemplava, tra l'altro, una clausola che - in caso di offerta pubblica su azioni Rcs che legittimasse la facoltà di recesso senza preavviso (ex art. 123, comma 3 del Tuf) - conferiva alle parti non recedenti la facoltà di acquistare, prima della conclusione dell'Opa, le azioni apportate al patto dai soggetti recedenti (a un prezzo pari a quello d'offerta, computato anche sulla base di eventuali rilanci o offerte concorrenti) e, dunque, l'obbligo per questi ultimi di cedere le proprie azioni. Al riguardo, la Commissione ha espresso l'avviso che l'accordo descritto presentava caratteristiche tali da ricondurlo nel novero dei patti previsti dall'art. 122 del Tuf, e in particolare, di quelli che pongono limiti al trasferimento delle azioni. Con la conseguenza che allo stesso si rendevano applicabili le disposizioni sulla durata e sul diritto di recesso, di cui al successivo art. 123 del Tuf.

Nel 2005 la Consob ha esaminato documenti informativi relativi a operazioni di finanza straordinaria e riassetto societari.

Tra le operazioni di finanza straordinaria più complesse e articolate si segnalano la fusione per incorporazione di Tim Spa in Telecom Italia Spa, la riorganizzazione delle attività che fanno capo alla famiglia Marzotto (con la scissione da Marzotto Spa e la successiva quotazione di Valentino Fashion Group Spa e l'Opa su Industrie Zignago Santa Margherita Spa promossa da alcuni componenti della famiglia Marzotto), la fusione per incorporazione in SO.PA.F. Spa della LM ETVE Spa, la complessa operazione di ricapitalizzazione e ristrutturazione del debito bancario di GIM Spa, la fusione per integrazione di Meta Spa in Hera Spa e le operazioni societarie di razionalizzazione del Gruppo Capitalia.

3. L'informativa in sede assembleare

Nel 2005 la Consob è intervenuta in numerose occasioni per richiedere a società quotate di integrare l'informativa resa agli azionisti in sede assembleare.

Con riferimento ad un emittente bancario, la Commissione è intervenuta in occasione dell'assemblea convocata nel luglio 2005 per la sottoposizione ai soci della proposta di aumento del capitale sociale, con esclusione del diritto di opzione, al servizio delle offerte di scambio che la banca in questione stava predisponendo per completare il piano di integrazione con un importante gruppo bancario tedesco. In

particolare, è stato richiesto alla società di informare gli azionisti: (i) su alcuni aspetti della determinazione del prezzo delle operazioni di scambio; (ii) sugli effetti che tale processo avrebbe avuto sulla situazione economico-patrimoniale e finanziaria del gruppo di appartenenza; (iii) sui rapporti fra la stessa banca e le Autorità straniere coinvolte nella complessa operazione di integrazione. L'intervento della Commissione ha riguardato anche l'integrazione del documento informativo che la banca aveva pubblicato, ai sensi dell'art. 70 del Regolamento Emittenti, in occasione dell'assemblea.

In un altro caso, sono state richieste a una società e alle sue controllate, che si trovavano in una situazione di tensione finanziaria, informazioni in merito alle esigenze di fabbisogno finanziario, allo sviluppo degli accordi fra vecchi e nuovi azionisti e all'evoluzione della situazione dell'indebitamento.

Nel caso di una società già sottoposta a obblighi di informativa mensile sulla situazione economico-finanziaria, è stato richiesto di fornire chiarimenti sulle trattative in corso per riequilibrare la situazione economico-patrimoniale e finanziaria, nonché sulle limitazioni, incertezze e carenze informative evidenziate nelle relazioni della società di revisione in riferimento ai bilanci d'esercizio e consolidato 2004.

In un altro caso ancora, come già accaduto per quattro società nel 2004, si è richiesto a un emittente di fornire durante i lavori assembleari specifiche informazioni in merito alle quali è stato anche chiesto un aggiornamento mensile tramite comunicato stampa.

Un'attività di vigilanza particolarmente articolata e complessa è stata quella relativa all'informativa resa da Unipol in occasione del lancio dell'offerta pubblica di acquisto di azioni della Banca Nazionale del Lavoro (si veda il Riquadro 7 prima riportato).

Nel mese di giugno la compagnia assicurativa ha pubblicato un primo documento per informare il mercato dell'avvenuta acquisizione di un rilevante pacchetto di azioni Bnl. Successivamente, a seguito della conclusione di un patto parasociale con diversi soggetti, finalizzato ad aggregare le rispettive partecipazioni detenute in Bnl, Unipol ha comunicato di aver assunto, come previsto dalle clausole del patto, l'obbligo di promuovere in via esclusiva un'offerta pubblica di acquisto su Bnl. In vista di tale operazione Unipol, nel frattempo, aveva già acquisito un'ulteriore tranché di azioni Bnl e, essendo stato di nuovo accertato il superamento dei parametri di rilevanza dell'operazione stabiliti dalla disciplina Consob, la società ha dovuto pubblicare un nuovo documento informativo ex art. 71 del Regolamento Emittenti.

Al fine di reperire le risorse necessarie per sostenere l'onere finanziario dell'Opa, Unipol ha convocato l'assemblea straordinaria per delegare il Cda a deliberare un aumento di capitale in opzione ai soci. In tale occasione la Commissione ha richiesto che fosse data informazione in assemblea circa le valutazioni del Cda in merito alla necessità o meno di proporre una delibera di mutamento dell'oggetto sociale, in conseguenza dell'acquisizione di una partecipazione di controllo in un gruppo bancario di dimensioni ben più ampie, con conseguente riconoscimento del diritto di recesso ai soci che non avessero concorso alla delibera. È stato, inoltre, chiesto di fornire all'assemblea chiarimenti in merito ai principali elementi considerati nell'implementazione del piano industriale relativo al progetto di acquisizione.

In occasione della pubblicazione del prospetto informativo relativo al lancio di tale aumento di capitale, la Commissione ha poi formulato alcune richieste di integrazione, anticipando in sostanza le modifiche regolamentari successivamente introdotte dalla direttiva prospetti. I prospetti di aumento di capitale in opzione ai soci, secondo la vecchia disciplina, non erano infatti soggetti a nulla-osta Consob,

mentre la direttiva prospetti elimina tale esclusione. La Commissione ha, pertanto, richiesto alla società di integrare il prospetto avvalendosi dei poteri a essa riconosciuti dall'art. 114 del Tuf. Nel contempo, la Commissione ha concesso a Unipol una deroga alla tempistica di pubblicazione degli avvisi integrativi, tenendo conto delle peculiarità della fase di transizione dalla vecchia disciplina dei prospetti informativi, contenuta nel Tuf e nell'allora vigente Regolamento Emittenti, alle nuove previsioni della direttiva prospetti.

4. L'informativa contabile

Nell'ambito dell'attività di vigilanza sulle società in materia di informativa contabile, nel 2005 la Commissione è intervenuta in diverse occasioni con richieste di dati e informazioni agli organi di amministrazione e controllo.

In quattro casi è stato attivato il potere di impugnativa di bilancio nei confronti di emittenti quotati, ai sensi dell'art. 157, comma 2, del Tuf. Fra questi, di particolare rilievo è la decisione di esercitare il potere di impugnativa relativamente ai bilanci d'esercizio e consolidato al 31 dicembre 2004 della Banca Popolare Italiana (ex Banca Popolare di Lodi), poiché, ad avviso della Consob, redatti in violazione delle norme del d.lgs. 87/1992 e della circolare 166/1992 della Banca d'Italia.

In sostanza, le violazioni riscontrate sono apparse tali da rendere i bilanci non rappresentativi della reale situazione economico-patrimoniale della banca, così come dei rischi e degli impegni che gravavano su di essa. Altrettanto significativa è apparsa l'omissione di informazioni, nelle note integrative, che non consentivano di percepire rischi rivelatisi poi di rilevante impatto.

In particolare, sono state riscontrate violazioni per quanto attiene: (i) alla mancata contabilizzazione degli impegni e degli effetti economici derivanti dalla stipula di contratti derivati; (ii) alla mancata contabilizzazione delle garanzie di rendimento riconosciute ad alcuni clienti e degli accantonamenti a fronte della potenziale perdita stimabile; (iii) alla mancata informativa in merito ai rischi di credito sulla tranche mezzanine dell'operazione di cartolarizzazione Tiepolo Finance II e alla mancata rilevazione del derivato "Coupon Swap Transaction" che ha comportato una non completa informativa nella nota integrativa individuale e consolidata e un diverso importo alla voce "Operazioni a termine di negoziazione senza scambio in capitale: altri valori"; (iv) al mancato accantonamento dell'onere pro-rata temporis derivante dalla stipula del contratto di investimento con Aviva Italia Holding Spa; (v) all'insufficiente accantonamento a fronte della valorizzazione degli impegni derivanti dalla sottoscrizione, nel 2003, di opzioni put a favore di Deutsche Bank Ag London.

La Commissione ha, inoltre, proceduto a impugnare i bilanci di Compagnia Italiana del Turismo Spa, Fin.Part Spa e Partecipazioni Italiane Spa.

Nel primo caso, la Consob ha attivato il potere di impugnativa relativamente ai bilanci d'esercizio e consolidato 2003 in relazione alla mancata informativa in ordine ai rischi e alle incertezze connesse con la continuità aziendale e al trattamento contabile delle operazioni con parti correlate, con particolare riferimento alla valutazione dei crediti e all'iscrizione di una plusvalenza relativamente ai cespiti per i quali la clausola risolutiva (inserita negli atti transattivi del 23 febbraio 2004 e del 1° aprile 2004) prevedeva la retrocessione. In sostanza, la rappresentazione complessiva fornita dai bilanci in parola non dava atto di

una situazione di rilevante rischio sulla continuità aziendale connessa sostanzialmente alle notevoli problematiche di recuperabilità delle posizioni verso parti correlate.

Nel caso della Fin.Part Spa, la Consob ha ritenuto che i bilanci d'esercizio e consolidato 2003 presentassero delle irregolarità, in particolare in merito: (i) alla valutazione e all'informazione relative a un credito verso la società Lafico; (ii) alla mancata rilevazione e informazione, nel bilancio consolidato, di fondi rischi, in rapporto all'impegno ad acquistare il ramo d'azienda della Sea Point Srl in liquidazione e concordato preventivo; (iii) alla mancata informazione in ordine a un credito verso la società GSR. Ad avviso della Consob, risultavano dunque violate le norme civilistiche in materia di chiarezza, veridicità e correttezza del bilancio, nonché quelle relative al principio della prudenza e alla valutazione dei crediti.

Infine, nel caso di Partecipazioni Italiane Spa, la Consob ha ritenuto che i bilanci d'esercizio e consolidato alla data del 31 dicembre 2004 non risultavano redatti in conformità alle norme di legge, in particolare per quanto concerne la valutazione di una serie di crediti e l'appostazione di fondi rischi relativamente al credito per la parte capitale verso il Comune di Roma (ceduto pro-solvendo alle Assicurazioni Generali Spa) e agli oneri connessi al contratto di locazione stipulato con la società Archè.

Nel 2005 è proseguita l'attività volta a richiedere alle società per le quali i revisori hanno espresso un giudizio negativo o si sono trovati impossibilitati a esprimere un giudizio sul bilancio o la relazione semestrale, nonché a quelle ricadenti nella previsione degli artt. 2446 e 2447 c.c. (cioè in presenza di perdite che hanno determinato la riduzione del capitale sociale di oltre un terzo o al di sotto del minimo legale), la diffusione di informazioni mensili aggiornate sulle variabili critiche che caratterizzano le singole situazioni di crisi. Considerando le analoghe richieste effettuate negli anni precedenti, ma anche le revoche dalla quotazione di alcune delle società già sottoposte a tali obblighi, alla fine del 2005 risultavano soggette a tali obblighi 18 società quotate.

Anche l'informativa contabile resa dalle società calcistiche quotate in Borsa è stata oggetto, come di consueto, di specifica attenzione.

Un primo intervento si è concretizzato in una richiesta, rivolta a una delle suddette società, di fornire informazioni al mercato a mezzo comunicato stampa (informazioni da riportare anche nella relazione semestrale), relativamente: (i) all'istanza di transazione e dilazione, presentata dalla società interessata all'Agenzia delle Entrate, in merito a un significativo debito tributario oggetto di cartella esattoriale; (ii) alla decisione della società di ridurre di un terzo le conseguenti sanzioni tributarie applicando in via analogica l'istituto della conciliazione giudiziale.

Sempre con riferimento alla medesima società, un successivo intervento ha riguardato una richiesta di informazioni, da riportare nella documentazione del bilancio d'esercizio in via d'approvazione dal consiglio di sorveglianza, in merito: (i) alla descrizione compiuta delle azioni intraprese al fine di rendere il controllo di gestione adeguato e affidabile rispetto alle esigenze informative, nonché dei risultati conseguiti per effetto di tali azioni; (ii) ai piani eventualmente allo studio ai fini del rafforzamento patrimoniale della società, anche in vista dei prevedibili effetti che potevano scaturire dall'obbligatoria applicazione dei principi contabili internazionali, nonché dalle modifiche, in quel periodo in corso di discussione in Parlamento, relative all'art. 18-bis della legge n. 91 del 1981 (cosiddetto "decreto salva-calcio", che consentiva, ai soli fini civilistici, l'ammortamento della svalutazione dei diritti pluriennali delle prestazioni sportive degli

sportivi professionisti in dieci rate annuali di pari importo); (iii) alla descrizione dei contenuti, dello stadio di avanzamento e degli effetti patrimoniali di un progetto di aumento di capitale con conferimento di beni in natura da parte del socio di controllo (progetto al quale gli organi di stampa in quel periodo facevano riferimento); (iv) alla diversa esposizione nel conto economico, rispetto alla semestrale, dell'utilizzo del fondo rischi per indennità ai tesserati per la risoluzione anticipata dei contratti di prestazione sportiva.

Infine, nel caso di altra società calcistica, è stato richiesto di fornire al mercato informazioni con riferimento alla possibilità di partecipare alle competizioni sportive nazionali. A tal fine, sono stati richiesti chiarimenti sulle misure che il consiglio di amministrazione avrebbe assunto al fine di assicurare la conformità dei parametri economico-finanziari a quelli richiesti per l'iscrizione al campionato di calcio 2005-2006, con particolare riferimento ai debiti scaduti e, in generale, alle ulteriori iniziative per il risanamento gestionale della società. Inoltre, è stato richiesto di informare il mercato sugli esiti degli aggiornamenti delle valutazioni sui diritti alle prestazioni sportive effettuate da un perito indipendente su richiesta del collegio sindacale, specificando i relativi effetti economico-patrimoniali nonché l'identità dei calciatori le cui prestazioni sportive sono state oggetto di detti aggiornamenti.

5. Le società di revisione

Nel corso del 2005 le società di revisione iscritte nell'Albo speciale, nello svolgimento dell'attività di verifica della regolare tenuta della contabilità sociale e della rispondenza dei bilanci alle scritture contabili e alle norme che li disciplinano, hanno esaminato 263 bilanci d'esercizio e 241 bilanci consolidati di emittenti quotati nei mercati regolamentati italiani.

I dati relativi all'attività dei revisori sui bilanci 2004 mostrano una riduzione, rispetto al 2003, sia del numero dei giudizi rilasciati con rilievi sia dei casi di impossibilità di esprimere un giudizio per incertezze. I giudizi con rilievi sono stati 12, mentre i casi di impossibilità di esprimere un giudizio sono stati 6, a fronte, rispettivamente, dei 15 e 11 casi del 2003. Si registra, inoltre, per la prima volta dal 1998, un caso di giudizio negativo (Tav. 37).

Tav. 37

Attività delle società di revisione sui bilanci di esercizio e consolidati delle società quotate nei mercati regolamentati italiani

	Giudizi con richiami di informativa	Giudizi rilasciati con rilievi per:			Giudizi negativi o impossibilità di esprimere il giudizio:		
		Dissensi rispetto ai trattamenti contabili	Limitazioni al procedimento di revisione	Incertezze	Giudizio negativo	Impossibilità di esprimere un giudizio per gravi limitazioni	Impossibilità di esprimere un giudizio per incertezze
1996	328	8	4	--	1	1	2
1997	197	6	3	3	--	--	1
1998	197	1	2	--	1	1	--
1999	217	--	2	--	--	1	1
2000	207	2	2	--	--	--	--
2001	192	5	--	1	--	--	5
2002	159	9	3	2	--	--	10
2003	143	7	7	1	--	--	11
2004	158	3	7	2	1	--	6

Confronta Note metodologiche. ¹ Il numero complessivo dei giudizi può divergere dal numero complessivo dei rilievi nel caso in cui siano stati formulati, per uno stesso emittente, più rilievi.

Si tratta di Centenari e Zinelli Spa, società per cui la società di revisione ha rilasciato un giudizio negativo a causa di: (i) incertezze connesse al valore di iscrizione di una partecipazione totalitaria in una società in liquidazione, il cui bilancio era stato redatto con i criteri dell'azienda in funzionamento, a causa della mancanza di sufficienti elementi sulla congruità del valore di recupero delle giacenze di magazzino e delle immobilizzazioni materiali; (ii) incertezze connesse al valore di carico di partecipazioni totalitarie in due società in stato di forte tensione finanziaria, stante la mancanza di sufficienti elementi in merito alla capacità delle società di reperire nel breve periodo le risorse finanziarie necessarie per la prosecuzione dell'attività; (iii) mancata informativa in bilancio da parte degli amministratori in merito ai dubbi sulla continuità aziendale, alle implicazioni di tali dubbi e ai piani correttivi per far fronte alla situazione di forti perdite operative e di tensione finanziaria.

In cinque casi i revisori, oltre a dichiarare l'impossibilità di esprimere un giudizio sui bilanci o a rilasciare un giudizio negativo, hanno anche espresso rilievi di varia natura (Fin.Part, Innotech, Pagnossin e Richard Ginori, oltre al citato caso di Centenari e Zinelli).

Per Fin.Part, ma anche per Pagnossin, i rilievi hanno riguardato incertezze sulla valutazione di specifiche poste di bilancio. In particolare, per Fin.Part i revisori hanno rilevato l'assenza di adeguate evidenze a supporto della valutazione effettuata dagli amministratori in merito alla recuperabilità di un credito. Sono poi state espresse incertezze in merito: (i) al valore d'iscrizione della partecipazione in una controllata indiretta, allineato all'importo determinato in un accordo preliminare di cessione della stessa società, la cui efficacia era subordinata alla positiva realizzazione di un'offerta pubblica di acquisto e scambio; (ii) al valore d'iscrizione del marchio di pertinenza di un altro gruppo controllato, in relazione alla mancata definizione di contratti di cessione del marchio e delle attività riferibili al gruppo medesimo; (iii) alla realizzabilità dei proventi derivanti dalla iscrizione di crediti per imposte anticipate riferiti a una società controllata.

Nel caso di Innotech, così come nel caso Centenari e Zinelli, i revisori hanno riscontrato anche limitazioni al procedimento di revisione. In particolare, per Innotech la società di revisione ha ricondotto le limitazioni, da un lato, alla mancata effettuazione di riscontri da parte del revisore di una controllata indiretta e alla conseguente impossibilità di svolgere procedure di revisione sul bilancio della medesima, dall'altro, all'insufficienza degli elementi forniti dalla stessa Innotech ai fini della valutazione della congruità del prezzo di acquisizione di un software.

Nel caso di Richard Ginori e della sua controllante Pagnossin, il revisore, oltre a dichiararsi impossibilitato a esprimere un giudizio per incertezze sulla continuità aziendale, ha espresso dissensi rispetto ad alcuni criteri contabili adottati dagli amministratori. Per Richard Ginori, il revisore ha espresso dissensi in merito alla capitalizzazione della copertura della perdite di una controllata, ritenendo che gli apporti effettuati dalla controllante non dovessero essere contabilizzati a incremento del valore della partecipazione, bensì quali costi di esercizio. Il revisore ha inoltre rilevato che la perdita conseguita nel 2004 derivava in parte da rettifiche di poste di esercizi precedenti, effettuate a correzione di contabilizzazioni errate. I suddetti rilievi sono stati esposti anche dal revisore della società controllante (Pagnossin).

In altri casi le società di revisione si sono limitate a formulare esclusivamente dei rilievi per dissensi rispetto alla valutazione di determinate poste contabili o per limitazioni al processo di revisione.

Nel caso della AISoftw@re, i giudizi con rilievi hanno riguardato dissensi rispetto ai criteri contabili utilizzati dagli amministratori relativamente a una parte dei costi capitalizzati, per i quali i revisori hanno ritenuto che non fossero presenti tutti i requisiti previsti dai principi contabili per la loro iscrizione e il loro mantenimento. Inoltre, è stata considerata sopravvalutata la voce "crediti verso clienti", mentre sono state ritenute sottovalutate le voci "debiti tributari", "oneri diversi di gestione" e "fondi per rischi e oneri".

Per Chl, i revisori hanno espresso un rilievo per il mancato completamento delle procedure di revisione relative alla valutazione della partecipazione in una società collegata, mentre nel caso di Finarte-Semenzato, è stata rappresentata l'impossibilità di accertare le cause dell'anomala configurazione del saldo di un conto transitorio, che si è determinata a causa di modifiche apportate al sistema informativo contabile.

Per Fullsix (già Inferentia), i revisori hanno espresso un rilievo per la mancanza di adeguate informazioni in merito allo stato della liquidazione di una società controllata ceduta nel precedente esercizio, necessarie per valutare l'esistenza di eventuali passività potenziali residue in capo alla società cedente.

Nel caso di Partecipazioni Italiane (già Necchi), vi sono state limitazioni al procedimento di revisione che hanno riguardato la mancanza di sufficienti elementi probativi ai fini della valutazione di una partecipazione, poiché non erano disponibili i dati di bilancio aggiornati della società partecipata e le informazioni del revisore secondario e della direzione della società. È stata poi manifestata l'impossibilità a svolgere procedure di revisione su una specifica situazione contabile.

I casi in cui le società di revisione hanno dichiarato l'impossibilità di esprimere un giudizio sul bilancio sono essenzialmente riconducibili alla sussistenza di incertezze sulla continuità aziendale, relative nella maggioranza dei casi a dubbi circa la capacità delle società di reperire nel breve periodo adeguate risorse per fronteggiare esborsi finanziari previsti o per garantire la continuità operativa.

Nel citato caso di Fin.Part, sono emerse incertezze in merito alla possibilità di ottenere mezzi finanziari da parte del sistema bancario e alle iniziative avviate per la cessione di alcune controllate. Nel caso di Innotech, invece, i revisori hanno evidenziato incertezze connesse alla realizzazione delle operazioni incluse nel piano industriale, alla mancata esecuzione dell'aumento di capitale deliberato e alla insufficienza di disponibilità liquide.

Nel caso di Algol, oltre alle descritte incertezze sulla continuità aziendale, i revisori hanno rilevato incertezze in relazione al ricorso ex art. 2409 c.c. presentato dal collegio sindacale per fatti censurabili, nonché in relazione alle eventuali richieste di indennizzo da parte della società cessionaria di una controllata ceduta.

Nel caso di Ngp, i revisori hanno segnalato di non aver ricevuto conferma da parte di alcuni istituti di credito in merito ai rapporti intrattenuti con la società stessa e all'avvenuta sottoscrizione della convenzione per il consolidamento del debito.

Nel caso di Pagnossin, è stata evidenziata l'impossibilità di esprimere un giudizio sulla valutazione della partecipazione in una società controllata, in presenza di incertezze sulla positiva conclusione delle trattative con gli istituti di credito per la ristrutturazione del debito di tale società, nonché sulla mancata stipula di accordi con gli istituti di credito finalizzati al superamento della situazione di difficoltà finanziaria della società in questione. Nel caso della controllata Richard Ginori, sono state sottolineate, da un lato, la mancata stipula di accordi con gli istituti di credito per il rimborso di rate di un finanziamento scadute e non rimborsate, dall'altro, incertezze connesse agli effetti del mancato rispetto dei parametri di garanzia previsti dal contratto di tale finanziamento, con il conseguente rischio di richiesta di rimborso anticipato dello stesso.

Nel 2005 la Commissione ha svolto un'intensa attività di vigilanza sulle società di revisione iscritte all'Albo speciale, che ha portato a 4 accertamenti ispettivi e, in 3 casi, alla sospensione di *partners* (Tav. 38; si veda il successivo Capitolo IV).

Tav. 38

Controlli sulle società di revisione

	Istruttorie per iscrizione Albo	Ispezioni e accertamenti ispettivi	Lettere di richiamo	Sospensioni di partner	Divieto di acquisire nuovi incarichi	Sanzioni amministrative	Cancellazioni dall'Albo speciale	Denunce penali
1997	--	7	4	5	--	2	--	6
1998	--	5	--	1	1	2	--	--
1999	2	2	--	--	--	--	2	--
2000	--	2	--	1	--	--	--	--
2001	1	1	--	--	--	--	--	--
2002	1	5	--	3	--	--	--	--
2003	2	7	1	1	--	--	5	--
2004	1	5	--	4	--	--	1	--
2005	2	4	--	3	--	--	--	--

Al 31 dicembre 2005 risultavano iscritte nell'Albo 21 società di revisione, con un incremento di un'unità rispetto all'anno precedente.

La Consob ha conferito d'ufficio alla PricewaterhouseCoopers Spa, ai sensi dell'art. 159, comma 6, del Tuf, l'incarico di revisione del bilancio d'esercizio e del bilancio consolidato della società quotata Algol Spa per il triennio 2005/2007 e ha contestualmente fissato il corrispettivo spettante al revisore per tale incarico. Il conferimento d'ufficio è conseguito alla mancata attribuzione, da parte di Algol Spa, dell'incarico di revisione per il predetto triennio, in occasione dell'assemblea di approvazione del bilancio d'esercizio 2004. La Commissione ha affidato l'incarico alla PricewaterhouseCoopers Spa, società già incaricata della revisione dei bilanci Algol Spa per il precedente triennio, in quanto, per poter affrontare adeguatamente l'incarico di revisione sui bilanci della Algol Spa e del suo gruppo per gli esercizi 2005/2007, il revisore incaricato non avrebbe potuto prescindere dall'acquisizione di un'approfondita

conoscenza di tutte le informazioni rilevanti in merito alle vicende che avevano caratterizzato l'esercizio 2004 e che avrebbero potuto continuare a produrre riflessi sui successivi esercizi.

Nel corso del 2005 la Commissione ha ricevuto la documentazione relativa agli incarichi di revisione legale. Dall'esame dei dati raccolti è emersa una lieve diminuzione del numero dei soggetti sottoposti agli obblighi di revisione legale, passato da 2.038 nel 2003 a 1.885 nel 2004, mentre è rimasta sostanzialmente immutata la distribuzione degli incarichi tra le società di revisione iscritte nell'Albo speciale. Le prime quattro società di revisione in ordine di fatturato legale detengono complessivamente il 94,3 per cento del mercato nazionale della revisione obbligatoria.

II – LA VIGILANZA SUI MERCATI

1. Gli abusi di mercato

Nel corso del 2005 la Commissione ha concluso 8 accertamenti su anomalie riscontrate nell'attività di controllo dei mercati. L'ipotesi di illecito è stata formulata in 4 casi (11 nel 2004) che sono stati oggetto di altrettante relazioni all'Autorità Giudiziaria: in 2 casi è stato configurato l'abuso di informazioni privilegiate (rispettivamente, per *insider trading* e per *front running*), in 2 la manipolazione del mercato (rispettivamente, manipolazione informativa e manipolazione operativa). Nei rimanenti 4 accertamenti (2 relativi a ipotesi di abuso di informazioni privilegiate e 2 a ipotesi di manipolazione del mercato) non è stata ipotizzata la sussistenza di un illecito (Tav. 39).

Tav. 39

Risultanze delle indagini in materia di abusi di mercato

	Relazione con segnalazione di ipotesi di reato ¹		Relazione al termine di accertamenti senza segnalazioni di ipotesi di reato ²	Totale
	di cui per ipotesi di abuso di informazioni privilegiate			
1997	19	16	33	52
1998	21	17	15 ³	36
1999	30	22	8	38
2000	21	17	5	26
2001	18	14	10	28
2002	16	7	9	25
2003	16	13	10	26
2004	11	4	8	19
2005	4	2	4	8

¹ Per le relazioni del 1997 e per 10 relazioni del 1998, si fa riferimento a relazioni motivate di cui all'art. 8, comma 3, della legge 157/1991, abrogato dal Tuf. ² Con riferimento agli anni 1997, 1998 e 1999 il dato include le risultanze relative, rispettivamente, a 18, 3 e 1 indagine che si sono concluse senza l'invio di relazione motivata al Pubblico Ministero. A partire dall'entrata in vigore del Tuf e fino al maggio 2005 la Consob era tenuta, in ogni caso, a trasmettere al Pubblico Ministero una relazione su indagini e accertamenti effettuati. A partire dal maggio 2005 la Consob non è tenuta a trasmettere le relazioni per le quali non vengono formulate ipotesi di reato. ³ Di cui 9 relative ad attività di accertamento che si sono concluse prima dell'entrata in vigore del Tuf.

Ai sensi della nuova disciplina sugli abusi di mercato, entrata in vigore nel maggio 2005 con il recepimento della relativa direttiva europea (si veda il successivo Capitolo V), la Consob non è più tenuta a trasmettere all'Autorità Giudiziaria relazioni su casi per i quali non vengano formulate ipotesi di reato. Tuttavia, nel 2005 la Commissione ha trasmesso 2 relazioni della specie in quanto i relativi accertamenti si erano conclusi prima dell'entrata in vigore della nuova disciplina. Nel corso dell'anno sono stati avviati alcuni importanti procedimenti sulla base della nuova disciplina degli abusi di mercato, che assegna alla Consob un potere sanzionatorio diretto; le relative istruttorie risultavano ancora in corso a fine anno.

Il numero delle richieste di dati e informazioni inviate a intermediari, società quotate, pubbliche amministrazioni e Autorità di vigilanza estere, nel 2005, è stato complessivamente pari a 219; di queste, circa il 30 per cento è stato finalizzato ad assistere Autorità di vigilanza estere impegnate in indagini su casi di presunti abusi di mercato (Tav. 40).

Tav. 40

Richieste di dati e notizie in materia di abusi di mercato

	Soggetti destinatari delle richieste					Totale
	Intermediari autorizzati ¹	Società quotate e loro controllanti o controllate	Soggetti privati	Pubbliche amministrazioni	Autorità estere	
1997	220	37	49	22	11	339
1998	324	14	50	10	17	415
1999	416	22	48	--	21	507
2000	492	33	11	4	30	570
2001	247	30	93 ²	10	33	413 ³
2002	154	28	52 ⁴	1	24	259 ⁵
2003	185	15	55 ⁶	3	27	285 ⁷
2004	146	13	23 ⁸	2	11	195 ⁹
2005	140	9	47 ¹⁰	--	23	219 ¹¹

¹ Banche, Sim, Sgr e agenti di cambio. ² Il dato include 7 audizioni. ³ Di cui 156 per conto di Autorità estere. ⁴ Il dato include 19 audizioni. ⁵ Di cui 36 per conto di Autorità estere. ⁶ Il dato include 29 audizioni. ⁷ Di cui 38 per conto di Autorità estere. ⁸ Il dato include 7 audizioni. ⁹ Di cui 101 per conto di Autorità estere. ¹⁰ Il dato include 42 audizioni. ¹¹ Di cui 63 per conto di Autorità estere.

Nella relazione all'Autorità Giudiziaria, in cui è stato ipotizzato il reato di *insider trading*, l'informazione privilegiata oggetto di abuso era costituita dalla prossima pubblica evidenza dello stato di dissesto in cui una società quotata versava da tempo. Nella relazione in cui è stata ipotizzata la condotta di *front running* le indagini hanno riguardato il comportamento di 2 negozianti dipendenti di un intermediario membro del mercato regolamentato, l'uno con funzioni di raccogliitore di ordini della clientela e l'altro con funzioni di addetto a un conto di negoziazione della proprietà. Il comportamento abusivo si è concretizzato secondo schemi diversi, facendo talora leva sul conto della proprietà, e si è sviluppato nell'arco di 10 mesi complessivamente su 54 titoli quotati (Tav. 41).

Tav. 41

Tipologia delle informazioni privilegiate nelle segnalazioni all'Autorità Giudiziaria
in cui si ipotizza il reato di abuso di informazioni privilegiate

	Mutamento del controllo - Opa	Risultati economici. Situazione patrimoniale e finanziaria	Operazioni sul capitale. Fusioni - Scissioni	Altre	di cui per ipotesi di front running	Totale
1997	7	4	2	3	--	16
1998	13	1	3	--	--	17
1999	13	4	3	2	--	22
2000	6	1	3	7	1	17
2001	9	--	2	3	2	14
2002	1	1	2	3	1	7
2003	5	2	1	5	2	13
2004	2	1	--	1	--	4
2005	--	1	--	1	1	2

Le 2 ipotesi di manipolazione del mercato prospettate all'Autorità Giudiziaria hanno riguardato un caso di manipolazione informativa, con riferimento ai comunicati diffusi da una

società quotata, e un caso di manipolazione operativa, riguardante negoziazioni di un primario intermediario su più mercati obbligazionari europei. Dato il carattere transfrontaliero di quest'ultimo caso, diverse Autorità europee hanno cooperato nello svolgimento delle indagini.

I soggetti complessivamente segnalati all'Autorità Giudiziaria per ipotesi di abuso di informazioni privilegiate e di manipolazione del mercato sono stati, rispettivamente, 3 e 8 (Tav. 42).

Tav. 42

Soggetti coinvolti in ipotesi di abusi di mercato segnalate all'Autorità Giudiziaria

	Intermediari autorizzati ¹	Insiders istituzionali ²	Altri soggetti ³	Operatori esteri	Totale
Abuso di informazioni privilegiate					
1997	11	12	41	17	81
1998	17	31	34	32	114
1999	21	26	56	48	151
2000	24	11	149	34	218
2001	20	6	53	30	109
2002	14	1	69	21	105
2003	2	12	35	20	69
2004	--	8	7	4	19
2005	--	1	2	--	3
Manipolazione di mercato					
1997	3	21	--	--	24
1998	7	2	--	2	11
1999	10	5	34	2	51
2000	1	2	1	1	5
2001	4	1	1	2	8
2002	18	2	--	4	24
2003	6	--	1	--	7
2004	4	2	6	1	13
2005	--	1	7	--	8

¹ Banche, Sim, Sgr e agenti di cambio. ² Soci, amministratori e dirigenti di società quotate. ³ Si tratta dei cosiddetti *insiders* secondari e dei *tippees* (ex art. 180, comma 2, del Tuf).

L'attività di vigilanza sull'integrità dei mercati, con particolare riferimento al mercato azionario gestito da Borsa Italiana Spa, si avvale ormai da alcuni anni di un sistema informatizzato e automatizzato di individuazione di anomalie nell'attività di negoziazione, che consente un'azione più efficace nell'individuazione dei possibili casi di abuso di mercato (Riquadro 8).

Riquadro 8

Modello probabilistico per la rilevazione di potenziali abusi di mercato

La Consob utilizza ormai da circa tre anni un modello statistico per l'analisi dei dati di mercato inerenti alle negoziazioni di azioni quotate in Borsa che consente di individuare potenziali fenomeni di abusi di mercato.

Il funzionamento del modello si basa su quattro variabili finanziarie: i rendimenti, i volumi negoziati giornalieri, un indicatore di concentrazione statica del mercato (che verifica, tra l'altro, la presenza di posizioni dominanti di singoli intermediari) e un indicatore di concentrazione dinamica (che esamina l'evoluzione nel tempo dell'operatività dei singoli intermediari evidenziandone le variazioni significative).

L'andamento di queste variabili o "allertatori" (*alert*) determina la segnalazione di anomalie la cui lettura congiunta determina un segnale di potenziale abuso di mercato (*warning*). Nello specifico, per quanto riguarda la concentrazione statica, la generazione dell'*alert* scaturisce dai segnali di anomalia generati da tre pre-allertatori che esaminano rispettivamente l'operatività degli intermediari in acquisto, in vendita e quella lorda. Parimenti, la generazione dell'*alert* per la concentrazione dinamica deriva dai segnali di anomalia generati da tre pre-allertatori che esaminano rispettivamente l'operatività degli intermediari in acquisto, in vendita e quella netta.

Il sistema, sulla base di un modello probabilistico, in ogni seduta e per ciascun titolo, calcola un intervallo entro cui dovrebbero muoversi i singoli allertatori. Nel caso in cui il valore assunto dall'allertatore cada al di fuori dell'intervallo previsto viene segnalato un *alert*. Il *warning* scatta nel momento in cui almeno tre dei quattro allertatori segnalano un *alert*.

L'iter procedurale seguito nella trattazione dei *warning* prevede che si proceda, in primo luogo, a un esame dell'informativa di mercato disponibile sul titolo. Al termine di queste analisi, e di eventuali altri accertamenti, il *warning* può essere ritenuto giustificato dalle dinamiche di mercato oppure può essere ricondotto a ipotesi meritevoli di ulteriori approfondimenti in relazione a violazioni riconducibili a ipotesi di *market abuse*. Nel caso in cui i *warning* vengano ritenuti sintomatici di una possibile anomalia di mercato si avviano gli approfondimenti specifici che possono eventualmente portare all'apertura di un procedimento sanzionatorio.

Nel triennio 2003-2005 il sistema ha generato circa 3.000 *warning* all'anno; ciò implica che ogni giorno in media il 4 per cento dei titoli è andato in *warning*. Solo in un numero molto limitato di giornate lavorative il numero dei titoli in stato di *warning* ha superato il 7 per cento dei titoli negoziati; peraltro, in tutte le giornate di negoziazione è stato generato almeno un *warning*. In media ogni titolo ha generato circa 10 *warning* e raramente si sono registrati più di 20 *warning* per titolo in un anno; inoltre, tutti i titoli hanno generato almeno un *warning* in un anno.

Distribuzione delle giornate di negoziazione per numero di titoli azionari che hanno generato *warning* nel 2005

