

ATTI PARLAMENTARI

XV LEGISLATURA

CAMERA DEI DEPUTATI

Doc. XXVIII

n. 1

R E L A Z I O N E

SULL'ATTIVITÀ DELLA COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETÀ E LA BORSA (CONSOB)

(Anno 2005)

*(Articolo 1, comma 13, del decreto-legge 8 aprile 1974, n. 95,
convertito dalla legge 7 giugno 1974, n. 216, e successive modificazioni)*

Presentata dal Ministro dell'economia e delle finanze

(PADOA SCHIOPPA)

Trasmessa alla Presidenza il 13 giugno 2006

PAGINA BIANCA

INDICE

A.	<i>LE QUESTIONI IN CORSO E LE LINEE DI INDIRIZZO</i>	Pag.	23
I.	IL CONTESTO ECONOMICO E ISTITUZIONALE	»	25
	1. L'evoluzione del quadro normativo	»	25
	2. I principali elementi di evoluzione del quadro economico	»	36
II.	I SETTORI DI ATTIVITÀ DELLA CONSOB	»	40
	1. L'attività di vigilanza sulle operazioni riguardanti l'evoluzione degli assetti di controllo di società quotate	»	40
	2. I controlli e l'informazione societaria	»	51
	3. L'intermediazione del risparmio e la struttura dei mercati nel quadro della direttiva sui Mercati di strumenti finanziari (MiFID)	»	68
	4. I rapporti con l'Autorità Giudiziaria e il contenzioso	»	74
III.	L'EVOLUZIONE DEL RUOLO DELLA CONSOB NEL NUOVO QUADRO NORMATIVO	»	82
	1. La riforma del risparmio: le nuove funzioni regolamentari e di vigilanza della Consob e i problemi aperti	»	82
	2. Le linee di sviluppo della strategia di vigilanza .	»	89
B.	<i>L'EVOLUZIONE DEL QUADRO DI RIFERIMENTO</i>	»	107
I.	LE SOCIETÀ	»	109
	1. La struttura finanziaria e la redditività	»	109
	2. I flussi finanziari	»	112
	3. La qualità del credito	»	114
	4. La raccolta di capitale di rischio e le quotazioni in borsa	»	117
	5. Le operazioni di acquisizione e fusione	»	122
	6. Gli assetti proprietari e gli organi societari	»	124

II.	I MERCATI	»	131
	1. I mercati azionari	»	131
	2. I mercati di strumenti derivati	»	137
	3. Il mercato dei <i>covered warrants</i> e dei <i>certificates</i> ..	»	144
	4. I mercati obbligazionari	»	147
	5. Il mercato delle <i>asset backed securities</i>	»	154
III.	GLI INTERMEDIARI E LE FAMIGLIE	»	157
	1. Struttura del settore dell'intermediazione mobiliare	»	157
	2. I gruppi bancari	»	159
	3. Gli investitori istituzionali	»	167
	4. Le famiglie	»	176
C.	L'ATTIVITÀ DELLA CONSOB	»	179
I.	LA VIGILANZA SULLE SOCIETÀ	»	181
	1. L'informativa societaria	»	181
	2. L'informativa nelle operazioni di appello al pubblico risparmio e di finanza straordinaria	»	188
	3. L'informativa in sede assembleare	»	196
	4. L'informativa contabile	»	198
	5. Le società di revisione	»	200
II.	LA VIGILANZA SUI MERCATI	»	205
	1. Gli abusi di mercato	»	205
	2. La gestione dei mercati regolamentati e gli scambi organizzati	»	212
	3. I servizi di compensazione, liquidazione e gestione accentrata di strumenti finanziari	»	216
III.	LA VIGILANZA SUGLI INTERMEDIARI	»	218
	1. Banche, Sim e agenti di cambio	»	218
	2. Le società di gestione del risparmio	»	224
	3. I promotori finanziari	»	230
IV.	I PROVVEDIMENTI SANZIONATORI E CAUTELARI .	»	232
	1. I provvedimenti relativi agli intermediari e ai promotori finanziari	»	232
	2. I provvedimenti relativi agli emittenti e alle società di revisione	»	237
	3. L'attività di <i>enforcement</i> su internet	»	240
V.	L'ATTIVITÀ REGOLAMENTARE E INTERPRETATIVA E GLI SVILUPPI INTERNAZIONALI	»	243
	1. La disciplina dell'appello al pubblico risparmio .	»	243
	2. La disciplina dell'informativa societaria continua .	»	245
	3. La disciplina dell'informativa contabile e periodica e delle società di revisione	»	247
	4. La disciplina dei mercati	»	249
	5. La disciplina del risparmio gestito	»	251

VI.	LE RELAZIONI INTERNAZIONALI	»	253
	1. La cooperazione internazionale	»	253
	2. L'attività nell'ambito dell'Unione Europea	»	256
	3. L'attività nell'ambito del <i>Committee of the European Securities Regulators</i> (Cesr)	»	258
	4. L'attività nell'ambito dell' <i>International Organization of Securities Commissions</i> (Iosco)	»	262
VII.	I CONTROLLI GIURISDIZIONALI SULL'ATTIVITÀ DELLA CONSOB	»	264
	1. Il contenzioso sui provvedimenti in materia di vigilanza	»	264
	2. La verifica in sede giurisdizionale dell'attività dell'Istituto	»	271
VIII.	LA GESTIONE INTERNA E LE RELAZIONI CON L'ESTERNO	»	273
	1. La gestione finanziaria	»	273
	2. La gestione delle risorse umane	»	275
	3. Le relazioni con l'esterno e l'attività di <i>investor education</i>	»	277
	4. Lo sviluppo del sistema informativo	»	279
D.	APPENDICE E NOTE METODOLOGICHE	»	281
	Tavole statistiche	»	283
	Note metodologiche	»	305

PAGINA BIANCA

OSSERVAZIONI ALLA RELAZIONE ANNUALE CONSOB PER L'ATTIVITA' SVOLTA NELL'ANNO 2005

La Commissione Nazionale per le Società e la Borsa ha presentato al Ministro dell'Economia e delle Finanze la relazione annuale sull'attività svolta nel 2005, al fine del successivo inoltro al Parlamento ai sensi dell'articolo 1, comma 13, del d.l. 8 aprile 1974, n. 95, convertito con modificazioni nella legge 7 giugno 1974, n. 216.

La relazione, concernente sia l'attività svolta dall'istituto nell'anno a cui si riferisce sia le indicazioni programmatiche che la Commissione intende seguire nella propria attività futura, è l'occasione per focalizzare l'attenzione su alcuni aspetti di grande rilevanza per il mercato finanziario.

In particolare risultano particolarmente rilevanti i temi dell'assetto istituzionale attuale derivante dall'entrata in vigore della "Legge sul risparmio", quello dell'integrazione comunitaria con specifico riferimento alla emanazione delle nuove discipline avvenuta mediante la cosiddetta procedura "Lamfalussy" e talune questioni specifiche sulla *governance* ed al mercato del controllo delle società che fanno appello al pubblico risparmio.

Su questi temi si sofferma l'attenzione del presente documento.

IL QUADRO NORMATIVO E IL RUOLO DELL'AUTORITA'

La Consob nell'attuale assetto istituzionale

E' indubbio il processo di rafforzamento e consolidamento del ruolo della Consob derivante dall'avvenuta emanazione delle normative in materia di abusi di mercato e sulla tutela del risparmio, così come dall'approssimarsi del recepimento delle direttive comunitarie in materia di mercato finanziario (MIFID) , prospetti, informazione periodica da parte delle società quotate (cosiddetta "*transparency*") e in materia di offerte pubbliche di acquisto (OPA).

Lo scopo del legislatore nazionale e comunitario è evidentemente quello di enfatizzare la centralità dell'Autorità di vigilanza dei mercati finanziari sia sotto il profilo della riconduzione ad un'unica autorità dei compiti di vigilanza su detto settore, sia sotto il profilo dei poteri ad essi attribuiti.

Vale la pena sottolineare che la direttiva su prospetti per l'ammissione a quotazione e l'offerta al pubblico di strumenti finanziari ha previsto che gli ordinamenti degli stati membri individuano una unica autorità responsabile per il controllo dei documenti di informazione ai sottoscrittori.

Al contempo la direttiva sugli abusi di mercato ha previsto che l'autorità responsabile per la prevenzione e la repressione dei fenomeni di abuso in questione sia dotata di specifici poteri di indagine, di intervento (anche con ricorso a strumenti di compressione della libertà negoziale dei soggetti responsabili di comportamenti volti a turbare l'ordinato svolgimento delle negoziazioni) e di sanzione dei comportamenti scorretti.

La legge sulla "Tutela del risparmio" ha ripreso lo spirito di tali scelte comunitarie ed ha previsto una decisa centralità della Consob quale autorità preposta alla tutela della corretta informazione ai risparmiatori ed al mercato in genere sull'intera attività avente contenuto finanziario.

Tuttavia non va sottaciuta la circostanza che sia a livello comunitario che in ambito nazionale talune specificità settoriali sono tuttora esistenti e riconosciute.

Sia l'articolazione delle fonti del diritto comunitario (le direttive di settore bancario, assicurativo, finanziario e di previdenza complementare) sia l'articolazione dei meccanismi di coordinamento delle autorità nazionali (con i comitati bancario, CEBS, Finanziario CESR e assicurativo e previdenziale CEIOPS) mantengono fermo il riferimento ai singoli settori di intervento.

In ambito nazionale la citata legge sulla "Tutela del Risparmio" ha ribadito l'assetto nazionale della vigilanza basato sulla coesistenza di più autorità che ricevono un esplicito riconoscimento al ruolo svolto da ciascuna di essa nel proprio settore di intervento (Banca d'Italia, Consob, ISVAP, COVIP e Antitrust).

Il menzionato quadro di riferimento impone pertanto di considerare la centralità della Consob e dei suoi ambiti di intervento rispetto alla rilevanza di altri settori del mercato ed al ruolo in essi svolto dalle altre autorità sia con riferimento al contesto nazionale sia a quello comunitario.

Da ciò ne discende che sempre più pressante è l'esigenza di garantire adeguate forme di coordinamento e collaborazione tra Enti nazionali e comunitari preposti ai diversi settori.

Il coordinamento, la collaborazione e la consultazione di diversi soggetti ed a vario titolo coinvolti nella vita del mercato è una strada da percorrere imposta dalla realtà dei fatti e dalle scelte dei legislatori.

I processi decisionali, le scelte normative, i concreti adempimenti che di volta in volta vengono adottati dalle autorità nell'esercizio dei propri poteri sono caratterizzati dai meccanismi di "negoziazione" e di "consultazione" che ben rappresentano la complessa articolazione del mercato.

In ambito europeo l'azione degli organismi di coordinamento di settore impone una sempre più stretta cooperazione tra i vari fori di discussione.

E' aperto il dibattito in seno al Comitato dei Servizi Finanziari (FSC) costituito presso il Consiglio dell'Unione Europea tra i rappresentanti dei responsabili politici dell'indirizzo dei mercati (in Ministeri dell'Economia dei paesi membri) volto a raggiungere una sintesi tra le attività dei comitati governativi incaricati di seguire le problematiche dei settori finanziario, assicurativo e previdenziale e bancario. Al tempo stesso nella stessa sede si esplora la possibilità di garantire una reciproca consapevolezza delle attività svolte dei citati comitati di settore delle autorità di regolamentazione (CESR, CEIOPS e CEBS). Lo scopo è quello di pervenire a scelte uniformi e condivise tra i diversi Stati Membri e tra i diversi settori di ciascuno stato membro.

Ma lo sforzo per la negoziazione e la consultazione tra soggetti per pervenire a scelte condivise riguarda pure il rapporto tra le autorità ed il mercato.

Non solo è prassi costante degli organismi comunitari (la Commissione Europea in primo luogo) di consultare il mercato prima di emanare atti per esso rilevanti, ma è anche imposto da talune direttive che il mercato venga sentito prima di ogni intervento: le direttive sugli Abusi di Mercato ha previsto che gli Stati Membri creino meccanismi di consultazione degli operatori prima di emanare provvedimenti a carattere generale ad essi indirizzati.

La legge italiana di recepimento ha infatti previsto che proprio la Consob svolga detta funzione mediante la costituzione di strutture anche organizzate volte a tale scopo.

La legge sulla "Tutela del risparmio" ha ulteriormente rafforzato detto principio imponendo a tutte le Autorità di consultare i destinatari della propria attività di regolamentazione e controllo prima di agire e di intervenire su di essi.

La conclusione che può facilmente dedursi dal quadro surriferito è che nel prossimo futuro dovranno essere esplorati percorsi sempre più penetranti per garantire che l'azione della Consob,

come di tutte le altre Autorità, si svolga in piena autonomia ma tenendo conto della complessità e interdipendenza del moderno mercato finanziario.

L'esigenza del coordinamento tra autorità in alcuni casi

Le osservazioni della Consob sul citato assetto istituzionale meritano taluni specifici commenti. La relazione (pag. 5-6) affronta il tema dell'assetto istituzionale delle Autorità di controllo e l'articolazione e ripartizione delle funzioni di vigilanza tra le diverse Autorità, anche alla luce delle novità introdotte dalla legge per la tutela del risparmio (legge 28.12.2005 n. 262) e di più recenti interventi che hanno esentato i prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazione dalla disciplina dell'offerta fuori sede e le obbligazioni bancarie dalla normativa sui titoli diffusi.

Il giudizio che ne scaturisce è quello di un assetto istituzionale interno che denota tuttora talune soluzioni “ *... poco coerenti e non in linea con le tendenze di fondo che caratterizzano i mercati finanziari, nei quali si registra la progressiva scomparsa delle tradizionali segmentazioni per tipologia di attività (assicurativa, creditizia e mobiliare) e la internazionalizzazione delle attività di intermediazione e investimento*”.

Prescindendo dalle valutazioni su quale possa essere il criterio ottimale per l'articolazione delle competenze tra autorità di controllo (per soggetti, per tipologia di prodotto o settore, per finalità, autorità unica), l'asserzione solleva una riflessione.

Potrebbe argomentarsi che l'indirizzo verso una ripartizione delle competenze tra le Autorità fondata sulla finalità dei controlli sia stata fatto proprio dalla legge sul risparmio in misura più radicale rispetto ciò che appare da una prima lettura della legge medesima, e ciò con specifico riferimento alla trasparenza dei servizi bancari.

L' art. 11, comma 3 della legge 262/2005 introduce infatti nel TUF un nuovo art. 25-bis, che assoggetta la sottoscrizione e il collocamento di “prodotti finanziari” emessi da banche (nonché, in quanto compatibili, da imprese di assicurazione) alle norme del TUF concernenti la prestazione di servizi di investimento (art. 21 TUF) e i relativi contratti (art. 23 TUF), attribuendo in materia alla Consob i poteri di vigilanza regolamentare, informativa e ispettiva previsti dal TUF sui soggetti abilitati e sulle imprese di assicurazione, al fine di garantire la trasparenza e la correttezza dei comportamenti degli intermediari. Ciò in un contesto in cui l'art. 1, comma 1, lett. u) del TUF detta una definizione amplissima di prodotti finanziari, per tali dovendosi intendere “gli strumenti finanziari e ogni altra forma di investimento di natura finanziaria”.

In tema di trasparenza rilevano altresì le norme del Titolo VI del TUB, anch'esse oggetto di rivisitazione da parte della legge 262/2005 che, tra l'altro, ha previsto l'intesa tra Banca d'Italia e Consob per la proposta al CICR della regolamentazione in materia di trasparenza delle condizioni

contrattuali relativamente alle “attività (diverse dai servizi di investimento) svolte nel territorio della Repubblica dalle banche e dagli intermediari finanziari” (cfr. nuovo art. 127, comma 3, del TUB). La materia della trasparenza bancaria è stata oggetto quindi di una significativa modificazione delle competenze regolamentari, essendo stata introdotto con riguardo al potere di iniziativa regolamentare un coordinamento tra Banca d'Italia e Consob (da estendersi presumibilmente anche all'adozione di atti interpretativi, alle risposte ai quesiti formulati dagli operatori, etc.), rimanendo peraltro affidati in via esclusiva alla prima autorità i poteri informativi e ispettivi, nonché quelli sanzionatori previsti dal TUB, non avendo sul punto la legge sul risparmio modificato l'art. 128 del TUB.

E' di palese evidenza come, ai fini della individuazione del regime applicabile in tema di trasparenza, diviene essenziale la distinzione tra prodotti finanziari - come detto integralmente ricondotti alla disciplina del TUF a prescindere dal soggetto agente- e attività svolta da banche e intermediari finanziari soggetta alla normativa TUB.

Al riguardo si può osservare che, antecedentemente alla legge 262/2005, si era ritenuto che tra i prodotti finanziari, oltre agli strumenti finanziari elencati nell'art. 1 comma 2 del TUF, rientrassero anche i depositi bancari e postali remunerati nonché le polizze assicurative a contenuto anche di investimento (c.d. *unit-linked*); a tal proposito, per escludere la raccolta dei depositi bancari e postali dalla disciplina della sollecitazione all'investimento (che è riferita ai prodotti finanziari ex art 94 TUF), è stata introdotta la specifica disposizione derogatoria dell'art. 1, comma 1 lett. t) del TUF.

Ciò posto, qualora si desse alla nozione di “prodotto finanziario” un'estensione tale da comprendere anche i depositi bancari nel senso sopra indicato (e ciò in mancanza sul punto di un'apposita disposizione derogatoria), ne conseguirebbe per le banche che la sottoscrizione e il collocamento di tutte le forme di raccolta remunerata (obbligazioni, buoni, depositi remunerati, conti correnti remunerati) resterebbe rimessa alla competenza della Consob per tutti gli aspetti di vigilanza (regolamentare, informativa e ispettiva) relativa alla trasparenza e correttezza dei comportamenti, secondo le disposizioni del TUF; mentre gli impieghi (mutui; finanziamenti etc) rimarrebbero disciplinati - per i profili di trasparenza - dalle disposizioni del Titolo VI del TUB, così come modificato dalla L.262/2005.

Analoghe considerazioni possono essere svolte con riferimento all'informazione sul collocamento di prodotti legati alla previdenza complementare. La legge per la tutela del risparmio, infatti, ha ribadito la rilevanza delle norme sulla sollecitazione del risparmio nel caso della commercializzazione dei fondi (l'articolo 25, comma 3, l. n. 262/2005, prescrive alla Covip di

svolgere le proprie funzioni “compatibilmente con le vigenti disposizioni in materia di sollecitazione del risparmio”).

A fronte della richiamata centralità delle norme sulla sollecitazione, il predetto articolo 25 della legge 262/05 ha attribuito espressamente alla Covip i poteri in materia di disciplina e controllo dei prospetti di offerta dei fondi pensione di tipo aperto, ciò in continuità con il d.lgs. n. 252/2005 ed innovando rispetto alla normativa previgente alla riforma previdenziale, che implicava l'intervento della Consob nell'approvazione dei prospetti relativi ai fondi aperti. Infatti gli articoli 18, comma 2, e 19, comma 2, lettera g), del d.lgs. 252/05 hanno attribuito espressamente a Covip il compito di svolgere la vigilanza di trasparenza sui fondi aperti e su tutti gli altri fondi; ciò in quanto la stessa autorità ha tra i suoi compiti istituzionali quello di garantire la confrontabilità delle caratteristiche di tutti i prodotti previdenziali offerti sul mercato (fondi di categoria, fondi aperti e polizze individuali).

In presenza di tale situazione normativa, appare necessario ancora una volta sviluppare efficaci meccanismi di coordinamento tra le autorità coinvolte per consentire l'appropriata attuazione della norma.

IL MERCATO COMUNITARIO INTEGRATO E L'ARMONIZZAZIONE NORMATIVA

L'integrazione europea

La piena realizzazione del piano per l'integrazione dei mercati finanziari (Financial Services Action Plan – FSAP) implica il raggiungimento di un adeguato livello di armonizzazione sia delle fonti normative primarie e secondarie dei diversi Stati Membri, sia delle prassi operative dei mercati e soprattutto di quelle della vigilanza.

Per ottenere tale obiettivo è stato adottato a livello comunitario il cosiddetto modello “Lamfalussy” basato, come è noto, sull'individuazione di diversi livelli di competenza degli organi comunitari (Parlamento, Consiglio e Commissione).

Alcune direttive di I e II livello sono state adottate ed altre sono in fase di definizione. Tra quelle in fase di definizione si distinguono per rilevanza le misure di II livello di attuazione della direttiva sui mercati di strumenti finanziari (Markets in Financial Instruments Directive – MIFID); l'articolato complesso di normative di I e II livello in questione è destinato a incidere profondamente sull'assetto del mercato finanziario europeo. Sia il funzionamento dei mercati regolamentati sia la prestazione dei servizi di investimento sarà caratterizzata da profonde innovazioni ispirate ai principi di maggiore concorrenza e miglioramento dell'efficienza delle

attività in un quadro di maggiore integrazione dei singoli mercati nazionali. Obiettivo principale delle innovazioni è lo sviluppo dei mercati verso l'obiettivo del mercato Europeo integrato; non è altrettanto evidente lo sforzo della regolamentazione comunitaria di perseguire la tutela dei risparmiatori mediante norme di protezione dei relativi interessi. In molti casi la tutela dei risparmiatori è stata valutata prevalentemente sotto il profilo del costo che essa rappresenta per il mercato e come tale non è stata perseguita con determinazione pari a quella dedicata allo sforzo di favorire una maggiore competitività dei sistemi.

L'adozione del metodo "Lamfalussy" ha manifestato alcuni problemi, evidenziati con maggiore enfasi proprio in occasione dei negoziati connessi al complesso normativo di I e II livello della MIFID.

In primo luogo non è univoca la valutazione se il livello di dettaglio delle norme sia adeguato e se lo strumento formale prescelto sia quello ottimale. Infatti non sempre è ottimale la ripartizione tra norme di principio, da prevedere al I livello, e norme di dettaglio espresse al II livello: in taluni casi il I livello esprime un eccesso di normativa puntuale e in altri casi il II livello nell'adottare le norme di propria competenza tende ad allontanarsi dai principi espressi dalla normativa primaria. Inoltre nonostante l'evidente vantaggio di scegliere lo strumento del regolamento comunitario per le norme di attuazione in funzione della uniformità della disciplina da esso consentita, in diversi casi è stato scelto lo strumento della direttiva per soddisfare la richiesta di alcuni paesi di consentire maggiori livelli di flessibilità.

Altro aspetto di difficoltà del metodo in esame è il difficile rapporto istituzionale che esso ha determinato. La Commissione Europea ha indubbiamente beneficiato dell'attribuzione di un ruolo relevantissimo nella determinazione delle scelte normative del II livello. Il Consiglio dell'Unione, ma soprattutto il Parlamento Europeo, hanno espresso perplessità su tale ruolo ed hanno domandato una revisione delle procedure di "comitologia" utilizzate per la realizzazione del livello normativo. L'esito ultimo di tale revisione potrebbe essere un ridimensionamento dei poteri della Commissione Europea che nell'uso dei poteri ad essa riconosciuti sino ad oggi si è trovata stretta tra la richiesta, non sempre soddisfatta, di mediare tra gli interessi dei paesi membri e la necessità di rispettare le prerogative degli altri organi comunitari.

Infine il metodo "Lamfalussy" si presenta problematico sotto il profilo dell'enforcement a livello nazionale delle normative comunitarie di qualsivoglia livello. Questo è il tipico ambito di intervento proprio delle Autorità nazionali le quali sono impegnate nello sforzo di garantire un'applicazione coordinata ed uniforme del diritto dell'Unione, ma ciò non sempre è agevole. Si possono verificare infatti due situazioni opposte: da un lato vi è il rischio che taluni paesi adottino

politiche di controllo poco rigorose sull'implementazione delle norme comunitarie, ritenendo obiettivo primario quello di limitare il più possibile i vincoli ed i costi per gli operatori del proprio mercato al fine di avvantaggiarli rispetto agli altri protagonisti del mercato integrato. Da un altro canto vi è la possibilità che alcuni autorità nazionali procedano ad un'applicazione rigida delle norme e dei principi spingendosi sino ad imporre vincoli ulteriori rispetto a quelli comunitari ai propri operatori nazionali finendo con il creare forme di discriminazione e svantaggio per essi.

È evidente pertanto l'importanza che assume lo sforzo di coordinamento con le altre Autorità dei Paesi membri dell'Unione da parte della Consob. Ciò al fine di evitare che la propria azione si svolga in modo distante ed a volte in contrasto con quella effettuata dalle Autorità degli altri paesi. Una mancata azione coordinata è destinata a creare situazioni asimmetriche tra i vari ordinamenti suscettibili di incidere negativamente sull'efficienza e la competitività del mercato integrato.

I meccanismi di regolamentazione

Anche su questo aspetto appare opportuno formulare talune puntualizzazioni sulle opinioni espresse dalla Commissione. Nella relazione Consob (pag. 11), a fronte di un generale apprezzamento del meccanismo di regolazione che trova fondamento nella c.d. procedura Lamfalussy, vengono evidenziati taluni punti di debolezza della procedura medesima che "richiederebbero perfezionamenti".

Orbene, tutte le critiche sollevate trovano un minimo comune denominatore nell'intento di attribuire nel processo di regolamentazione maggior peso alle istanze tecniche (quelle rappresentate dai vari comitati cui partecipano le Autorità di vigilanza dei singoli Paesi, o quelle della Commissione che si avvale di esperti per lo più provenienti dalle medesime Autorità di vigilanza) rispetto alle istanze di natura politica, rappresentate dal Consiglio e dal Parlamento.

Si tratta ovviamente di una scelta di fondo e sono note le difficoltà e la difficile mediazione tra Commissione e Parlamento Europeo che ha dato attuazione alla procedura Lamfalussy.

Ciò che va evitato è che dalla contesa tra istanze politiche e tecniche scaturisca l'effetto indesiderato di una regolamentazione sovrabbondante e casistica, che tradisca il principio di sussidiarietà senza effettivamente realizzare un mercato unico ed integrato dei servizi finanziari (direttive di primo livello particolarmente puntuali volute dal Consiglio e dal Parlamento e direttive di secondo livello ancor più specifiche e dettagliate, che non lascino il benché minimo spazio di discrezionalità ai regolatori nazionali).

Qualora questo fosse l'indirizzo prescelto sarebbe allora più coerente abbandonare il principio di sussidiarietà e il sistema delle direttive, procedendo per regolamenti (come è stato fatto con la direttiva di secondo livello in tema di acquisto di azioni proprie per il market abuse), accentrando a livello sovranazionale la regolazione e lasciando alle Autorità dei singoli Paesi i controlli e la verifica della prassi.

LA CORPORATE GOVERNANCE E IL MERCATO DEL CONTROLLO

Corporate governance

La relazione passa in rassegna le modifiche introdotte dalla legge 262/2005 sulla tutela del risparmio, soffermandosi in particolare sulla presenza obbligatoria di amministratori indipendenti nel consiglio di amministrazione e nel consiglio di gestione, sulla introduzione del voto di lista al fine di consentire la nomina di un amministratore espressione della minoranza azionaria e sulla trasposizione a livello normativo dell'obbligo per le società di diffondere annualmente, con le modalità che saranno specificate in un regolamento Consob, le informazioni sulla adesione al codice di autodisciplina delle società quotate e le motivazioni sull'eventuale mancato adeguamento ad esso (cd. *comply or explain rule*).

La Consob esprime apprezzamento per l'introduzione di tali misure, facendo comunque presente la difficoltà di evitare che le società ne diano un'attuazione meramente formale o peggio elusiva. Si riconosce l'esistenza di queste criticità ma si ritiene sufficiente l'insieme dei presidi endsocietari e dei poteri di controllo già affidati all'autorità di vigilanza.

Si condivide l'esigenza di individuare al più presto un veicolo normativo per l'abrogazione del comma 2 dell'art. 147-ter del Testo Unico di Finanza (introdotto nella legge 262/2005 su emendamento parlamentare) che prevede che le elezioni alle cariche sociali debbano svolgersi a scrutinio segreto.

Il mercato del controllo

La Consob affronta il tema del recepimento della direttiva 2004/25/CE che doveva essere trasposta nell'ordinamento nazionale entro il 20 maggio 2006. Il Ministero dell'economia e delle finanze ha predisposto alla fine del 2005 i criteri e principi direttivi per il recepimento della direttiva tramite successivo decreto legislativo. I criteri di delega dovevano essere inseriti nel disegno di legge comunitaria per il 2005, ma i tempi occorsi per completare la consultazione sul testo da parte

delle Autorità di vigilanza, tra le quali la Consob, e le associazioni rappresentative di operatori economici, non ne hanno consentito la presentazione in Parlamento.

Uno schema di disegno di legge direttamente modificativo ed integrativo della disciplina recata dal Testo Unico della Finanza è in avanzato stato di elaborazione e verrà al più presto sottoposto a consultazione pubblica.

La disciplina italiana delle offerte pubbliche di acquisto è già in linea per numerosi profili con quanto previsto dalla direttiva 2004/25. Uno dei punti per i quali la disciplina comunitaria differisce notevolmente da quella vigente è la determinazione del prezzo di acquisto dei titoli nel caso di obbligo di offerta. Infatti la direttiva 2004/25 ha imposto la regola, vigente nel Regno Unito, del prezzo più alto pagato dall'offerente per l'acquisto degli stessi titoli oggetto di offerta in un periodo compreso fra i sei e i dodici mesi antecedenti l'offerta, laddove con il Tuf si era preferito combinare tale criterio con quello del prezzo medio ponderato di mercato nei dodici mesi precedenti l'offerta. La scelta del legislatore comunitario mira a tutelare maggiormente gli azionisti di minoranza, che possono così partecipare del premio del controllo, ma nel contempo rende più onerose le offerte obbligatorie. Non si ritiene comunque di intervenire sulla soglia al cui superamento l'acquirente è obbligato a promuovere l'offerta pubblica, attualmente determinata nella partecipazione del 30%.

La direttiva inoltre stabilisce due importanti regole: (i) il divieto agli amministratori di compiere operazioni in grado di ostacolare la riuscita di un'offerta a meno che essi non abbiano ricevuto una autorizzazione espressa dell'assemblea, successiva alla proposizione dell'offerta (la c.d. *passivity rule* – art. 9) e (ii) la dichiarazione di inefficacia, sia durante il periodo di offerta che successivamente alla conclusione di essa qualora l'acquirente abbia ottenuto una partecipazione superiore al 75% del capitale, delle restrizioni al diritto di voto e al trasferimento dei titoli, derivanti sia dallo statuto che da patti parasociali (c.d. *breakthrough rule* – art. 11).

Tali due regole, però possono essere depotenziate e rese non cogenti dall'ordinamento nazionale, che, in questo caso, è però tenuto a consentire alle società di sottoporvisi volontariamente per via statutaria (art. 12, commi 1 e 2).

Inoltre la direttiva prevede che gli Stati membri possano consentire alle società che adottano la *passivity rule* e/o la *breakthrough rule* di disapplicarle, qualora siano oggetto di offerta da parte di uno Stato che, in base al proprio ordinamento nazionale, non applica misure equivalenti (art. 12, comma 3)

Numerose sono quindi le opzioni che si offrono ai legislatori nazionali, considerando anche che l'ordinamento può trattare in maniera differente le due regole.

Nell'ordinamento italiano già è presente (art. 104 Tuf) la *passivity rule*, mentre la *breakthrough rule* è limitata alle restrizioni al trasferimento di azioni derivanti da sindacati di blocco (art. 123, comma 3, Tuf). In entrambi casi si tratta di disposizioni imperative, non derogabili dallo statuto, nel primo caso, o dal patto parasociale, nel secondo caso.

Il recepimento della direttiva impone delle scelte piuttosto nette in quanto agli obiettivi di tutela che si intendono perseguire: quello di mantenere un elevato grado di contendibilità del mercato del controllo, in un'ottica di tutela degli investitori e in continuità con le scelte già effettuate dal TUF impone di mantenere le due disposizioni sopraccitate, escludendo la possibilità di deroghe. Anche la clausola di reciprocità non andrebbe accolta dato che l'azionista non trae particolari vantaggi dall'attribuire all'amministratore il diritto di contrastare l'offerta per il solo fatto che lo scalatore non sia contendibile. E' invece possibile, dato che non trova comunque ingresso nel nostro ordinamento il principio "un azione, un voto" rendere opzionale la neutralizzazione alle limitazioni al diritto di voto e al trasferimento delle azioni, derivanti dallo statuto e dai patti parasociali in quanto non coperti dall'art. 123, comma 3 Tuf.

Tale soluzione, tecnicamente auspicabile, trascura l'obiettivo, concorrente, se non configgente, con il primo, di ovviare al differente grado di contendibilità delle imprese assicurato dalla legislazione nazionale rispetto a quella dei vari Paesi membri. Da questo punto di vista si segnala che mentre tutti gli Stati dell'Unione hanno adottato o intendono adottare il regime opzionale con riguardo alla regola di neutralizzazione, sembra che oltre alla Danimarca, che ha già recepito la direttiva, solo Germania, Paesi bassi e Lussemburgo dovrebbero rendere derogabile la *passivity rule*. Sulla reciprocità la situazione è molto più variegata: è comunque presente nelle legislazioni di Francia e Danimarca, che alla data del 16 maggio erano gli unici Stati ad aver recepito la direttiva (le norme francesi la prevedono solo rispetto alla *passivity rule*)

In tema di opa la relazione Consob segnala anche gli aspetti critici della disciplina vigente con riferimento ai tempi e alle procedure previste per le diverse Autorità di vigilanza coinvolte, quando società bersaglio sia un'impresa bancaria o assicurativa.

Condivisibile è l'intento di trovare più efficaci forme di coordinamento tra le Autorità in sede di recepimento della direttiva 2004/25/CE.

PAGINA BIANCA



RELAZIONE PER L'ANNO 2005

ROMA, 31 MARZO 2006

COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

Presidente

Lamberto CARDIA

Componenti

Enrico CERVONE

Carla RABITTI BEDOGNI

Paolo DI BENEDETTO

Direttore Generale

Massimo TEZZON

RELAZIONE PER L'ANNO 2005

A. LE QUESTIONI IN CORSO E LE LINEE DI INDIRIZZO

- I. Il contesto economico e istituzionale*
- II. I settori di attività della Consob*
- III. L'evoluzione del ruolo della Consob nel nuovo quadro normativo*

B. L'EVOLUZIONE DEL QUADRO DI RIFERIMENTO

- I. Le società*
- II. I mercati*
- III. Gli intermediari e le famiglie*

C. L'ATTIVITÀ DELLA CONSOB

- I. La vigilanza sulle società*
- II. La vigilanza sui mercati*
- III. La vigilanza sugli intermediari*
- IV. I provvedimenti sanzionatori e cautelari*
- V. L'attività regolamentare e interpretativa e gli sviluppi internazionali*
- VI. Le relazioni internazionali*
- VII. I controlli giurisdizionali sull'attività della Consob*
- VIII. La gestione interna e le relazioni con l'esterno*

D. APPENDICE E NOTE METODOLOGICHE

INDICE GENERALE

PAGINA BIANCA

A. Le questioni in corso e le linee di indirizzo

PAGINA BIANCA

I – IL CONTESTO ECONOMICO E ISTITUZIONALE

1. L'evoluzione del quadro normativo

1.1 La riforma del risparmio e il recepimento delle direttive europee

Nel 2005, il principale elemento di novità del contesto economico e istituzionale nel quale la Consob opera è rappresentato dalle modifiche del quadro legislativo. Sono stati infatti adottati interventi normativi di grande rilevanza, in occasione del recepimento della direttiva sugli abusi di mercato¹ e nell'ambito della cosiddetta riforma del risparmio².

Tali riforme rappresentano il risultato, ancorché parziale, di processi evolutivi di più lungo periodo: da un lato, il completamento del Piano d'Azione Europeo per i Servizi Finanziari (Fsap), avviato alla fine degli anni '90 con l'obiettivo di realizzare il mercato unico, dall'altro, i progetti di riforma finalizzati alla tutela del risparmio, la cui esigenza si è manifestata con drammaticità dopo gli scandali societari verificatisi nei principali mercati internazionali.

Questi interventi comportano modifiche profonde nei compiti e nelle responsabilità delle Autorità di vigilanza, e in particolare della Consob, ed effetti significativi sulla tutela degli investitori e sui comportamenti degli operatori.

La nuova disciplina sugli abusi di mercato attribuisce alla Consob specifici e incisivi poteri di indagine e rafforza l'apparato sanzionatorio, affiancando misure di natura amministrativa alle sanzioni penali e adeguando l'entità delle sanzioni alla rilevanza dei fenomeni. È stato contemporaneamente previsto un potenziamento, di oltre 150 unità, delle risorse di personale della Consob, necessario per far fronte ai nuovi compiti ed è stato previsto un sistema incrementativo di agevole e sollecita attuazione.

La Consob ha già utilizzato i nuovi poteri, per il cui esercizio assume particolare importanza la collaborazione con l'Autorità Giudiziaria e con la Guardia di Finanza, con la quale ultima è in corso di definizione un atto di convenzione finalizzato a disciplinare le forme di cooperazione e gli adempimenti procedurali da osservare. Il rafforzamento delle indicate collaborazioni, favorito dal nuovo quadro normativo, rappresenta un elemento fondamentale per l'efficace e tempestiva rilevazione di comportamenti scorretti e di ipotesi di reato, grazie alla ulteriore previsione di un reciproco scambio di informazioni e alla possibilità di condivisione delle esperienze sviluppate nei rispettivi ambiti di responsabilità.

¹ Direttiva n. 2003/6/CE recepita con legge n. 62 del 12 maggio 2005.

² Legge 262 del 28 dicembre 2005.

Accanto alle disposizioni volte a rafforzare la capacità repressiva degli abusi di mercato, la nuova normativa introduce ulteriori misure finalizzate a scoraggiare il compimento di abusi e a favorire una maggiore responsabilità degli operatori rispetto all'integrità del mercato.

Sono previsti nuovi obblighi organizzativi o informativi a carico degli emittenti e dei soggetti che svolgono funzioni di amministrazione e controllo; nuove responsabilità per gli intermediari nella individuazione e segnalazione di operazioni sospette rispetto a ipotesi di abusi; nuove regole per la produzione di ricerche e di raccomandazioni relative a titoli quotati o in via di quotazione.

Su queste materie la Consob è intervenuta, in via regolamentare, per definire la disciplina applicativa, la cui entrata in vigore è stata graduata in funzione delle necessità di adattamento degli operatori. Sono stati modificati, in particolare, i Regolamenti della Consob che disciplinano gli emittenti e i mercati³ ed è stata emanata una apposita comunicazione con la quale sono stati forniti chiarimenti e linee guida per l'adempimento dei nuovi obblighi⁴.

Dall'applicazione della nuova disciplina sugli abusi di mercato derivano un ampliamento della quantità e un miglioramento della qualità dell'informazione disponibile sul mercato e maggiori garanzie per gli investitori riguardo alla simmetria informativa e alla correttezza degli operatori.

Anche la riforma del risparmio ha ampliato notevolmente l'area di tutela per gli investitori, rafforzando i presidi esistenti e introducendone di nuovi.

A oltre 2 anni dall'emergere dello scandalo Parmalat, l'approvazione della riforma costituisce un segnale importante, per il mercato e per gli operatori italiani e internazionali, della volontà del sistema italiano di intervenire in profondità sui principali problemi evidenziati dalle crisi.

Ulteriori ritardi nel tradurre l'approfondito lavoro preparatorio, frutto anche di estese indagini conoscitive del Parlamento, in un organico intervento riformatore, avrebbero compromesso la credibilità internazionale del sistema italiano, offuscata dagli intervenuti scandali, frustrando il consenso raggiunto sulla diagnosi dei principali problemi e sull'obiettivo di maggior tutela dei risparmiatori.

Si tratta di una riforma ampia e ambiziosa, pur se per alcuni aspetti non completa e imperfetta, che affronta l'intero spettro dei problemi emersi: dai sistemi di governo societario ai meccanismi di intermediazione, ad alcune caratteristiche strutturali e funzionali del mercato.

³ Il Regolamento n. 11971 concernente la disciplina degli Emittenti e il Regolamento n. 11768 in materia di Mercati sono stati modificati, rispettivamente, con le Delibere n. 15232 e n. 15233 del 29 novembre 2005, con le quali è stata anche prevista l'entrata in vigore differita (al 1° aprile 2006 invece che al 1° gennaio 2006 determinato in via generale) delle disposizioni relative alle modifiche della Parte III, Titolo II, Capo II, Sezione II (in materia di raccomandazioni); degli articoli 87, 101, 103 e dell'allegato 3F (in materia di trasparenza delle operazioni di compravendita di strumenti finanziari); le disposizioni della Parte III, Titolo VII, Capo I e Capo II (in materia di registri delle persone che hanno accesso a informazioni privilegiate e di operazioni effettuate da soggetti rilevanti).

⁴ Comunicazione DEM/6027054 del 28 marzo 2006.

Vengono rafforzati i controlli interni sulla gestione delle imprese e la sorveglianza sulla corretta rappresentazione della loro situazione finanziaria, attraverso una valorizzazione del ruolo delle minoranze, una più efficace prevenzione dei conflitti di interessi nell'attività di revisione contabile, una maggiore trasparenza delle società estere appartenenti a gruppi quotati e situate nei cosiddetti "paradisi legali". Vengono introdotte nuove regole sui conflitti di interessi nei rapporti tra banche e imprese e tra intermediari e clienti e si garantisce una maggiore omogeneità nel livello di trasparenza e nelle regole di condotta relative a prodotti a contenuto finanziario. Si prevede un controllo preventivo da parte della Consob sulle decisioni delle società di gestione del mercato in merito all'ammissione, sospensione o esclusione degli strumenti finanziari e degli operatori dalle negoziazioni e viene introdotta una specifica disciplina per la quotazione delle stesse società di gestione del mercato.

La riforma ha inoltre rafforzato il sistema sanzionatorio, aumentandone la dissuasività e migliorando l'efficienza delle procedure di irrogazione delle sanzioni, e ha attribuito alla Consob compiti di definizione delle procedure di conciliazione e arbitrato per le controversie insorte tra risparmiatori e intermediari, prevedendo un indennizzo nel caso di accertato inadempimento⁵.

Dall'ampiezza e dalla complessità delle modifiche introdotte deriva la necessità di un'imponente attività regolamentare da parte della Consob e di una notevole estensione dei suoi compiti di vigilanza, anche in aree tradizionalmente non comprese nelle competenze delle Autorità di vigilanza sui mercati, come nel caso dei codici di autodisciplina e della cosiddetta "finanza etica".

Un'efficace applicazione delle nuove funzioni e delle nuove regole richiede tempi di attuazione che consentano a tutti i soggetti interessati di predisporre le necessarie misure organizzative e di adeguare i modelli di comportamento. Anche la definizione delle norme attuative in via regolamentare richiede una maturazione adeguata, cui concorre la ormai istituzionalizzata consultazione degli operatori.

La riforma incide anche sull'assetto istituzionale delle Autorità di controllo e sull'articolazione e ripartizione delle funzioni di vigilanza tra le diverse Autorità. Tale ultimo aspetto, tuttavia, non è frutto di un disegno organico di riordino del modello di vigilanza, pur considerato nel corso dei lavori preparatori, secondo il principio della specializzazione dei compiti delle Autorità in funzione dei diversi obiettivi di vigilanza: stabilità, trasparenza e correttezza e tutela della concorrenza.

Dalla riforma emerge comunque un segnale chiaro, seppure parziale, in favore del modello di vigilanza per finalità, in particolare per quanto riguarda il ruolo della Consob. Va in tale direzione l'estensione ai prodotti finanziari emessi da banche e da assicurazioni della disciplina sulla sollecitazione e delle regole di correttezza previste dal Testo unico della finanza (Tuf), con ciò

⁵ Art. 27 della legge n. 262/2005

rendendo omogenee le regole di trasparenza e di comportamento per prodotti finanziari con caratteristiche sostanzialmente simili.

Questa nuova impostazione consente di superare un'anomalia dell'ordinamento, che la Consob aveva ripetutamente segnalato, e soprattutto riconosce alla Commissione la funzione primaria di Autorità di vigilanza sulla trasparenza e correttezza con riguardo all'intera gamma dei servizi di intermediazione mobiliare e dei prodotti a contenuto finanziario.

Permangono però alcune aree di disomogeneità che incrinano la compiutezza del modello di vigilanza per finalità e si traducono in disparità e/o sovrapposizioni normative. In alcuni casi, anzi, le disomogeneità si sono acuite in conseguenza, da un lato, della incompletezza della riforma del risparmio su taluni aspetti e, dall'altro, di recenti non coordinate iniziative legislative di tipo settoriale.

Si tratta, in modo particolare, della prevista esenzione dei prodotti finanziari emessi dalle imprese di assicurazione dalla disciplina dell'offerta fuori sede e delle obbligazioni bancarie dalla normativa sui titoli diffusi. Nel campo del risparmio gestito, restano affidate alla Banca d'Italia competenze in materia di ripartizione dei rischi e di approvazione del regolamento di gestione degli Organismi di investimento collettivo del risparmio (Oicr), nonostante tali aspetti attengano a profili di trasparenza e correttezza, come confermato dalle analoghe regole sulle gestioni individuali.

Disomogeneità e sovrapposizioni si presentano anche nell'area dei prodotti previdenziali, la cui importanza è in notevole crescita soprattutto nella prospettiva di un progressivo orientamento del risparmio previdenziale verso forme a maggiore contenuto finanziario.

La copiosa produzione normativa sul sistema finanziario degli ultimi anni, che ha visto anche l'emanazione del Testo unico delle assicurazioni⁶ e del Testo unico della previdenza complementare⁷, presenta quindi ancora elementi poco coerenti e non in linea con le tendenze di fondo che caratterizzano i mercati finanziari, nei quali si registra la progressiva scomparsa delle tradizionali segmentazioni per tipologia di attività (assicurativa, creditizia e mobiliare) e la internazionalizzazione delle attività di intermediazione e di investimento.

In presenza di una crescente integrazione settoriale, modelli di regolazione e di vigilanza che privilegiano specificità di settore rischiano di essere poco coerenti con l'attività di intermediari polifunzionali che trattano prodotti sostanzialmente omogenei, gravando al contempo gli operatori di costi e di oneri amministrativi non proporzionati.

A fronte della progressiva apertura internazionale dei mercati, "costi della regolamentazione" superiori a quelli presenti negli altri principali paesi, soprattutto in ambito europeo, possono aumentare i rischi di delocalizzazione della nostra industria dell'intermediazione, penalizzando una

⁶ Decreto legislativo 7 settembre 2005, n. 209.

⁷ Decreto legislativo 5 dicembre 2005, n. 252.

piazza finanziaria che già sconta ritardi strutturali, soprattutto nello sviluppo delle attività a più alto valore aggiunto.

La riforma del risparmio, pur con gli indubbi miglioramenti introdotti in aree importanti per la tutela degli investitori, appare in questa ottica risentire di un approccio prevalentemente “sintomatico”, orientato cioè a fornire soluzione alle specifiche modalità con le quali si sono manifestate le crisi societarie e le patologie di comportamento degli intermediari.

Le criticità hanno invece evidenziato una natura strutturale, con radici comuni nei meccanismi di intermediazione di tutti i principali sistemi finanziari, e hanno trovato amplificazione nell'internazionalizzazione delle strategie degli operatori e nella globalizzazione dei mercati.

Ne deriva l'esigenza di rafforzare la convergenza degli standard e la cooperazione internazionale. In via prioritaria ciò deve avvenire in ambito europeo, dove il mercato dei servizi finanziari ha raggiunto un grado elevato di integrazione e va sempre più configurandosi come mercato unico. Ma appare anche necessario che si considerino adeguatamente gli effetti che la più generale globalizzazione dei mercati provoca sulla capacità dei sistemi di regolazione di raggiungere i loro obiettivi di tutela.

Gli sforzi di convergenza dei sistemi di regolazione e di vigilanza nelle sedi di coordinamento internazionale trovano difficoltà nel governare interamente gli spazi della globalizzazione, sia per la presenza di Stati poco collaborativi sia, soprattutto, per le diversità strutturali negli assetti istituzionali e giuridici delle diverse aree.

Anche il processo di integrazione europea soffre in parte di queste difficoltà. Da un lato perché, in assenza di profonde modifiche istituzionali, il processo di uniformazione delle regole e degli *standard* di vigilanza resta complesso e faticoso; dall'altro, perché quanto più ha successo il processo di costruzione dello spazio finanziario europeo, tanto più cresce la sua integrazione internazionale e, con essa, il problema di governarne la globalizzazione.

L'integrazione rappresenta comunque l'unica strada percorribile per i Paesi europei, soprattutto per quelli, tra i quali l'Italia, che non hanno ancora una consolidata vocazione internazionale.

I risultati positivi già raggiunti nella creazione dello spazio economico europeo, grazie all'unificazione monetaria e all'introduzione dell'euro, e lo spontaneo evolversi delle condizioni di mercato verso il superamento delle dimensioni nazionali, hanno creato condizioni favorevoli per una maggiore integrazione.

La domanda e l'offerta di servizi finanziari stanno progressivamente assumendo caratteristiche e dimensioni adeguate al mercato unico e gli intermediari europei, pur con difficoltà, stanno sviluppando ipotesi di aggregazioni transfrontaliere.

L'integrazione del mercato europeo dovrebbe ridurre notevolmente la discrezionalità del legislatore e delle Autorità nazionali, sia perché il processo di convergenza e accentramento delle politiche di regolazione restringe le aree in cui è possibile applicare una regolamentazione nazionale non armonizzata, sia perché l'apertura delle frontiere espone i sistemi nazionali alla concorrenza tra ordinamenti, penalizzando quelli più onerosi e disallineati rispetto agli standard comuni.

Pur con questi vincoli, restano margini di discrezionalità e responsabilità per i regolatori nazionali che possono tener conto delle specificità strutturali dei sistemi finanziari nazionali e dell'esigenza di orientare l'evoluzione del mercato. Il processo di integrazione monetaria ha infatti ridotto la possibilità di usare le tradizionali leve della politica economica. Assume perciò maggiore rilevanza la politica normativa - con particolare riguardo agli indirizzi forniti con la definizione del sistema di regole e alla loro applicazione - che può avere rilevanti effetti sul sistema economico influenzando i costi e gli incentivi degli operatori, pur senza gravare il bilancio pubblico.

1.2 La regolamentazione europea e il coordinamento internazionale

L'evoluzione della regolamentazione europea e la nuova fase di "consolidamento" del programma europeo sui servizi finanziari.

Il Piano d'Azione Europeo per i Servizi Finanziari ha conseguito risultati importanti. Alla fine del 2005, cioè alla scadenza prevista per il completamento degli obiettivi del Piano, il 98 per cento delle misure programmate risulta realizzato. L'enfasi si va oggi spostando dalla produzione legislativa all'adeguata attuazione delle nuove regole.

Il processo di regolamentazione in sede europea, nel 2005, si è concentrato principalmente sull'elaborazione delle misure di attuazione della direttiva sui Mercati di strumenti finanziari (MiFID⁸) e della direttiva sugli obblighi informativi degli emittenti (cosiddetta direttiva *Transparency*⁹) e sull'introduzione della nuova direttiva in materia di revisione contabile, in fase di imminente e definitiva approvazione¹⁰.

Parallelamente alla realizzazione del Piano, iniziative significative sono state avviate in aree che presentano forti complementarità con la creazione del mercato unico dei servizi finanziari, come la *corporate governance* e il diritto societario, la lotta al crimine finanziario, i principi contabili e l'attività di revisione.

⁸ Direttiva 2004/39/CE

⁹ Direttiva 2004/109/CE

¹⁰ La nuova direttiva innova in modo sostanziale la materia della revisione contabile, finora disciplinata dalla direttiva 1984/253/CE.

La Commissione Europea, nell'annunciare le strategie future in materia di servizi finanziari per il prossimo quinquennio ha manifestato l'intenzione di voler privilegiare il consolidamento dei risultati raggiunti attraverso il Piano, limitando il ricorso a nuove misure legislative.

Le nuove misure normative che la Commissione Europea ha intenzione di presentare nel prossimo futuro riguardano gli operatori dei servizi di *post-trading*¹¹ e i fondi comuni di investimento. Per questi ultimi peraltro l'intervento dovrebbe essere di portata limitata in quanto la Commissione non intende porre mano a una revisione complessiva della normativa recentemente modificata ma non ancora pienamente attuata dagli Stati membri.

Nel settore del governo e del diritto societario, il documento di consultazione di recente pubblicato¹² dalla Commissione Europea ribadisce l'orientamento favorevole a contenere nuove iniziative normative, benché si avverta un'esigenza generale di maggiore convergenza dei sistemi nazionali.

La realizzazione di un mercato pienamente integrato, come annunciato dalla Commissione Europea e riconosciuto dal Consiglio di Lisbona, dipende principalmente dalla corretta attuazione della normativa comunitaria e dalla convergenza degli *standard* e delle prassi di vigilanza. Su questi ultimi aspetti si sta concentrando l'attività dei cosiddetti Comitati di livello 2 previsti dalla procedura Lamfalussy¹³.

A tal fine, assume particolare rilevanza l'attività di controllo sul recepimento delle norme europee negli ordinamenti nazionali. Il controllo della Commissione Europea è già in atto e prevede una verifica approfondita e puntuale delle modalità e dei contenuti delle misure di attuazione con l'obiettivo di assicurare la fedele trasposizione della normativa europea.

¹¹ Il Commissario al Mercato Interno ha recentemente annunciato (7 marzo 2006) l'intenzione di lanciare prima dell'estate iniziative in materia nel caso in cui il settore privato non sia in grado di risolvere i problemi identificati dalla Commissione medesima e che impediscono la realizzazione di un mercato europeo efficiente nel settore dei servizi di *post-trading*.

¹² *Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the EU*, consultation paper del 20 dicembre 2005.

¹³ La procedura Lamfalussy prevede un'articolazione del processo legislativo e attuativo in quattro fasi (definiti livelli):
LIVELLO 1: approvazione di una regolamentazione di rango primario, adottata secondo le procedure legislative ordinarie dell'Unione Europea (proposta della Commissione e codecisione del Consiglio e del Parlamento), che contiene solo i principi generali della regolamentazione e definisce i poteri della Commissione nell'emanare misure attuative;

LIVELLO 2: emanazione delle misure attuative previste dal livello 1 da parte della Commissione Europea, sulla base di *Technical Advice* forniti dal Cesr (*Committee of European Securities Regulators*) composto da rappresentanti delle Autorità di vigilanza nazionali e previa l'approvazione (con maggioranza qualificata) da parte dell'ECS (*European Securities Committee*) composto dai rappresentanti dei Governi di tutti i Paesi membri;

LIVELLO 3: rafforzamento della cooperazione e del collegamento fra Autorità di vigilanza e regolatori nazionali; il Cesr ha il compito di assicurare il recepimento e un'applicazione omogenea delle regole fissate ai primi due livelli, attraverso un'attività interpretativa, di raccomandazione e di persuasione e l'emanazione di linee guida e *standard* applicativi non vincolanti;

LIVELLO 4: controllo della Commissione Europea al fine di verificare la tempestiva ed efficace attuazione delle norme comunitarie nelle normative nazionali.

Il grande sforzo normativo compiuto a livello europeo ha comportato una forte armonizzazione dei mercati sul piano delle regole e una crescente integrazione sul piano dei comportamenti e delle strategie degli operatori, per i quali la dimensione continentale del mercato sta caratterizzando le nuove strategie competitive.

Il livello di armonizzazione è assai elevato per la normativa applicabile ai prestatori di servizi di investimento e di gestione del risparmio. Un buon grado di armonizzazione è presente anche per le regole applicabili agli emittenti in materia di informazione al pubblico e ai mercati regolamentati.

In tale quadro, risultano favoriti gli attori del mercato che possono avvalersi del principio del mutuo riconoscimento per raccogliere capitali o prestare servizi su base pan-europea, poiché tutti gli Stati europei debbono riconoscere il “passaporto” rilasciato dall’Autorità del Paese di origine.

Vi sono, tuttavia, ambiti importanti nei quali l’armonizzazione è ancora inadeguata. Tra essi, la regolamentazione del mercato del controllo societario.

Rilevano, a questo proposito, due ordini di misure. Da un lato vi è la normativa applicabile alle Offerte pubbliche di acquisto (Opa) su imprese con titoli negoziati sui mercati regolamentati dettata dalla direttiva 2004/25/CE. Dall’altro lato vi è la normativa settoriale applicabile alle acquisizioni di controllo in intermediari autorizzati (banche, assicurazioni, imprese di investimento): le due normative, nel caso di intermediari quotati, si sovrappongono e rendono complesso il trasferimento del controllo.

All’approssimarsi della scadenza per il recepimento della direttiva Opa (20 maggio 2006) vengono in evidenza gli effetti negativi che la direttiva, pur se concepita per favorire un mercato europeo del controllo societario, potrebbe provocare. Ciò potrebbe indurre i legislatori nazionali a introdurre misure difensive in caso di Opa ostili.

Per quanto riguarda i trasferimenti del controllo degli intermediari, le recenti vicende che hanno interessato, particolarmente in Italia, il settore del credito, hanno posto in evidenza la rilevanza della discrezionalità delle Autorità di vigilanza prudenziali nella valutazione dei potenziali acquirenti.

Le istituzioni comunitarie, e in particolare la Commissione Europea hanno intrapreso iniziative volte a modificare le norme in materia di acquisizione di partecipazioni rilevanti e/o di controllo di banche, imprese di investimento e assicurazioni contenute nelle direttive di settore¹⁴.

L’obiettivo di tali possibili modifiche è di restringere la discrezionalità delle Autorità nazionali nel valutare l’idoneità del potenziale acquirente, introducendo tra l’altro termini perentori, entro i quali le Autorità nazionali debbono pronunciarsi, norme di trasparenza per il procedimento autorizzatorio e criteri standardizzati per la valutazione dei requisiti patrimoniali dei soggetti coinvolti.

¹⁴ In particolare la modifica dell’art. 16 della direttiva Bancaria 2001/12/CE.

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'adequatezza 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'adequatezza 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.

eventi e sulle intenzioni dei principali soggetti coinvolti, con conseguenti ripetuti interventi della Consob volti a sollecitare un più puntuale rispetto degli obblighi informativi verso il mercato.

Con riferimento al primo caso, il titolo Rcs ha mostrato, nel corso del 2005, un consistente incremento dei volumi negoziati e dei relativi corsi³⁵. Tale incremento è stato essenzialmente dovuto agli acquisti operati da un azionista rilevante, che ha incrementato la sua partecipazione, tra il 17 febbraio e il 2 agosto 2005, dal 4,99 per cento al 20,92 per cento. Tale attività in acquisto ha prodotto, insieme a dichiarazioni dello stesso azionista, incertezze sui futuri assetti proprietari del gruppo Rcs e sulla tenuta dell'esistente patto di sindacato, la cui composizione aveva subito nell'anno significative modifiche.

La Consob ha quindi effettuato numerosi interventi e richieste di informazioni per garantire la simmetria informativa sul mercato, soprattutto in merito all'effettiva variazione delle partecipazioni³⁶.

La Consob ha inoltre riconosciuto l'applicabilità della disciplina sui patti parasociali, che prevede obblighi di pubblicità e il diritto di recesso in caso di Opa, a un nuovo accordo stipulato il 5 giugno 2005 dagli azionisti che già aderivano all'esistente patto di sindacato di blocco e consultazione, con l'obiettivo di rafforzare la solidità dell'assetto di controllo proprio in caso di Opa³⁷. Tale decisione si è posta in linea di continuità con l'impostazione del Tuf che ha inteso limitare gli effetti dei patti di sindacato sulla contendibilità delle società quotate in caso di lancio di un'Opa e ha contribuito a dare maggiori elementi di certezza al mercato in merito alla consistenza degli interessi in campo.

Con riguardo al caso Fiat, il prezzo delle azioni ordinarie Fiat aveva fatto registrare, tra il 20 aprile e il 20 settembre 2005, un incremento pari al 55 per cento. Fino a giugno 2005, tale incremento sembrava essere dovuto essenzialmente a fattori legati al raggiungimento dell'accordo tra la società e le banche sul cosiddetto prestito "convertendo" e alla messa a punto del piano

³⁵ Nel corso del 2004 vi erano state modifiche nel patto di sindacato che governa il gruppo: in data 21 giugno 2004 gli aderenti al patto di sindacato di blocco e consultazione di Rcs, che avevano conferito al patto azioni pari al 44,793 per cento del totale delle azioni ordinarie, avevano comunicato di aver acquistato da Gemina Spa 63 milioni di azioni ordinarie Rcs, pari a circa l'8,7 per cento del capitale di Rcs, al prezzo unitario di euro 4,40 per azione; per effetto di tale cessione, Gemina Spa sarebbe rimasta nel patto con 7,3 milioni di azioni, pari a circa l'1 per cento. Contestualmente, il Patto era stato rinnovato con effetto dal 1° luglio 2004 e fino a tutto il 30 giugno 2007 e nuovi soci vi avevano aderito. A seguito dell'apporto al patto delle azioni cedute da Gemina Spa, della ammissione dei nuovi partecipanti (Dorint Holding Sa del gruppo Della Valle, Merloni Invest Spa del gruppo Merloni e Fondiaria-Sai), nonché della assegnazione (26 maggio 2005) di azioni gratuite ai soci, la percentuale delle azioni conferite al patto era salita al 58,1 per cento del capitale ordinario di Rcs.

³⁶ La Consob ha effettuato richieste di conferma e aggiornamento delle partecipazioni detenute in Rcs in 3 occasioni e ha chiesto in data 24 giugno 2006 agli azionisti rilevanti di Rcs di informare il mercato in occasione di ogni variazione dell'1 per cento della loro partecipazione.

³⁷ L'accordo, che ha la medesima durata del patto, prevede, tra l'altro, una clausola che disciplina il caso in cui sia promossa un'Opa sulle azioni Rcs che legittimi la facoltà di recesso senza preavviso dal patto ex art. 123, comma 3 del Tuf. In tale circostanza, le parti non recedenti avranno la facoltà di acquistare, prima della conclusione dell'Opa, le azioni apportate al patto dai soggetti che hanno esercitato il diritto di recesso (i quali saranno obbligati a vendere) a un prezzo pari al prezzo d'offerta quale risultante anche a seguito di eventuali rilanci od offerte concorrenti.

industriale. I consistenti incrementi successivi sembravano invece influenzati dalle incertezze, anche informative, relative all'assetto dell'azionariato a seguito della conversione del prestito "convertendo" da parte delle banche creditrici.

In tutto il periodo, la Consob ha vigilato sull'andamento del mercato, intervenendo a più riprese con richieste di informazioni e chiarimenti.

Sulla base delle reiterate richieste della Consob, volte a chiarire le iniziative del gruppo di controllo della Fiat in vista dei possibili mutamenti nel capitale e delle tensioni sul mercato, il 15 settembre è stata comunicata al mercato l'esistenza di un contratto di *equity swap* avente a oggetto 90 milioni di azioni Fiat, stipulato tra Exor Group, società del gruppo facente capo alla Giovanni Agnelli & C., e Merrill Lynch International. A seguito della risoluzione anticipata di tale contratto, Ifil ha acquistato, il 20 settembre 2005, azioni Fiat che hanno consentito al gruppo di mantenere inalterata – al di sopra del 30 per cento del capitale – la propria quota di partecipazione in Fiat, pur non aderendo al contestuale aumento di capitale, eseguito alla stessa data³⁸.

La Consob ha quindi vigilato sugli effetti dell'operazione di *equity swap* e sull'attività di comunicazione finanziaria svolta da Ifil e dalla capogruppo Giovanni Agnelli & C. In particolare, l'attività istruttoria ha avuto a oggetto, da un lato, la sussistenza di obblighi di Opa, conseguenti agli effetti del contratto e, dall'altro, ipotesi di violazione della normativa sugli abusi di mercato e sugli obblighi di comunicazione al mercato.

Per quanto riguarda il primo aspetto, la Commissione ha ritenuto che non generasse obblighi di Opa da parte di Ifil, di un quantitativo di titoli Fiat idoneo a evitare l'effetto diluitivo, generato dal mancato esercizio dei diritti di opzione relativi all'aumento di capitale al servizio del prestito convertendo³⁹. Inoltre, secondo la Commissione, non ricorrevano i presupposti dell'Opa obbligatoria neanche per gli acquisti precedenti, effettuati in esecuzione del contratto di *equity swap*, in quanto non configurabili come acquisti concertati.

Con riferimento al secondo aspetto, l'analisi della Consob si è rivolta alla verifica della correttezza di comportamento rispetto ai tempi e ai contenuti delle informazioni fornite al mercato sul contratto di *equity swap*, con particolare riguardo al comunicato del 24 agosto 2005, effettuato su richiesta della Consob, con cui il gruppo di controllo della Fiat dichiarava di non aver intrapreso

³⁸ Tale aumento di capitale era al servizio della conversione del prestito convertendo per complessivi 3 miliardi di euro erogato nel luglio 2002 da 8 banche. Il prezzo di emissione delle nuove azioni era di 10,28 euro, largamente superiore al prezzo di mercato (all'epoca prossimo a 7,30 euro) e, dunque, tale da non risultare conveniente per i vecchi soci, cui tali azioni sarebbero state offerte in opzione dalle suddette 8 banche.

³⁹ Ciò in quanto, sinteticamente, nello schema prospettato, risultava presente un nesso di funzionalità idoneo a conferire unitarietà alle operazioni di aumento di capitale in opzione (con l'unito effetto diluitivo) e di acquisto delle azioni in misura corrispondente a quelle acquistabili in sede di aumento da parte del titolare del diritto di opzione (con l'unito effetto di mantenimento della partecipazione) e inoltre il raffronto della situazione dell'azionariato Fiat *ante* aumento di capitale con la situazione *post* operazione evidenziava una sostanziale identità della partecipazione detenuta da Ifil sia prima che dopo l'operazione. La conclusione accolta era rafforzata dalla circostanza che gli effetti dell'aumento di capitale e dell'acquisto di azioni Fiat sarebbero avvenuti contestualmente.

né studiato alcuna iniziativa in merito alla scadenza del prestito “convertendo” e di non disporre di elementi utili a spiegare l’andamento del titolo.

Sulle vicende esposte la Consob continua, nell’ambito delle sue competenze, l’attività di vigilanza a tutela della trasparenza e dell’integrità del mercato.

2. I controlli e l’informazione societaria

2.1 I controlli societari e la vigilanza sull’informazione periodica e sui prospetti

I controlli svolti dalla Consob sull’informazione finanziaria sono graduati in funzione dell’emergere di elementi che facciano ritenere possibile una violazione delle norme riguardanti l’informazione del mercato. Nei confronti degli emittenti esistono diversi strumenti di controllo che vanno dal potere di richiesta di informazioni, al potere ispettivo, al potere di impugnativa di bilancio.

In quest’ambito, la periodica attività di controllo sulla correttezza contabile dei bilanci delle società quotate svolta dalla Commissione ha condotto, in 4 casi nel corso del 2005 e in 2 casi nei primi 3 mesi del 2006, all’attività di impugnativa prevista dall’art. 157, comma 2 del Tuf, che ha come obiettivo il perseguimento dell’interesse del mercato a che i bilanci rappresentino l’effettiva situazione patrimoniale ed economica della società e svolgano la loro funzione informativa per la tutela degli investitori e il corretto funzionamento del mercato mobiliare.

Di particolare rilievo è stata la decisione di impugnativa relativa ai bilanci d’esercizio e consolidato al 31 dicembre 2004 della Bpi, le cui carenze informative erano tali da non consentire una corretta rappresentazione dei rischi e degli impegni che gravavano sulla società, rivelatisi di notevole impatto.

Nell’esercitare l’attività di impugnativa di bilancio la Consob tiene conto dell’obiettivo di un ripristino sostanziale della correttezza dell’informazione contabile e dei sistemi di responsabilità che all’interno delle società quotate dovrebbero garantire la correttezza e la completezza dell’informazione fornita. L’attività compiuta nel corso del 2005 è stata rivolta prevalentemente alla verifica delle valutazioni compiute dagli amministratori in sede di redazione dei bilanci in assenza di adeguata documentazione a supporto delle loro considerazioni. In alcuni casi, l’inattendibilità delle informazioni fornite al mercato era connessa con le valutazioni svolte dagli amministratori anche sulle prospettive future delle società, non adeguatamente confortate da elementi probativi.

In passato, la Commissione aveva deciso invece, in alcuni casi, di non procedere all’impugnativa di bilanci che, per quanto erroneamente redatti, non rappresentavano più una

informazione utile per il mercato, in quanto il mercato non faceva più affidamento su tali informazioni e in quanto si erano anche verificate condizioni che avrebbero reso la modifica del bilancio stesso non necessaria, se non addirittura fuorviante per gli investitori. In altri casi, la Commissione aveva ritenuto di non attivare tale potere quando l'informazione finanziaria era stata comunque garantita al mercato e non sembravano sussistere possibili effetti degli errori commessi sulla futura rendicontazione dell'emittente.

Tra gli altri strumenti di intervento, meno invasivi e peraltro di rapida efficacia, quali le richieste di informazioni da diffondere al mercato *ex art.* 114 del Tuf, svolgono ormai da alcuni anni una funzione essenziale gli obblighi di informazioni periodiche mensili imposti a determinate società, che presentano elementi di rischio per la continuità aziendale, al fine di fornire aggiornamenti in merito all'andamento economico e finanziario delle società stesse.

In particolare, i principali fattori di rischio considerati per selezionare le società da sottoporre a tali obblighi sono: un rilevante indebitamento; perdite di esercizio che riducono il capitale sociale al di sotto dei limiti imposti dalla legge; presenza di giudizio negativo o dichiarata impossibilità di esprimere un giudizio da parte dei revisori sul bilancio o sulla relazione semestrale. Per le società selezionate la Commissione ha effettuato specifiche richieste di diffusione al mercato di comunicati mensili al fine di fornire puntuali e aggiornate informazioni su aspetti definiti caso per caso sulla base delle singole problematiche delle società. Alla fine del 2005 risultavano soggette a tali obblighi 18 società quotate.

Il controllo dei prospetti

Le recenti riforme legislative, introdotte a livello sia comunitario sia nazionale, hanno apportato innovazioni con riguardo alla disciplina del prospetto di offerta e di quotazione, che si sono necessariamente riflesse sulle dinamiche e sui contenuti dei controlli svolti dalla Consob.

Il prospetto, secondo l'art. 94, comma 2 del d.lgs. 58/1998, deve contenere le informazioni relative all'emittente, all'operazione e ai prodotti finanziari offerti necessarie all'investitore per formarsi un fondato giudizio sull'investimento proposto.

Per il conseguimento di tale obiettivo, la Consob svolge sull'insieme dei dati contenuti nel prospetto un controllo di completezza, ossia di conformità dello stesso ai requisiti informativi richiesti dalla normativa, e di coerenza delle informazioni riportate nel documento, anche rispetto a quelle comunque già in suo possesso.

Come indicato dalla nuova direttiva 2003/71/CE in tema di prospetti, entrata in vigore a partire dal 1° luglio 2005, tali verifiche sono dirette anche a rendere più agevolmente comprensibili le informazioni contenute nel prospetto.

Particolare attenzione la Consob ha specificamente rivolto alla sezione del prospetto - prima denominata "Avvertenze per l'investitore" e oggi, a seguito del recepimento della nuova disciplina comunitaria, intitolata "fattori di rischio" - affinché siano evidenziati gli aspetti più salienti, e principalmente quelli più rischiosi, dell'investimento proposto. La concentrazione in un capitolo iniziale dei "fattori di rischio" mira a realizzare un bilanciamento fra la fondamentale istanza di completezza e analiticità delle informazioni contenute nell'intero prospetto e l'esigenza di fornire all'investitore un quadro il più possibile chiaro e immediato dei rischi legati all'attività, alla situazione patrimoniale, economica e finanziaria del soggetto emittente e dell'investimento finanziario proposto.

L'ulteriore e imprescindibile requisito dell'attendibilità delle informazioni finanziarie rappresentate nel prospetto è il risultato di un articolato sistema "a cascata" dei controlli, che parte dalle verifiche condotte dalle funzioni interne all'emittente a ciò deputate, incontra il filtro della supervisione svolta dalla società di revisione sulla correttezza contabile dei dati finanziari, sino ad arrivare ai controlli specifici del responsabile del collocamento, più mirati allo svolgimento dell'offerta pubblica, nonché dello sponsor nel caso di operazioni di ammissione di strumenti finanziari alla quotazione sul Mercato Telematico Azionario.

La Consob, posta al vertice della piramide dei controlli, accerta con le proprie verifiche che non vi sia irragionevolezza nelle dichiarazioni rese nei giudizi di revisione e nelle attestazioni che i revisori e gli altri soggetti esterni all'emittente sono tenuti a rilasciare ai fini della pubblicazione del prospetto.

L'attivazione dei poteri della Consob di interlocuzione con gli indicati controllori di seconda linea assume, ovviamente, particolare rilevanza nei casi in cui l'informazione finanziaria resa nel prospetto presenta connotati più complessi.

Nell'anno 2005, esempi della possibilità di acquisire dalle diverse fonti del controllo una più ampia collaborazione informativa sono rappresentati dalle istruttorie condotte dalla Consob sui prospetti Parmalat e 3Italia.

Il prospetto di sollecitazione finalizzata alla quotazione della Parmalat ha visto come soggetto emittente la nuova società chiamata ad assumere l'insieme delle attività e passività delle società del Gruppo in amministrazione straordinaria, oggetto di concordato ai sensi della legge n. 39 del 2004. La peculiarità della situazione dell'emittente, una società di recente costituzione, non operativa, che sarebbe divenuta capogruppo del Gruppo Parmalat a seguito dell'approvazione e dell'attuazione del concordato - previsto dalla legge come possibile atto conclusivo della procedura concorsuale per aziende in funzionamento - ha reso la rappresentazione in termini pro-forma dell'andamento economico-gestionale e patrimoniale del Gruppo Parmalat, così come risultante dall'approvazione del concordato, essenziale per consentire un giudizio fondato sull'investimento proposto. La complessità dell'informazione finanziaria resa, determinata soprattutto dai dati contabili storici di provenienza, già oggetto di ampie rettifiche a seguito dell'accertamento, come noto, di falsità dei

precedenti bilanci della vecchia Parmalat, ha indirizzato la Consob a incentrare le proprie verifiche sulla corretta applicazione da parte della società di revisione dei principi e delle tecniche adottate per potere esprimere un giudizio di ragionevolezza sulle ipotesi di base per la redazione dei dati finanziari pro-forma, sulla corretta applicazione della metodologia utilizzata nonché sulla correttezza dei principi contabili applicati.

Analoghi accertamenti si sono resi necessari nell'istruttoria svolta dalla Consob relativamente al prospetto di sollecitazione e ammissione alla quotazione delle azioni di 3Italia, società attiva nel settore delle telecomunicazioni e in fase di avviamento delle proprie attività. In particolare, nel caso del prospetto di 3Italia, hanno assunto particolare rilievo i controlli svolti sulle informazioni finanziarie previsionali, ivi riportate. La società ha successivamente dichiarato di rinunciare, momentaneamente, all'offerta e alla quotazione a causa delle condizioni di mercato, ritenute non favorevoli.

L'importanza delle verifiche sui dati previsionali inclusi nei prospetti si è accentuata alla luce delle nuove regole comunitarie. Queste dispongono che ove nel prospetto siano riportate previsioni o stime di utili esse devono essere supportate da una dichiarazione della società di revisione che ne attesti la corretta compilazione sulla base indicata e che la base contabile utilizzata per la previsione o la stima degli utili sia coerente con i criteri contabili dell'emittente.

Nelle società di recente costituzione, o comunque assimilabili a *start up* in quanto caratterizzate da perdite operative rilevanti ed elevato assorbimento di flussi di cassa, eventuali previsioni di raggiungimento di risultati positivi assumono particolare rilevanza per le valutazioni dei potenziali investitori. Pertanto, la delicatezza di tali dati impone anche un'attenta valutazione da parte della società di revisione, ai fini del rilascio delle richieste attestazioni, della correttezza delle metodologie adottate dall'emittente.

Secondo gli indirizzi assunti dalla Consob, nelle istruttorie svolte dopo l'adeguamento del Regolamento Emittenti alle nuove norme comunitarie in materia di prospetti, le verifiche delle società di revisione relative ai dati previsionali inclusi nei prospetti devono essere condotte in conformità ai principi internazionali di revisione già raccomandati. Dette verifiche devono, quindi, estendersi alla ragionevolezza delle ipotesi poste alla base dei dati previsionali dell'emittente contenuti nel prospetto, ai fini di una corretta informazione al mercato.

Va poi segnalato che la recente legge 28 dicembre 2005, n. 262 ha introdotto significativi elementi di novità nel complesso dei poteri attribuiti alla Consob in occasione del primo ingresso di un emittente nel mercato.

In particolare, l'articolo 64 del d.lgs. 58/1998, novellato dalla legge n. 262/2005, prevede che le decisioni assunte dalla società di gestione del mercato relative all'ammissione (ma la disciplina riguarda anche l'esclusione e la sospensione) di strumenti finanziari siano comunicate immediatamente alla Consob e rimangano sospese per 5 giorni, durante i quali l'Autorità di

vigilanza può vietarne l'esecuzione, per ragioni attinenti alla trasparenza, all'ordinato svolgimento delle negoziazioni o alla tutela degli investitori. La brevità del termine previsto presuppone, evidentemente, un efficace coordinamento nei rapporti fra l'Autorità di vigilanza e la società di gestione del mercato, la quale dovrà assicurare piena collaborazione trasmettendo tempestivamente alla Consob le informazioni necessarie.

Su tale previsione normativa è in corso una valutazione circa gli effetti della disciplina e le implicazioni operative che ne potranno derivare.

L'adozione dei nuovi principi contabili internazionali

Il Regolamento comunitario n. 1606/2002 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 19 luglio 2002 impone l'obbligo alle società quotate di redigere i conti consolidati secondo i principi contabili internazionali *International Accounting Standards / International Financial Reporting Standards* (Ias/Ifrs) emanati dall'*International Accounting Standard Board* (Iasb) a decorrere dall'esercizio finanziario avente inizio dal 1° gennaio 2005 o in data successiva. L'obiettivo del regolamento è l'adozione di un unico corpo di regole contabili per le imprese europee quotate al fine di armonizzare l'informativa finanziaria e garantire un elevato livello di trasparenza e comparabilità dei bilanci.

Gli ambiti di applicazione degli Ias/Ifrs in Italia sono stati definiti dal legislatore attraverso il d.lgs. 38 del 28 febbraio 2005 che ha esteso l'ambito soggettivo e oggettivo di applicazione dei principi contabili internazionali. A partire dall'esercizio 2006, l'utilizzo degli Ias/Ifrs diverrà obbligatorio anche per i bilanci d'esercizio delle società emittenti titoli quotati (diversi da quelli esercenti attività assicurativa), delle società con titoli diffusi, delle banche e degli intermediari finanziari vigilati.

L'art. 9 del citato decreto legislativo ha conservato in capo alle Autorità di vigilanza dei settori bancario e assicurativo poteri a loro riconosciuti dalla legge in materia di forme tecniche di bilancio (assistiti dalle relative sanzioni), attribuendo alla Consob il potere di predisporre gli schemi di bilancio per le società quotate diverse da quelle del settore bancario e assicurativo.

Al riguardo, la Commissione ha fissato alcune disposizioni per i bilanci di tutte le società quotate (incluse le imprese bancarie e assicurative), riordinando le disposizioni Consob che fanno riferimento alle regole internazionali Ias/Ifrs al fine di completare il quadro sistematico di riferimento in materia di bilanci.

La nuova direttiva sui revisori e la convergenza internazionale negli standard di revisione

La proposta di direttiva in materia di revisione legale dei conti, in fase di imminente definitiva approvazione da parte del Parlamento Europeo, modificherà in maniera radicale la disciplina della

revisione in Europa, fino a oggi contenuta nell'ormai superata ottava direttiva. La nuova direttiva risponde infatti alle esigenze emerse in questi ultimi anni di rafforzare la regolamentazione dell'attività di revisione e restituire al mercato la fiducia in una funzione fondamentale per l'affidabilità dell'informazione contabile. È stata dunque realizzata un'operazione di ampio respiro, che prevede l'armonizzazione di numerosi aspetti legati alla revisione legale, quali la disciplina dell'accesso alla professione, i principi etici e d'indipendenza, i principi tecnici di svolgimento della revisione, i sistemi di controllo della qualità e di controllo pubblico sulla professione contabile nonché le norme in materia di cooperazione in ambito europeo e con i Paesi terzi.

Estremamente innovativo per l'Unione Europea è il tema del controllo pubblico su tutta la categoria professionale dei revisori, prescindendo dunque dalla tipologia delle società sottoposte a revisione, novità che determinerà in Europa la fine degli spazi di autoregolamentazione della professione, sulla scia di quanto avvenuto negli Stati Uniti a seguito del caso Enron. La direttiva prevede infatti che ogni Stato Membro debba dotarsi di un sistema di controllo pubblico dei revisori governato da persone esterne alla professione e indipendenti, che si assumerà la responsabilità finale del controllo della correttezza e della qualità dell'attività di revisione svolta nonché dell'adozione dei principi di comportamento della professione.

Il sistema previsto nella direttiva è rinvenibile, a livello nazionale, nell'attività di vigilanza che la Consob svolge sui revisori da lungo tempo (oltre 20 anni) e che è stata recentemente rafforzata nella legge sul risparmio. Ulteriori riflessioni appaiono invece opportune per l'eventuale rafforzamento del sistema di controllo pubblico su tutta la professione contabile, tenendo anche conto delle novità introdotte in materia dalla riforma del diritto societario entrata in vigore nel 2004.

Nell'ambito della proposta di direttiva tesa ad armonizzare i molteplici aspetti legati alla revisione dei conti, è stata prevista, tra l'altro, anche l'armonizzazione dei principi di revisione che dovranno essere utilizzati per esprimere i giudizi sui bilanci.

I principi adottati a livello europeo attraverso la procedura Lamfalussy dovranno garantire un elevato livello di credibilità e qualità dei bilanci, dovranno essere elaborati secondo una procedura adeguata ed essere generalmente accettati a livello internazionale. L'Unione Europea dovrà quindi valutare se i principi di revisione internazionali *International Standards on Auditing* (Isa) emanati dall'*International Federation of Accountants* (Ifac), che sembrano costituire il riferimento più adeguato, possiedono tutte le caratteristiche richieste e, a tal fine, la Commissione Europea ha già avviato le iniziative necessarie allo sviluppo del processo di armonizzazione. In tale contesto l'Ifac sta altresì procedendo alla rivisitazione degli attuali principi di revisione per innalzare il livello della qualità della revisione contabile, venendo incontro alle richieste sollevate da più parti a livello internazionale.

Il processo di armonizzazione non avverrà tuttavia in tempi brevi e, con ogni probabilità, non si potrà concludere prima del 2008, tenendo anche conto che la stessa direttiva sulla revisione legale

dei conti consente agli Stati membri di adottare le disposizioni necessarie alla sua attuazione entro 2 anni dalla sua entrata in vigore.

2.2 Il governo societario: il ruolo degli amministratori indipendenti e degli amministratori eletti dalle minoranze.

Il problema di assicurare un ruolo efficace degli organi di amministrazione e controllo degli emittenti quotati nei confronti dei rischi di comportamenti contrari all'interesse sociale da parte di chi dispone dei poteri di gestione della società ha ricevuto una crescente attenzione in seguito alle crisi dei primi anni 2000, dove il "fallimento" di tali sistemi è apparso essere una delle cause fondamentali della mancata prevenzione e della tempestiva rilevazione di abusi gravissimi.

In particolare, la composizione e il funzionamento degli organi societari sono stati individuati come elementi chiave su cui costruire sistemi di controllo più efficaci nell'interesse di tutti gli azionisti della società.

Una particolare enfasi è stata attribuita ai meccanismi di selezione e di nomina dei membri degli organi sociali e alle caratteristiche di indipendenza che dovrebbe possedere almeno una parte dei membri che non svolgono compiti esecutivi.

Per quanto riguarda i meccanismi di selezione e di nomina dei membri degli organi sociali, c'è una diffusa tendenza a valorizzare il ruolo degli azionisti di minoranza che hanno finora svolto un ruolo molto limitato sia nei sistemi ad azionariato diffuso, dove il *management* solitamente controlla tali meccanismi, sia nei sistemi a proprietà concentrata, dove il ruolo degli azionisti di controllo è massimizzato da sistemi di elezione "maggioritari".

Con riguardo al possesso del requisito di indipendenza, la quasi totalità dei codici di comportamento adottati dagli emittenti sui principali mercati, in molti casi recepiti nelle regole di ammissione a quotazione, e alcune legislazioni hanno introdotto previsioni volte a garantire il possesso di tale requisito da parte di almeno una parte dei soggetti che fanno parte degli organi sociali.

Queste tendenze hanno ricevuto anche un crescente riconoscimento da parte degli organismi sopranazionali.

L'Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico (Ocse), nella revisione dei principi di *corporate governance* effettuata nel 2004, ha introdotto nuovi principi volti ad assicurare un'effettiva partecipazione degli azionisti alla selezione e alla nomina degli amministratori. Si raccomanda che agli azionisti sia consentito di votare sulle singole candidature o su diverse liste di amministratori e che un sufficiente numero di membri non esecutivi degli organi sociali sia in grado di esercitare un giudizio indipendente nella formulazione delle decisioni da parte dell'organo stesso.

La Iosco ha recentemente istituito una *task-force* sulla *corporate governance*, che, sulla base di un'indagine attualmente in corso su come il principio d'indipendenza di giudizio stabilito dall'Ocse sia concretamente attuato nei Paesi membri, caratterizzati da diversi assetti proprietari e di controllo e da diverse articolazioni delle funzioni e del ruolo degli organi sociali, ha l'obiettivo di verificare l'opportunità di inserire specifiche indicazioni sui requisiti di indipendenza nell'ambito dei propri principi.

L'Unione Europea ha emanato una raccomandazione⁴⁰ chiedendo agli Stati membri di adottare misure volte ad assicurare la presenza di un numero adeguato di membri indipendenti negli organi sociali degli emittenti quotati, lasciando ampia discrezionalità sulle modalità di recepimento di tale principio a livello nazionale. Gli Stati Membri entro il 30 giugno 2006 devono comunicare alla Commissione le misure adottate. Inoltre nel piano d'azione sul diritto societario e la *corporate governance*, è stata indicata come una delle questioni rilevanti per il rafforzamento dei poteri degli azionisti, quella di prevedere meccanismi di elezione dei membri degli organi sociali più aperti alla partecipazione degli azionisti di minoranza.

L'esigenza di garantire una più efficace dialettica tra azionisti di maggioranza e azionisti di controllo nella vita societaria e tra le funzioni di gestione e di controllo, all'interno degli organi di sociali, assume una rilevanza e caratteristiche peculiari in funzione delle specificità degli assetti proprietari e di controllo delle società quotate italiane.

L'elevata concentrazione proprietaria, che si riflette in una limitata contendibilità del controllo, la presenza di gruppi piramidali, che consentono di ridurre il capitale necessario per esercitare il controllo su gruppi anche di notevoli dimensioni, lo scarso sviluppo degli investitori istituzionali, soprattutto di quelli i cui orizzonti temporali siano orientati a investimenti di lungo periodo, come i fondi pensione, sono fattori che hanno storicamente limitato gli spazi della dialettica societaria.

Questo quadro mostra però segnali di una sensibile, ancorché non sempre univoca e omogenea, evoluzione. La concentrazione proprietaria, ancora molto elevata soprattutto in confronto ad altri paesi con caratteristiche storiche e di struttura del sistema finanziario simili a quelle italiane, si sta riducendo: negli ultimi dieci anni la quota della capitalizzazione di borsa rappresentata dal flottante, cioè da quote non possedute da azionisti rilevanti, è di molto aumentata, passando dal 38,9 per cento del 1996 al 56 per cento del 2005. Il ruolo dei gruppi piramidali, che a seguito dei processi di riallocazione del controllo sulle società privatizzate aveva avuto una nuova crescita, tende a ridursi: il numero medio di società quotate che compongono un gruppo quotato si è ridotto da circa 2, all'inizio degli anni '90, a 1,2 a fine 2005 e il numero massimo di società quotate comprese nello stesso gruppo è passato da 23 a 5. Pur in assenza di uno sviluppo significativo degli investitori istituzionali italiani, è notevolmente cresciuta la presenza di investitori internazionali,

⁴⁰ Raccomandazione 2005/162/CE.

che hanno mostrato, soprattutto in alcune occasioni, una più spiccata propensione all'attivismo nella vita societaria.

Parallelamente a tale evoluzione, che vede il parziale attenuarsi di alcuni elementi di anomalia del sistema italiano, emergono fattori nuovi, quali l'estendersi dei fenomeni coalizionali negli assetti di controllo e una maggiore integrazione proprietaria tra banche e imprese non finanziarie, che rappresentano ulteriori elementi potenzialmente critici all'interno del governo societario.

Il codice di autodisciplina delle società quotate

Da parte degli attori del mercato giungono segnali di una maggiore attenzione per i sistemi di governo societario, in modo coerente con le esigenze di rafforzamento delle funzioni di controllo e di valorizzazione del ruolo degli azionisti di minoranza.

La recente revisione del codice di autodisciplina delle società quotate, effettuata dal Comitato per la *corporate governance* costituito presso Borsa Italiana Spa, adegua i principi alle linee evolutive dell'ordinamento nazionale, comunitario e internazionale, e in particolare alle raccomandazioni della Commissione Europea sugli amministratori indipendenti⁴¹ e sulla remunerazione degli amministratori⁴².

Vengono rafforzate le responsabilità del consiglio di amministrazione, sia riguardo all'esercizio delle proprie competenze, prevedendo l'approvazione preventiva delle operazioni più significative e con parti correlate delle società e del gruppo, sia riguardo al proprio funzionamento, prevedendo l'obbligo di effettuare una valutazione annuale del funzionamento proprio e dei comitati interni, di determinare limiti al cumulo degli incarichi degli amministratori, di rendere trasparente nella relazione sul governo societario l'effettivo funzionamento e il tasso di partecipazione dei singoli consiglieri alle riunioni del consiglio e di tutti i comitati istituiti.

Maggiore importanza è attribuita agli amministratori indipendenti, che devono essere in un numero adeguato rispetto alle dimensioni del consiglio, all'attività svolta dall'emittente e all'esigenza di assicurare l'autonomia della gestione nel caso di appartenenza a gruppi societari. I requisiti di indipendenza, ampliati per avvicinarli a quelli della migliore pratica internazionale, devono essere valutati in modo "sostanziale" all'atto della nomina e successivamente almeno una volta all'anno. Sulla corretta applicazione dei criteri e delle procedure di accertamento dell'indipendenza adottati dal consiglio di amministrazione deve vigilare il collegio sindacale. Si prevede inoltre che debba essere indicato un *lead independent director*⁴³ nelle situazioni in cui si ha

⁴¹ Raccomandazione 2005/162/CE.

⁴² Raccomandazione 2004/913/CE.

⁴³ Tale figura rappresenta un punto di riferimento e coordinamento delle istanze e dei contributi degli amministratori non esecutivi e, in particolare, di quelli indipendenti, e ha la responsabilità di vigilare sulla completezza e tempestività dell'informazione fornita al consiglio e il potere di convocare apposite riunioni di soli amministratori indipendenti per

coincidenza tra la figura del presidente e dell'effettivo titolare della gestione, situazione che il Codice ritiene opportuno evitare, o in cui il presidente delegato sia la persona che controlla la società.

Vengono rafforzati i principi sulla remunerazione degli amministratori, prevedendo che il Comitato per la remunerazione sia composto esclusivamente di membri non esecutivi, con la maggioranza di indipendenti, in linea con la Raccomandazione UE e che la remunerazione dei membri non esecutivi non sia costituita in proporzioni significative da eventuali parti variabili.

Le società quotate hanno mostrato in questi ultimi anni una crescente propensione ad adeguarsi ai principi del Codice, come dimostrato dall'analisi condotta periodicamente dall'Associazione delle società per azioni. L'indagine mostra un progressivo incremento di quantità e qualità delle informazioni fornite dalle società, soprattutto tra le società di maggiori dimensioni. Permane peraltro una notevole variabilità nel grado di adesione ai principi raccomandati dal Codice e soprattutto nel livello di trasparenza sulle modalità di applicazione delle singole disposizioni in esso contenute.

Disomogeneità si riscontrano in particolare nella identificazione degli amministratori indipendenti. A fronte di un numero medio complessivamente elevato, pari al 42 per cento del totale degli amministratori, i criteri adottati sembrano infatti presentare elementi di diversità a livello di segmenti di mercato e di settori di attività, solo in parte riconducibili alla differente ampiezza del consiglio e a una diversa struttura di deleghe, che segnalano un'applicazione meno rigorosa dei criteri di indipendenza, rilevabile soprattutto nelle società dei settori bancario e assicurativo.

Lacune nella trasparenza si evidenziano in merito alle motivazioni dell'adozione di soluzioni organizzative diverse da quelle raccomandate dal Codice, in particolare riguardo:

- alla mancata previsione di una riserva esplicita di competenza decisionale a favore del consiglio in materia di operazioni significative o con parti correlate;
- alla mancata istituzione dei Comitati o alla loro composizione difforme dalle raccomandazioni del Codice;
- all'articolazione delle competenze e delle deleghe tra organi delegati e consiglio di amministrazione e/o alle linee-guida e ai criteri di significatività per individuare le operazioni riservate al consiglio stesso;
- alle procedure per la selezione delle candidature agli organi sociali.

L'esigenza di assicurare una più efficace sorveglianza sulle modalità di adeguamento ai principi stabiliti dal Codice di autodisciplina ha indotto il legislatore italiano a introdurre un

la discussione dei temi giudicati di interesse rispetto al funzionamento del consiglio di amministrazione o all'attività di gestione.

controllo di natura pubblica che integra l'autoregolamentazione degli emittenti, fermo restando il principio della libertà delle società quotate di aderire, anche parzialmente, al Codice.

Fino all'approvazione della legge n. 262/2005 l'unico strumento previsto per verificare l'applicazione del Codice era infatti basato sul principio di trasparenza, che richiedeva la dichiarazione di adesione al Codice ovvero l'esplicitazione delle motivazioni del mancato adeguamento. Nulla era previsto in merito alla verifica dell'effettiva rispondenza dei concreti comportamenti rispetto a quanto dichiarato ⁴⁴.

Le innovazioni legislative della riforma del risparmio, da un lato, istituiscono un ulteriore presidio endosocietario, attribuendo all'organo di controllo (il collegio sindacale o gli analoghi organi negli altri modelli societari) la funzione di vigilare sulle modalità di concreta attuazione delle regole di governo societario previste da codici di autodisciplina; dall'altro, danno alla Consob il compito di stabilire le modalità con le quali gli emittenti diffondono annualmente informazioni sull'adesione a tali codici e di vigilare sulla veridicità delle informazioni riguardanti l'adempimento degli impegni assunti in adesione al Codice.

La nuova disciplina prevede anche, salvo che le violazioni integrino reati sanzionati penalmente, una sanzione pecuniaria amministrativa da dieci a trecentomila euro per false comunicazioni relative all'applicazione delle regole previste nei Codici di comportamento (art. 192-*bis* del Tuf).

La concreta applicazione di tali nuovi poteri della Consob richiede un'attenta valutazione nella scelta degli strumenti e delle modalità del loro esercizio.

È necessario che si assicuri la tutela degli investitori attraverso la qualità delle informazioni fornite dalle società e, al tempo stesso, che sia stimolata la più ampia partecipazione degli operatori all'adozione e all'evoluzione di principi di buon governo societario.

Occorre in particolare evitare che si determini una tendenza all'adozione di pratiche minimaliste di adesione ai principi del Codice da parte delle singole società, volte a ridurre i rischi e i costi dei controlli. Inoltre è necessario che sia incoraggiata la spinta a far evolvere il Codice stesso, per mantenerlo adeguato ai cambiamenti del mercato e alle possibili nuove criticità che potrebbero emergere e per migliorarne la funzione di guida nella ricerca di una maggiore competitività dei sistemi di *governance* delle società italiane.

Importante appare perciò privilegiare una maggiore trasparenza sulle modalità con le quali le società adottano i principi del Codice, incrementando le informazioni fornite al mercato sulle scelte e sui criteri adottati, sotto il profilo organizzativo e comportamentale.

⁴⁴ In particolare, le Istruzioni al Regolamento dei mercati organizzati e gestiti dalla Borsa Italiana prevedono la predisposizione da parte del consiglio di amministrazione di una relazione annuale sulla *corporate governance* con informazioni sull'adesione al Codice e con l'indicazione delle motivazioni della mancata o parziale adesione allo stesso.

Nel prescrivere gli obblighi informativi in merito all'adeguamento al Codice, la Consob potrà anche avere come utile punto di riferimento la Guida alla compilazione della relazione sulla *corporate governance*, pubblicata dall'Associazione delle società per azioni e da Emittenti Titoli Spa nel febbraio 2004 che ha già contribuito al miglioramento dell'informativa. Sarà richiesta, oltre all'informativa annuale, una informativa continua e specifica di aggiornamento in caso di rilevanti variazioni rispetto a quanto dichiarato.

Una maggiore assunzione di responsabilità è poi richiesta agli organi di controllo interno delle società quotate.

La complessità della nuova attività di vigilanza sulla veridicità delle informazioni fornite in materia di adeguamento ai Codici di autodisciplina, ha indotto il legislatore a considerare come punto di riferimento della Consob gli organi di controllo interno. A essi ora compete una diretta responsabilità di vigilanza sull'effettivo adeguamento alle disposizioni del Codice e sono attribuiti tutti i poteri e gli strumenti necessari per effettuare le valutazioni sostanziali che la disciplina richiede. Al riguardo, con la riforma del risparmio è ora prevista una specifica sanzione amministrativa pecuniaria⁴⁵ che potrà essere irrogata dalla Consob in caso di irregolarità nell'adempimento dei doveri di vigilanza spettanti agli organi di controllo interno tra cui il dovere di vigilare sull'adeguamento ai Codici di autodisciplina (art. 193, comma 3, lett. a).

La Consob, a seguito del recepimento della direttiva sugli abusi di mercato, dispone oggi di più penetranti e invasivi poteri di vigilanza (art. 187-*octies* del Tuf). Tali poteri potranno essere utilizzati anche nella vigilanza sulla veridicità delle informazioni fornite o in caso di indizi di mancata rispondenza tra le dichiarazioni degli emittenti e l'effettivo adeguamento ai Codici (ad esempio, segnalazioni degli organi di controllo interno, esposti, ecc.), ovvero nell'ambito di controlli periodici, a campione, che potranno essere effettuati sulla base di criteri oggettivi predeterminati.

Particolarmente rilevante e delicata è la identificazione degli amministratori indipendenti, cui viene attribuita una funzione chiave nella dialettica tra le funzioni di gestione e controllo. Finora l'attenzione è stata prevalentemente incentrata sulla loro rilevanza quantitativa, su cui peraltro non sono stati definiti parametri di riferimento né verificati gli effetti che un maggior numero di amministratori indipendenti determina sul miglioramento del governo societario e sulla performance delle società. Si pone invece l'esigenza di adottare un approccio orientato a valorizzare la qualità dell'indipendenza, sia sotto il profilo dell'effettiva, e non solo formale, rispondenza ai requisiti, sia sotto il profilo delle caratteristiche "positive" che gli amministratori indipendenti dovrebbero possedere, in termini di professionalità e di impegno.

La definizione di indipendenza, finora prevalentemente basata su requisiti negativi, cioè sull'individuazione di situazioni sintomatiche dell'assenza di indipendenza, si sta progressivamente

⁴⁵ Una sanzione pecuniaria da 25.000 a 2 milioni e mezzo di euro.

affinando, ma resta per sua natura di difficile standardizzazione e presenta notevoli problemi di verifica, dipendendo da un insieme complesso di situazioni e circostanze legate alle specifiche realtà.

Una maggiore trasparenza sui criteri adottati nella valutazione del possesso dei requisiti di indipendenza e dei profili professionali degli amministratori ritenuti indipendenti potrebbe fornire al mercato un utile strumento per valutare la diversa qualità delle scelte delle società, stimolando il progressivo miglioramento degli standard comportamentali.

Contribuiscono a realizzare questo obiettivo le disposizioni dei regolamenti Consob che prevedono dettagliati obblighi di trasparenza, su base individuale, della remunerazione e delle partecipazioni dei membri degli organi sociali. Tali disposizioni potrebbero essere utilmente integrate da informazioni sulle caratteristiche di competenza e professionalità dei singoli amministratori e sugli incarichi svolti nel periodo rilevante per valutarne l'indipendenza.

La presenza delle minoranze azionarie negli organi di amministrazione e controllo

Accanto agli amministratori indipendenti, la cui figura nasce soprattutto nei sistemi di *public company* come modo di rafforzare il controllo all'interno degli organi societari solitamente dominati dai manager, nel sistema italiano di governo societario un ruolo rilevante nella dialettica tra le funzioni di gestione e controllo può essere svolto dai membri degli organi sociali eletti dalle minoranze azionarie.

La previsione di meccanismi di elezione dei membri degli organi sociali di tipo "proporzionale", basati sulla presentazione di più liste tra le quali ripartire i membri eletti, consente una più estesa rappresentanza delle diverse categorie di azionisti, favorendo una composizione degli organi sociali che rifletta più adeguatamente l'articolazione della compagine azionaria. Ciò consente di valorizzare una caratteristica della struttura proprietaria delle società quotate italiane dove è diffusa la presenza di azionisti di minoranza che detengono partecipazioni rilevanti e che sono quindi in grado di partecipare attivamente all'elezione dei membri degli organi sociali⁴⁶.

La procedura del voto di lista, che la legge sulle privatizzazioni aveva introdotto per le società appartenenti a determinati settori, è stata volontariamente adottata negli ultimi anni da parte di numerose società: a metà 2005 circa il 20 per cento delle società quotate aveva il voto di lista, oltre la metà delle quali su base volontaria, anche se un'effettiva presenza di amministratori eletti dalle minoranze era riscontrabile in circa la metà di esse. Tra le società del Mib30 la percentuale di società con il voto di lista è del 50 per cento e l'effettiva presenza di amministratori di minoranza riguardava il 36 per cento delle società.

⁴⁶ Nelle società italiane quotate, in cui è presente un singolo azionista di controllo, alla fine del 2005 vi erano in media altri 3 azionisti con quote superiori al 2 per cento.

La riforma del risparmio è intervenuta in maniera significativa anche sui meccanismi di elezione e sulla composizione degli organi sociali, rendendo obbligatoria per tutte le società quotate l'adozione del voto di lista, per il quale ha fissato nel 2,5 per cento la soglia massima che gli statuti possono introdurre come requisito di possesso per presentare le liste, e prevedendo l'obbligo che almeno uno degli amministratori dei consigli composti da più di 7 membri e che tutti i membri degli organi di controllo debbano soddisfare i requisiti di indipendenza. Inoltre, ha previsto che il presidente dell'organo di controllo, per l'elezione dei cui membri era già prevista l'adozione del voto di lista, sia scelto tra quelli eletti dai soci di minoranza e ha richiesto alla Consob di stabilire con regolamento modalità che assicurino l'effettiva elezione di un membro effettivo degli organi di controllo da parte dei soci di minoranza.

Si tratta di misure importanti che possono portare benefici significativi alla democrazia societaria delle società quotate italiane. Esse vanno nella direzione delle *best practice* internazionali e appaiono coerenti con le esigenze di evoluzione dei sistemi di governo societario che si stanno affermando nei principali sistemi.

La loro effettiva attuazione richiederà però una attenta valutazione della varietà delle caratteristiche strutturali degli assetti proprietari e di controllo e dei modelli organizzativi delle società quotate, al fine di garantire il raggiungimento degli obiettivi sostanziali che tali previsioni si pongono, evitando da un lato fenomeni elusivi o di adesione meramente formale, dall'altro effetti distorsivi che possano influire negativamente sull'efficiente gestione delle società. Un'area particolarmente critica in tal senso è quella dell'adozione del voto di lista, dove occorre assicurare l'effettiva indipendenza delle diverse liste, evitando che esse siano riconducibili a medesimi gruppi di interesse, ma al contempo assicurare che le liste di minoranza siano espressione di interessi reali per la società quotata, prevenendo comportamenti finalizzati al perseguimento di interessi diversi da quelli societari.

2.3 Il recepimento della direttiva sulle Opa e gli effetti sulla contendibilità del controllo

Il 21 aprile 2004 il Parlamento Europeo e il Consiglio hanno adottato la direttiva 2004/25/CE, concernente le Offerte pubbliche di acquisto (Opa). La direttiva è entrata in vigore il 20 maggio 2004 e deve essere recepita dagli Stati membri entro il 20 maggio 2006.

L'obiettivo della direttiva è la realizzazione di una maggiore certezza giuridica in materia di Opa, soprattutto nel caso di acquisizioni e di assunzioni del controllo aventi dimensione transfrontaliera, al fine di tutelare in maniera adeguata gli interessi degli azionisti – in particolar modo di quelli di minoranza – e dei dipendenti delle società coinvolte nelle operazioni di acquisizione nonché di qualsiasi altra parte interessata.

La direttiva sull'Opa comunitaria è il punto di arrivo di un lungo dibattito e di un complesso lavoro normativo, dovuto alla difficoltà di arrivare a una completa armonizzazione della materia, che rappresentava una delle priorità del Piano d'Azione per i servizi finanziari, in ragione delle diverse esigenze e delle forti differenze tra le normative nazionali degli Stati membri.

L'impossibilità di pervenire all'armonizzazione normativa in materia, testimoniata dalla bocciatura nel 2001 da parte del Parlamento Europeo della prima proposta di direttiva, nonché dalle molteplici frizioni createsi nell'ambito della negoziazione del testo, ha indotto il legislatore comunitario ad adottare una normativa-quadro che si limitasse a individuare alcuni principi comuni in materia di Opa. Il raggiungimento del compromesso che ha permesso alla direttiva di essere adottata, è stato infatti possibile soltanto attraverso l'inserimento di diverse clausole opzionali, che lasciano ampi margini di discrezionalità agli Stati membri, in particolare in materia di tecniche di difesa (artt. 9 e 11⁴⁷), e la previsione della ulteriore facoltà di subordinare l'applicazione delle regole sulle tecniche di difesa eventualmente adottate al principio di reciprocità.

La scelta di optare per una direttiva "minimalista" non ha permesso di realizzare una omogeneizzazione delle "regole del gioco" (il cosiddetto "*level playing field*") nei trasferimenti del controllo delle società quotate europee, funzionale alla creazione di un mercato europeo del controllo societario.

Si è rinunciato a un alto livello di convergenza in un settore strategico per la creazione di operatori paneuropei, lasciando sostanzialmente agli Stati membri ampia discrezionalità nell'introdurre misure anti-scalata. Con ciò incentivando e non minimizzando la frammentazione delle regole che governano il mercato del controllo societario a livello europeo.

Solo quando sarà attuata da tutti i Paesi la disciplina di recepimento si potrà verificare il grado di apertura dei legislatori nazionali e il livello di contendibilità delle società sul mercato unico, anche se in molti Paesi europei, anche sulla spinta di recenti vicende che testimoniano una crescita della propensione a realizzare operazioni di acquisizione su base transfrontaliera, sembrano delinearsi scelte orientate in modo non coerente con l'obiettivo di apertura e di armonizzazione del mercato.

Delle diverse esigenze che in tale quadro emergono dovrà tenere conto il legislatore italiano nel recepire la direttiva nel nostro ordinamento.

Il recepimento della direttiva impone l'adozione nella normativa nazionale di scelte già definite a livello comunitario (quale, ad esempio, quella della definizione del prezzo dell'offerta quale prezzo più elevato pagato in un certo lasso di tempo antecedente all'offerta) che andranno

⁴⁷ L'art. 9, par. 2 e 3 prevede la regola di neutralità dell'organo di amministrazione in presenza di Opa (analogo all'attuale art. 104 del Tuf); l'art. 11 prevede forme di decadenza dei limiti al possesso azionario e all'esercizio del diritto di voto (siano essi statutari ovvero derivanti da vincoli parasociali) nella medesima circostanza.

inevitabilmente a modificare, anche in termini sostanziali, la normativa Opa attualmente vigente in Italia.

L'aspetto tuttavia più critico nel recepimento della direttiva è quello dell'esercizio delle scelte che vengono affidate al legislatore nazionale, tra le quali le soglie di rilevanza per l'obbligo di Opa, l'adozione o meno dell'obbligo di approvazione assembleare per l'adozione di misure difensive in corso d'Opa (cosiddetta *passivity rule*), della neutralizzazione delle tecniche difensive e della regola di reciprocità, nonché la previsione di poteri discrezionali per la Consob in materia di aggiustamento del prezzo equo. Le scelte effettuate incideranno sul mercato del controllo societario in Italia, sia in termini di contendibilità che in termini di posizionamento delle società italiane in un panorama internazionale.

L'attuale impianto normativo è stato costruito con un forte orientamento alla tutela degli investitori e alla valorizzazione della contendibilità delle società quotate, contribuendo, da un lato, a rendere il mercato italiano dinamico e aperto ai cambiamenti del controllo e, dall'altro, a garantire l'esercizio dei diritti decisionali e patrimoniali da parte degli azionisti di minoranza.

La tutela della contendibilità del controllo si basa principalmente sull'obbligo di autorizzazione assembleare per l'adozione di tecniche di difesa (confronta l'art. 104 del Tuf) e sulla possibilità di recesso senza preavviso dai patti di sindacato in presenza di determinate fattispecie di Opa (cfr. art. 123, comma 3, del Tuf). Forme di decadenza dei limiti statuari al possesso azionario sono altresì presenti per le società privatizzate (cfr. art. 3, comma 3, della legge sulle privatizzazioni n. 474/94).

Nel corso del 2005 la Consob ha fornito alcune prime indicazioni al Ministero dell'Economia e delle Finanze, come contributo alla stesura della normativa nazionale che recepisce la direttiva Opa.

Le considerazioni formulate, in linea con quelle avanzate nel corso della definizione della normativa comunitaria, sono orientate al perseguimento degli obiettivi di tutela degli investitori e dell'efficienza e della trasparenza del mercato del controllo societario che il Tuf assegna alla Consob per l'esercizio dei propri poteri in materia di emittenti, e tengono conto dell'esperienza operativa maturata nei 7 anni di applicazione del Tuf.

Coerentemente con tali parametri di valutazione, la Consob ha rappresentato l'opportunità di perseguire una linea di continuità con le scelte effettuate dal legislatore del Tuf. Dei principi fondamentali dell'attuale normativa si dovrebbe tenere conto nell'utilizzo dei margini di discrezionalità che la direttiva assegna ai legislatori nazionali, pur nell'ambito della più complessa visione che compete agli organi che svolgono compiti di indirizzo politico.

In tale quadro, è stata indicata l'opportunità di mantenere obbligatoria e non opzionale l'attuale disciplina italiana sull'uso degli strumenti di difesa.

Il mantenimento della previsione legislativa dell'obbligatoria autorizzazione assembleare all'adozione delle tecniche di difesa, non derogabile statutariamente, potrebbe peraltro essere accompagnato dall'abrogazione del *quorum* speciale per le deliberazioni dell'assemblea, attualmente fissato al 30 per cento. Tale previsione potrebbe infatti rivelarsi un elemento di eccessiva rigidità in contesti caratterizzati da elevata frammentazione della proprietà e da elevate dimensioni delle società.

Nell'ottica sopra delineata, appare altresì rilevante il mantenimento della previsione legislativa, attualmente contenuta nell'art. 123, comma 3 del Tuf che dispone la possibilità di recesso *ad nutum* dai patti parasociali in caso di Opa. Anche tale previsione, che lascia in sostanza liberi gli azionisti sindacati di valutare la convenienza e l'opportunità di aderire a un'Opa, è evidentemente volta a un più fluido ricambio del controllo.

È stato anche indicato che potrebbe non essere opportuno estendere l'applicazione della regola di neutralizzazione prevista dall'art. 11 della direttiva a situazioni diverse da quelle del citato art. 123 comma 3, che hanno scarsa rilevanza nel mercato italiano e alla luce delle difficoltà applicative che tale disposizione comporterebbe, ad esempio nella determinazione dell'equo indennizzo ai titolari dei diritti resi inefficaci.

Attenta valutazione deve anche essere effettuata con riferimento all'adozione della clausola di reciprocità, sia in via legislativa che in via statutaria.

La condizione posta per l'adozione di tale clausola, ossia l'assenza nella società offerente di una disciplina delle misure difensive in linea con quelle previste nella società oggetto dell'offerta, non sembra rilevante ai fini della tutela degli interessi degli azionisti di quest'ultima società, che dovrebbero comunque essere messi in condizione di valutare la convenienza dell'offerta e l'adozione di eventuali misure difensive. Le differenze nel grado di contendibilità tra società offerente e società oggetto dell'offerta possono peraltro derivare da altre caratteristiche della società offerente (quali la non quotazione, la presenza di azionisti di controllo, la natura cooperativa, ecc.) non riconducibili alla disciplina delle misure difensive.

Anche qualora il principio della reciprocità fosse introdotto in via statutaria, tale decisione sarebbe prevalentemente dipendente dalla volontà di difesa degli azionisti di riferimento eventualmente presenti, a meno di prevedere anche in questo caso che le deliberazioni siano adottate dai soli azionisti di minoranza.

Inoltre, l'adozione del principio di reciprocità, sia se questa è prevista a livello legislativo sia a maggior ragione se è adottata statutariamente, pone rilevanti problemi applicativi della disciplina delle misure difensive. Infatti, allo stato attuale della normativa europea, rimangono profonde incertezze in merito all'ambito di applicazione di tale clausola, e in particolare se e a quali condizioni sia applicabile anche nei confronti di società della stessa nazionalità della società oggetto

dell'offerta o nei confronti di società extra-europee, e alle procedure di applicazione e di risoluzione di eventuali controversie.

3. L'intermediazione del risparmio e la struttura dei mercati nel quadro della direttiva sui mercati di strumenti finanziari (MiFID)

3.1 L'evoluzione dell'industria dell'intermediazione mobiliare.

La struttura dell'industria dei servizi di intermediazione mobiliare in Italia sarà interessata nei prossimi anni da profondi mutamenti del contesto competitivo internazionale e del quadro normativo soprattutto di matrice europea.

La riforma della disciplina dei servizi di investimento, introdotta dalla nuova direttiva di settore 2004/39/CE (MiFID), è il risultato della volontà del legislatore comunitario di armonizzare in modo più completo le regole dei diversi Paesi europei e riflette tendenze che, in ambito soprattutto internazionale, l'industria aveva già manifestato.

In tale ottica, la riforma contribuirà in modo sensibile a orientare le scelte strategiche degli intermediari, da cui dipendono la capacità di competere a livello nazionale e internazionale.

Tra le innovazioni apportate dalla nuova disciplina comunitaria almeno due assumono particolare rilevanza:

- l'attenuazione dei doveri, in capo agli intermediari, di valutazione dell'adeguatezza (*suitability*) delle operazioni dei propri clienti, cui fa da parziale "contrappeso" l'elevazione a "servizio di investimento" del servizio di consulenza, anche se incidentale;
- il venir meno della concentrazione degli scambi nei mercati regolamentati, con la conseguente piena concorrenza fra diverse modalità di negoziazione, fra le quali è da comprendere anche la cosiddetta "internalizzazione" degli ordini da parte dell'intermediario.

Nella vigenza della precedente direttiva comunitaria di riferimento (n. 93/22/CEE, cosiddetta ISD) la necessità di conoscere il proprio cliente al fine di poterne valutare l'adeguatezza degli investimenti è principio sostanzialmente inderogabile e valido non solo per il servizio di gestione individuale ma anche per i servizi del risparmio "amministrato" quali la negoziazione e la raccolta ordini. Con la MiFID, si apre la possibilità alle imprese di fornire, a certe e definite condizioni, un servizio di negoziazione o di raccolta ordini per il quale non è necessario conoscere il proprio cliente e non è quindi richiesto formulare valutazioni di "adeguatezza" delle operazioni disposte dallo stesso investitore (servizi di *execution only*).

Si tratta per l'intermediario di offrire nuove modalità di prestazione di servizi a basso valore aggiunto, nelle quali l'intermediario non fornisce una componente fino a oggi indefettibile della propria prestazione consistente nella valutazione di conformità degli investimenti al profilo del risparmiatore. Lo sviluppo di tali servizi determinerà una spinta a una forte concentrazione del mercato, in quanto la concorrenza nella loro fornitura dipende essenzialmente dalla velocità di esecuzione degli ordini e dalla scelta delle migliori piattaforme di esecuzione, elementi che richiedono rilevanti investimenti in tecnologia e sono favoriti da alti volumi di intermediazione.

D'altra parte, la direttiva eleva a servizio di investimento l'attività di consulenza entro la quale è ricondotta anche l'attività di orientamento incidentale, su singole operazioni, fornita al cliente.

Si focalizza, quindi, nel servizio di consulenza la componente più attiva, a maggiore valore aggiunto, e professionalmente qualificante dell'attività dell'intermediario. Nell'esercizio del servizio di consulenza l'impresa dovrà certamente e pienamente conoscere il proprio cliente e indirizzarlo, per definizione, a operazioni per lui adeguate.

Tale scenario è di rilevante impatto specie per il mercato italiano nel quale le famiglie detengono in misura significativa strumenti di "investimento diretto" (azioni, obbligazioni e altri strumenti finanziari di un singolo emittente) ma non anche "indiretto" (quote di fondi comuni) o comunque mediato da investitori professionali (gestioni individuali). Nel nostro sistema è infatti tuttora significativa, specie se rapportata a realtà di altri Paesi dell'Unione Europea, la quota del risparmio cosiddetto "amministrato", che cioè fa ricorso ai servizi di negoziazione e raccolta ordini degli intermediari rispetto a quello "gestito", nel quale le scelte di investimento e disinvestimento per conto del risparmiatore sono rimesse alla discrezionalità, come indirizzata nel contratto, dell'intermediario.

Per gli investitori emerge una maggiore esigenza di "cultura finanziaria", rispetto alla quale gli intermediari innanzitutto, ma anche le Associazioni degli operatori, quelle dei consumatori e le stesse Autorità di vigilanza, dovranno fornire strumenti di *investor education* volti innanzitutto a rendere ben chiaro che per i servizi del "risparmio amministrato" la prestazione della controparte potrebbe essere assai ridotta rispetto a quella cui fino a oggi per legge erano tenuti gli intermediari.

La piena consapevolezza del nuovo quadro di riferimento nel quale si troveranno a operare gli investitori potrebbe essere resa ulteriormente difficile se si considera che scelte recenti del legislatore nazionale si sono (in via divergente rispetto alle soluzioni comunitarie all'orizzonte) indirizzate nel senso di una ulteriore e più marcata enfattizzazione dei doveri dell'intermediario di valutazione dell'adeguatezza degli investimenti e di informativa sul grado di rischio degli strumenti finanziari trattati.

Per le imprese di investimento, si pone il problema di valutare pro e contro delle diverse opzioni operative che il quadro normativo offre, al fine di disegnare strategie di offerta di servizi

che ne consentano, anche nel medio termine, una permanenza sul mercato dinnanzi alla concorrenza internazionale. In tale processo, occorrerà in particolare avere presente che servizi a basso valore aggiunto richiedono e consentono basse commissioni da addebitare ai clienti.

Appare pur possibile che un'opzione diversa sia percorsa dall'industria. Vale a dire offrire, in abbinamento ai servizi di negoziazione o di raccolta ordini, forme di consulenza, anche "incidentale" sulla singola operazione, che prospetterebbero attività a maggior valore aggiunto, in presenza delle quali, il conoscere il proprio cliente e il valutarne l'adeguatezza degli investimenti, prima ancora che essere doveri indefettibili recati dalla relativa disciplina, costituirebbero tratti caratteristici della prestazione fornita e remunerata.

Certamente fornire consulenza presuppone coerenti scelte organizzative e di investimento, anche nella dotazione di sistemi informatici, da parte delle imprese di investimento al fine di conoscere in tempo reale, e nel modo più analitico, i propri clienti e i relativi bisogni e, nello stesso tempo, gli strumenti finanziari offerti dal mercato.

L'industria italiana dell'intermediazione è nelle condizioni di raccogliere la nuova sfida e in tal senso possono leggersi recenti iniziative di importanti operatori, nel quadro anche degli opportuni impulsi delle Associazioni di categoria, di investire significativamente nella qualità delle informazioni da fornire al cliente su natura e rischi delle singole operazioni, al fine di orientarne o condividerne le scelte nel modo più consapevole.

L'altro elemento innovativo derivante dalla normativa europea che è in grado di incidere significativamente sugli assetti del settore dell'intermediazione mobiliare deriva dal venir meno della concentrazione obbligatoria degli scambi, su titoli quotati, nei mercati regolamentati. Si determina, in tal modo, una accentuata concorrenza fra diverse tipologie di modalità di negoziazione, nella quale il dovere degli intermediari di assicurare le condizioni di "migliore esecuzione" degli ordini (*best execution*), assume rilevanza come elemento del confronto fra le diverse sedi di esecuzione degli ordini.

La riforma, può essere letta sotto una duplice chiave:

- la configurazione, per i negozianti, di un nuovo segmento di attività costituito dalla possibilità di internalizzare sistematicamente ordini su titoli pur quotati;
- la ritrovata centralità della regola di *best execution* specie per il mercato nazionale che ha fino a ora convissuto con la presunzione di "migliore esecuzione" per tutti gli ordini veicolati sui mercati regolamentati.

Internalizzatore è, secondo le definizioni dettate dalla MiFID, l'intermediario che "*negozia per conto proprio, eseguendo gli ordini del cliente al di fuori di un mercato regolamentato o di un sistema multilaterale di negoziazione*".

Per svolgere con efficienza tale tipo di attività, sono necessari investimenti in tecnologia e alti volumi di intermediazione al fine di garantire liquidità e competitività alle proprie “quotazioni”. Lo specifico segmento di mercato registra alti costi di accesso e necessità di confrontarsi con competitori, in ambito almeno europeo, già da tempo operativi.

Si delinea il proseguimento del processo di integrazione, nell’ambito del mercato unico europeo, che può ulteriormente indurre i principali gruppi finanziari internazionali ad accentrare le proprie unità di negoziazione presso la piazza londinese, mantenendo in Italia strutture dedicate alla sola commercializzazione del servizio.

Quanto alla ritrovata centralità della regola di *best execution*, si osserva che certamente la stessa determina un “costo” per le imprese di investimento e la necessità di realizzare investimenti, posto che impone ai negoziatori (ma anche ai raccoglitori ordini e ai gestori) di dotarsi di procedure idonee a indirizzare gli ordini nelle migliori sedi di esecuzione (in termini non solo di prezzi esposti).

Peraltro, il migliore rispetto delle norme di condotta, oltre che come un costo, può essere visto dagli intermediari come un’area su cui sviluppare la propria capacità competitiva, potendo e dovendo divenire terreno sul quale misurare l’efficienza e la capacità competitiva dell’impresa.

In un mercato efficiente, la migliore predisposizione di procedure capaci di interrogare una pluralità di sedi di esecuzione degli ordini rilevanti al fine di individuare quella migliore nell’interesse del cliente, diviene fattore di affermazione, in grado di contribuire significativamente alla qualificazione dell’attività di intermediazione dell’impresa.

Anche sotto questo profilo, la crescita di cultura finanziaria e di consapevolezza degli investitori è fondamentale, affinché gli stessi possano orientare la scelta del proprio intermediario negoziatore, tenendo conto dell’ammontare delle commissioni richieste, ma anche dell’effettivo contenuto della prestazione che potrà essere loro fornita.

3.2 La trasparenza delle negoziazioni

Il venire meno della centralità dei mercati tradizionalmente intesi, in conseguenza dell’apertura dei sistemi di negoziazione alla competizione tra diverse piattaforme e modalità di negoziazione, influenzerà profondamente gli assetti dei sistemi di negoziazione.

Lo sviluppo delle tecnologie informatiche e telematiche ha favorito infatti una diversificazione delle piattaforme e delle modalità con le quali vengono realizzate le negoziazioni di strumenti finanziari.

Il processo è in accelerazione soprattutto in ambito europeo, in conseguenza dell’approccio adottato dalla direttiva sui mercati di strumenti finanziari (MiFID), che favorisce la competizione

tra diverse strutture di intermediazione mobiliare, che vedono affiancarsi ai mercati regolamentati i sistemi multilaterali di negoziazione (*Multilateral Trading Facilities* – MTF) e l'attività di internalizzazione svolta dagli intermediari.

In tale contesto, non devono essere sottovalutati i rischi di arbitraggi regolamentari che possono derivare da una disomogeneità sostanziale dei regimi regolamentari che si applicano ai diversi sistemi. Tali rischi assumono particolare rilievo nell'area della trasparenza delle negoziazioni, la cui disciplina ha impatto significativo sull'efficienza dei mercati, sul regolare andamento delle negoziazioni e sulla tutela dell'investitore.

Ai fini di una corretta definizione e di una effettiva applicazione del regime di trasparenza delineato nella MiFID, le disposizioni tecniche di attuazione, in corso di definizione a livello 2 della procedura Lamfalussy, rappresentano un nodo cruciale.

In relazione al regime di trasparenza, vi sono aree nelle quali le scelte – talvolta già effettuate nella direttiva, in altri casi rimesse alla discrezionalità degli Stati membri – assumono particolare rilevanza per i costi e benefici connessi con l'adozione di un determinato regime.

L'evoluzione del contesto nel quale gli intermediari negoziatori si troveranno a operare cambierà radicalmente e l'ambito regolamentare di riferimento, così come delineato nella direttiva, comporterà una maggiore opacità. Infatti, la trasparenza pre-negoziazione (*pre-trade*) – considerata dalla stessa direttiva un fattore di unificazione – subisce molte e importanti eccezioni.

Un primo fattore di opacità deriva dal fatto che il regime di trasparenza previsto dalla direttiva riguarda solo le azioni e, nell'ambito di queste, solo quelle ammesse alle negoziazioni sui mercati regolamentati. Ne deriva che non vi sono obblighi di trasparenza su strumenti finanziari diversi dalle azioni ammesse a negoziazione sui mercati regolamentati.

Inoltre sono previste esenzioni agli obblighi di trasparenza per le negoziazioni su “blocchi” di azioni, al fine di limitare i rischi affrontati dagli operatori che danno liquidità al mercato operando in conto proprio. A tal fine, assume notevole importanza la concreta individuazione delle soglie, al di sopra della quale un ordine o una transazione deve essere considerata di dimensioni “elevate se raffrontate con la normale operatività del mercato”.

Un'ulteriore area di opacità deriva dal fatto che il regime di trasparenza al quale gli internalizzatori sistematici devono sottostare trova applicazione esclusivamente in relazione a ordini di importo non superiore alla “dimensione standard del mercato” e solo in relazione ad azioni liquide.

Gli internalizzatori sistematici, quando negoziano quantitativi fino alla dimensione standard del mercato, sono tenuti a pubblicare quotazioni irrevocabili per le azioni ammesse a negoziazione nei mercati regolamentati per le quali esiste un mercato liquido. Nel caso di azioni per le quali non esiste un mercato liquido, gli internalizzatori sistematici sono invece tenuti a comunicare le loro quotazioni alla clientela su richiesta, mentre sono esentati del tutto dall'obbligo di pubblicazione di

quotazioni irrevocabili se negoziano solo quantitativi al di sopra delle dimensioni standard del mercato.

Sono quindi decisive le scelte in merito ai criteri di individuazione della dimensione standard del mercato e dei titoli liquidi. La decisione della Commissione Europea di applicare il calcolo per la definizione di dimensione standard del mercato alle transazioni e non agli ordini, come invece aveva suggerito il Cesr, comporta l'individuazione di soglie più basse e quindi un ampliamento delle aree di opacità.

Nella direttiva viene inoltre codificata e disciplinata la procedura di miglioramento delle condizioni di prezzo rispetto a quello quotato al momento in cui ricevono l'ordine (*price improvement*), che gli internalizzatori sistematici possono praticare nei confronti della clientela professionale. Tale procedura può essere adottata "in casi giustificati, a patto che il prezzo rientri in una forbice pubblicata prossima alle condizioni di mercato e gli ordini siano di dimensioni superiori a quelle abitualmente considerate da un investitore al dettaglio".

Tale aspetto riveste carattere cruciale in considerazione del fatto che più ampio è l'intervallo di valori delle transazioni per il quale il *price improvement* è accettato, minore è il grado di "affidabilità" delle quote rese pubbliche dagli internalizzatori sistematici e, quindi, minore è il valore informativo dei prezzi esposti.

La direttiva MiFID introduce inoltre un elemento di flessibilità per gli Stati membri in relazione alla possibilità offerta di "estendere gli obblighi di trasparenza pre e post negoziazione anche a strumenti finanziari diversi dalle azioni" (Considerando 46).

Dopo un intenso dibattito, la MiFID ha escluso il mercato obbligazionario dal suo campo di applicazione, lasciando agli Stati membri ogni discrezionalità nel provvedervi. La scelta riveste carattere cruciale soprattutto in considerazione dell'impatto che può avere l'adozione isolata (non perseguita anche da altri Stati membri) da parte dell'Italia di un regime di trasparenza per le obbligazioni.

La dimensione quantitativa del fenomeno, le problematiche evidenziate nel processo di formazione dei prezzi rendono evidente la necessità di seguire con particolare attenzione il fenomeno. Nonostante le caratteristiche del mercato obbligazionario siano strutturalmente diverse da quello azionario, certamente si è persa un'occasione importante per ridurre i rischi di arbitraggi regolamentari e rendere anche tale mercato trasparente. Elementi ricavati dalla concreta osservazione e analisi dei mercati obbligazionari avrebbero dovuto costituire ragioni almeno sufficienti alla previsione di un regime di trasparenza che, anche se non uguale a quello previsto per le azioni, consentisse di puntare all'acquisizione di maggiori informazioni e, per questa via, a una maggiore conoscenza del mondo delle obbligazioni.

4. I rapporti con l'Autorità Giudiziaria e il contenzioso

4.1 I rapporti con l'Autorità Giudiziaria

Nello svolgimento della propria attività istituzionale la Consob intrattiene frequenti rapporti di collaborazione di tipo informativo con l'Autorità Giudiziaria in relazione a ipotesi di possibile rilievo penale.

In particolare, il Presidente della Consob inoltra all'Autorità Giudiziaria competente una "segnalazione" corredata della documentazione di supporto, qualora dalle evidenze istruttorie emergano fattispecie penalmente rilevanti.

Tale attività di segnalazione (svolta ai sensi dell'art. 331, comma 1, c.p.p.⁴⁸) riguarda sia reati di tipo comune, quali ad esempio reati contro il patrimonio, sia reati che afferiscono più specificamente al settore di attività della Consob.

Nel corso del 2005 la Consob ha trasmesso 69 rapporti all'Autorità Giudiziaria per ipotesi di violazioni di legge penalmente sanzionate. Tali segnalazioni hanno riguardato in massima parte ipotesi di reati comuni previsti dal codice penale (*i.e.* appropriazione indebita e truffa): si tratta prevalentemente di condotte rilevate nell'ambito di attività illecite poste in essere da promotori finanziari. Nell'esercizio delle funzioni di vigilanza sono altresì emerse violazioni della normativa del Tuf in materia di abusivismo, oltre che violazioni dell'art. 2621 c.c., in materia di false comunicazioni sociali.

L'attività di supporto all'Autorità Giudiziaria, che si esplica anche nell'ambito di indagini penali già in corso, ha continuato a svolgersi nell'anno trascorso attraverso la consueta collaborazione in ordine alle numerose richieste di dati e notizie formulate dalla medesima Autorità Giudiziaria ovvero da organi di polizia giudiziaria da essa delegati.

Tali richieste (in totale 112) hanno riguardato sia l'acquisizione di dati concernenti i soggetti sottoposti alla vigilanza della Commissione, sia più specificamente documenti, informazioni e chiarimenti su istruttorie svolte o in corso di svolgimento da parte dell'Istituto nell'esercizio delle proprie funzioni. E' risultato, inoltre, crescente, il numero di funzionari della Consob sentiti dall'Autorità Giudiziaria penale quali persone informate sui fatti oggetto delle indagini.

Nell'ambito dell'attività di segnalazione di ipotesi penalmente rilevanti un ruolo particolare viene assunto dalla Consob con riferimento alle denunce aventi a oggetto i reati di abuso di

⁴⁸ Ai sensi del quale "i pubblici ufficiali che nell'esercizio o a causa delle loro funzioni ... hanno notizia di un reato perseguibile di ufficio, devono farne denuncia per iscritto, anche quando non sia individuata la persona alla quale il reato è attribuito".

informazioni privilegiate e manipolazione del mercato. Nello scorso anno, sono state inoltrate complessivamente 4 segnalazioni di ipotesi penalmente rilevanti (2 per abuso di informazioni privilegiate – uno dei quali nello schema operativo del *front running* – e 2 per manipolazione, operativa e informativa).

In tale contesto, già l'art. 185 del Tuf attribuiva alla Consob potestà di accertamento delle ipotesi di reato, mediante l'esercizio degli specifici poteri a essa attribuiti nei confronti dei soggetti sottoposti alla sua vigilanza, nonché nei confronti di "chiunque" fosse informato sui fatti oggetto di indagine. Terminati gli accertamenti, il Presidente della Consob trasmetteva al Pubblico Ministero, corredata da una relazione, la documentazione raccolta (art. 186 del Tuf).

Tale ruolo di collaborazione informativa tra l'Autorità di vigilanza e l'Autorità Giudiziaria risulta ora rafforzato dalle recenti modifiche apportate al Tuf dalla legge 18 aprile 2005, n. 62 (Disposizioni per l'adempimento di obblighi derivanti dall'appartenenza dell'Italia alle Comunità europee - Legge comunitaria 2004).

In tale prospettiva, infatti, l'art. 187-*decies*, comma 3, del Tuf (ai sensi del quale, "*La Consob e l'Autorità Giudiziaria collaborano fra loro, anche mediante scambio di informazioni, al fine di agevolare l'accertamento delle violazioni - in materia di insider trading e manipolazione - anche quando queste non costituiscono reato*") non solo ha espressamente confermato l'attività di collaborazione informativa svolta dalla Consob nei confronti delle Procure interessate da indagini relative a soggetti sottoposti alla vigilanza della Commissione, ma ha ampliato l'ambito di tale attività prevedendo una collaborazione biunivoca e dunque paritaria con l'Autorità Giudiziaria, la quale ora fornisce informazioni, su richiesta o di propria iniziativa, all'Organo di controllo per le finalità indicate dalla norma.

La norma sopra citata riconosce dunque all'Autorità amministrativa una posizione di specularità rispetto a quella giudiziaria, delineando il perimetro operativo di ciascuna Autorità e codificando un principio di reciproca collaborazione; e ciò, non solo (come in passato) per la repressione degli illeciti penali, ma anche per l'accertamento delle violazioni di natura amministrativa in materia di abusi di mercato in ordine ai quali il nuovo Testo unico della finanza (articoli 187-*septies* e 195, come novellati dalla legge n. 62 del 2005) conferisce alla Consob una autonoma potestà sanzionatoria.

In tale prospettiva, assume particolare rilievo la circostanza che l'art. 187-*decies*, comma 3, del Tuf ha già trovato concreta applicazione proprio in occasione dello svolgimento delle indagini, tuttora in corso, relative alle delicate vicende societarie "Antonveneta", "Bnl/Unipol", "Rcs" e "Fiat" che si sono sviluppate durante l'anno trascorso e che hanno impegnato gli Uffici della Commissione in un'intensa attività di collaborazione e di scambio di informazioni e documenti con le Procure competenti.

4.2 Il contenzioso

L'intervento della Consob nei procedimenti penali e il contenzioso civile

La Consob nel corso del 2005 si è costituita parte civile in diversi procedimenti penali per *insider trading*, aggio e ostacolo all'attività di vigilanza.

Come noto, ai sensi del previgente art. 187 del d. lgs. n. 58/1998 la Consob, nei procedimenti penali per *insider trading* e aggio, esercitava i diritti e le facoltà attribuiti dal codice di procedura penale agli enti e alle associazioni rappresentativi di interessi lesi dal reato. Il nuovo art. 187-undecies (introdotto dalla citata legge n. 62/2005), nel confermare, al comma 1, la suddetta facoltà, ha, altresì, previsto espressamente (comma 2) la facoltà della Consob di costituirsi parte civile nei relativi procedimenti penali. *In parte qua*, la disposizione ha, peraltro, portata ricognitiva di una facoltà discendente dall'applicazione del principio generale ex artt. 185 c.p. e 74 c.p.p. Di carattere innovativo è, per contro, la seconda parte della norma, che ha introdotto speciali criteri di determinazione del danno: *“tenendo comunque conto dell'offensività del fatto, delle qualità personali del colpevole e dell'entità del prodotto o del profitto conseguito dal reato”*.

La legittimazione della Consob a costituirsi parte civile ha ricevuto peraltro espresso riconoscimento da parte della giurisprudenza⁴⁹.

Al fine istituzionale di perseguire la tutela dell'interesse all'efficiente funzionamento del mercato, nel corso del 2005 la Consob si è costituita parte civile in 8 nuovi procedimenti penali per *insider trading* (n. 3) e aggio (n. 5), mentre in un caso, ove è stata configurata un'ipotesi di violazione dell'art. 180, comma 2, del Tuf, successivamente depenalizzato per effetto della legge n. 62/2005, la Consob ha presenziato come ente rappresentativo degli interessi lesi dal reato. Nella maggior parte di detti procedimenti, la Consob aveva provveduto a inviare alla competente Autorità Giudiziaria apposite segnalazioni, all'esito dell'attività di vigilanza svolta.

Il 27 marzo 2006, il Tribunale di Milano (sez. III penale) nel disporre la condanna nei confronti di un soggetto imputato del delitto di aggio, già previsto dall'art. 181 e ora dall'art. 185 del Tuf, ha riconosciuto alla Consob, costituitasi parte civile, il risarcimento dei danni patrimoniali, da liquidare in separato giudizio, nonché i danni non patrimoniali derivanti dalla lesione dell'interesse all'integrità del mercato, di cui la stessa è istituzionalmente referente, nella misura di 30.000 euro. Si tratta del primo giudizio giunto a conclusione tra quelli per abusi di

⁴⁹ Da ultimo, il Tribunale di Milano ha infatti affermato che “La norma di cui all'art. 2637 c.c. è posta a tutela della regolare formazione dei prezzi degli strumenti finanziari e, quindi, della regolarità dell'andamento dei mercati finanziari e a tutela della stabilità del sistema bancario. Tenuto conto che la Consob è preposta alla tutela degli interessi del pubblico risparmio nel settore del mercato finanziario è ipotizzabile che, ove siano posti in essere comportamenti volti, mediante le modalità di cui all'art. 2637 c.c., a turbare o alterare la regolarità del mercato finanziario, la sussistenza di danno in capo alla Commissione” (ordinanza del 25 gennaio 2005, resa nell'ambito del processo “Parmalat”). Tale impostazione è stata sostanzialmente confermata dal Tribunale di Milano con successive ordinanze rese in data 21 settembre e 19 dicembre 2005, nonché dal Tribunale di Brescia con ordinanza del 3 marzo 2005.

mercato in cui la Consob si è costituita parte civile e si tratta altresì della prima volta in cui un Tribunale ha ravvisato la sussistenza di un danno, cagionato dalle stesse condotte di abuso, e ha conseguentemente attribuito alla Consob il diritto al relativo risarcimento.

Nel corso del 2005, la Consob si è costituita parte civile anche nell'ambito del procedimento penale instaurato, innanzi al Tribunale di Milano, nei confronti di due ex-revisori del Gruppo Parmalat che avevano richiesto procedersi con giudizio immediato. Detto processo è confluito nel processo "Parmalat" – in cui la Consob è ugualmente costituita parte civile - in fase dibattimentale.

La Consob è stata interessata in questi ultimi anni da un numero crescente di richieste di risarcimento, soprattutto da parte di gruppi di risparmiatori o di associazioni di consumatori, in relazione a vicende che hanno comportato rilevanti perdite per i risparmiatori. Numerose richieste di risarcimento sono state avanzate in relazione a fenomeni di vendita da parte degli intermediari alla clientela di strumenti finanziari emessi da società successivamente colpite da situazioni di dissesto.

In tale materia, degne di nota sono le sentenze (27) che hanno definito una parte dei giudizi risarcitori promossi nei confronti della Consob da alcuni risparmiatori, acquirenti di obbligazioni "Cirio" e "Argentina".

Nella maggior parte delle sentenze emesse è stata accertata la responsabilità degli intermediari coinvolti nella distribuzione delle obbligazioni, con conseguente condanna al risarcimento dei danni nei confronti degli aventi diritto. Le pretese risarcitorie formulate nei confronti della Consob sono invece state tutte respinte, attesa la dichiarata insussistenza - nel merito - di profili di responsabilità (extracontrattuale) dell'Istituto per omesso e/o negligente esercizio delle funzioni di vigilanza sugli intermediari coinvolti nella distribuzione delle citate obbligazioni, non essendo stata ravvisata alcuna violazione da parte dell'Istituto degli obblighi di vigilanza imposti dalla normativa di riferimento.

Le suddette sentenze hanno chiarito che l'illecito di tipo omissivo deve trovare fondamento nella violazione di una norma specifica, mentre non è possibile individuare in capo alla Consob alcun obbligo di controllo sul flusso indifferenziato di informazioni destinate agli investitori. Ciò in quanto, ai sensi della specifica disciplina, le norme attributive dei poteri della Consob hanno come destinatari immediati i soggetti abilitati⁵⁰.

⁵⁰ Le sentenze hanno chiarito che: "Non è rinvenibile nel Tuf, né potrebbe ritenersi in concreto esigibile, alcun obbligo a carico della Consob di generale e costante informazione (diretta al pubblico indifferenziato degli investitori) in merito all'andamento dei mercati finanziari e, specificamente, in merito alle variazioni del rischio sistematico e specifico riferito ai singoli prodotti finanziari". Inoltre: "... la tutela degli interessi degli investitori costituisce l'obiettivo finale cui deve tendere l'esercizio delle competenze amministrative di vigilanza e ispezione, che hanno invece come destinataria prima e diretta l'attività dei soggetti abilitati. Ne consegue che l'asserito illecito omissivo ascritto alla Consob ... non può essere genericamente desunto dal predetto obiettivo finale, ma deve essere individuato in relazione alla specifica norma attributiva della competenza" (confronta sentenze Tribunale di Roma nn. 14516 e 15196).

Sempre con riguardo alla verifica in sede giurisdizionale dell'attività dell'Istituto, nel corso del 2005 la Consob ha proposto appello avverso la sentenza del Tribunale di Roma n. 34309 del 14 dicembre 2004, con cui l'Istituto era stato condannato al pagamento, a favore di un gruppo di risparmiatori, di una somma di denaro a titolo di risarcimento del danno conseguente per omessa attività di controllo su una società di intermediazione mobiliare.

A fine 2005 risultava pendente, presso la medesima Corte di Appello di Roma, un giudizio relativo all'impugnativa di altra sentenza che ha, parimenti, disposto la condanna dell'Istituto al risarcimento dei danni occorsi a un gruppo di risparmiatori e conseguenti all'omessa attività di controllo su un gruppo di società, di cui solo alcune autorizzate allo svolgimento di attività di intermediazione mobiliare e altre, viceversa, operanti in via abusiva.

Il contenzioso sui provvedimenti in materia di vigilanza

Rispetto all'anno precedente, nel 2005 si è registrato un significativo aumento dei procedimenti di impugnazione intentati avanti al giudice ordinario.

L'incremento è dovuto, essenzialmente, alle opposizioni presentate avverso gli 11 decreti ministeriali irrogativi di sanzioni amministrative pecuniarie per irregolarità nella negoziazione di obbligazioni "Cirio" e "Argentina"⁵¹. Avverso tali provvedimenti - costituenti l'esito di iniziative di vigilanza relative ad altrettanti istituti di credito - sono state presentate, avanti a 8 diverse Corti d'Appello, 79 autonome impugnazioni, promosse complessivamente da 417 soggetti (banche ed esponenti aziendali)⁵².

Sino a oggi, con specifico riferimento alle impugnazioni promosse dalle banche, le Corti d'Appello adite hanno in 10 casi già riconosciuto la sussistenza delle violazioni: in 8 casi i decreti sanzionatori sono stati integralmente confermati, mentre negli altri 2 casi l'impianto sanzionatorio è stato confermato, ma è stato ridotto l'importo delle sanzioni inflitte⁵³.

In particolare, è stata esclusa la responsabilità della Consob che avrebbe consentito al collocamento dei titoli in assenza del prospetto informativo, atteso che "un obbligo di verifica delle informazioni dirette al pubblico è posto a carico della Consob ... unicamente in caso di sollecitazione all'investimento rivolta al pubblico ("prospetto informativo" ex artt. 94, 95 e 97 del Tuf) e di emissioni quotate in un mercato regolamentato ("prospetto di quotazione" ex artt. 113 ss del Tuf), ma nessuna delle indicate disposizioni viene in rilievo nel caso di specie, essendo incontestato tra le parti che i bond Argentina acquistati dagli attori concernevano una emissione rivolta ai soli investitori istituzionali (cosiddette "private placement", per cui non è richiesta la pubblicazione del prospetto informativo: confronta. art. 100, c. 1, lett. a) del Tuf), nonché titoli di debito negoziati su mercato non regolamentato, con conseguente esonero dalla redazione del prospetto di quotazione" (confronta. sentenze nn. 14516 e 15196).

⁵¹ Di detti 11 decreti, 9 concernono esclusivamente la vicenda "Cirio", 1 la sola vicenda "Argentina" e 1 entrambe.

⁵² Tra tutti i soggetti sanzionati, solo 14 persone fisiche non hanno impugnato i decreti sanzionatori.

⁵³ Nel primo caso, la Corte d'Appello ha ritenuto eccessivo l'importo delle sanzioni e le ha ridotte del 50 per cento; nell'altro, l'importo della sanzione, il cui pagamento è stato ingiunto all'intermediario di appartenenza dei responsabili,

Le Corti hanno, innanzitutto, affermato la correttezza dello sviluppo dei procedimenti sanzionatori, riconoscendo, tra l'altro, l'avvenuto rispetto dell'art. 14 della legge n. 689 del 1981, ai sensi del quale la notifica delle contestazioni deve avvenire entro 90 giorni dall'accertamento. Unanime è stato altresì il giudizio sulla ragionevolezza del tempo impiegato dalla Consob per addivenire all'accertamento delle violazioni: in quest'ottica, la giurisprudenza non ha mancato di dare rilievo alla eccezionale ampiezza delle verifiche simultaneamente intraprese nei confronti degli operatori più "attivi" nella negoziazione di *bond* Cirio, nonché al connesso straordinario impegno richiesto alle risorse assegnate alle Divisioni operative della Consob.

Nel merito, i giudici hanno interamente confermato la sussistenza delle violazioni accertate in relazione alla negoziazione di *bond* Cirio, relative: alle carenze delle procedure interne; alla carente conoscenza dello strumento finanziario oggetto di trattazione; alla carente informazione alla clientela sulla natura e sui rischi delle operazioni; alla carente valutazione dell'adeguatezza delle disposizioni impartite dal cliente e alla carente segnalazione della situazione di potenziale conflitto di interessi derivante dalla partecipazione dell'intermediario negoziatore (o di altra società del gruppo) ai consorzi di collocamento dei titoli trattati, o derivante dalla qualità di banca finanziatrice dell'emittente titoli venduti alla clientela.

Innanzitutto, le Corti d'Appello hanno confermato la sussistenza, presso tutti gli intermediari bancari ispezionati, di diffuse carenze nelle procedure interne relative alla prestazione del servizio di negoziazione. È stata inoltre riscontrata la generalizzata mancanza di specifiche procedure per la negoziazione di titoli obbligazionari nel periodo di *grey market* (ovverosia della fase di mercato compresa tra il lancio di un'emissione obbligazionaria e il regolamento delle operazioni), durante il quale è avvenuta gran parte delle negoziazioni di *bond* Cirio e Argentina.

Le Corti d'Appello hanno altresì confermato i decreti sanzionatori nella parte in cui sono state comminate sanzioni pecuniarie per violazione dell'obbligo di acquisire adeguata conoscenza degli strumenti finanziari trattati, nonché dell'obbligo di informare la clientela sulla natura e sui rischi delle operazioni; al riguardo, è stato dato particolare rilievo al fatto che i negoziatori, pur avendo a disposizione (o potendo acquisire) informazioni sulle caratteristiche dei titoli Cirio e Argentina, non le "veicolavano" al personale addetto alla vendita dei titoli e quindi alla clientela.

Infine, anche le sanzioni comminate per omessa comunicazione alla clientela dei potenziali conflitti di interessi derivanti da rapporti di finanziamento con società del gruppo Cirio sono state confermate in sede giurisdizionale.

Con particolare riferimento alla disciplina degli emittenti, nel corso del 2005 la Consob ha impugnato innanzi al Tribunale civile di Padova la delibera assembleare di nomina degli amministratori e dei sindaci di una banca con azioni quotate (Banca Antonveneta), ritenendo che la

è stato ridotto in misura pari all'importo delle sanzioni comminate a carico di 3 esponenti ai quali non era stato notificato il decreto sanzionatorio.

stessa fosse stata adottata con il contributo determinante di soggetti che non potevano esercitare il diritto di voto in quanto aderenti a un patto parasociale non dichiarato. Con il medesimo ricorso la Consob ha altresì proposto domanda cautelare di sospensione dell'esecuzione della delibera in questione (sospensione che nel frattempo era stata disposta provvisoriamente dal Tribunale con decreto emesso in via di urgenza su istanza di altro soggetto).

Il Tribunale ha dapprima accolto, con ordinanza, l'istanza di sospensione cautelare formulata dalla Consob (confermando la misura cautelare provvisoria già adottata) e, successivamente, ha rigettato i reclami proposti avverso la prima ordinanza.

Le citate pronunce cautelari rivestono particolare interesse, oltre che per l'oggettiva rilevanza della vicenda, in quanto in esse si afferma espressamente la legittimazione e l'interesse della Consob a proporre, oltre alla domanda di annullamento di una delibera assembleare, anche la domanda cautelare volta alla sospensione della deliberazione assembleare impugnata *ex art. 2378*, comma 3, del codice civile.

Esito positivo, con l'annullamento dei relativi bilanci, hanno altresì avuto nel corso dell'anno 2005 2 impugnative di bilanci d'esercizio e consolidato al 31 dicembre 2003 effettuate dalla Consob nell'esercizio del potere attribuitile dall'art. 157, comma 2, del d. lgs. 58 del 1998 (società Arquati e Stayer).

Significativa appare poi l'articolata pronuncia con la quale il Tar per il Lazio, nel dicembre dello scorso anno, ha respinto il ricorso promosso congiuntamente da una società di revisione iscritta all'albo Consob e dal *partner* di questa avverso la sanzione irrogata nei loro confronti dalla stessa Consob a seguito del riscontro di irregolarità nell'ambito dei lavori effettuati, ai sensi dell'art. 155 del Tuf, sui bilanci di esercizio e consolidato di una società con azioni quotate. La sentenza assume particolare rilievo nella parte in cui afferma l'irrelevanza di generiche censure fondate sulla mancata esibizione, da parte dell'amministrazione, di documenti (o di parti di documenti) richiesti dagli interessati nell'ambito di un procedimento conclusosi con l'emanazione di una sanzione ove le stesse non siano accompagnate dalla dimostrazione che *“la lesione del diritto di difesa sia effettivamente avvenuta”*, ovvero da circostanziate indicazioni circa *“la concreta sussistenza di fatti e circostanze posti a base della sanzione adottata da loro non conosciuti”*.

Tra le decisioni giurisprudenziali adottate nel corso dell'anno 2005 si segnalano inoltre 2 sentenze del Tar per il Lazio in materia di fissazione del prezzo dell'Opa residuale, attività che il Tuf demanda alla Consob.

Nel primo caso i giudici amministrativi hanno accolto il ricorso promosso dall'offerente avverso la delibera di fissazione del prezzo dell'Opa residuale ritenendo carente sia l'istruttoria svolta preliminarmente alla sua adozione, sia la parte motivazionale del provvedimento impugnato.

Nel secondo caso il Tar ha, invece, rigettato il ricorso promosso da un azionista avverso la delibera di fissazione del prezzo dell'Opa residuale, precisando che l'attività di cui la Consob è

investita comporta l'esercizio di *“un potere di carattere discrezionale tecnico, basato sull'applicazione delle regole concernenti le metodologie valutative di azienda e della prassi tecnica, che non si fondano su regole scientifiche esatte”*. Il Tribunale ha inoltre condiviso che la Consob non sia obbligata a utilizzare *“parametri ulteriori rispetto a quelli normativamente indicati”* e ha, altresì, avallato l'unitaria considerazione dei parametri del patrimonio netto rettificato a valore corrente e dell'andamento e prospettive reddituali dell'emittente, di cui all'art. 50, comma 3, del Regolamento Emittenti.

Un cenno meritano infine le pronunce con le quali il Tar del Lazio (in sede cautelare) e il Consiglio di Stato (in sede di appello avverso le ordinanze cautelari del Tar), aditi da 2 distinte associazioni di consumatori, hanno riconosciuto la correttezza dell'operato della Commissione all'epoca del rilascio del nulla-osta (gennaio 2005) alla pubblicazione del documento relativo all'offerta di scambio rivolta dalla Repubblica Argentina a tutti i possessori dei *bond* non rimborsati a seguito della dichiarazione di *default* del dicembre 2001.

III. – L'EVOLUZIONE DEL RUOLO DELLA CONSOB NEL NUOVO QUADRO NORMATIVO

1. La riforma del risparmio: le nuove funzioni regolamentari e di vigilanza della consob e i problemi aperti

La legge 28 dicembre 2005, n. 262, recante interventi per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari, costituisce il punto di sintesi e di arrivo di un ampio e sofferto dibattito che ha preso avvio agli inizi del 2004 con l'indagine conoscitiva delle Commissioni riunite di Camera e Senato. La riforma è stata concepita per rispondere alle istanze di rafforzamento della fiducia dei risparmiatori e dei mercati finanziari, emerse con forza in Italia dopo le crisi Parmalat e Cirio, attraverso l'individuazione di strumenti di intervento nei settori che maggiormente avevano evidenziato carenze e inadeguatezze.

La legge infatti interviene ad ampio spettro nei seguenti settori:

- il governo delle società quotate e i codici di autodisciplina;
- la disciplina della revisione contabile;
- la disciplina delle società stabilite in paradisi legali;
- la circolazione presso il pubblico degli investitori di prodotti finanziari inizialmente collocati presso investitori istituzionali;
- la disciplina dei conflitti di interessi;
- la disciplina dei promotori finanziari;
- le procedure di conciliazione e arbitrato nelle controversie tra intermediari e risparmiatori;
- la disciplina di un sistema di indennizzo e di un fondo di garanzia per i risparmiatori;
- la disciplina dell'ammissione, sospensione e revoca delle negoziazioni;
- la disciplina sanzionatoria;
- la disciplina di trasparenza di prodotti bancari e assicurativi e dei fondi pensione;

Gli interventi rafforzano notevolmente il ruolo della Consob quale Autorità chiamata a svolgere compiti di regolamentazione, di vigilanza e sanzionatori su aspetti sempre più articolati della vita degli emittenti, dell'attività di intermediazione e del funzionamento del mercato.

L'improvvisa accelerazione impressa a fine 2005 all'*iter* della legge, dopo un lungo periodo di stasi, ha generato, insieme ad aspetti ampiamente positivi, alcune criticità rispetto alle quali si segnala l'esigenza di programmare in tempi brevi interventi correttivi e di perfezionamento.

Nel campo del diritto societario, valenza positiva hanno le modifiche legislative intese a rafforzare i controlli interni sulla gestione delle imprese e la sorveglianza sulla corretta rappresentazione della loro situazione finanziaria. Le nuove norme puntano, in particolare, a valorizzare il ruolo delle minoranze, prevedendo una loro rappresentanza nel consiglio di amministrazione e nell'organo di controllo. Viene disposto l'ampliamento delle competenze e dei poteri degli organi di controllo: alla Consob sono affidati compiti regolamentari e di vigilanza sulle modalità di elezione dei sindaci di minoranza, sui limiti al cumulo di incarichi e sul modello per le attestazioni relative ai documenti contabili. Una specifica responsabilità personale è prevista a carico dei dirigenti preposti alla redazione dei documenti contabili per l'incompletezza ovvero la falsità dei documenti prodotti o utilizzati per predisporre il bilancio e per il caso di scorretta tenuta delle scritture contabili.

Problematica appare la disposizione che prescrive l'utilizzo del voto a scrutinio segreto per le elezioni alle cariche sociali. Tale previsione, come rilevato in più occasioni dalla Consob e dagli stessi operatori, pone problemi di compatibilità con gli obiettivi di trasparenza delle partecipazioni rilevanti e dei patti parasociali, rende particolarmente difficoltosa l'attività di vigilanza sui patti occulti e non consente alla Consob di verificare i casi di carenza di legittimazione all'esercizio del diritto di voto ai fini dell'impugnativa delle delibere assembleari. Non appare inoltre essere stata colta l'occasione di assicurare nei consigli di amministrazione una maggiore presenza di amministratori indipendenti, come previsto in precedenti versioni del disegno di legge. Né sembra opportuna la soppressione finale della disposizione, presente inizialmente nel progetto di riforma, che consentiva al collegio sindacale di denunciare al tribunale, ai sensi dell'art. 2409 c.c., il fondato sospetto di gravi irregolarità commesse dagli amministratori, anche laddove non suscettibili di recare danno alla società.

Nella materia della revisione contabile, la riforma ha operato interventi di rilievo, con l'obiettivo di neutralizzare i conflitti di interessi emersi con particolare gravità nei recenti casi di dissesto finanziario. Sono state introdotte nuove norme in materia di incompatibilità, che incidono sia sulla società di revisione e sui soggetti a questa collegati, sia sulle persone fisiche che in esse operano, demandando alla regolamentazione della Consob l'individuazione delle situazioni suscettibili di compromettere l'indipendenza della società di revisione. Inoltre, sono stati enunciati con chiarezza gli obiettivi di vigilanza della Consob, riconducibili oggi alla verifica periodica dell'indipendenza e dell'idoneità tecnica della società e dei responsabili della revisione, e sono stati rafforzati i poteri esercitabili e i provvedimenti assumibili in caso di accertamento di irregolarità. Infine, è stata consolidata la disciplina della revisione del gruppo dell'emittente quotato, estesa alle società che controllano la società quotata ovvero sottoposte insieme a essa a comune controllo.

Ulteriori aspetti della disciplina delle società di revisione avrebbero meritato interventi di riforma. Tra essi, una più efficace definizione del potere della Consob di vietare l'esecuzione delle deliberazioni di conferimento degli incarichi di revisione, limitandolo alle sole società quotate.

Sarebbe stato anche opportuno statuire, come previsto in una versione precedente del provvedimento, la natura vincolante del parere del collegio sindacale in materia di conferimento degli incarichi. La disciplina della rotazione della società di revisione e del *partner* pone problemi interpretativi e non appare del tutto chiara e coerente con i più recenti orientamenti comunitari, come del resto rilevato in un ordine del giorno approvato alla Camera e accolto dal Governo; le incertezze interpretative e le reiterate richieste degli operatori hanno indotto la Consob a fornire una ipotesi interpretativa sulla modalità di applicazione della norma⁵⁴. Anche la disciplina degli strumenti di vigilanza a disposizione della Consob avrebbe potuto essere completata con l'introduzione di un potere cautelare, oggi assente, nei confronti delle società di revisione, in caso di fondato sospetto di irregolarità.

Le vicende Cirio e Parmalat, caratterizzate dall'articolazione multinazionale del gruppo e dall'utilizzo di veicoli esteri, hanno indotto il legislatore a introdurre norme finalizzate a garantire la trasparenza delle società estere situate nei cosiddetti "paradisi legali", laddove controllate, controllanti ovvero collegate a una società nazionale quotata o diffusa. Sono previsti obblighi informativi finalizzati all'integrazione del bilancio della società italiana con una relazione che illustri i rapporti con la società estera. E' anche prescritto l'obbligo di allegare il bilancio della società estera al bilancio della società italiana controllante. Sono poi previsti nella materia nuovi poteri regolamentari, di vigilanza e sanzionatori della Consob.

Tali disposizioni hanno un ambito di applicazione che si presenta molto esteso. Sarebbe stato forse più opportuno limitare il perimetro di azione della Consob alle sole società estere controllanti ovvero controllate dalla società italiana, con esclusione pertanto delle società collegate. Anche il riferimento alle società italiane che hanno ottenuto rilevanti concessioni di credito controllate da società estere con sede nei paradisi legali non appare in linea con le finalità istituzionali della Consob, chiamata in tal caso a compiti di vigilanza informativa e regolamentare nei confronti di società non quotate né diffuse tra il pubblico.

Ricollegabili alle crisi societarie sono anche le disposizioni in materia di circolazione presso il pubblico di prodotti finanziari collocati presso investitori istituzionali. Con esse si stabilisce che gli investitori professionali che trasferiscono tali prodotti presso il pubblico rispondono della solvenza dell'emittente per la durata di un anno dall'emissione; la garanzia di solvenza è esclusa se l'intermediario consegna all'investitore non professionale un documento informativo contenente le informazioni prescritte dalla Consob. La disposizione, che presenta ambiguità quanto all'ambito soggettivo e oggettivo di applicazione, è al momento in fase di approfondimento anche consultativo per l'emanazione da parte della Consob delle disposizioni di attuazione.

⁵⁴ La disciplina della rotazione della società di revisione e del *partner* ha richiesto un orientamento interpretativo della Consob, già per la sua prima applicazione. Secondo tale parere, gli incarichi potranno durare 12 anni complessivi, a condizione che cambi il *partner* incaricato dopo i primi 6 anni; la stessa società può essere incaricata, dopo un intervallo di 3 anni, per ulteriori 6 anni rinnovabili.

Sempre in tema di circolazione di prodotti finanziari, assume rilievo l'intervenuta abrogazione, come da tempo richiesto dalla Consob, della disposizione del Tuf che esentava dalla disciplina della sollecitazione all'investimento i prodotti finanziari diversi dalle azioni emessi dalle banche e quelli emessi da imprese di assicurazione; conseguentemente, le offerte al pubblico di tali prodotti sono ora sottoposte all'obbligo di pubblicazione del prospetto informativo. Nuove disposizioni attengono, inoltre, al collocamento di detti prodotti, ora assoggettato alle regole di comportamento degli artt. 21 e 23 del Tuf. Per i prodotti bancari, si segnala anche l'assoggettamento alla disciplina dell'offerta fuori sede, precedentemente escluso.

Alcuni aspetti della nuova disciplina continuano però a non essere in linea con le esigenze di ordine sistematico che ispirano la legge. Sono, infatti, mantenute le esenzioni dalla disciplina dell'offerta fuori sede per i prodotti emessi da imprese di assicurazione e dalla disciplina dei titoli diffusi per gli strumenti finanziari diversi dalle azioni emessi dalle banche. Si rende anche necessario un chiarimento circa la prevalenza delle disposizioni relative alle regole di comportamento, in caso di collocamento di prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazione, sulle norme contenute nel recente "codice delle assicurazioni private" e sulla loro applicazione anche nei confronti degli intermediari di assicurazione.

La legge ha attribuito numerose nuove competenze alla Consob nella materia degli emittenti. In particolare, la Commissione: sarà chiamata a dettare regole volte a determinare il contenuto tipico che devono rivestire i prodotti finanziari quotati o diffusi individuati sulla base di una particolare denominazione o qualificazione; dovrà emanare disposizioni specifiche sulle operazioni significative di fusione per incorporazione di una società non quotata in una quotata, operazioni che la legge sottopone all'obbligo di pubblicazione del prospetto di quotazione; dovrà determinare gli obblighi di informazione e rendicontazione cui sono tenuti i soggetti abilitati e le imprese di assicurazione che promuovono prodotti o servizi qualificati come etici o socialmente responsabili; dovrà dettare regole sulle caratteristiche dei piani di *stock option* a favore di esponenti aziendali, dipendenti e collaboratori di emittenti quotati o diffusi e sulle informazioni da rendere pubbliche. Inoltre, la Consob dovrà regolamentare la pubblicità dei codici di comportamento promossi da società di gestione di mercati regolamentati o da associazioni di categoria degli operatori, la diffusione di informazioni da parte degli emittenti circa l'adesione ai predetti codici e l'osservanza degli impegni che ne derivano, nonché vigilare sulla veridicità delle informazioni diffuse.

In tale contesto, è anche da registrare un rafforzamento dei poteri di vigilanza della Consob sanciti dagli artt. 114 e 115 del Tuf attraverso una loro estensione agli esponenti aziendali, agli azionisti rilevanti e agli aderenti a patti parasociali. La legge di riforma, inoltre, ha previsto che la Consob possa avvalersi per finalità istituzionali della collaborazione della Guardia di Finanza, avendo introdotto una disposizione di carattere generale che rappresenta una rilevante integrazione della disposizione di cui all'art. 187-*octies*, commi 12 e 13, del Tuf, introdotta dalla legge n. 62/2005 con esclusivo riferimento alla materia degli abusi di mercato e degli emittenti. È in corso di

definizione un testo di convenzione per disciplinare le forme di collaborazione e gli adempimenti procedurali.

Un intero titolo della legge è dedicato al rafforzamento dei presidi in materia di conflitti di interessi. Oltre a disposizioni volte a rendere più vincolante la disciplina dei conflitti nei rapporti tra banche e imprese, è stata prevista una delega al Governo per l'emanazione di norme sui conflitti di interessi nelle gestioni patrimoniali individuali e collettive nonché nella gestione di prodotti assicurativi e di previdenza complementare, con attribuzione alla Consob di poteri di vigilanza, anche regolamentare, e sanzionatori (da esercitarsi d'intesa con la Banca d'Italia). Inoltre, la legge interviene anche in materia di conflitti di interessi nella prestazione di servizi di investimento, prevedendo che possano essere stabiliti vincoli di separatezza delle strutture dell'intermediario deputate a tale prestazione, con attribuzione della relativa potestà regolamentare alla Banca d'Italia, da esercitare d'intesa con la Consob.

Tali disposizioni, apprezzabili nelle loro finalità, suscitano perplessità se comparate a quanto previsto in sede comunitaria dalle direttive di settore (MiFID). La legge nazionale, infatti, fissa rigidi limiti di investimento non previsti dalla normativa comunitaria, nella quale la materia dei conflitti di interessi risulta attratta nella più ampia regolamentazione dei comportamenti che gli intermediari devono tenere nei rapporti con gli investitori. Inoltre, contrasta con i principi del Tuf la prevista intesa con la Banca d'Italia per l'esercizio, da parte della Consob, di poteri regolamentari e sanzionatori nei suoi tipici ambiti di competenza; anche l'attribuzione alla Banca d'Italia di una competenza primaria in materia di conflitti di interessi nella prestazione dei servizi di investimento merita una tempestiva riconsiderazione.

La disciplina dell'albo dei promotori finanziari è stata modificata dalla legge, che attribuisce la tenuta dell'albo a un Organismo costituito dalle associazioni professionali dei promotori e dei soggetti abilitati, dotato di autonomia organizzativa, statutaria e finanziaria, nel rispetto di principi e criteri stabiliti dalla Consob.

Fra le innovazioni apportate al Tuf in materia di mercati regolamentati, si segnala la disposizione relativa all'ammissione alla quotazione di titoli emessi dalle società di gestione dei mercati che, attribuendo alla Consob competenze in materia di ammissione e di vigilanza, consente di superare gli ostacoli sinora incontrati nel consentire alle società-mercato strategie di crescita basate sull'apertura del loro capitale al risparmio diffuso. Di rilievo è anche la norma in base alla quale la società di gestione comunica alla Consob, che può vietarne entro 5 giorni l'esecuzione, ogni decisione di ammissione, sospensione o esclusione dalle negoziazioni di strumenti finanziari.

Risultano in ampia parte positivi gli interventi della legge sul regime delle sanzioni amministrative che rispondono alle esigenze, in più circostanze evidenziate dalla Consob, di dissuasività e di efficienza delle procedure finalizzate alla loro irrogazione. È stato introdotto un congruo aumento dell'importo delle sanzioni previste nel Tuf, che è stato quintuplicato, ed è stata attribuita al Governo una delega legislativa per l'introduzione di sanzioni accessorie.

Tuttavia, sono riscontrabili aspetti della disciplina suscettibili di perfezionamento. In primo luogo, per esigenze di semplificazione e di maggiore efficienza delle procedure sanzionatorie, appare opportuno, come era indicato nel testo del disegno di legge approvato dalla Camera, che la responsabilità per le violazioni amministrative sia riferita direttamente alla persona giuridica, e non alle singole persone fisiche, con introduzione generalizzata dell'obbligo di rivalsa nei confronti degli autori della violazione. Inoltre, potrebbero essere escluse dal processo di quintuplicazione delle sanzioni amministrative pecuniarie operato dalla legge le sanzioni contenute nel Tuf, già modificate ovvero introdotte dall'art. 9 della legge comunitaria 2004, o quantomeno potrebbe essere limitato l'effetto moltiplicativo alle sole sanzioni massime, per mantenere la necessaria flessibilità del sistema.

Si ravvisa l'opportunità di apportare alcuni interventi correttivi a disposizioni della legge che non risultano coordinate con le modifiche apportate al Tuf dall'art. 9 della legge comunitaria 2004, che ha dato attuazione alla normativa europea in materia di abusi di mercato.

In particolare, un maggiore coordinamento dovrebbe essere assicurato in materia di impugnazione dei provvedimenti delle Autorità. In assenza di interventi, la giurisdizione del Tar del Lazio appare prevalere per i provvedimenti sanzionatori in materia di abusi di mercato su quella della Corte d'Appello, con ciò determinandosi una discrasia rispetto a quanto stabilito dall'art. 195 del Tuf che prevede l'impugnazione presso la Corte di Appello di tutte le altre categorie di provvedimenti sanzionatori della Consob.

Ulteriori interventi operati con la legge riguardano le modalità di svolgimento dell'attività della Consob in materia di emanazione di atti regolamentari, di gestione di procedure di conciliazione e di arbitrato nonché di collaborazione con le altre Autorità.

L'art. 23 della legge n. 262/2005 stabilisce alcuni principi fondamentali per l'adozione di atti regolamentari e generali da parte della Consob e di altre Autorità. In particolare, i provvedimenti regolamentari o di contenuto generale, fatta eccezione per quelli attinenti all'organizzazione interna, devono essere motivati con riferimento alle scelte adottate e corredati da una relazione che analizzi le conseguenze sull'attività delle imprese e degli operatori nonché sugli interessi dei risparmiatori e degli investitori.

Inoltre viene previsto espressamente che le scelte regolamentari siano oggetto di consultazione con gli organismi rappresentativi dei soggetti vigilati e degli investitori, rafforzando una previsione introdotta già con la legge comunitaria per il 2004.

Le consultazioni non rappresentano una novità nell'attività della Consob che, anche in assenza di specifiche previsioni legislative, già da tempo, sottopone a consultazione pubblica i propri atti regolamentari secondo una prassi ormai consolidata e in linea con le principali esperienze nazionali e internazionali.

Tali procedure potranno pertanto costituire una valida base per la definizione, in via regolamentare, delle forme di consultazione che la Consob, in base al citato art. 23, dovrà definire.

L'art. 27 della legge n. 262/2005 ha inoltre attribuito alla Consob il compito di definire le procedure di conciliazione e di arbitrato nelle controversie tra risparmiatori e intermediari, finalizzate all'indennizzo nel caso di accertato inadempimento degli obblighi di informazione, correttezza e trasparenza previsti nei rapporti contrattuali con la clientela. Sempre la stessa norma ha attribuito alla Consob compiti di gestione del fondo di garanzia per l'indennizzo ai risparmiatori dei danni cagionati dalla violazione delle disposizioni in materia di intermediazione, accertata con sentenza passata in giudicato. Tale fondo sarà alimentato con la metà del controvalore delle sanzioni amministrative comminate.

Le procedure di conciliazione e di arbitrato costituiscono un'assoluta novità per l'ordinamento italiano dei mercati finanziari. La loro previsione risponde all'esigenza, sempre più avvertita, di trovare forme di soluzione delle controversie fra investitori e intermediari più snelle, rapide ed economiche del ricorso all'Autorità Giudiziaria.

Gli interventi conciliativi e arbitrali integrano il sistema più generale di vigilanza della Consob sul settore dell'intermediazione, volto ad assicurare il corretto funzionamento dell'attività complessiva dell'intermediario, anche in chiave prospettica e a prescindere dalla soddisfazione dei danni subiti da singoli clienti, nell'ambito di procedure di conciliazione.

La legge n. 262/2005 innova le modalità di svolgimento dei compiti di vigilanza anche in materia di rapporti tra le Autorità. In primo luogo, risultano rafforzate le esigenze di raccordo dell'attività tra le diverse Autorità competenti – Consob, Banca d'Italia, Isvap e Covip – anche in ragione delle nuove e concorrenti competenze in materia di obblighi di trasparenza e correttezza cui risultano assoggettate banche e assicurazioni.

Il previsto assoggettamento alla disciplina della sollecitazione dei prodotti finanziari emessi dalle banche rende in particolare opportuno che la Consob e la Banca d'Italia collaborino strettamente nell'analisi dei documenti relativi all'offerta di tali prodotti.

Analogamente, risulta necessario attivare strette forme di collaborazione con l'Isvap e la Covip per la disciplina in materia di trasparenza e conflitti di interesse relativamente all'offerta di prodotti assicurativi e previdenziali a contenuto finanziario.

Da un punto di vista più generale, nel Titolo IV, capo I, della legge n. 262/2005 sono contenute disposizioni relative ai rapporti tra le diverse Autorità considerate dalla nuova disciplina.

In primo luogo, l'art. 20 della legge prevede che la Banca d'Italia, la Consob, l'Isvap, la Covip e l'Autorità garante della concorrenza e del mercato individuino, nel rispetto della reciproca indipendenza, forme di coordinamento per l'esercizio delle competenze a esse attribuite. L'unico vincolo posto dalla legge concerne la periodicità minima (annuale) delle riunioni delle Autorità, che le forme di coordinamento prescelte devono garantire.

Inoltre, l'art. 21 disciplina la collaborazione tra le predette Autorità, da realizzarsi anche mediante scambio di informazioni. Le Autorità non possono reciprocamente opporsi il segreto d'ufficio, mentre i dati, le informazioni e i documenti comunque comunicati tra Autorità restano sottoposti al segreto d'ufficio secondo le disposizioni previste dalla legge per l'istituzione che li ha prodotti o acquisiti per prima.

Infine, sempre con riguardo alla collaborazione e allo scambio di informazioni tra Autorità, l'art. 9 della legge comunitaria 2004 ha previsto che "la Consob può (...) accedere direttamente, mediante apposita connessione telematica, ai dati contenuti nella Centrale dei rischi della Banca d'Italia, di cui alla deliberazione del Comitato interministeriale per il credito e il risparmio del 29 marzo 1994, pubblicata nella Gazzetta Ufficiale n. 91 del 20 aprile 1994" [art. 187-*octies*, comma 4, lett. e) del Tuf].

Considerata la rilevanza che l'accesso a tali informazioni può rivestire per un efficace esercizio dell'attività di vigilanza della Consob, in particolare nel rilevare con tempestività situazioni di difficoltà finanziarie e per l'accertamento di relazioni finanziarie utili per le attività di indagine, sono in corso approfondimenti, anche di natura tecnica, per dare piena operatività alla norma.

2. Le linee di sviluppo della strategia di vigilanza

2.1 La definizione delle priorità dell'attività della Consob nelle aree istituzionali

I compiti istituzionali della Consob di tutela degli investitori e dell'efficienza e trasparenza del mercato mobiliare italiano sono stati ampliati in questi ultimi anni, con riguardo sia alla natura dei fenomeni sia alla profondità dei controlli. Tale tendenza ha seguito, da un lato, l'evoluzione del mercato, che ha determinato fenomeni nuovi e aumentato la complessità di quelli esistenti, e, dall'altro, l'evoluzione normativa che ha esteso quantitativamente e qualitativamente l'ambito di applicazione delle funzioni istituzionali, sotto la duplice spinta della disciplina europea e delle iniziative di riforma nazionali.

Nell'ultimo anno il processo di ampliamento dei compiti istituzionali della Consob ha subito una forte accelerazione, soprattutto grazie alle citate riforme legislative. Alla Consob è richiesta un'attività straordinaria di regolamentazione, volta a dare attuazione alle innovazioni introdotte dal legislatore, e il tempestivo approntamento di procedure adeguate all'esercizio dei controlli sulle nuove aree oggetto di vigilanza.

La definizione delle linee di indirizzo dell'attività della Consob richiede sempre più una selezione degli obiettivi e delle priorità di vigilanza, a fronte di risorse oggettivamente limitate.

Risponde a tale obiettivo la costruzione di modelli di analisi che consentano di individuare tempestivamente fenomeni critici per la tutela degli investitori, sulla base della valutazione degli scenari nei quali si inseriscono i comportamenti degli operatori e della individuazione dei principali fattori di rischio a essi associati.

Nella costruzione delle strategie di vigilanza, assume poi rilevanza la valutazione degli effetti delle misure adottate, non solo in termini di costi per gli operatori, ma anche di influenza sugli incentivi che ne orientano le attività.

Sotto il profilo dei costi, occorre valutare sia gli effetti diretti, derivanti dall'adeguamento agli standard di comportamento fissati (cosiddetti *compliance costs*), sia i costi indiretti, derivanti dalle alterazioni che le regole possono indurre sulle condizioni di competitività dei mercati, ad esempio in termini di ostacoli alla concorrenza e all'innovazione.

Sotto il profilo degli incentivi, accanto all'obiettivo di scoraggiare comportamenti scorretti, deve essere valutato quello di incoraggiare l'adozione di modelli di comportamento coerenti con gli obiettivi della regolamentazione.

In questa prospettiva, è necessario che vi sia un confronto costruttivo con il mercato nella definizione delle linee di indirizzo dell'attività di vigilanza e che la valutazione dei costi e dei benefici tenga conto dei meccanismi di trasmissione delle politiche di regolamentazione sugli equilibri del mercato, in termini di effetti sulla domanda e sull'offerta di prodotti e servizi finanziari.

Tale approccio di vigilanza, che si sta affermando tra le principali Autorità di controllo internazionali, si fonda sulla individuazione e valutazione delle aree di rischio operativo, legate principalmente a mutamenti ambientali (normativa, competizione, variabili economiche), che possano accentuare la propensione degli operatori a porre in essere comportamenti opportunistici.

La vigilanza sugli intermediari

Le recenti riforme introdotte dalla legge sul risparmio intervengono sui confini, già invero labili, dei settori in cui si articola tradizionalmente il mercato finanziario e delle competenze delle Autorità di vigilanza.

Da diversi anni si era registrata una progressiva integrazione, anche dal punto di vista delle caratteristiche dei prodotti, del mercato bancario, di quello assicurativo e di quello mobiliare. L'attività di raccolta delle banche si è infatti realizzata sempre più con l'emissione di titoli negoziabili cui sono state spesso abbinate componenti "derivate"; nei prodotti assicurativi-vita di larga diffusione si è registrata un'incidenza assolutamente minima, quando non assente, del tipico "rischio demografico" e una netta prevalenza della componente finanziaria.

Dinnanzi a tale realtà, obiettivo del legislatore è stato quello di ricondurre a regole uniformi l'attività di commercializzazione dei prodotti a contenuto finanziario, per contenere fenomeni distorsivi della concorrenza e garantire un adeguato apparato di tutele per il risparmiatore.

Il modello di riferimento adottato è stato quello delle regole che disciplinano i servizi di investimento, il cui nucleo centrale è rappresentato da doveri di correttezza e trasparenza a protezione degli investitori.

Questa scelta ha ricondotto all'ambito di vigilanza regolamentare, informativa e ispettiva della Consob, l'intera area della "commercializzazione" dei prodotti finanziari, anche se emessi da banche e compagnie di assicurazioni.

Si tratta di una scelta decisa, che determina una innovazione radicale per il mercato finanziario italiano e una notevole estensione delle aree sottoposte alla vigilanza della Consob, in termini di nuovi soggetti, nuovi prodotti, nuove attività.

Tale innovazione richiede uno straordinario sforzo regolamentare da parte della Consob per dare attuazione al disegno tratteggiato dal legislatore e per accompagnare gli operatori e i risparmiatori ai nuovi approdi in tempi brevi e con misurato equilibrio.

In questo contesto, fattore di complessità ulteriore è costituito dal prossimo recepimento delle disposizioni dettate dalla direttiva MiFID, destinata a incidere sul modello delle regole di condotta, relative ai servizi di investimento.

La vigilanza di correttezza e trasparenza è per definizione meno codificabile di quella di stabilità. Si muove su indici di pericolosità e su criteri di rischio che devono essere adattati all'evoluzione del contesto normativo e di mercato.

A tale fine, l'attività di vigilanza sugli intermediari, tenuto conto della numerosità dei soggetti abilitati e dell'ampia articolazione dei servizi offerti, spesso da intermediari polifunzionali, tende a essere guidata da un processo di selezione che indirizza i controlli su quei soggetti che presentano fattori di rischio, sotto il profilo della tutela dei clienti dei servizi di investimento.

La valutazione della criticità degli intermediari viene effettuata sulla base di una procedura standardizzata di analisi delle fonti informative disponibili, volta all'attribuzione di un giudizio comparativo sintetico, a partire dall'esame dei singoli servizi di investimento offerti. L'analisi comprende il complesso delle comunicazioni di vigilanza trasmesse dagli intermediari e le informazioni acquisite da altre fonti (accertamenti ispettivi, esposti dei clienti, notizie giornalistiche, incontri con revisori ed esponenti aziendali).

Nel contesto dell'industria dei servizi finanziari in Italia, la gestione del risparmio merita un'attenzione particolare da parte delle Autorità di vigilanza. Essa ha raggiunto infatti livelli dimensionali e qualitativi elevati, grazie anche alle favorevoli condizioni macroeconomiche

dell'ultimo decennio (progressiva riduzione dei tassi d'interesse e ricerca di investimenti alternativi ai titoli di Stato).

La struttura dell'offerta si è adeguata nel tempo alle mutate preferenze degli investitori individuali: nell'ultimo biennio si è assistito alla razionalizzazione dell'offerta dei fondi comuni (riduzione dei fondi settoriali e geografici), al lancio di prodotti a gestione del rischio assoluto (fondi "flessibili" con obiettivo prefissato di rendimento) o gestiti secondo tecniche di contenimento del rischio (fondi "protetti"), nonché all'offerta crescente di fondi chiusi immobiliari.

Nonostante la notevole crescita, il grado di diffusione del risparmio gestito in Italia è ancora notevolmente limitato rispetto ai principali paesi. Vi è quindi un'opportunità di sviluppo in un quadro europeo in cui le barriere di ingresso ai mercati nazionali sono destinate a ridursi, a seguito della costante opera di armonizzazione coordinata dalla Commissione Europea. Con la progressiva integrazione dei mercati si aprono nuove opportunità strategiche in termini di localizzazione dell'offerta, di utilizzo di canali distributivi, di perseguimento di economie di scala e/o di scopo o di maggiore specializzazione, che avranno un rilevante impatto sulle modalità operative dei gestori e delle reti distributive italiane.

A questo riguardo, sono da evidenziare gli elementi di debolezza strutturale del mercato italiano del risparmio gestito, che derivano essenzialmente dalle ridotte dimensioni degli operatori rispetto ai concorrenti europei e dall'appartenenza a gruppi bancari; appartenenza che condiziona la scelta della rete distributiva, dei canali di negoziazione e della banca depositaria, la determinazione e la ripartizione dei costi, l'allocazione di funzioni strumentali e strategiche e delle funzioni di controllo interno e più in generale l'indipendenza della gestione rispetto alle politiche di gruppo.

L'elevato grado di integrazione verticale tra gestore e collocatore, che assume anche la veste di negoziatore e di banca depositaria, consente agli intermediari-gestori efficienze di costo ed economie di scala, limitando tuttavia la concorrenzialità e i conseguenti potenziali benefici per gli investitori.

Dal lato dell'equità la tutela degli investitori si realizza ricorrendo a una maggiore trasparenza, attraverso un adeguamento dell'informativa in sede di sollecitazione all'investimento, che deve essere esauriente, rispetto al prodotto e all'emittente, e al contempo sintetica.

L'efficienza nella prestazione del servizio richiede invece regole di comportamento che si risolvano in scelte indipendenti finalizzate alla massimizzazione dell'utilità del cliente. A questo riguardo, è cruciale che il consiglio di amministrazione rispetti requisiti di indipendenza, oggi definiti in sede di autodisciplina. Peraltro si è in attesa del Regolamento del Ministro dell'Economia che definirà i requisiti di indipendenza dei soggetti che svolgono funzioni di direzione, amministrazione e controllo presso Sim, Sgr e Sicav, come previsto dall'art. 13 comma 1 del Tuf.

Attualmente, il Protocollo di Autonomia di Assogestioni qualifica come indipendenti gli amministratori che non abbiano relazioni di affari con la Sgr o con il gruppo di appartenenza.

L'analisi effettuata sui dati del 2005 mostra un'incidenza ridotta dei consiglieri indipendenti così definiti nei consigli di amministrazione delle Sgr; inoltre, la maggioranza dei consiglieri "non indipendenti" risulta coprire incarichi anche in altre società del gruppo. In tale contesto, deve essere assicurata una particolare attenzione ai requisiti di indipendenza "sostanziale", anche attraverso una limitazione degli incarichi nell'ambito del gruppo.

Alla luce di questi aspetti, le linee di sviluppo della vigilanza della Consob si concentreranno sui seguenti profili:

- verifica dell'adeguatezza dei meccanismi organizzativi delle Sgr;
- verifica dell'effettivo grado di indipendenza delle Sgr, rispetto al gruppo di appartenenza, nella definizione delle strategie "produttive" e "commerciali".

La Consob inoltre approfondirà l'indagine, avviata lo scorso anno, sui meccanismi di remunerazione delle reti distributive di Oicr italiani, per individuare l'eventuale esistenza di incentivi a comportamenti distorsivi nei confronti degli investitori.

Sarà, inoltre, condotta un'iniziativa di vigilanza mirata al monitoraggio delle modalità di prestazione dell'attività da parte delle Sgr che gestiscono fondi immobiliari, con particolare riguardo alle politiche di investimento e alle modalità di valorizzazione dei patrimoni dei fondi. L'indagine si rende opportuna, alla luce della crescita sostenuta dei valori degli immobili, per identificare i principali rischi operativi del settore e approntare opportuni interventi.

L'attività di vigilanza sui mercati

L'evoluzione della struttura dei mercati si caratterizza per la progressiva accentuazione della competizione tra diverse piattaforme e sistemi di negoziazione, favorita dalle nuove tecnologie informatiche e dall'interesse degli intermediari a ridurre i costi della negoziazione e a dare vita a sistemi di scambio più adatti alle esigenze dei clienti. La frammentazione degli scambi tra più sistemi di negoziazione influisce sul processo di formazione dei prezzi e sul loro valore segnaletico, con possibili effetti negativi sul grado di liquidità del mercato e dei singoli titoli.

Tale evoluzione è riflessa nelle scelte adottate con la direttiva MiFID, nella quale vengono, tra l'altro, previsti:

- il venir meno della regola di concentrazione degli scambi sui mercati regolamentati;
- l'ammissione di un titolo alle negoziazioni anche senza il consenso dell'emittente;
- la presenza di sistemi di negoziazione gestiti da soggetti comunitari.

In tale quadro, la vigilanza sull'integrità dei mercati si deve estendere ai contratti eseguiti su tutti i sistemi di negoziazione che trattano strumenti ammessi alle negoziazioni su un mercato regolamentato. Ciò comporta la necessità di costruire nuovi sistemi di gestione e di elaborazione dei

flussi informativi relativi all'operatività delle diverse piattaforme di negoziazione e la loro integrazione con le informazioni utili per sviluppare un sistema di vigilanza organico e strutturale.

È quindi necessario coordinare con le altre Autorità europee la raccolta e lo scambio delle segnalazioni relative alle operazioni effettuate dalle imprese d'investimento su strumenti finanziari ammessi alle negoziazioni in un mercato regolamentato europeo, a prescindere dalla piattaforma e dalla modalità di negoziazione. In tal modo l'Autorità competente "del mercato più pertinente"⁵⁵ in termini di liquidità" potrà vigilare su possibili fenomeni di abuso di mercato. A ciò si accompagnerà un incremento consistente delle richieste di assistenza a/dal Autorità estere, a seguito della presenza crescente di sistemi di negoziazione gestiti da soggetti comunitari (gestori di mercato, *Multilateral Trading Facilities* - Mtf - e intermediari) che trattano titoli di emittenti italiani.

Inoltre, la vigilanza sui sistemi di negoziazioni si estenderà alle diverse società di gestione di mercati regolamentati e ai gestori di che possono operare in regime di concorrenza nei vari sistemi nazionali anche su base transfrontaliera.

Le recenti iniziative intraprese da società di gestione dei mercati mostrano strategie orientate verso l'integrazione delle piattaforme di negoziazione, piuttosto che in favore di tradizionali politiche aggressive sul piano commerciale. Ciò trae presumibilmente origine da due ordini di motivazioni. Da un lato, può esservi la consapevolezza di non avere sufficiente forza per fronteggiare singolarmente la concorrenza; dall'altro, può rilevare la varietà di esigenze degli investitori che, qualora non soddisfatte, possono costituire terreno fertile per sistemi di negoziazione alternativi ai mercati regolamentati.

È in corso un'approfondita discussione sulla struttura dei costi delle negoziazioni in funzione dell'integrazione fra le infrastrutture del mercato. Non esistono orientamenti unanimi sulla configurazione ottimale del settore del *trading* e del *post-trading*.

È prematuro valutare l'assetto e le misure di intervento più idonee, dal momento che si dovrà recepire a breve la direttiva MiFID - che liberalizza l'accesso ai sistemi di compensazione e regolamento comunitari - e che è in discussione un progetto di direttiva-quadro sui sistemi di liquidazione e compensazione (*clearing* e *settlement*).

Resta indubbio che il settore è destinato a sperimentare ulteriori forme di concentrazione, che porteranno al prevalere di poche grandi infrastrutture. A livello nazionale, occorre preoccuparsi di garantire che le società di gestione delle infrastrutture di mercato continuino a offrire elevati *standard* qualitativi nella prestazione dei servizi e significativi livelli di efficienza competitiva.

In ogni caso, vi è la necessità di dotare le istituzioni che offrono servizi di *trading* e *post-trading* di incentivi adeguati, per evitare che interessi e obiettivi privati si pongano in contrasto con il più generale interesse pubblico.

⁵⁵ Come risulta dalla proposta di normativa di Livello 2, si tratta dell'Autorità competente per il mercato più liquido per lo strumento finanziario oggetto di segnalazione determinato secondo i criteri stabiliti nella normativa di Livello 2.

Nuovi compiti e nuove aree di vigilanza derivano dalle innovazioni normative introdotte con la legge comunitaria 2004 che ha recepito nell'ordinamento nazionale la direttiva sugli abusi di mercato.

L'attività di vigilanza sull'integrità del mercato dovrà svilupparsi secondo linee coerenti con il nuovo quadro normativo e con i maggiori strumenti informativi e di indagine a disposizione.

Le aree su cui deve concentrarsi l'attività di vigilanza riguardano:

- la qualità e la tempestività dell'informazione “continua” fornita al mercato dagli emittenti e da altri soggetti rilevanti;
- le rilevazioni di anomalie di mercato che possano evidenziare ipotesi di abusi di mercato;
- la realizzazione di indagini approfondite sulle ipotesi di abusi e la conseguente eventuale attività sanzionatoria.

Per quanto riguarda la vigilanza sulla qualità e sulla tempestività dell'informazione “continua”, essa dovrà considerare i nuovi elementi informativi introdotti dalla direttiva. Tra questi, di particolare rilievo è la trasparenza delle operazioni sui titoli dell'emittente realizzate dai soggetti che esercitano responsabilità di direzione, dagli azionisti che hanno una partecipazione superiore al 10 per cento e dai soggetti che controllano l'emittente (cosiddette operazioni di *internal dealing*).

Un'altra area che richiede un potenziamento della vigilanza è rappresentata dalla possibilità per gli emittenti di effettuare attività di stabilizzazione e acquisto di azioni proprie, a condizione che vengano rispettate determinate condizioni comportamentali e di trasparenza (*safe-harbour*).

Infine, assume rilievo la nuova disciplina per la produzione e la diffusione di ricerche o valutazioni su strumenti finanziari, volta a garantire la correttezza dell'informazione presentata e la comunicazione di eventuali situazioni di conflitto di interesse. L'introduzione dell'obiettivo della correttezza della presentazione degli studi richiede in particolare il monitoraggio dei loro contenuti e l'analisi delle metodologie usate.

Per quanto riguarda la vigilanza sulle ipotesi di abusi di mercato, l'analisi delle anomalie riscontrate nella simmetria informativa o nell'andamento dei mercati è integrata dall'analisi delle “operazioni sospette”, derivanti dall'obbligo per gli intermediari di comunicare alla Autorità di vigilanza le operazioni per le quali sussistono sufficienti elementi che evidenziano la violazione delle norme di correttezza (*insider trading* e/o aggio). Inoltre, a supporto dell'attività di indagine sulle ipotesi di abusi di mercato, è da considerare la vigilanza sull'adozione delle prescritte misure organizzative volte a istituire un registro delle persone che hanno accesso a informazioni privilegiate e ad assicurare la riservatezza delle notizie.

Un impatto rilevante sull'attività della Consob ha l'introduzione di sanzioni e misure amministrative in materia di *insider trading* e manipolazione. E' infatti necessario oggi estendere le indagini all'accertamento del possesso dell'informazione privilegiata e non solo, come avveniva in

pendenza della sola sanzione penale, all'individuazione di collegamenti potenziali con le fonti informative.

L'azione di vigilanza della Consob deve più in generale adeguarsi alle nuove condizioni, rafforzando la capacità di raccolta e di analisi di informazioni che si presentano sempre più frammentate, sia per la diversificazione delle modalità e delle forme di negoziazione sia per il moltiplicarsi delle fonti. Ciò richiede lo sviluppo di modelli di analisi basati sulla costruzione di "sistemi di allerta" che consentano di anticipare la rilevazione di "anomalie" di mercato.

Il Sistema Automatico Integrato di Vigilanza sui Mercati (Saivim), che la Consob ha sviluppato a partire dal 2003, rappresenta uno strumento importante di rilevazione di segnali di allerta relativi a potenziali abusi di mercato, in base all'analisi di alcune variabili relative all'andamento degli scambi sul mercato e all'operatività degli intermediari. L'evoluzione dei sistemi di negoziazione richiede un progressivo adeguamento di tale strumento per poter allargare l'analisi delle anomalie a una visione più globale delle transazioni effettuate sulle diverse piattaforme.

In tale ottica, un'area su cui sviluppare l'attività di vigilanza riguarda le operazioni realizzate sui sistemi di scambio organizzati, gestiti per lo più da società di gestione del mercato e da intermediari bancari, sui quali vengono trattati volumi significativi di titoli attualmente non soggetti a obblighi di concentrazione (soprattutto obbligazioni bancarie e di soggetti non finanziari).

Tali sistemi, che con il recepimento della MiFID, potranno estendere la loro attività all'intera gamma degli strumenti finanziari, presentano peraltro caratteristiche estremamente differenziate che riflettono, oltre a diverse caratteristiche dimensionali dei soggetti che li gestiscono, anche diversi assetti organizzativi e strutturali. Tali ultimi aspetti rivestono una particolare rilevanza alla luce del nuovo quadro normativo e competitivo che si verrà a realizzare con l'attuazione della direttiva MiFID, nel quale si collocheranno le figure di internalizzatore sistematico e di fornitore di Mtf, che corrispondono, in linea di massima, con le attuali figure di gestori di scambi bilaterali e multilaterali.

Si è pertanto ritenuto opportuno avviare una indagine sulle caratteristiche funzionali e organizzative di un campione rappresentativo di sistemi di scambi organizzati. I risultati delle analisi saranno utilizzati anche come base per un riesame della regolamentazione, con l'obiettivo di migliorare la trasparenza del funzionamento degli scambi organizzati, attraverso una maggiore informazione degli investitori e una maggiore trasparenza per il pubblico sulla loro operatività.

La quotazione della società di gestione del mercato

Una nuova area di vigilanza si apre, nell'ambito dei controlli sui mercati, con riferimento alle prospettive di quotazione delle società di gestione del mercato.

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.

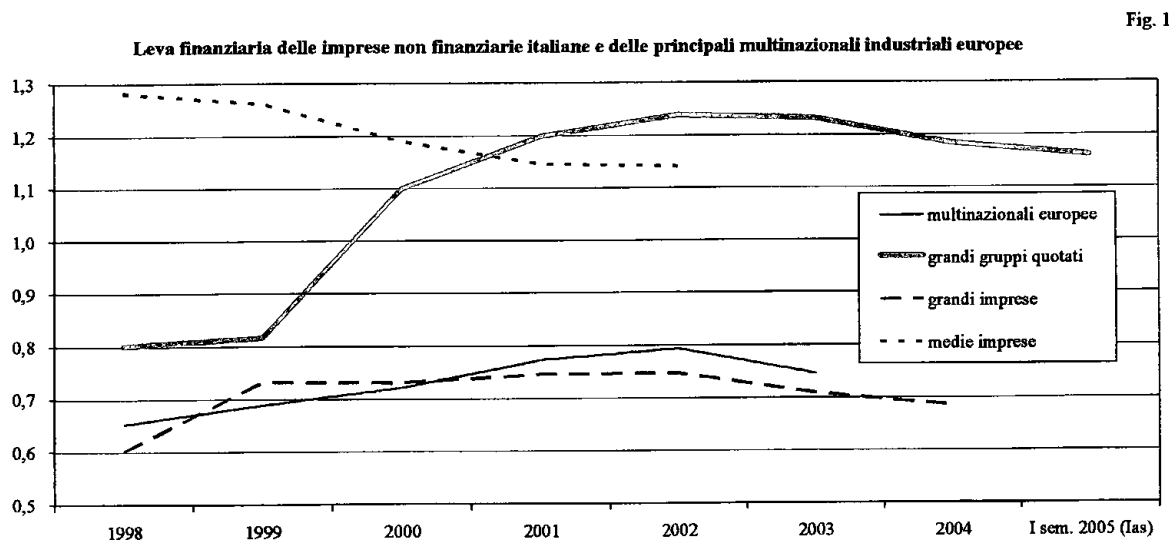
B. L'evoluzione del quadro di riferimento

PAGINA BIANCA

I – LE SOCIETÀ

1. La struttura finanziaria e la redditività

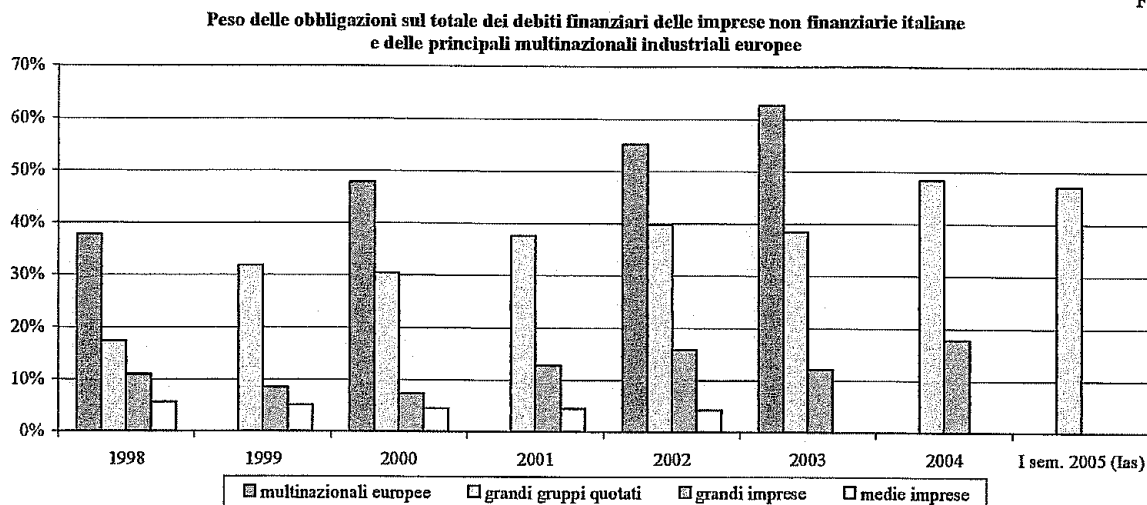
Nel 2004 è proseguita la tendenza alla riduzione della leva finanziaria (rapporto fra debiti finanziari e patrimonio netto) delle maggiori imprese non finanziarie italiane (grandi gruppi quotati e altre grandi imprese). La leva finanziaria dei grandi gruppi quotati rimane però su livelli nettamente superiori 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).

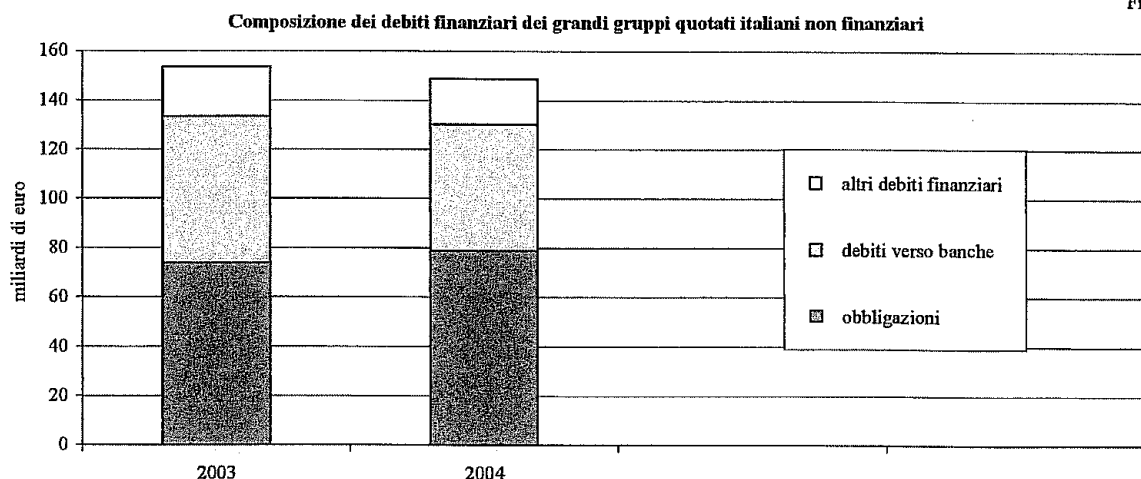
Fig. 2



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

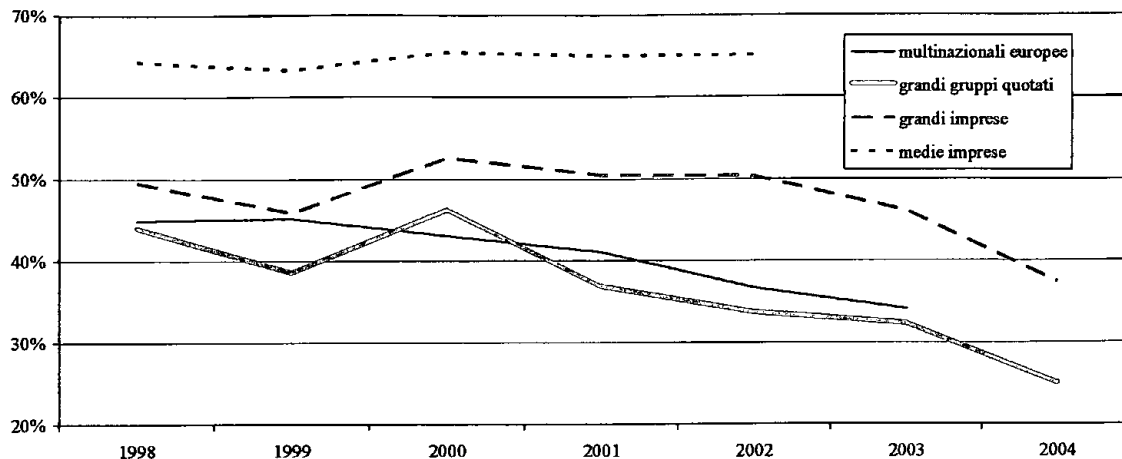


Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati 2004. Confronta Note metodologiche.

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

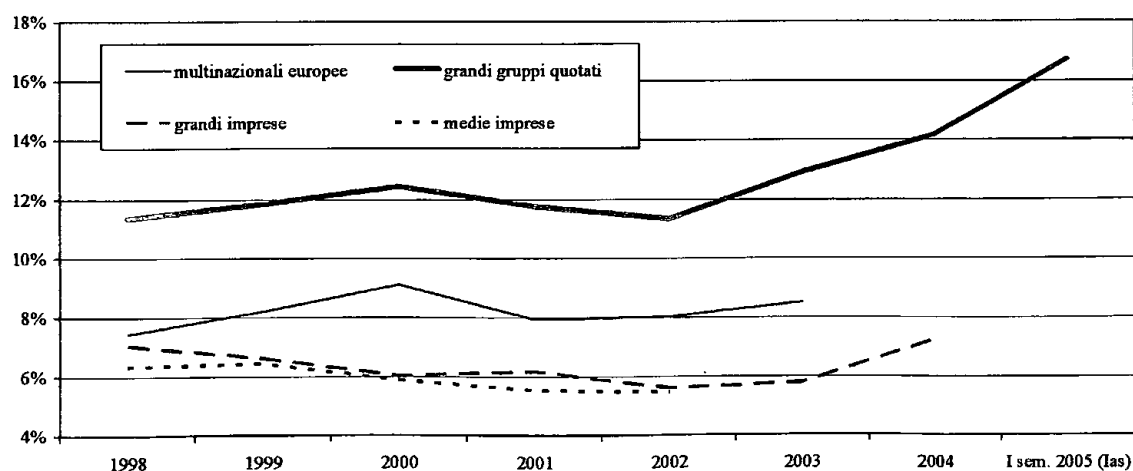


Fonte: elaborazione su bilanci societari, dati R&S, Mediobanca e Unioncamere. Confronta Note metodologiche.

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.

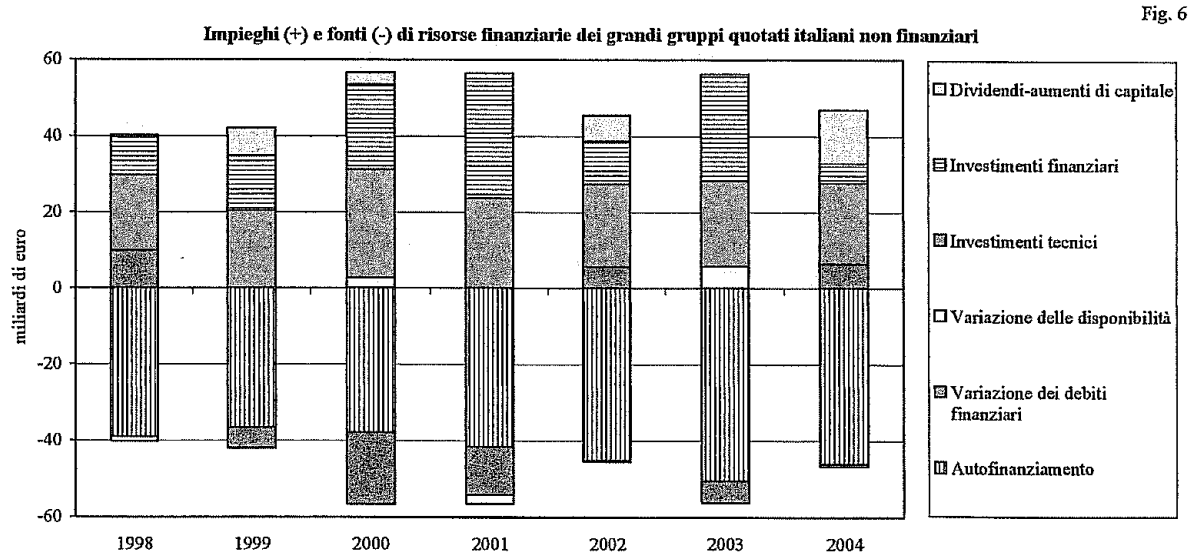
In sintesi, nel 2004 la buona redditività dell'insieme delle grandi imprese italiane si è accompagnata a un livello di indebitamento in lieve riduzione, sia in termini assoluti che relativi (leva finanziaria), con una tendenza alla riduzione dell'esposizione verso il sistema bancario (- 8,1 miliardi 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.

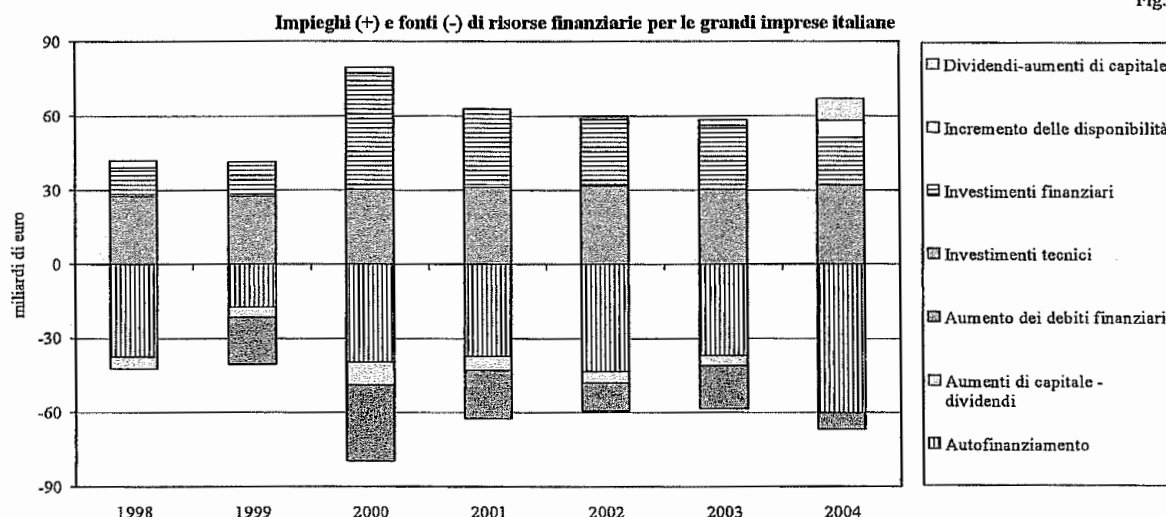
L'autofinanziamento 2004 è stato destinato, in parte, alla riduzione dell'indebitamento finanziario netto e, in parte più rilevante, al pagamento di dividendi e al riacquisto di azioni proprie (voce assimilata ai dividendi, che ha però assunto un peso crescente negli anni più recenti). Sebbene

nel periodo 1998-2003 i dividendi abbiano sempre ecceduto gli aumenti di capitale, tale fenomeno ha assunto proporzioni particolarmente significative nel 2004.

Inoltre, mentre gli investimenti in impianti e attrezzature sono rimasti complessivamente stabili, si è registrata una forte contrazione degli investimenti finanziari legati all'attività di acquisizioni e fusioni, che hanno toccato il livello più basso dal 1998 (si veda anche il successivo § 5.).

Quanto alle altre grandi imprese italiane, la dinamica dei flussi finanziari nel 2004 mostra un andamento solo in parte simile a quello dei grandi gruppi quotati. In particolare, per ciò che riguarda i debiti finanziari, si è registrato un rallentamento dell'espansione del debito, piuttosto che una vera e propria riduzione come per i grandi gruppi quotati. Vi è stata, inoltre, una forte ricomposizione dei debiti finanziari: l'esposizione verso le banche si è ridotta di 11,5 miliardi di euro, a fronte di emissioni nette di obbligazioni per 13,6 miliardi di euro. Nei tre anni precedenti l'indebitamento verso le banche era, invece, cresciuto di quasi 5 miliardi di euro (Fig. 7).

Fig. 7



Fonte: elaborazioni su dati Mediobanca, "Dati cumulativi di 2007 imprese italiane", edizione 2005. L'autofinanziamento è al netto degli investimenti in capitale circolante netto. Confronta Note metodologiche.

Si è assistito per la prima volta dal 1998 a un flusso di dividendi superiore agli aumenti di capitale, flusso che ha assorbito risorse per 8,6 miliardi di euro. Si è, inoltre, registrata una riduzione degli investimenti finanziari (sebbene non così marcata come per i grandi gruppi quotati), peraltro in linea con il *trend* iniziato nel 2000.

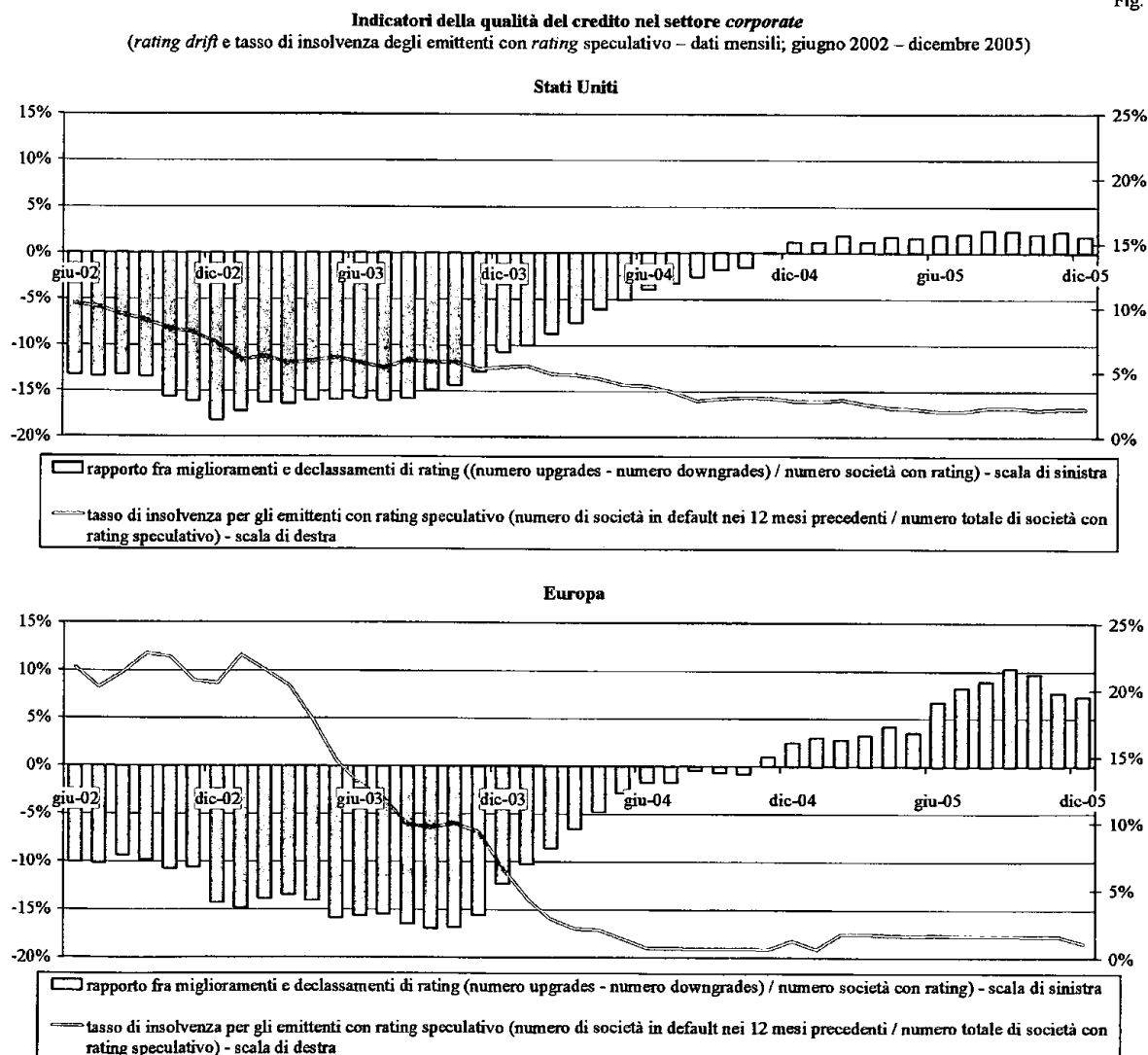
In sintesi, la forte crescita dell'autofinanziamento (legata al recupero di redditività evidenziato nel precedente paragrafo) ha consentito alle grandi imprese di restituire agli azionisti un cospicuo flusso di risorse. Le imprese hanno mantenuto un atteggiamento di sostanziale prudenza, riducendo le acquisizioni e i nuovi investimenti finanziari e accumulando disponibilità liquide.

3. La qualità del credito

Gli indicatori desumibili dai dati sull'attività delle agenzie di *rating* segnalano che il 2005 è stato un anno complessivamente molto positivo per il mercato obbligazionario e per la dinamica del rischio di credito in tutti i principali settori industriali.

Negli Stati Uniti il numero di upgrades è stato lievemente superiore a quello dei downgrades in tutto il 2005 e il tasso di insolvenza degli emittenti con rating speculativo (cioè quelli che hanno una più alta probabilità di insolvenza) a fine 2005 si è attestato attorno al 2,2 per cento (2,8 per cento nel 2004). In Europa il numero di upgrades è stato invece molto più consistente di quello dei downgrades e il tasso di insolvenza per gli emittenti con rating speculativo risulta più basso rispetto agli Stati Uniti, attestandosi all'1,1 per cento (1,3 per cento nel 2004) (Fig. 8).

Fig. 8

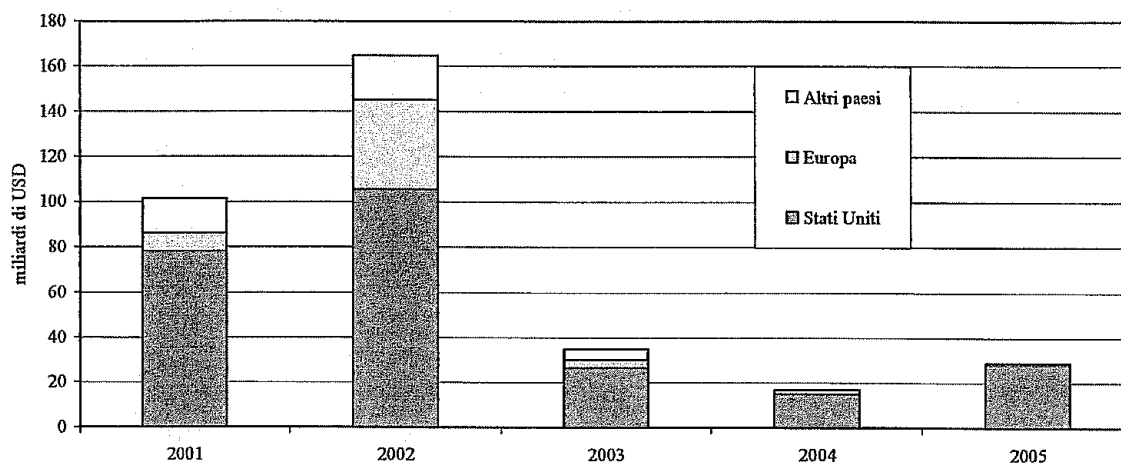


Fonte: Moody's.

Diversi analisti, incluse le stesse agenzie di rating, ritengono, tuttavia, che incomincino a emergere alcuni segnali di inversione del ciclo positivo che si era avviato alla fine del 2004. Ad esempio, secondo i dati pubblicati da Moody's, negli Stati Uniti il valore dei bond dichiarati in default nel 2005 è risultato in rialzo rispetto al 2004 (da 14,8 a 28,4 miliardi di dollari), sebbene il numero di emittenti falliti si sia ridotto (da 36 a 28) (Figg. 9 e 10). Ciò è ascrivibile essenzialmente alla dinamica negativa del settore automobilistico, del trasporto aereo e delle public utility. In Europa non vi sono stati, invece, significativi casi di insolvenza di emittenti obbligazionari (un solo caso ha riguardato una società svedese).

Fig. 9

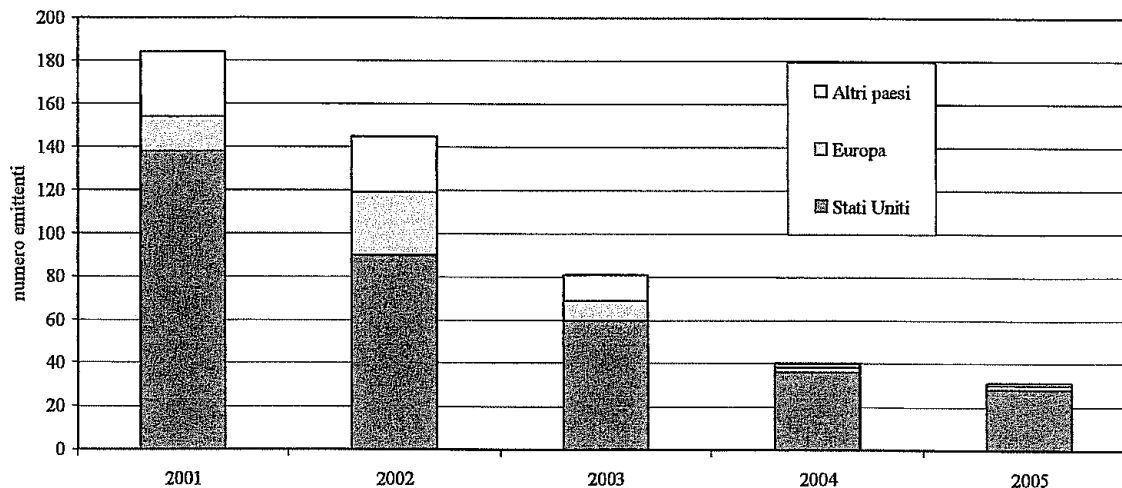
Ammontare dei corporate bond classificati in default per area geografica dell'emittente



Fonte: Moody's.

Fig. 10

Numero di emittenti con obbligazioni classificate in default per area geografica



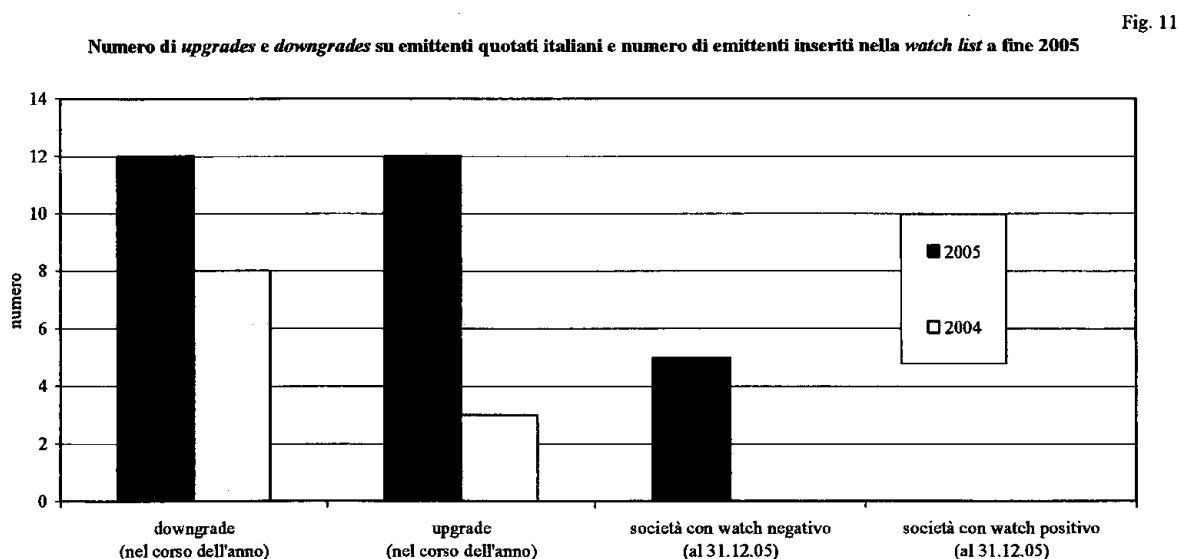
Fonte: Moody's.

Al di là della situazione di crisi di alcuni settori industriali, le preoccupazioni degli analisti sono concentrate essenzialmente sulla possibilità di un brusco rialzo dei tassi di interesse, che potrebbe creare problemi agli emittenti con un maggiore livello di leva finanziaria (soprattutto quelli che hanno effettuato operazioni di acquisizione finanziate con debito), e sulle prospettive ancora incerte della ripresa in Europa, che potrebbe risentire negativamente della quotazione del petrolio.

Passando al mercato italiano, e con riferimento agli emittenti quotati, l'attività delle agenzie di *rating* nel 2005 è stata particolarmente intensa e, per la maggior parte delle società, si è risolta nella conferma del *rating* precedente (32 conferme nel 2005 contro 24 nel 2004).

Per ciò che riguarda le variazioni di *rating*, si sono registrati 12 declassamenti che hanno avuto ad oggetto 7 emittenti quotati (di cui 4 società non finanziarie e 3 banche) e 12 miglioramenti del *rating* (5 banche, 3 società non finanziarie e 2 assicurazioni).

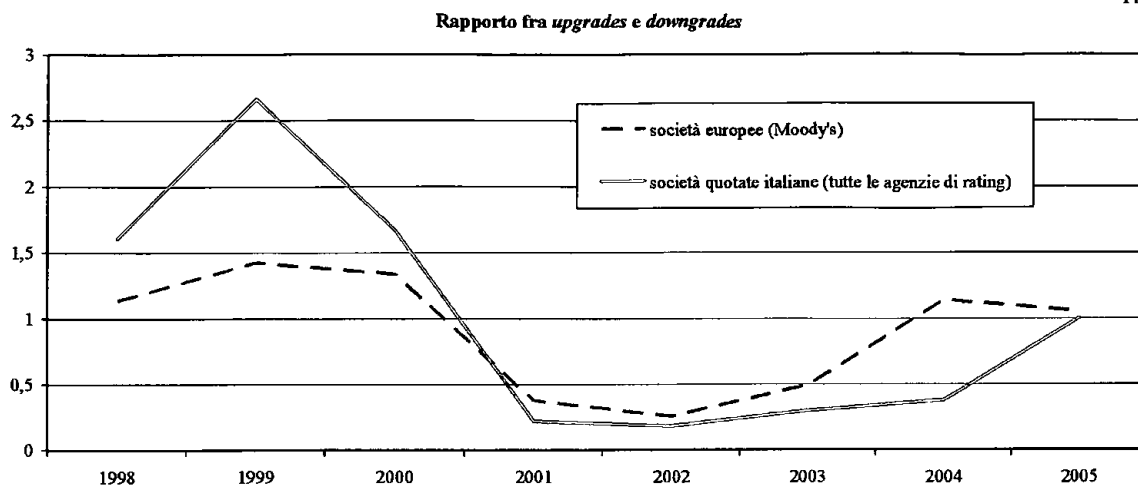
Il rapporto fra numero di miglioramenti e di declassamenti del *rating*, che genericamente indica l'evoluzione della qualità del credito, risulta in aumento rispetto al 2004 (da 0,4 a 1) (Fig. 11).



Fonte: elaborazioni su dati Moody's, Fitch, S&P.

La dinamica del mercato italiano riflette la tendenza che si è registrata a livello europeo, sebbene in Europa sembri più vicino il punto di svolta del ciclo positivo iniziato nel 2004, come già indicato in precedenza (Fig. 12).

Fig. 12



Fonte: elaborazioni su dati Moody's, Fitch, S&P.

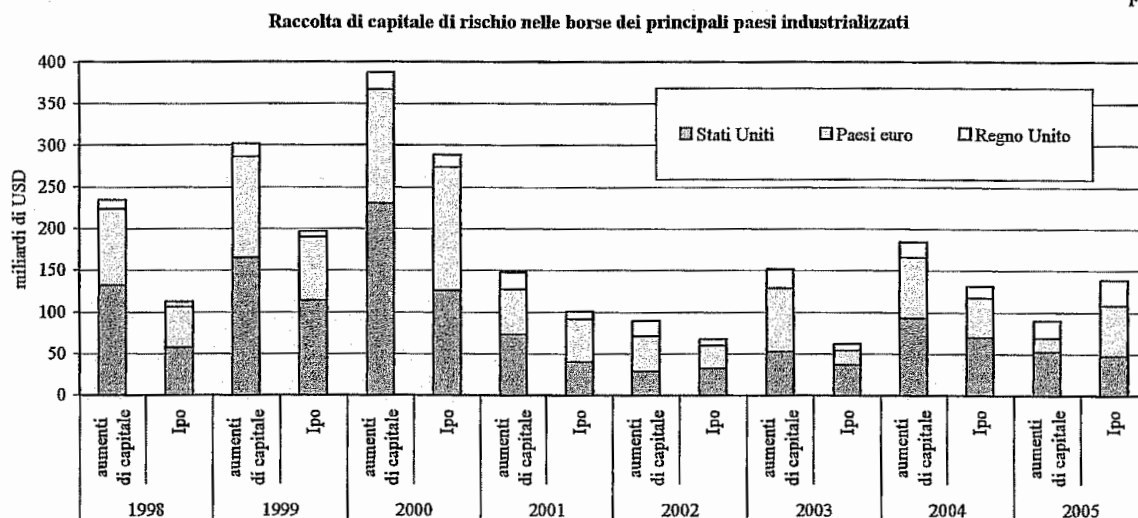
Un indicatore prospettico sull'evoluzione della qualità del credito è rappresentato dal numero di emittenti inclusi nelle liste di sorveglianza (watch list) con implicazioni negative (per i quali è più probabile un downgrade) o positive (per i quali è più probabile un upgrade). Al 31 dicembre 2005 vi erano 5 emittenti quotati italiani inseriti in liste di sorveglianza con implicazioni negative, mentre non ve ne era alcuno inserito in liste con implicazioni positive. È, dunque, probabile che nel 2006 il rapporto fra upgrade e downgrade peggiori rispetto al 2005.

Si sottolinea, tuttavia, che per il mercato italiano la valenza informativa di tali indicatori è ancora parziale, essenzialmente perché sono poche le società quotate che hanno un rating. A fine 2005 il numero di società assistite da rating era pari a 51 (18,5 per cento delle società quotate) che rappresentavano però il 73 per cento della capitalizzazione di borsa. Le società di rating coprono quasi tutto il settore bancario e assicurativo e le maggiori corporate quotate. Rimane ancora sostanzialmente scoperto il segmento delle piccole e medie imprese non finanziarie.

4. La raccolta di capitale di rischio e le quotazioni in borsa

Nel 2005 si è registrata una parziale conferma della tendenza (avviatasi nel 2003) alla ripresa delle operazioni di raccolta di capitale di rischio, sebbene in maniera non omogenea fra le diverse aree geografiche. Negli Stati Uniti, in particolare, si è avuta una sensibile riduzione sia della raccolta di capitale di rischio delle società già quotate sia di quella delle società di nuova quotazione (*Initial Public Offering* - Ipo). Nei paesi dell'area dell'euro si è registrata una marcata riduzione degli aumenti di capitale di società già quotate, mentre le risorse raccolte tramite Ipo sono risultate in forte aumento, così come nel Regno Unito (Fig. 13).

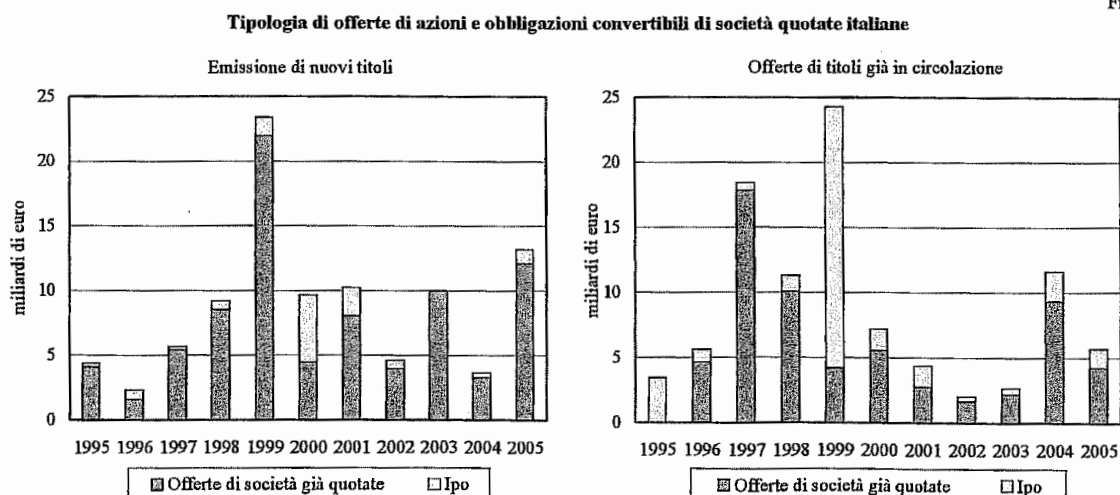
Fig. 13



Fonte: elaborazioni su dati *World Federation of Stock Exchanges*. La voce "Ipo" si riferisce alle risorse raccolte dalle società di nuova quotazione, mentre la voce "aumenti di capitale" si riferisce alle risorse raccolte da società che risultavano già quotate nell'anno di riferimento. I dati USA si riferiscono alle società quotate al NYSE e al NASDAQ.

In Italia si è assistito a una ripresa della raccolta di capitale di rischio rispetto al livello storicamente molto basso del 2004. Nel 2005 le emissioni di nuovi titoli azionari hanno consentito una raccolta di 13,2 miliardi di euro, contro i 3,6 miliardi del 2004, in larga misura ascrivibile ad aumenti di capitale di società già quotate (12,1 miliardi di euro). Le offerte di titoli già in circolazione (offerte pubbliche di vendita - Opv) si sono, invece, ridotte rispetto al 2004 e riflettono quasi interamente il collocamento della quarta *tranche* di azioni Enel per oltre 4 miliardi di euro (Fig. 14); tale collocamento rappresenta sostanzialmente l'unica operazione di privatizzazione effettuata nel 2005 (Appendice, Tavv. A.1 e A.2).

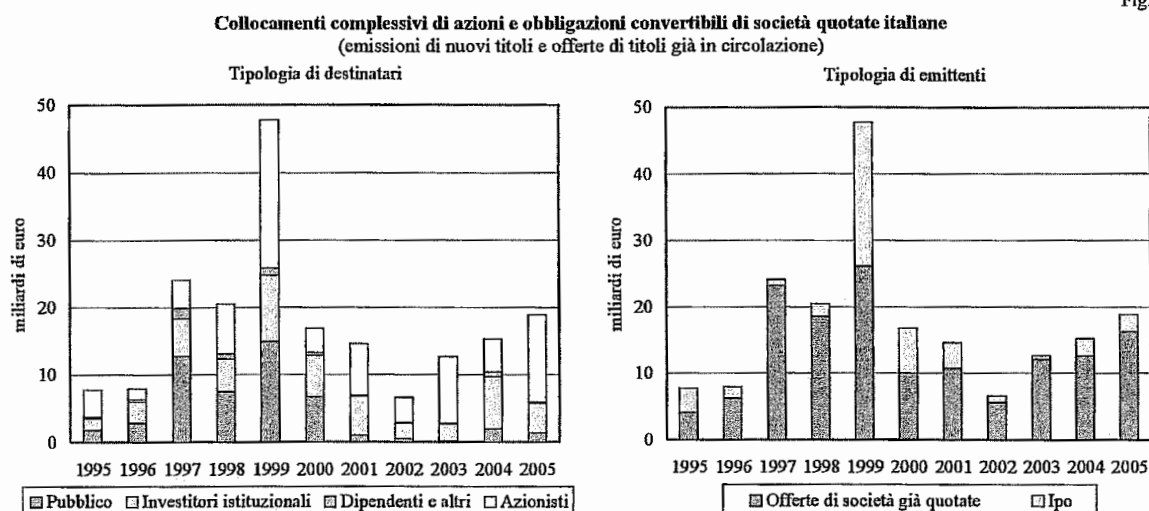
Fig. 14



Fonte: fino al 1998 Consob; dal 1999 Borsa Italiana.

Considerando sia la raccolta di mezzi freschi sia le offerte di titoli già in circolazione, il volume delle Ipo nel 2005 risulta sostanzialmente allineato a quello del 2004 (2,6 miliardi di euro). Il biennio 2004-2005 si caratterizza dunque come un periodo di relativa stabilizzazione del mercato, dopo la fase negativa che aveva interessato gli anni 2002-2003, riflettendo sostanzialmente il *trend* emerso a livello internazionale (Fig. 15).

Fig. 15



Fonte: fino al 1998 Consob; dal 1999 Borsa Italiana.

Nel 2005 sono entrate in borsa 15 nuove società (valore più alto dei precedenti tre anni) che, sulla base del patrimonio *ante* offerta, capitalizzavano complessivamente 5,9 miliardi di euro; la capitalizzazione media *ante* offerta è, dunque, pari a circa 390 milioni di euro, contro i 670 milioni di euro circa del 2004 (Tav. 1).

Tav. 1

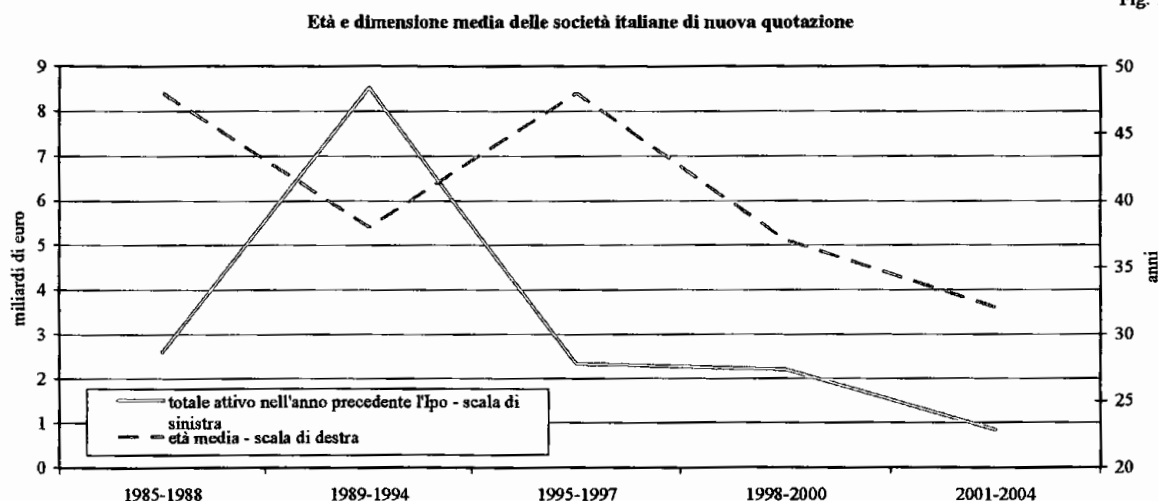
Offerte finalizzate all'ammissione a quotazione di titoli azionari da parte di società italiane
(valori monetari in milioni di euro)

	Numero società	Capitalizzazione ante offerta ¹	Controvalore offerta			Peso sulla capitalizzazione post offerta ²
			Sottoscrizione	Vendita	Totale	
1995	11	22.675	274	3.396	3.670	33,1
1996	12	5.550	721	945	1.666	26,6
1997	10	2.126	227	606	833	35,4
1998	16	3.844	614	1.231	1.845	41,7
1999	27	65.788	1.414	21.606	23.020	33,2
2000	44	28.308	4.970	1.933	6.903	20,7
2001	18	8.193	2.199	1.736	3.935	35,2
2002	6	2.504	638	424	1.062	33,8
2003	4	1.340	67	483	550	39,1
2004	8	5.406	351	2.300	2.651	39,7
2005	15	5.874	1.088	1.608	2.696	34,5

Fonte: Consob. Confronta Note metodologiche. ¹ Capitalizzazione delle società ammesse a quotazione, calcolata sulla base del prezzo di offerta e del numero di azioni *ante* offerta. ² In rapporto alla capitalizzazione *post* quotazione, misurata al prezzo di offerta. Valori in percentuale, ponderati per l'ammontare delle offerte. I dati non comprendono Eni nel 1995, Enel nel 1999, Snam Rete Gas nel 2001 e Terna nel 2004.

Le caratteristiche delle imprese di nuova quotazione confermano il trend, ormai in atto da diversi anni, che vede l'ingresso in borsa di società sempre più piccole e giovani. L'età media delle società entrate in borsa nel 2005 è pari a circa 28 anni (escludendo la ri-quotazione di Toro Assicurazioni), valore più basso dell'età media delle imprese che si sono quotate nel triennio 2001-2004 (pari a circa 32 anni) e di quelle che si sono quotate negli anni novanta (pari a circa 41 anni) (Fig. 16).

Fig. 16



Fonte: Borsa Italiana. Confronta Note metodologiche.

Nel 40 per cento delle società di nuova quotazione erano presenti nell'azionariato investitori istituzionali (in particolare fondi chiusi specializzati in investimenti di private equity), con una quota media ante offerta pari a circa il 20 per cento del capitale, ridottasi a poco più del 4 per cento dopo il collocamento (Tav. 2).

Tav. 2

Investitori istituzionali nell'azionariato delle società neoquotate italiane¹

	Società		Numero investitori istituzionali ⁴	Quota ante offerta ⁵	Quota post offerta ⁶
	Numero ²	Quota sul totale ³			
1995	6	54,5	2,3	27,7	8,5
1996	6	50,0	3,7	47,3	23,2
1997	2	20,0	1,5	40,9	7,1
1998	4	25,0	4,3	48,3	18,9
1999	9	33,3	2,0	27,5	10,2
2000	18	40,9	2,7	25,9	16,2
2001	6	33,3	1,5	28,0	13,1
2002	2	33,3	2,5	27,1	15,2
2003	3	75,0	2,0	22,0	10,1
2004	4	50,0	2,3	28,5	9,5
2005	6	40,0	3,2	20,6	4,1

Fonte: Consob. Confronta Note metodologiche. ¹ Per investitori istituzionali si intende fondi comuni d'investimento di tipo chiuso, società di *venture capital*, banche commerciali e d'investimento. Sono escluse le fondazioni e le casse di risparmio. I dati si riferiscono alle sole società nel cui azionariato era presente tale categoria di investitori. ² Numero di società, quotate nell'anno, in cui erano presenti investitori istituzionali alla data dell'offerta. ³ In percentuale del totale delle neoquotate nel corso dell'anno sul mercato considerato. ⁴ Numero medio di investitori istituzionali presenti nella compagine azionaria alla data dell'offerta. ⁵ Quota media del capitale sociale detenuta dagli investitori istituzionali al momento dell'offerta; valori in percentuale. ⁶ Quota media del capitale sociale detenuta dagli investitori istituzionali subito dopo l'offerta; valori in percentuale.

Le caratteristiche degli assetti proprietari delle società di nuova quotazione hanno mostrato alcuni mutamenti rispetto a quanto emerso negli anni precedenti. L'azionista di controllo possiede in media il 73 per cento della società prima della quotazione (valore che risulta sensibilmente inferiore alla media dei dieci anni precedenti), quota che dopo l'Ipo si diluisce in media al 49 per cento (valore pure nettamente più basso della media dei precedenti anni). Infatti, in quasi il 50 per cento delle Ipo del 2005 la quota post-Ipo dell'azionista di controllo risulta inferiore al 50 per cento (Appendice, Tav. A.3).

I titoli delle società di nuova quotazione sono stati allocati per quasi il 50 per cento presso investitori esteri, così come accaduto nel 2004; il rapporto domanda/offerta, sia nel collocamento pubblico che in quello istituzionale, è risultato il più alto degli ultimi cinque anni, a conferma della fase positiva che ha interessato i mercati azionari (si veda il successivo Capitolo II) (Tav. 3).

Tav. 3

Società ammesse a quotazione: esiti delle offerte¹

	Quota assegnata				Rapporto domanda/offerta ²	
	Pubblico	Investitori istituzionali italiani	Investitori istituzionali esteri	Altri soggetti ³	Offerta pubblica	Offerta istituzionale
1995	42,3	16,3	41,4	—	3,2	6,8
1996	40,5	24,3	35,2	—	6,3	9,4
1997	31,4	24,5	44,1	—	10,8	12,2
1998	44,4	27,3	28,3	—	7,7	13,9
1999	43,7	24,1	32,3	..	12,6	10,2
2000 ⁴	35,0	26,0	37,6	1,3	18,5	10,2
2001	28,7	37,8	33,0	0,5	1,2	2,2
2002	27,7	50,4	20,3	1,6	1,1	1,1
2003 ⁵	39,8	45,0	14,5	0,6	1,8	1,6
2004	20,9	26,2	52,9	..	2,0	3,1
2005	24,7	26,7	47,0	1,6	3,8	3,9

Fonte: Consob. Confronta Note metodologiche. ¹ Medie ponderate per il valore delle offerte; valori in percentuale. L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. I dati non comprendono Eni nel 1995, Enel nel 1999, Snam Rete Gas nel 2001 e Terna nel 2004. ² Le medie del rapporto domanda/offerta sono calcolate con riferimento alle sole offerte in cui sono noti sia i dati della parte pubblica che quelli della parte istituzionale. ³ Si tratta di soggetti nominativamente indicati ai quali viene riservato un certo ammontare di azioni. ⁴ La rimanente quota (0,1 per cento) è stata acquistata dal Consorzio di Garanzia per l'offerta pubblica, nell'ambito del collocamento delle azioni Cairo Communication. ⁵ La rimanente quota (0,1 per cento) è stata acquistata dal Consorzio di Garanzia per l'offerta pubblica, nell'ambito del collocamento delle azioni Trevisan.

Così come negli anni precedenti, si confermano i legami esistenti in molti casi fra le società di nuova quotazione e gli intermediari collocatori o lo sponsor. Quasi la metà delle società di nuova quotazione aveva rapporti creditizi con lo sponsor o gli intermediari collocatori e la quota dei crediti concessi da tali soggetti era pari in media a quasi un quarto dei debiti finanziari totali delle imprese di nuova quotazione. Più deboli risultano invece i legami di natura partecipativa (Tav. 4).

Tav. 4

Rapporti creditizi e partecipativi fra società italiane ammesse a quotazione e intermediari collocatori¹

Società con rapporti creditizi con sponsor o soggetti collocatori				Società con rapporti partecipativi con sponsor o soggetti collocatori		
Numero società	Quota sul totale delle ammissioni a quotazione ²	Quota media dei finanziamenti concessi da sponsor o soggetti collocatori ³		Numero società	Quota sul totale delle ammissioni a quotazione ²	Quota media della partecipazione di sponsor o soggetti collocatori ⁴
2000	23	52,3	27,2	11	25,0	18,1
2001	10	55,6	27,8	2	11,1	19,8
2002	3	50,0	46,1	1	16,7	28,3
2003	4	100,0	13,9	1	25,0	..
2004	4	50,0	47,2	2	25,0	10,8
2005	7	46,7	24,0	2	13,3	7,3

Fonte: elaborazioni su dati delle attestazioni di *sponsor* e collocatori. Confronta Note metodologiche. ¹ Si fa riferimento ai rapporti creditizi e partecipativi esistenti tra le società ammesse a quotazione (in Borsa - Mta e Mtax e sul Mercato Expandi) e lo *sponsor*, lo *specialist*, il *global coordinator*, il *lead manager* dell'offerta pubblica o altri intermediari appartenenti al gruppo di questi ultimi, alla data dell'offerta. ² Valori in percentuale. ³ In rapporto ai debiti finanziari totali; valori in percentuale. ⁴ In rapporto al capitale sociale ante offerta; valori in percentuale.

5. Le operazioni di acquisizione e fusione

Nel corso del 2005 è proseguito a livello mondiale il *trend* di ripresa delle operazioni di acquisizioni e fusioni (*mergers and acquisitions* - M&A) che già si era registrato nell'anno precedente, grazie soprattutto all'andamento favorevole del ciclo borsistico e a un quadro congiunturale che ha mostrato alcuni segnali di ripresa (Fig. 17).

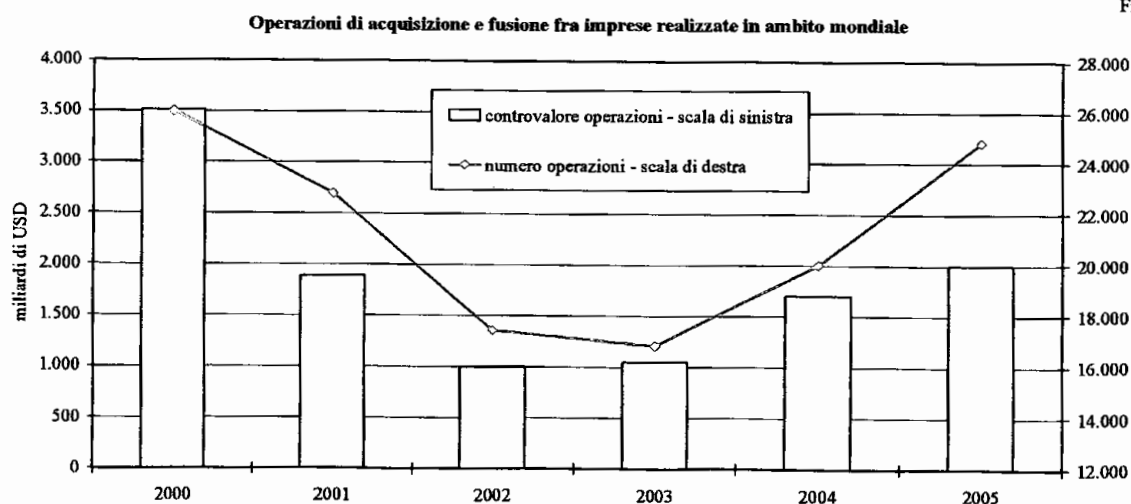
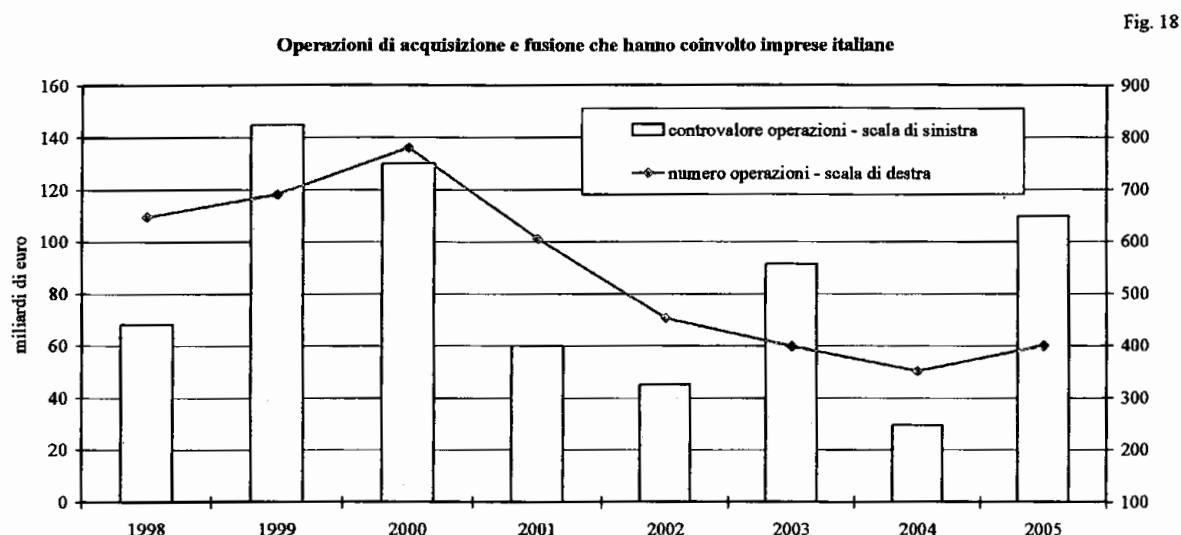


Fig. 17

Fonte: KPMG Corporate Finance.

In Italia si è registrata una marcata inversione di tendenza con un volume di operazioni nel 2005 largamente superiore alla media dei quattro anni precedenti (Fig. 18).



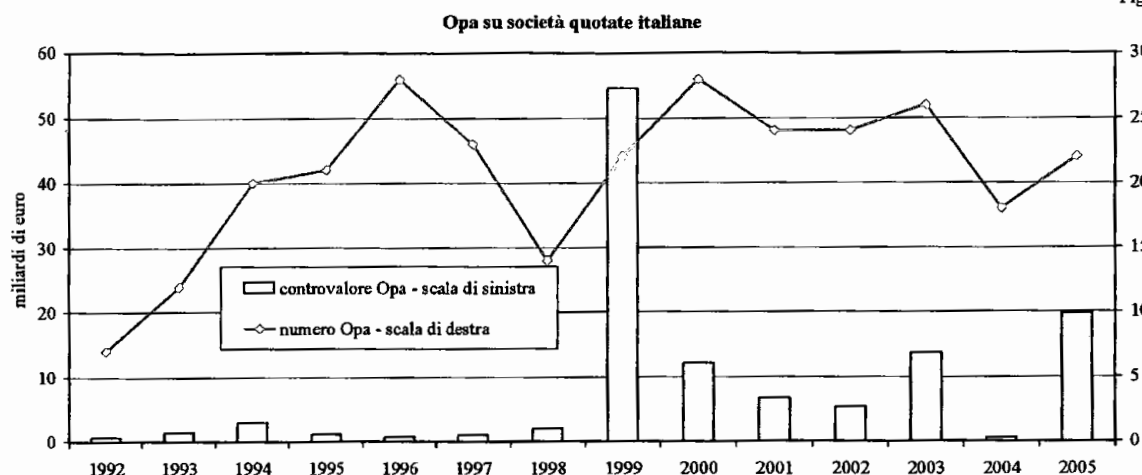
Fonte: KPMG Corporate Finance.

Il mercato italiano ha fatto registrare alcune grandi operazioni che hanno coinvolto i maggiori gruppi quotati e che hanno portato il volume complessivo delle operazioni 2005 a oltre 100 miliardi di euro. Le operazioni Telecom-Tim e Unicredit-HVB sono risultate fra le prime 10 operazioni di M&A a livello mondiale nel 2005. Si segnalano anche le operazioni Wind-Weather Investments e Aem/Edf-Italenergia Bis.

Risulta in ripresa anche l'attività di acquisizioni all'estero da parte di imprese italiane (60 operazioni nel 2005 contro le 32 del 2004, dato quest'ultimo che rappresentava il valore più basso dal 1998). Rimane, inoltre, importante il ruolo dei fondi di private equity che hanno concluso oltre il 15 per cento delle operazioni registrate in Italia nel 2005 (contro il 10 per cento circa nel 2004).

Nel 2005 il controvalore complessivo delle offerte pubbliche di acquisto e/o scambio (Opa) su titoli di società quotate italiane (pari a circa 20 miliardi di euro) è stato il più alto riscontrato negli ultimi tredici anni, dopo quello realizzato nel 1999 (pari a circa 55 miliardi di euro per effetto dell'Opa su Telecom Italia), riflettendo le migliorate prospettive del mercato delle operazioni di M&A emerse sia in ambito domestico che internazionale (Fig. 19; Appendice, Tav. A.4).

Fig. 19



Fonte: Consob.

L'offerta promossa da Telecom Italia sulle azioni ordinarie Telecom Italia Mobile (Tim) ha rappresentato, da sola, il 70 per cento circa del controvalore totale delle Opa realizzate nel 2005. La promozione dell'offerta si colloca nel contesto di un ampio programma di riorganizzazione del gruppo finalizzato alla fusione per incorporazione di Tim in Telecom Italia.

Nel corso del 2005 hanno avuto luogo 13 operazioni di passaggio di controllo relative a società quotate (10 nel 2004) per un controvalore pari a circa 3 miliardi di euro (circa 293 milioni di euro del 2004). Similmente a quanto accaduto nel 2004, tutti i mutamenti del controllo avvenuti nel 2005 si sono realizzati tramite cessione di pacchetto di controllo, cui ha fatto seguito l'Opa successiva obbligatoria.

Il 77 per cento circa del controvalore delle Opa successive eseguite nel 2005 è riferibile all'offerta lanciata da Transalpina Energia sulle azioni ordinarie Edison (il cui controvalore è stato pari a circa 2,3 miliardi di euro).

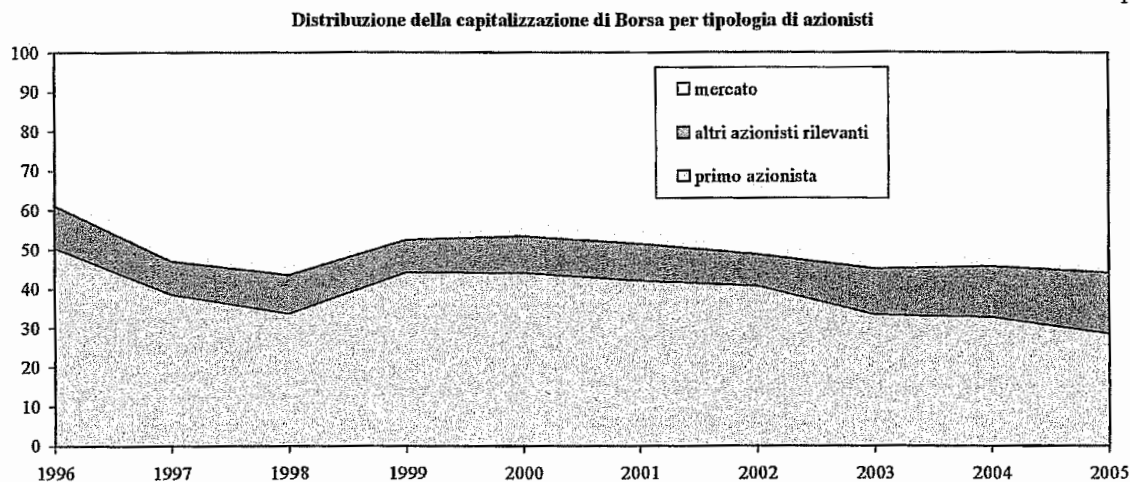
Considerando tutte le cessioni di pacchetti di controllo di società quotate nel periodo 2000-2005, si osserva che in media la differenza fra il prezzo dell'Opa successiva e il prezzo di mercato delle azioni alla data in cui è avvenuta la cessione del pacchetto di controllo è stata pari al 5,5 per cento; mentre in media la differenza fra il prezzo di cessione del pacchetto di controllo e il prezzo di mercato (alla stessa data) è stata pari al 7,5 per cento (Appendice, Tav. A.5). Si può, quindi, stimare che il meccanismo di determinazione del prezzo dell'Opa, calcolato sulla base della disciplina del Tuf, ha determinato in media una riduzione del premio di controllo riconosciuto agli azionisti di minoranza di 2 punti percentuali rispetto a quanto sarebbe avvenuto in applicazione della previgente disciplina (legge 149/1992).

6. Gli assetti proprietari e gli organi societari

Nel corso del 2005 gli assetti proprietari delle società quotate hanno subito alcune variazioni di rilievo, collegate a operazioni di riassetto societario oltre che all'unica rilevante operazione di privatizzazione realizzata nell'anno (cessione di un ulteriore 9,4 per cento dell'Enel).

Si è assistito a una marcata diluizione della quota media del primo azionista e a un aumento delle quote degli altri azionisti rilevanti. In particolare, rispetto al 2004, la quota media del primo azionista è scesa dal 32,7 al 28,6 per cento, mentre quella degli altri azionisti rilevanti è cresciuta dal 13 al 15,5 per cento (Fig. 20; Appendice, Tav. A.6).

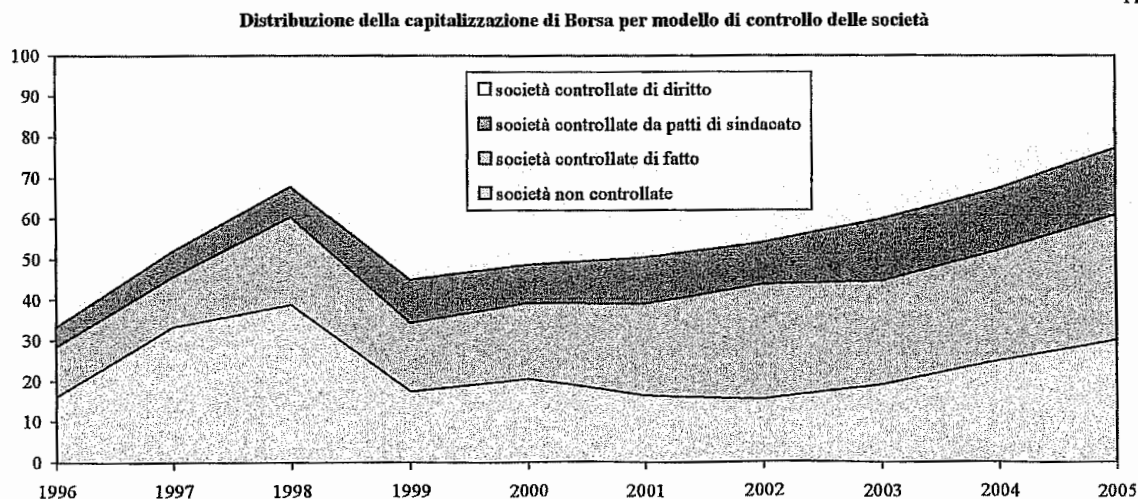
Fig. 20



Fonte: Consob. Confronta Note metodologiche. La capitalizzazione è riferita esclusivamente al capitale ordinario delle società quotate sul mercato Borsa/Mta gestito da Borsa Italiana Spa.

Nello stesso tempo si è ridotto fortemente il peso delle società controllate di diritto, mentre è aumentato il peso delle società non controllate o controllate di fatto. Rispetto al 2004, le società controllate di diritto si sono ridotte di 10 unità (da 134 a 124) e il loro peso sulla capitalizzazione di borsa è sceso di circa 10 punti percentuali (dal 32,7 al 22,8 per cento). Viceversa, il peso delle società non controllate è salito dal 25 al 30 per cento (Fig. 21; Appendice, Tav. A.7).

Fig. 21



Fonte: Consob. Confronta Note metodologiche. La capitalizzazione è riferita esclusivamente al capitale ordinario delle società quotate sul mercato Borsa/Mta gestito da Borsa Italiana Spa.

I dati sulla distribuzione delle partecipazioni rilevanti (cioè superiori al 2 per cento del capitale votante) per tipologia di soggetto detentore confermano i trend prima delineati. Rispetto al 2004, si è assistito a una marcata riduzione delle quote rilevanti possedute da società di capitali (dal 13,7 al 9,6 per cento) e di quelle detenute dal settore pubblico (dal 10,7 al 9,6 per cento), mentre sono aumentate le partecipazioni detenute da società finanziarie (banche e assicurazioni) e dalla fondazioni (Appendice, Tav. A.8).

La distribuzione delle partecipazioni rilevanti è tuttavia molto diversa a seconda del settore in cui operano le società partecipate. Nel settore finanziario sono prevalenti le partecipazioni dei soggetti esteri, delle banche e delle fondazioni bancarie, mentre nei settori non finanziari sono prevalenti le partecipazioni pubbliche e delle società di capitali non finanziarie (Tav. 5).

Tav. 5

Partecipazioni rilevanti nelle società italiane quotate in Borsa¹

	2004			2005		
	Settore delle società partecipate			Settore delle società partecipate		
	Finanziario	Industriale	Servizi	Finanziario	Industriale	Servizi
Soggetti dichiaranti						
Soggetti esteri	11,3	7,3	1,7	13,6	4,3	4,1
Assicurazioni	3,0	0,6	0,2	2,5	0,4	1,4
Banche	8,6	0,1	0,1	8,0	1,5	0,2
Fondazioni	8,1	--	0,1	8,0	--	0,1
Investitori istituzionali	0,1	0,1	0,1	--	0,1	0,2
Società di capitali	6,9	12,3	24,9	7,6	11,3	12,3
Stato e enti locali	0,9	14,8	20,0	0,8	15,8	23,1
Persone fisiche	4,1	7,6	5,9	3,6	8,7	6,8
<i>Totale</i>	<i>43,0</i>	<i>42,7</i>	<i>52,9</i>	<i>44,2</i>	<i>42,1</i>	<i>48,2</i>
Numero società	76	97	46	80	96	44
Peso²	39,9	32,2	27,9	49,5	33,5	17,0

Fonte: archivio Consob sulla trasparenza proprietaria. Confronta Note metodologiche. ¹ Partecipazioni superiori al 2 per cento del capitale votante. Rapporto in percentuale tra valore di mercato delle partecipazioni controllate sul capitale ordinario e capitalizzazione del capitale ordinario di tutte le società quotate in Borsa. L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. ² Peso della capitalizzazione del capitale ordinario delle società del settore sul totale della capitalizzazione del capitale ordinario di Borsa.

Nel confronto internazionale, e considerando anche le quote inferiori al 2 per cento, la distribuzione dei possessori azionari per tipologia di soggetto detentore evidenzia marcate diversità rispetto a quella che si osserva nei principali paesi europei (Riquadro 1).

Riquadro 1

Confronti internazionali nella distribuzione dei possessori azionari

Il rapporto della Federazione Europea delle Borse Valori, *Share Ownership structure in Europe*, 2004, fornisce un quadro di confronto delle società quotate nelle borse dei paesi europei a fine 2003 sulla base della tipologia dei soggetti detentori di partecipazioni azionarie (soggetti classificati in: famiglie, investitori esteri, imprese private non finanziarie, settore pubblico e imprese private finanziarie, queste ultime comprensive di compagnie di assicurazione, banche, fondi pensione e società di gestione del risparmio).

Distribuzione della capitalizzazione di borsa per settori istituzionali
(valori percentuali)

		1998	2000	2003	Var. 1998-2003
Famiglie	Italia	24,6	28,1	26,6	+2,0
	Germania	15,7	15,6	14,1	-1,6
	Regno Unito	16,7	16,0	14,9	-1,8
	Francia	11,0	8,9	8,5	-2,5
	<i>Media UE</i>			16,0	
Investitori istituzionali, banche e assicurazioni	Italia	15,0	13,1	10,6	-4,4
	Germania	15,4	9,6	9,5	-5,9
	Regno Unito	52,5	47,3	48,7	-3,5
	Francia	19,0	16,6	17,4	-1,6
	<i>Media UE</i>			25,0	
Settore pubblico	Italia	8,9	9,8	10,2	+1,3
	Germania	9,0	6,4	5,8	-3,2
	Regno Unito	0,1	0,1	0,0	-0,1
	Francia	8,0	6,2	4,5	-3,5
	<i>Media UE</i>			4,0	
Investitori esteri	Italia	19,6	15,7	14,4	-5,2
	Germania	15,9	19,9	17,5	1,6
	Regno Unito	27,6	32,4	32,3	4,7
	Francia	33,0	37,4	34,8	1,8
	<i>Media UE</i>			29,0	

Fonte: Share Ownership Structure in Europe 2004, FESE.

I dati mostrano alcune peculiarità del mercato italiano. In primo luogo, in Italia le famiglie possiedono una quota della capitalizzazione di borsa particolarmente elevata se confrontata con gli altri paesi europei; inoltre, mentre nei principali paesi europei, nel periodo 1998-2003, la quota delle famiglie si è ridotta, in Italia è aumentata di circa il 2 per cento. Questo fenomeno è probabilmente in parte legato alla scarsa propensione delle famiglie italiane ad affidarsi a forme di risparmio gestito. Anche la quota del settore pubblico è più elevata rispetto alla media degli altri Stati europei e, a differenza di quanto avvenuto in questi ultimi, è aumentata negli anni 1998-2003.

La quota del settore finanziario (banche, assicurazioni e investitori istituzionali) risulta più bassa rispetto alla media UE. Inoltre, negli anni 1998-2003, tale quota si è ridotta in misura più consistente rispetto ai principali paesi europei (l'unica eccezione è rappresentata dalla Germania).

Infine, altra peculiarità del mercato italiano è rappresentata dallo scarso peso degli investitori esteri; la quota della capitalizzazione di borsa detenuta dai soggetti esteri è largamente inferiore rispetto a quella che si osserva nei principali paesi europei. Tale quota risulta, inoltre, diminuita negli anni 1998-2003, a differenza di quanto si è verificato in Germania, Regno Unito e Francia.

Tuttavia, tenendo conto delle sole partecipazioni rilevanti detenute da soggetti esteri, il quadro assume contorni in parte diversi. Per effettuare un confronto omogeneo con Francia e Germania, è necessario esaminare le partecipazioni superiori al 5 per cento dei diritti di voto, poiché questa è la soglia di *disclosure* adottata da tali paesi (contro il 2 per cento in Italia e il 3 per cento in Regno Unito).

Applicando, dunque, la soglia del 5 per cento, i dati al 2004 per le prime 20 società quotate evidenziano un grado di "apertura" agli investimenti esteri notevolmente più basso rispetto a quanto emerge dai dati del rapporto FESE. L'Italia, tuttavia, è il paese in cui gli investitori esteri hanno il peso maggiore. Infatti, le partecipazioni azionarie di soggetti esteri superiori al 5 per cento nelle prime 20 società quotate rappresentano il 3,4 per cento della loro capitalizzazione; lo stesso dato è pari al 2,5 per cento per Francia e Regno Unito, e all'1 per cento per la Germania. Nel Regno Unito, inoltre, il 70 per cento delle partecipazioni estere è detenuto da fondi di investimento, mentre in Italia e in Francia le partecipazioni estere sembrano avere una natura più "strategica" o industriale. Questi dati potrebbero indicare che i soggetti esteri sono disposti a investire nelle società italiane – in proporzioni simili o superiori rispetto a quanto fanno in altri paesi – solo quando possono detenere quote significative dei diritti di voto (la media dei diritti di voto dei soggetti esteri in Italia è, infatti, pari al 17,5 per cento, contro l'11 per cento nel Regno Unito, il 10,7 per cento in Francia, l'8,9 per cento in Germania).

Partecipazioni azionarie superiori al 5 per cento di investitori esteri
nelle prime 20 società quotate in Italia, Regno Unito, Francia e Germania
(dati 2004)

	Italia	Regno Unito	Francia	Germania
N. società con investitori esteri	6	7	7	4
<i>peso sul campione (prime 20 società quotate)¹</i>	30	33	33	20
N. di investitori esteri	7	2	7	3
<i>di cui società di gestione del risparmio</i>	—	1	—	1
Valore delle partecipazioni estere a fine 2004 (mln euro ²)	13.082	27.393	16.434	5.099
<i>di cui società di gestione del risparmio</i>	—	19.495	—	1.666
Peso sulla capitalizzazione del campione ²	3,4	2,5	2,5	1,0
Peso sulla capitalizzazione di borsa ¹	2,3	1,3	1,4	0,6
Media dei diritti di voto degli investitori esteri ¹	17,5	11,0	10,7	8,9

Fonte: elaborazioni su bilanci societari e dati delle autorità di vigilanza. ¹ Valori percentuali. ² Per il Regno Unito il controvalore è basato sul cambio a fine 2004.

Il modello di controllo delle società incide fortemente sulla dimensione del consiglio di amministrazione: le società controllate attraverso patti di sindacato hanno in media circa tre consiglieri in più rispetto alle società controllate di diritto (in media un amministratore esecutivo e circa due non esecutivi in più) e circa due in più rispetto a quelle controllate di fatto (Tav. 6).

Tav. 6

Numero medio di amministratori delle società quotate in Borsa nel 2005 per modello di controllo

Modello di controllo	Amministratori esecutivi	Amministratori non esecutivi	Totale
Di diritto	3,1	6,6	9,7
Di fatto	2,6	7,7	10,3
Non controllate	4,0	7,2	11,2
Patto di sindacato	4,1	8,3	12,4

Fonte: Consob.

La dimensione del consiglio è, tuttavia, condizionata anche dal settore di appartenenza della società (sebbene questo risulti a sua volta correlato con il modello di controllo): il 90 per cento delle assicurazioni e oltre l'80 per cento delle banche hanno un consiglio composto da più di dieci membri, mentre consigli con oltre dieci membri si ritrovano solo nel 35 per cento circa delle società industriali e nel 44 per cento circa delle società di servizi (Tav. 7).

Tav. 7

Distribuzione delle società quotate in Borsa nel 2005 per numero di componenti del consiglio di amministrazione in relazione al settore di attività (valori percentuali)

Settori	Numero di componenti del consiglio di amministrazione ¹				Totale
	< 6	6 - 10	11 - 15	> 15	
Assicurativo	--	10,0	30,0	60,0	100,0
Bancario	--	18,8	40,6	40,6	100,0
Finanziario	5,3	55,3	31,6	7,9	100,0
Industriale	11,5	53,1	32,3	3,1	100,0
Servizi	9,3	46,5	37,2	7,0	100,0

Fonte: Consob. ¹ La mancata quadratura del totale riferito al settore finanziario è dovuta agli arrotondamenti.

Come in passato, il fenomeno del cosiddetto *interlocking* rimane un tratto caratteristico della struttura dei consigli di amministrazione delle società quotate italiane, sebbene in parte legato al fenomeno della diffusione delle strutture di gruppo. Oltre l'80 per cento delle società quotate ha un consiglio composto da almeno un membro che ha cariche in altre società quotate (anche se in alcuni casi si tratta di società dello stesso gruppo). In 121 società (quasi la metà del numero di società quotate) oltre il 50 per cento dei componenti del consiglio ha cariche in altre società quotate (Tav. 8).

Tav. 8

Società quotate in Borsa interessate da *interlocking* nel 2005

Quota dei componenti del consiglio di amministrazione con più di una carica	Numero di società
< del 25 per cento	78
dal 25 al 50 per cento	13
dal 51 al 75 per cento	78
> del 75 per cento	43
<i>Totale</i>	212
<i>in percentuale del totale delle società quotate</i>	82,8

II – I MERCATI

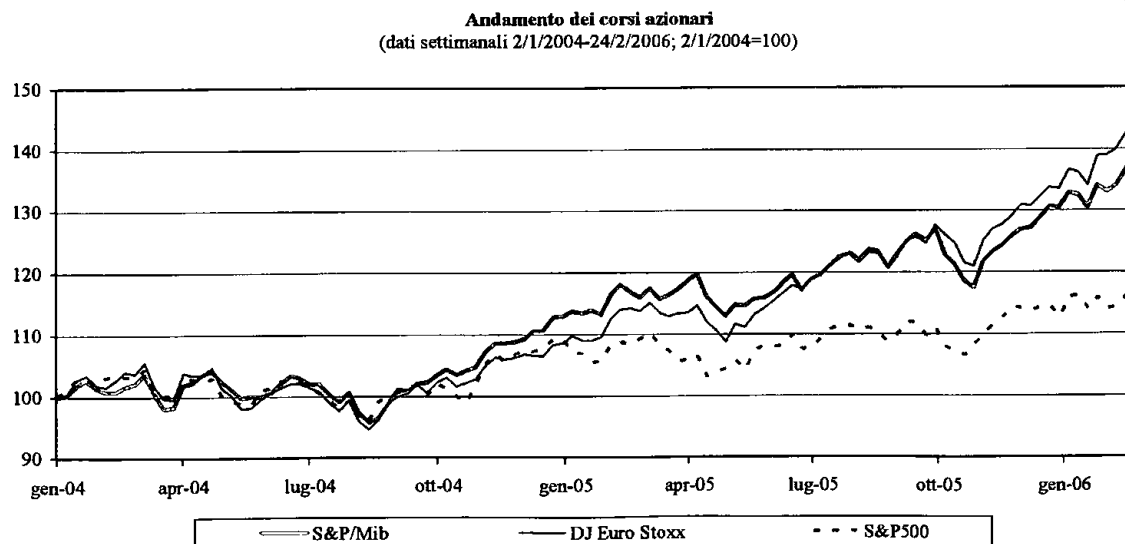
1. I mercati azionari

Nel 2005 è proseguita la crescita dell'economia mondiale, sebbene a un tasso lievemente inferiore a quello registrato nell'anno precedente. Secondo le stime dell'Isae, il prodotto lordo globale è cresciuto del 4,5 per cento (5 per cento nel 2004). Il buon andamento della congiuntura mondiale si è realizzato nonostante le tensioni sul mercato dell'energia, derivanti soprattutto dall'aumento del prezzo del petrolio, e malgrado l'acuirsi delle differenze nella crescita tra le principali aree industriali. Alla elevata espansione degli Stati Uniti, alla crescita della Cina e alla rapida ripresa dell'economia del Giappone si affianca, infatti, una debole attività produttiva nell'area dell'euro. L'Italia, come nel 2004, si è collocata tra i paesi a più basso sviluppo registrando un tasso di crescita prossimo allo zero.

Le prospettive di crescita rimangono positive per le maggiori economie, sebbene permangano alcune incertezze legate alla dinamica del prezzo del petrolio e al possibile rallentamento dell'attività degli Stati Uniti. Per l'area euro, inclusa l'Italia, si prevede una modesta accelerazione che dovrebbe contribuire a ridurre la distanza rispetto all'economia statunitense.

L'andamento dei corsi azionari, positivo su tutti i maggiori mercati nonostante le incertezze a livello macroeconomico, non ha tuttavia riflesso le divergenze nei tassi di sviluppo delle varie aree (Fig. 22).

Fig. 22

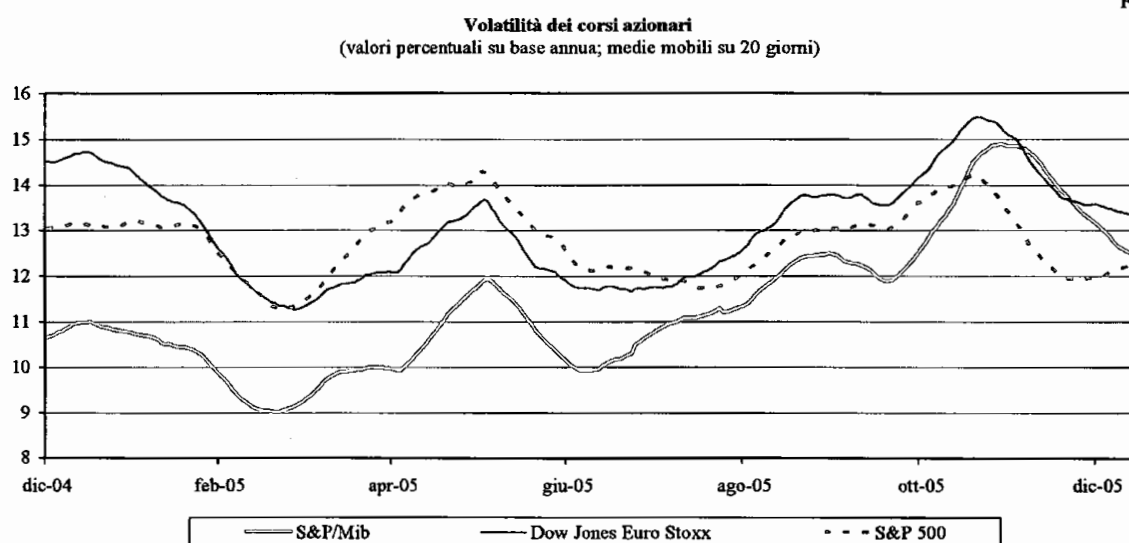


Fonte: Thomson Financial Service.

Nel 2005 la crescita dell'indice *Dow Jones Euro Stoxx*, relativo alle azioni delle maggiori società europee dell'area euro, si è attestata al 22 per cento, superando nettamente l'incremento, pari al 5 per cento, dell'indice *Standard & Poor's 500*, riferito alle maggiori società quotate sul mercato statunitense. Nello stesso periodo sono cresciuti anche i prezzi delle azioni italiane, benché l'apprezzamento dell'indice S&P/Mib, pari al 14 per cento, sia stato più contenuto rispetto a quello rilevato per l'area euro.

La volatilità dei corsi azionari, che presenta un andamento simile per il mercato europeo e per quello statunitense, non ha subito cambiamenti rilevanti nel 2005, mantenendosi su livelli storicamente bassi (Fig. 23).

Fig. 23

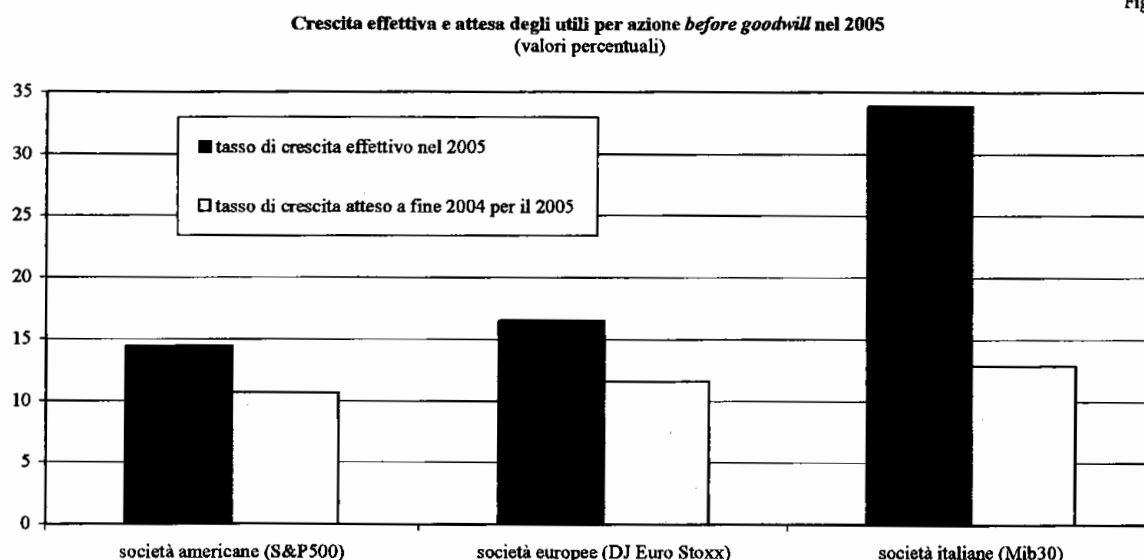


Fonte: Bloomberg. Volatilità implicita desunta dai prezzi delle opzioni sugli indici.

Il disallineamento tra andamento dell'economia reale e crescita dei corsi azionari fra area dell'euro e Stati Uniti sembra da ricollegare principalmente alla dinamica degli utili societari. Nel 2005 il tasso di crescita effettivo degli utili per azione per le società europee è stato del 16 per cento circa, contro il 14 per cento circa per le imprese americane; inoltre, il tasso di crescita effettivo degli utili delle imprese europee nel 2005 ha superato di circa 5 punti percentuali il valore atteso a fine 2004 (cosiddetto "*earning surprise*"), mentre tale differenziale è stato pari al 3,7 per cento per le imprese americane. Per le grandi imprese quotate italiane la crescita effettiva degli utili per azione risulta assai più elevata rispetto alle imprese europee e americane, fenomeno in linea con la forte crescita della redditività evidenziata dalle prime semestrali 2005 sia per i gruppi non finanziari (si

veda il § 1. del precedente del Capitolo I) sia per i principali gruppi bancari (si veda il § 2. del successivo Capitolo III) (Fig. 24).

Fig. 24



Fonte: Thomson Financial Services e dati IBES sulle previsioni degli utili a 12 mesi prima dell'ammortamento dell'avviamento e di altre componenti atipiche di reddito a fine dicembre 2004 e sull'utile effettivo 2005 (stima a marzo 2006).

Secondo alcuni analisti, una possibile spiegazione della migliore performance delle imprese europee, nonostante il quadro congiunturale sia meno favorevole rispetto agli Stati Uniti, è da ricercare nel fatto che per le grandi imprese europee (cioè quelle incluse nei maggiori indici di borsa) la quota sul fatturato delle esportazioni verso paesi a elevati tassi di crescita è più elevata rispetto a quella delle imprese americane.

Le maggiori incertezze che connotano la congiuntura europea sembrerebbero, tuttavia, aver determinato, nel corso del 2005, aspettative di tassi di crescita degli utili per il 2006 inferiori rispetto a quelli attesi per le imprese americane.

Il dato costituisce, tuttavia, un'inversione di tendenza rispetto agli anni precedenti, quando le previsioni di crescita degli utili delle società europee sono risultate superiori, o al più, allineate, a quelle riferibili alle società statunitensi (Fig. 25). Le aspettative relative alle imprese europee, elaborate dagli analisti finanziari su un orizzonte annuale, risultano, altresì, in flessione a partire dall'ultimo trimestre 2005; per gli Stati Uniti, viceversa, le previsioni sono lievemente migliorate nel corso dell'anno. Inoltre, come confermato dal grado di dispersione delle aspettative, le previsioni risultano più stabili per le società statunitensi rispetto a quelle relative alle società europee, benché per queste ultime il grado di incertezza si sia ridotto a partire dal secondo semestre del 2003 (Fig. 26).

Fig. 25

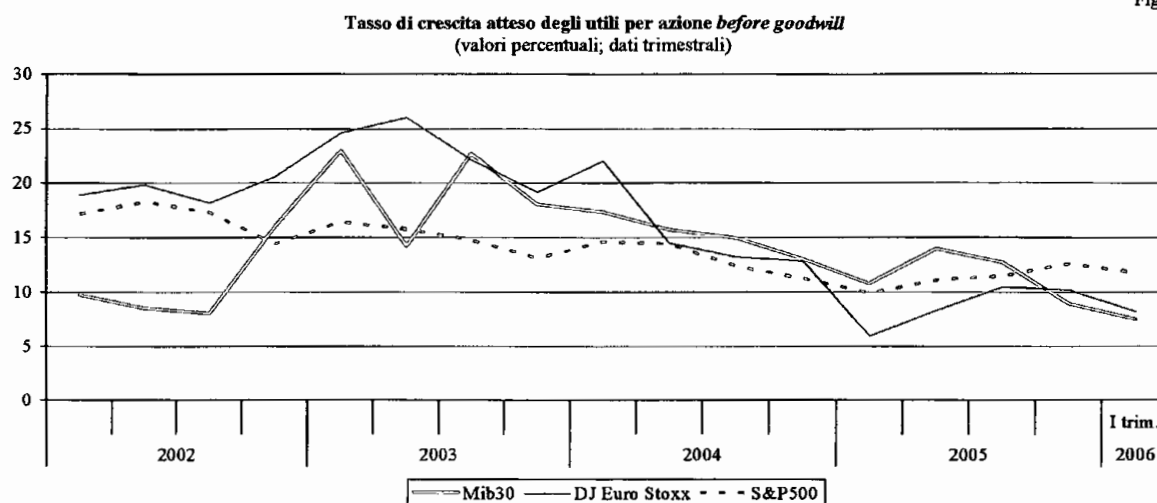
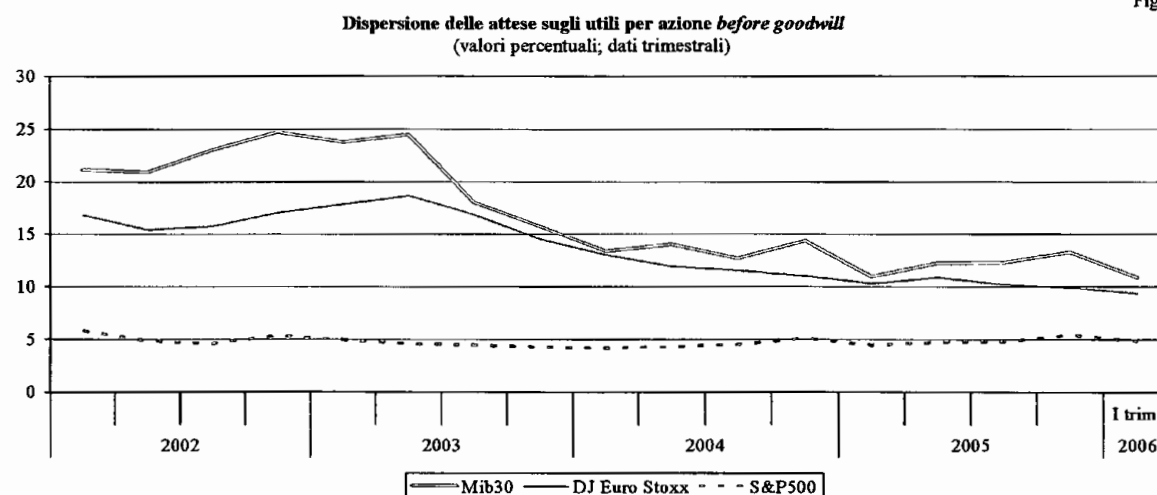


Fig. 26

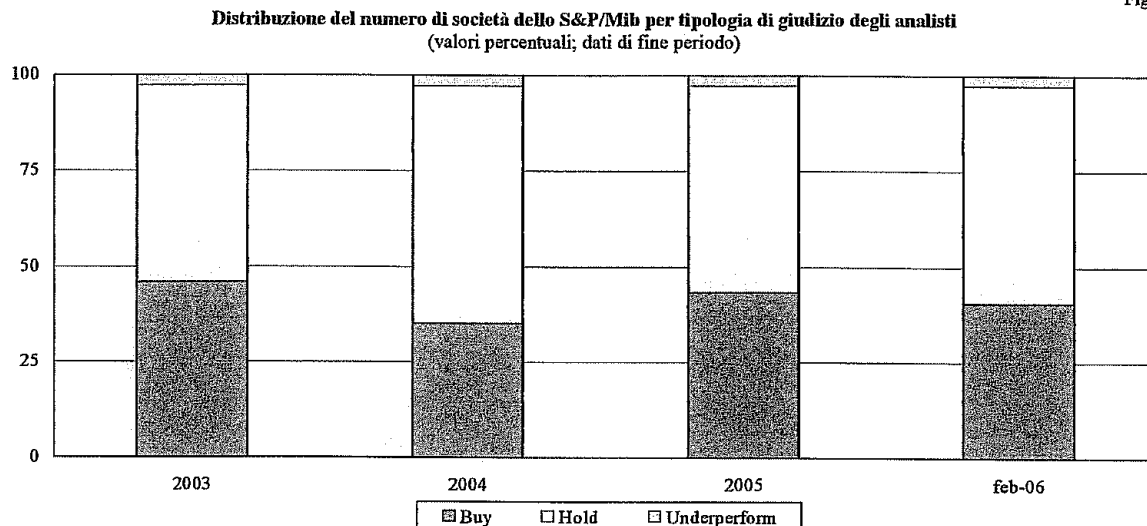


L'aggiustamento al ribasso delle previsioni sui tassi di crescita degli utili per azione ha interessato anche le società italiane; il grado di dispersione di tali previsioni è, inoltre, maggiore rispetto a quello medio europeo.

L'andamento decrescente del tasso di crescita atteso degli utili per il mercato azionario italiano, fra la fine del 2003 e i primi mesi del 2006, si riflette in parte nella variazione dei dati sul "consensus" degli analisti finanziari elaborati dalla società specializzata IBES. Fra la fine del 2003 e febbraio 2006, la percentuale di società incluse nell'indice S&P/Mib con un giudizio "buy" è, infatti, scesa dal 45,9 al 40,5, mentre la percentuale di società con giudizio "hold" è cresciuta dal 51,4 al 56,8 (Fig. 27). Analogamente, il

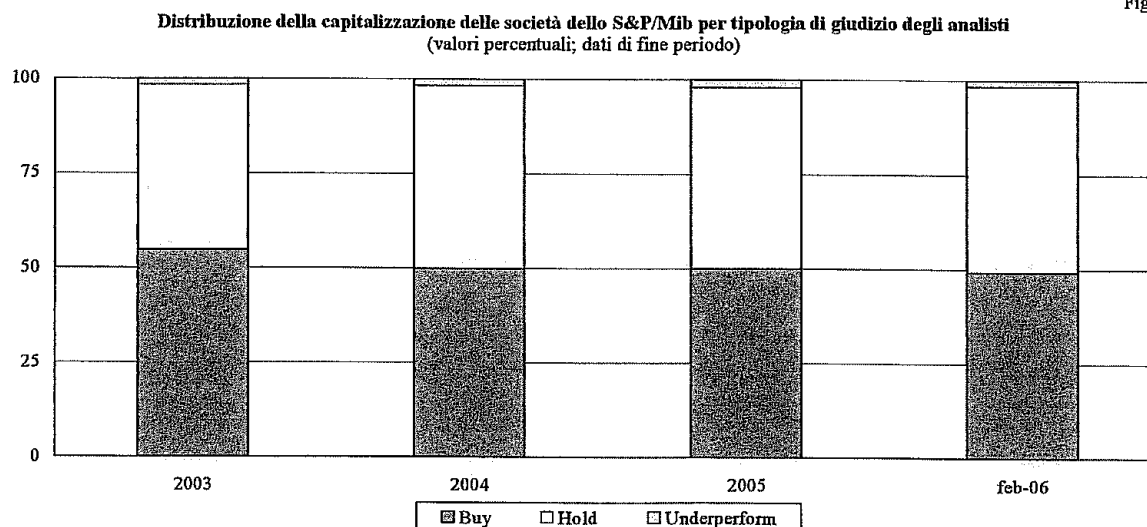
peso sulla capitalizzazione dell'indice delle società con un giudizio "buy" è sceso dal 54,6 al 49,2 per cento, mentre il peso delle società con giudizio "hold" è salito dal 43,8 al 49,2 (Fig. 28).

Fig. 27



Fonte: Thomson Financial Service; stime IBES sul Consensus degli analisti finanziari. Il dato non include le società Terna, Stmicroelectronics e Lottomatica, per le quali non sono disponibili dati omogenei sul Consensus nei tre anni considerati.

Fig. 28



Fonte: Thomson Financial Service; stime IBES sul Consensus degli analisti finanziari. Il dato non include le società Terna, Stmicroelectronics e Lottomatica, per le quali non sono disponibili dati omogenei sul Consensus nei tre anni considerati.

Sul piano strutturale, il mercato azionario italiano continua a caratterizzarsi per una dimensione contenuta del listino e per un basso (sia pure crescente) peso della capitalizzazione di borsa rispetto al Pil.

A fine 2005 il numero di società quotate domestiche era pari a 275, registrando un incremento di 6 unità rispetto all'anno precedente (Appendice, Tav. A.9). Tale variazione risulta da 19 nuove ammissioni e

da 13 revoche. Inoltre, il numero di società di nuova quotazione (Ipo) è stato più elevato di quello dell'anno precedente, sia per quanto riguarda la Borsa (10 nel 2005 contro 6 nel 2004) sia per quanto riguarda il Mercato Expandi (5 nel 2005 contro 2 nel 2004).

La capitalizzazione di Borsa è cresciuta del 16 per cento (+ 19 per cento nel 2004), passando da 581 a 676 miliardi di euro. Hanno registrato un incremento sia la capitalizzazione del mercato Mta/Mtax, da 576 a 669 miliardi di euro, sia quella del Mercato Expandi, da 5 a 7 miliardi di euro. In percentuale del Pil la capitalizzazione di Borsa è passata da 42 a 49 per cento circa, registrando un incremento di circa 7 punti percentuali.

Il monte dividendi pagato dalle società quotate ha totalizzato 26,2 miliardi di euro, mentre nel 2004 era stato pari a 24 miliardi. Il dividend yield del mercato a fine 2005 è sceso, tuttavia, al 3 per cento, contro il 3,4 per cento del 2004, a causa dell'incremento dei corsi.

Nel 2005 si è registrata una fortissima crescita del controvalore degli scambi, che ha raggiunto il massimo storico di 893 miliardi di euro (+39 per cento rispetto al 2004). È, altresì, cresciuto il turnover, ossia il rapporto tra il controvalore degli scambi e la capitalizzazione media dell'anno, passando da 1,1 nel 2004 a 1,3 nel 2005.

Il mercato italiano, in linea con le tendenze internazionali, ha registrato un aumento delle emissioni azionarie realizzate attraverso operazioni di aumento di capitale a pagamento e operazioni finalizzate all'ammissione a quotazione (si veda il § 4. del precedente Capitolo I). Tali operazioni hanno consentito di raccogliere complessivamente 13,2 miliardi di euro (a fronte dei 3,6 nel 2004), valore tuttavia ampiamente inferiore ai dividendi distribuiti (si veda il § 2. del precedente Capitolo I).

L'importo degli aumenti di capitale riflette il valore degli acquisti netti di azioni quotate (ripartito per settore istituzionale) stimato dalla Banca d'Italia. Secondo tali stime, nel 2005 gli acquisti netti di azioni quotate italiane sono stati pari a 12,6 miliardi di euro e risultano quasi triplicati rispetto all'anno precedente. I fondi comuni italiani, così come accaduto nel 2004, hanno prevalentemente disinvestito; risultano venditori netti anche gli operatori non residenti per un importo pari a circa 8,3 miliardi di euro (mentre nel 2004 erano stati acquirenti netti per oltre 13 miliardi di euro). Le banche hanno, invece, fornito un contributo nettamente positivo con acquisti netti per 7,3 miliardi di euro (Tav. 9).

Tav. 9

Acquisti netti di azioni quotate Italiane¹
(milioni di euro)

	Banca d'Italia UIC	Fondi comuni ²	Banche	Sottoscrittori			Estero	Totale
				Compagnie di assicurazione	Altri investitori ³			
2000	231	49	4.592	3.328	2.663		-1.714	9.148
2001	201	-1.787	-8.270	-594	17.153		-532	6.171
2002	346	-1.133	8.947	-4.847	7.735		-7.155	3.893
2003	96	229	-8.085	4.200	14.670		-2.400	8.710
2004	36	-133	576	5.245	-2.526		13.381	3.197
2005 ⁴	-736	-130	7.382				-8.295	12.600

Fonte: Banca d'Italia. ¹ L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. ² Il dato è relativo ai fondi comuni di diritto italiano. ³ Famiglie, imprese, amministrazioni centrali e locali, Cassa DD. PP., Sim e Istituti di Previdenza. ⁴ Dati provvisori.

2. I mercati di strumenti derivati

Il mercato mondiale degli strumenti finanziari derivati, non quotati (cosiddetti *over-the-counter* o Otc) e quotati (cosiddetti *exchange traded*), ha sperimentato tassi di crescita significativi nel 2004 e nel primo semestre del 2005.

Secondo la rilevazione curata dalla Banca dei Regolamenti Internazionali (Bri) con riferimento ai paesi del G-10, il valore nozionale delle posizioni in derivati Otc ammontava a circa 252.000 miliardi di dollari Usa a dicembre 2004 (+ 28 per cento rispetto all'anno precedente) e a circa 270.000 miliardi di dollari nel primo semestre 2005 (+7 per cento circa rispetto a dicembre 2004; Tav. 10). Il controvalore nozionale dei derivati *exchange traded* era pari a circa 47.000 miliardi di dollari a fine 2004 (+19 per cento rispetto al 2003) e a circa 58.000 miliardi a settembre 2005 (+25 per cento rispetto al 2004).

Tav. 10

Valore nozionale degli strumenti derivati nei paesi del G-10
(consistenze di fine periodo; valori in miliardi di dollari Usa)

	2001		2003		2004		2005 - I semestre	
	Valore nozionale	Peso sul totale ¹	Valore nozionale	Peso sul totale ¹	Valore nozionale	Peso sul totale ¹	Valore nozionale	Peso sul totale ¹
Derivati Otc								
Derivati								
Su tassi di interesse	77.568	69,8	141.991	72,0	190.502	75,6	204.393	75,7
Su tassi di cambio	16.748	15,1	24.475	12,4	29.580	11,7	31.075	11,5
Su azioni	1.881	1,7	3.787	1,9	4.385	1,7	5.145	1,9
Su altri strumenti	14.981	13,5	26.914	13,7	27.356	10,9	29.486	10,9
Totale Otc (A)	111.178	100,0	197.167	100,0	251.823	100,0	270.099	100,0
di cui in contropartita con enti non finanziari	14.057		27.900		29.348		32.775	
Derivati Exchange Traded²								
Futures								
Su tassi di interesse	9.270	39,0	13.124	33,6	18.165	39,0	19.860	34,1
Su tassi di cambio	66	0,3	80	0,2	104	0,2	110	0,2
Su azioni	334	1,4	549	1,4	635	1,4	727	1,2
Opzioni								
Su tassi di interesse	12.493	52,6	23.034	59,0	24.604	52,8	32.795	56,3
Su tassi di cambio	27	0,1	38	0,1	61	0,1	63	0,1
Su azioni	1.575	6,6	2.202	5,6	3.024	6,5	4.727	8,1
Totale Exchange Traded (B)	23.765	100,0	39.027	100,0	46.593	100,0	58.282	100,0
Totale Derivati (A + B)	134.943		236.194		298.416		328.381	

Fonte: BRI - Quarterly Review, dicembre 2005. ¹ Valori in percentuale. ² I dati relativi al 2005 si riferiscono ai primi nove mesi dell'anno.

I derivati Otc continuano a rappresentare una proporzione consistente del mercato complessivo dei derivati (oltre l'80 per cento). La componente principale è costituita dai derivati sui tassi di interesse, il cui controvalore nozionale alla fine del primo semestre del 2005 si attestava intorno ai 204.000 miliardi di dollari, pari al 76 per cento dell'intero mercato dei derivati Otc; seguono i derivati su tassi di cambio e merci e su altri strumenti, che pesavano, rispettivamente, per circa il 12 e l'11 per cento. Continua a essere marginale il peso dei derivati su azioni e indici azionari, che si ragguaglia a meno del 2 per cento del totale.

La quota ascrivibile ai derivati su tassi di interesse è predominante anche con riferimento ai derivati exchange traded: in particolare, a fine giugno 2005 i futures e le opzioni su tassi di interesse pesavano complessivamente per il 90 per cento dell'intero mercato.

Il mercato dei derivati Otc in Italia manifesta tendenze e caratteristiche strutturali in linea con quelle emerse negli anni precedenti, come risulta dalla rilevazione semestrale della Banca d'Italia relativa all'operatività di un campione di gruppi bancari maggiormente rappresentativi del comparto. In particolare, il valore nozionale delle posizioni in derivati in essere presso le banche italiane al primo semestre 2005 rappresenta ancora una quota modesta del mercato mondiale (2,2 per cento a fronte del 2,1 nel 2004), benché continui a crescere a un tasso superiore. Le posizioni in essere a fine giugno 2005 raggiungevano infatti un controvalore nozionale pari a poco più di 5.800 miliardi di dollari Usa, registrando così una crescita dell'11 per cento circa rispetto ai 5.300 miliardi di dollari della fine del 2004 (tale dato per il 2004 coincide sostanzialmente con quello relativo ai primi dieci gruppi bancari desunto dai dati di bilancio; si veda il § 2. del successivo Capitolo III). Coerentemente con quanto rilevato per il mercato mondiale, il peso dei contratti relativi a tassi di interesse risulta predominante (93 per cento circa) (Tav. 11).

Tav. 11

Valore nozionale degli strumenti derivati Otc in Italia
(consistenze di fine periodo; valori in miliardi di dollari Usa)

	2001		2003		2004		2005 - I semestre	
	Valore nozionale	Peso sul totale ¹	Valore nozionale	Peso sul totale ¹	Valore nozionale	Peso sul totale ¹	Valore nozionale	Peso sul totale ¹
Derivati								
Su tassi di interesse	1.724	85,7	4.241	92,4	4.905	92,8	5.413	92,7
Su tassi di cambio	246	12,2	207	4,5	247	4,7	259	4,4
Su azioni e merci	42	2,1	140	3,1	133	2,5	166	2,9
Totale Otc	2.012	100,0	4.588	100,0	5.285	100,0	5.838	100,0
<i>di cui in contropartita con enti non finanziari</i>			328		330		309	

Fonte: Banca d'Italia. ¹ Valori in percentuale.

Al 30 giugno 2005 il valore di mercato delle posizioni in derivati, ossia il controvalore monetario che sarebbe necessario pagare o che si incasserebbe per liquidare le posizioni, è risultato pari a poco più di 99 miliardi di dollari per le posizioni in attivo e a poco più di 95 miliardi per le posizioni in perdita. Se tutte le banche avessero chiuso le posizioni in derivati a fine giugno 2005 avrebbero quindi ottenuto un profitto

netto pari a 4 miliardi di dollari. A fine 2004 il saldo risultava parimenti positivo ma più contenuto (3,5 miliardi di dollari).

Con riferimento alla ripartizione dei contratti derivati Otc per controparte, l'operatività delle banche italiane continua a coinvolgere prevalentemente istituzioni finanziarie; risulta, invece, in calo il peso dell'operatività in contropartita con enti non finanziari, costituiti in prevalenza da imprese ed enti pubblici (5 per cento a fine giugno 2005, contro il 6 per cento a fine 2004 e il 7 per cento a fine 2003).

Il mercato italiano dei derivati cosiddetti *exchange traded* è rappresentato dal "Mercato Italiano dei Derivati" (Idem) gestito da Borsa Italiana Spa, sul quale è possibile negoziare esclusivamente derivati su strumenti e indici azionari. Il valore nozionale delle posizioni in derivati aperte sull'Idem (cosiddetto *open interest*) a fine 2005 risultava pari a circa 5,2 miliardi di euro (circa 6,2 miliardi di dollari), di cui il 92 per cento circa riferibile a posizioni aperte sui *future* sull'indice S&P/Mib (Tav. 12).

Tav. 12

Scambi sull'Idem nel 2005
(valori monetari in milioni di euro)

	Numero di lotti eseguiti ¹	Media giornaliera ¹	Variazione percentuale ²	Controvalore nozionale degli scambi	Valore nozionale delle posizioni aperte a fine anno
Future su Indice	3.581	13,9	+ 7,5	585.445	4.277
Opzioni su Indice	2.598	10,1	+ 17,0	209.526	217
Opzioni su azioni	12.440	48,6	+ 30,1	54.701	292
Mini future su Indice	1.294	5,0	- 12,9	42.330	77
Future su azioni	5.958	23,3	+ 243,6	34.734	291
<i>Totale</i>	<i>25.871</i>			<i>926.736</i>	<i>5.154</i>

Fonte: elaborazioni Consob su dati Borsa Italiana Spa. ¹ Migliaia di contratti. ² Rispetto all'anno 2004.

Il valore delle posizioni aperte sull'Idem corrisponde a circa lo 0,1 per cento delle posizioni in essere in derivati Otc rilevate a fine giugno 2005 dalla Banca d'Italia. Il peso marginale dell'Idem sull'intero mercato italiano dei derivati riflette, tuttavia, la sua specializzazione esclusiva sui prodotti azionari. Anche a livello internazionale i volumi di attività su tali prodotti risultano sempre strutturalmente inferiori rispetto all'operatività sui derivati su tassi di interesse e di cambio, come ampiamente documentato dalle statistiche della Bri.

L'Idem rappresenta tuttavia un comparto importante per il funzionamento complessivo dei mercati azionari gestiti da Borsa Italiana Spa e continua a far registrare tassi di crescita elevati.

Nel 2005 è proseguita, infatti, la crescita degli scambi sull'Idem: il numero dei contratti conclusi si è attestato attorno ai 26 milioni, registrando così un incremento pari a circa il 42 per cento rispetto all'anno precedente. La crescita maggiore si è registrata per i futures aventi come sottostante titoli azionari (+ 244 per cento circa), con scambi mediamente pari a oltre 23.000 contratti al giorno corrispondenti a un controvalore di circa 35 miliardi di euro. La Borsa Italiana ha, inoltre, continuato ad aumentare la disponibilità della scelta tra i titoli sottostanti ai futures, che a fine 2005 erano 33, a fronte dei 22 a fine 2004. Continua, sebbene a un tasso più contenuto rispetto a quello rilevato l'anno precedente, la

contrazione dei volumi relativi al contratto mini futures su indice (-13 per cento circa a fronte di -42 per cento rilevato a fine 2004). Si registra, viceversa, un'inversione di tendenza con riguardo al contratto future sull'indice S&P/Mib, con scambi superiori di circa l'8 per cento rispetto all'anno precedente. I comparti delle opzioni su azioni e su indice, infine, registrano entrambi un incremento pari, rispettivamente, a 30 e 17 per cento.

Per ciò che riguarda in particolare il comparto delle opzioni sull'indice azionario S&P/Mib, i dati sulle contrattazioni nel biennio 2004-2005 mostrano talune regolarità nel funzionamento del mercato (Riquadro 2).

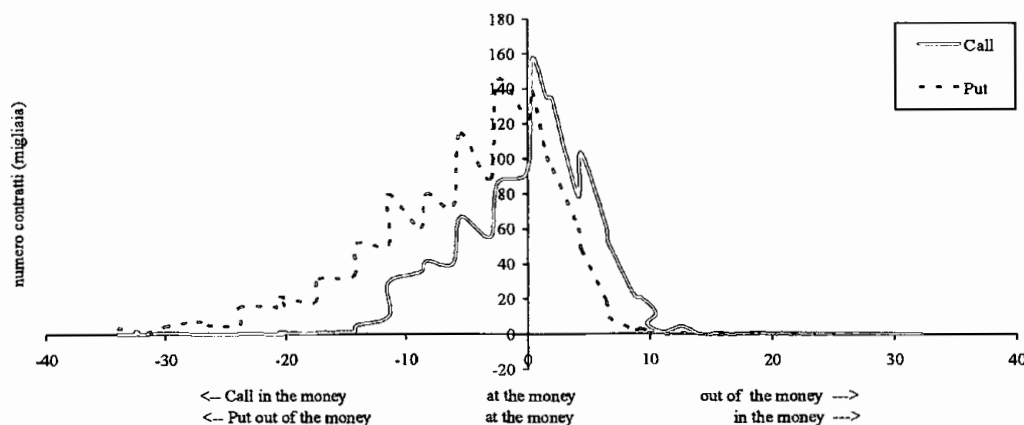
Riquadro 2

Caratteristiche del mercato delle opzioni sull'indice S&P/Mib negoziate sull'Idem

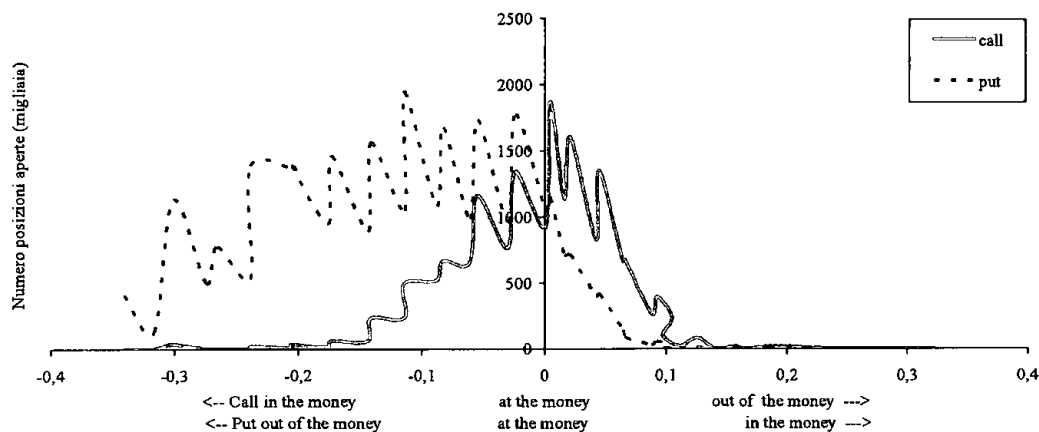
Il mercato dei derivati cosiddetti *exchange traded* su strumenti e indici azionari è nato in Italia nel 1995 e, da allora, con la privatizzazione del mercato di borsa e le numerose innovazioni nella microstruttura e nelle modalità di negoziazione, ha conosciuto un notevole sviluppo. Un segmento importante del mercato è rappresentato dalle opzioni sull'indice azionario S&P/Mib, mercato che presenta ormai alcune regolarità empiriche di funzionamento.

L'analisi degli scambi mostra che i contratti di tipo *put* (cioè il diritto a vendere) vengono scelti come strumento di copertura dal rischio di ribassi dell'indice; infatti, sebbene le negoziazioni si svolgano prevalentemente sulle serie cosiddette "*at the money*" (cioè con prezzo di esercizio vicino al prezzo corrente), per le *put* si presenta una maggiore propensione all'acquisto di contratti *out of the money* (cioè con prezzo di esercizio largamente inferiore al prezzo corrente). La stessa evidenza emerge con riferimento alle posizioni aperte a fine giornata (cosiddetto *open interest*).

Distribuzione dei contratti di opzione sull'indice S&P/Mib per grado di "moneyness"
(contratti eseguiti nel periodo giugno 2004 – ottobre 2005)



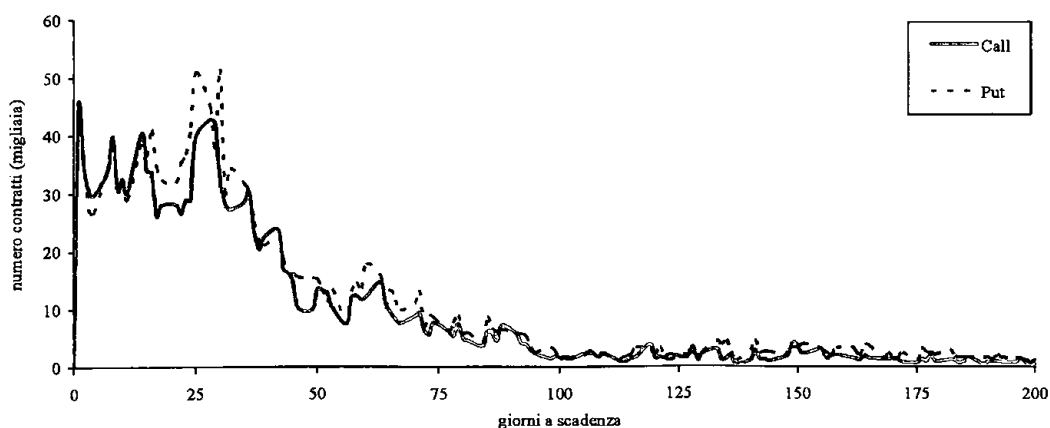
Distribuzione delle posizioni aperte su opzioni sull'indice S&P/Mib per grado di "moneyness"
(posizioni in essere nel periodo giugno 2004 – ottobre 2005)



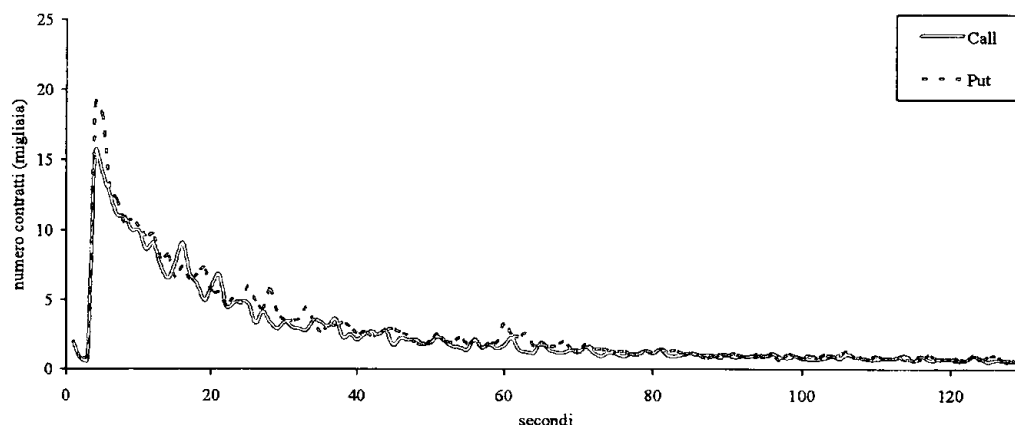
La distribuzione degli scambi sulle opzioni sull'indice in funzione della vita residua del contratto mostra che gli scambi aumentano in prossimità dei tre mesi che precedono la scadenza e raggiungono la massima intensità negli ultimi trenta giorni prima della scadenza stessa.

La liquidità del mercato è garantita dalla presenza di *market maker* che hanno l'obbligo di immettere proposte di negoziazione in acquisto e vendita rispettando determinate modalità e criteri. Le proposte di negoziazione che danno origine alla conclusione di un contratto tendono a rimanere esposte sul *book* di negoziazione per un tempo solitamente brevissimo, prima della conclusione di un contratto: la maggioranza dei contratti sono generati infatti da proposte di negoziazione presenti sul *book* da soli 4 secondi.

Concentrazione degli scambi su opzioni sull'indice S&P/Mib per giorni alla scadenza del contratto
(contratti eseguiti nel periodo giugno 2004 – ottobre 2005)



Velocità di applicazione delle proposte di negoziazione su opzioni sull'indice S&P/Mib
(proposte che hanno dato origine a contratti eseguiti nel periodo giugno 2004 – ottobre 2005)



Oltre ai derivati su strumenti finanziari, da diversi anni si è ormai sviluppato un mercato di strumenti che consentono il trasferimento del rischio di credito, i cosiddetti *credit derivatives* o derivati creditizi. Un quadro esaustivo del mercato si evince dall'ultimo rapporto curato dall'agenzia di *rating* Fitch, che ha condotto un'indagine campionaria intervistando le maggiori banche e assicurazioni internazionali.

A fine 2004 le posizioni in derivati creditizi erano pari a circa 5.300 miliardi di dollari Usa (+86 per cento rispetto all'anno precedente). Quasi il 90 per cento riguarda i credit default swap su singoli emittenti (cosiddetti *single name Cds*).

Le banche risultano essere i principali acquirenti di protezione, a fronte delle assicurazioni che sono, invece, i principali venditori netti (rispettivamente, per circa 427 e 556 miliardi di dollari; la differenza tra tali valori è ascrivibile a operatori di mercato non censiti dall'indagine, quali gli *hedge funds*).

La componente di trading risulta essere determinante per le banche e contribuisce alla crescita del mercato. Gli emittenti maggiormente utilizzati come entità sottostanti ai derivati sono società non finanziarie (che rappresentano oltre il 60 per cento delle posizioni lorde); seguono le banche, gli Stati e gli emittenti sovrnazionali.

L'operatività sul mercato dei derivati creditizi risulta in crescita anche per le banche italiane, sebbene a un tasso inferiore a quello rilevato in ambito internazionale (si veda il § 2. del successivo Capitolo III). Si rilevano, peraltro, le medesime tendenze osservate in ambito internazionale quanto a finalità dell'operatività e composizione dei contratti in essere per tipologia di strumento e di soggetto sottostante (o entità di riferimento). Talune regolarità empiriche accomunano, inoltre, il funzionamento del comparto dei *credit default swap* (Cds) aventi come entità di riferimento emittenti italiani a quello osservabile in altri paesi (Riquadro 3).

Riquadro 3

Il mercato italiano dei credit default swap

L'evidenza empirica sul funzionamento del mercato dei *credit default swap* (Cds) in ambito internazionale mostra che le quotazioni dei Cds esibiscono una certa variabilità a seconda del settore e del *rating* dell'entità sottostante (o di riferimento), della scadenza dell'obbligazione sottostante e della liquidità stessa dei Cds.

Evidenze analoghe emergono con riferimento alle quotazioni relative a un campione di 29 emittenti italiani (lo Stato italiano, 15 società non finanziarie quotate e 13 banche quotate), di cui due con *rating* speculativo e le rimanenti con *rating* compresi nell'intervallo AA- / BBB-.

I valori medi (e mediani) delle quotazioni relative alle società non finanziarie sono più elevati di quelli rilevati per le banche (anche se ciò dipende in parte dal fatto che il *rating* medio delle società non finanziarie è più basso di quello delle banche); con riferimento a queste ultime, i prezzi sono maggiori nel caso in cui il sottostante è rappresentato da obbligazioni subordinate. Nell'ambito dello stesso settore, inoltre, il premio cresce al crescere della scadenza del contratto o del titolo sottostante.

Quotazioni dei *credit default swap* per settore
dell'entità sottostante e scadenza del titolo sottostante¹
(gennaio – dicembre 2005)

scadenza	Società non finanziarie						Banche						Repubblica italiana		
				Obbligazioni senior			Obbligazioni subordinate								
	1Y	5Y	10Y	1Y	5Y	10Y	1Y	5Y	10Y	1Y	5Y	10Y	1Y	5Y	10Y
Numero di società	15			13			12			1					
Media	37,05	94,08	124,54	8,57	24,67	35,60	14,43	40,98	58,42	5,35	12,57	20,96			
Mediana	9,54	32,46	50,03	5,23	19,50	29,50	7,52	32,00	49,25	5,23	11,75	21,20			
Min	5,23	12,77	18,68	5,23	9,00	12,98	5,23	18,50	28,89	5,23	5,27	5,31			
Max	575,00	747,50	866,79	183,52	137,00	157,93	319,18	185,00	203,00	14,28	84,56	134,72			
Dev standard	65,91	126,68	151,23	10,89	16,15	19,30	22,59	26,06	28,54	0,89	7,40	11,60			

Fonte: elaborazioni Consob su dati Datastream. ¹Valori espressi in punti base. Per ottenere il valore del premio in punti percentuali è necessario dividere il valore per 100. Ad esempio, il premio relativo a obbligazioni emesse da società non finanziarie con scadenza un anno (1Y), pari a 37,05 punti base, è in altri termini uguale allo 0,3705 per cento del valore dell'obbligazione di riferimento.

La distribuzione delle quotazioni dei Cds per classi di *rating* dell'emittente di riferimento mostra che il premio aumenta, a parità di scadenza del contratto, in corrispondenza delle classi di *rating* più basse, manifestando la crescita maggiore nel passaggio dalla classe *investment grade* a quella *speculative*.

Allo scopo di valutare il grado di liquidità dei Cds inclusi nel campione, si è analizzato il numero medio di aggiornamenti delle quotazioni per classi di *rating* e per tipologia di emittente. Il numero di aggiornamenti è stato calcolato considerando la differenza tra le quotazioni di due giorni consecutivi: se tale differenza risulta pari a zero, nessun aggiornamento ha avuto luogo; se invece è positiva, la variabile in questione è stata posta uguale a uno. Il numero di aggiornamenti è dunque la somma dei giorni in cui, nell'ambito del periodo considerato, le quotazioni hanno esibito una variazione. Questa variabile, che può essere considerata una *proxy* della liquidità, appare positivamente correlata con la scadenza del contratto e inversamente correlata con il merito di credito dell'emittente di riferimento.

Quotazioni dei *credit default swap* e numero medio di aggiornamenti delle quotazioni per classi di rating dell'entità sottostante e scadenza del titolo sottostante (gennaio – dicembre 2005)

Numero società	Classe di rating dell'emittente ¹	Quotazione media ²			Numero medio di aggiornamenti		
		1Y	5Y	10Y	1Y	5Y	10Y
Società non finanziarie							
1	da AA ad AA-	5,37	17,81	28,76	12	76	76
4	da A+ ad A-	5,84	24,94	39,80	73	100	122
7	da BBB+ a BBB-	15,56	50,29	72,90	156	144	167
2	da BB	169,39	378,42	467,14	222	207	222
1	senza rating	65,56	153,45	196,68	188	136	188
Banche							
2	da AA ad AA-	5,32	15,47	23,60	47	199	216
10	da A+ a A-	6,55	22,08	32,97	84	132	174
1	da BBB+ a BBB-	32,80	65,77	82,58	167	115	149

Fonte: elaborazioni Consob su dati Datastream e siti delle agenzie di rating. ¹ Il rating considerato è quello di Fitch, ovvero ove non disponibile, rispettivamente di S&P e Moody's; dati al 31.12.2005. ² Valori espressi in punti base.

3. Il mercato dei covered warrants e dei certificates

Nel 2005 gli scambi sul mercato dei *securitised derivatives* gestito da Borsa Italiana Spa (SeDex) hanno fatto registrare il massimo storico, raggiungendo i 49 miliardi di euro, più del triplo rispetto all'anno precedente. Alla crescita degli scambi si è accompagnato un forte aumento del numero di nuove emissioni di prodotti negoziabili (+62 per cento circa) (Tav. 13).

Tav. 13

Covered warrants e certificates quotati
(valori monetari in miliardi di euro)

	Numero di emissioni			Controvalore degli scambi
	In essere ¹	Nuove ²	Scadute ³	
1998	122	122	—	3
1999	1.565	1.660	217	14
2000	3.107	3.343	1.801	31
2001	5.866	8.194	5.435	21
2002	3.571	6.668	8.963	18
2003	2.594	4.749	5.726	11
2004	3.021	4.478	4.051	16
2005	4.076	7.253	6.198	49

Fonte: Consob e Borsa Italiana Spa. ¹ Dati a fine anno. ² Ammesse a quotazione nel corso dell'anno. ³ Il dato include gli strumenti revocati, su richiesta dell'emittente, prima della scadenza naturale.

La gamma di strumenti negoziabili comprende covered warrants plain vanilla su azioni e indici azionari italiani ed esteri, tassi di cambio, metalli preziosi e future su merci; a questi si aggiungono, per i covered warrants esotici e i certificates, anche indici su merci e tassi di interesse.

I covered warrant plain vanilla continuano a essere i securitised derivatives più diffusi sul SeDeX, pesando per il 78 per cento sul totale degli strumenti quotati a fine anno (+ 40 per cento circa rispetto all'anno precedente). Seguono gli investment certificates, che si ragguagliano a circa l'11 per cento del totale (registrando un calo di pari entità rispetto al 2004) e i leverage certificates, pari al 7 per cento del totale (+29 per cento rispetto al 2004). I covered warrant esotici/strutturati rappresentano tuttora una quota modesta del mercato (3,7 per cento) sebbene in crescita rispetto al 2004 (0,5 per cento) (Tav. 14).

Tav. 14

Emissioni di covered warrants e certificates quotati in circolazione al 31 dicembre 2005

Segmento e categoria	Numero	Peso sul totale ¹
<i>Covered warrant</i>		
Plain vanilla	3.189	78,2
Esotici	151	3,7
<i>Certificates</i>		
Leverage	290	7,1
Investment	446	10,9
<i>Totale</i>	<i>4.076</i>	<i>100,0</i>

Fonte: Consob e Borsa Italiana Spa. ¹ Valori in percentuale. L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti.

A seguito dell'introduzione della possibilità di ammettere a quotazione covered warrants con scadenza superiore a 5 anni, si sono affacciati sul SeDeX strumenti con scadenza temporale compresa fra 6 e 15 anni. Agli investment certificates a lungo termine, si sono infatti affiancati covered warrants strutturati di tipo cap con scadenze fino al 2020, finalizzati a offrire ai sottoscrittori di mutui a tasso variabile una copertura parziale dal rischio di variazione dei tassi di interesse. Per questi prodotti, lo strike funge da cap (ossia da limite massimo) e corrisponde al tasso fisso scelto dall'investitore: se alla scadenza di ciascuna delle opzioni che compongono il covered warrant il tasso d'interesse ufficiale è superiore allo strike, l'investitore riceve la differenza positiva tra le due grandezze (e ciò equivale a trasformare il tasso variabile in fisso); in caso contrario non ha diritto ad alcun pagamento.

Gli emittenti di titoli quotati sul SeDeX nel 2005 sono complessivamente 15, a fronte di 14 specialist incaricati di garantire la liquidità del mercato. Nella quasi totalità dei casi la figura dell'emittente coincide con quella di specialist, ovvero si tratta di soggetti appartenenti allo stesso gruppo. Con riguardo alla concentrazione degli scambi, ai primi 3 intermediari fa capo il 55 per cento dei volumi (52 nel 2004), con una quota superiore al 20 per cento per il primo intermediario che offre anche il servizio di trading on line. La quota detenuta dal resto del mercato si è ridotta dal 36 per cento del 2004 a poco più del 29 nel 2005. Oltre il 43 per cento degli scambi avviene on line, dato che conferma il SeDeX come un mercato di investitori retail.

Con riguardo alla distribuzione dei *covered warrants* sulla base del profitto derivante da un immediato esercizio della opzione (cosiddetta *moneyness*), si rileva che al momento dell'emissione circa il 48 per cento dei *covered warrants plain vanilla call* sull'indice S&P/Mib e su azioni italiane era *deep out of the money* (ossia emesso con uno *strike*/prezzo di esercizio superiore dell'8 per cento al prezzo di mercato del sottostante). Per gli strumenti *put*, il 41 per cento risultava *deep out of the money* al momento dell'emissione (ovvero con un prezzo di esercizio inferiore dell'8 per cento a quello di mercato del sottostante). La quota di strumenti appartenenti a questa classe di *moneyness* si ragguagliava complessivamente attorno al 66 per cento dei *covered warrants* emessi nel corso 2005. I *covered warrants* emessi *deep in the money* (con uno *strike* inferiore del 4 per cento al prezzo di mercato del sottostante per le *call* e superiore per le *put*) sono una quota esigua, risultando pari, rispettivamente, al 10 e al 7 per cento delle *call* e delle *put* (Tav. 15).

Tav. 15

Distribuzione dei *covered warrants*
sulla base del grado di "moneyness" al momento dell'emissione e della scadenza
(valori in percentuale)

	Grado di moneyness ¹	
	all'emissione ²	alla scadenza ³
Call		
> 8% (deep out of the money)	47,9	34,6
da 4% a 8% (out of the money)	16,1	9,7
da 0 a 4% (at the money)	15,3	10,3
da 0 a 4% (in the money)	11,2	10,3
< -4% (deep in the money)	9,5	35,1
<i>Totale</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>
Put		
< -8% (deep out of the money)	40,6	64,9
da -4% a -8% (out of the money)	20,5	9,7
da 0 a -4% (at the money)	19,5	9,3
da 0 a 4% (in the money)	12,3	5,7
> 4% (deep in the money)	7,1	10,3
<i>Totale</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>

Fonte: elaborazione Consob su dati Borsa Italiana. ¹ Differenza percentuale tra prezzo di esercizio e prezzo di mercato dello strumento sottostante al momento dell'emissione o della scadenza del *covered warrant*. ² Dati relativi ai *covered warrant plain vanilla* su azioni italiane e indice S&P/Mib emessi nel 2005. ³ Dati relativi ai *covered warrant plain vanilla* su azioni italiane e indice S&P/Mib scaduti nel 2005.

Con riferimento alla *moneyness* al momento della scadenza, i *covered warrants call* sono risultati in eguale proporzione *deep out* e *deep in the money* (35 per cento); i *covered warrants put* presentano, viceversa, una predominanza degli strumenti scaduti *deep out of the money* (65 per cento dei casi a fronte del 10 delle circostanze in cui sono scaduti *deep in the money*).

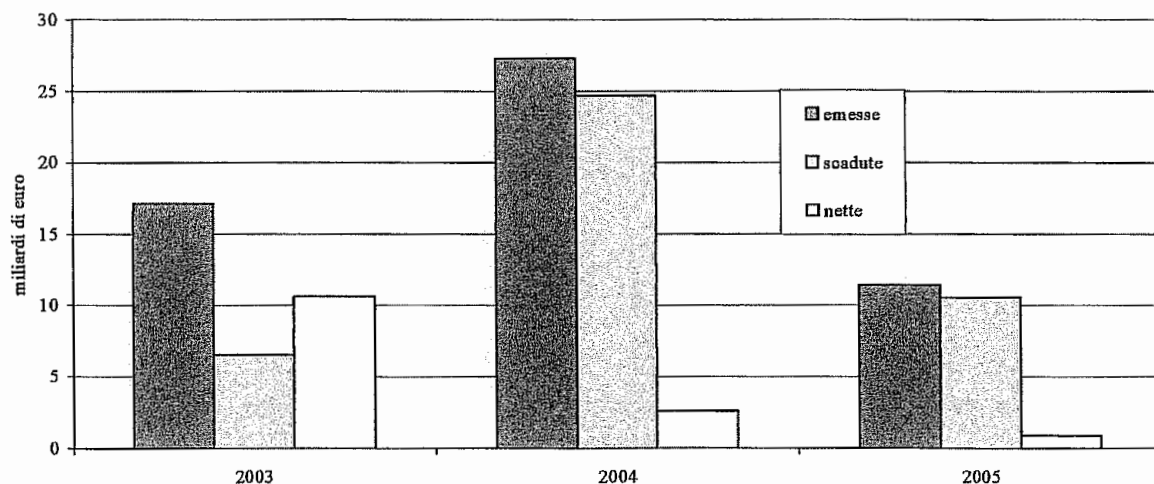
Talune analogie, rispetto ai risultati qualitativi che emergono dall'analisi della *moneyness* condotta con riferimento ai *covered warrants plain vanilla*, si colgono con riferimento ai *leverage certificates*. Tali strumenti sono caratterizzati dal meccanismo della barriera o *stop-loss*, che si attiva in caso di andamento sfavorevole del sottostante, determinando l'estinzione del *certificate*. Circa il 17 per cento degli strumenti emessi nel 2005, aventi scadenze variabili tra 3 mesi e 4 anni, è stato revocato prima della scadenza. È utile ricordare che al raggiungimento della barriera, il cui valore si trova poco sopra (per i *bull/long*) o sotto (per i *bear/short*) lo *strike*, corrisponde necessariamente una perdita sul capitale investito.

4. I mercati obbligazionari

Nel corso del 2005 le emissioni lorde di obbligazioni da parte delle società non finanziarie italiane e delle società estere controllate da gruppi non finanziari italiani hanno registrato un significativo calo rispetto all'anno precedente, attestandosi attorno a 11,4 miliardi di euro (27,3 miliardi nel 2004). Le emissioni nette, ossia la differenza fra obbligazioni emesse e scadute, sono state pari a quasi un miliardo di euro (2,5 miliardi del 2004) (Fig. 29).

Fig. 29

Emissioni obbligazionarie corporate di gruppi italiani



Fonte: elaborazioni Consob su dati Bondware. Dati relativi a emissioni obbligazionarie collocate sull'euromercato o attraverso offerte pubbliche sul mercato italiano di società di capitale italiane o di società estere controllate da gruppi italiani.

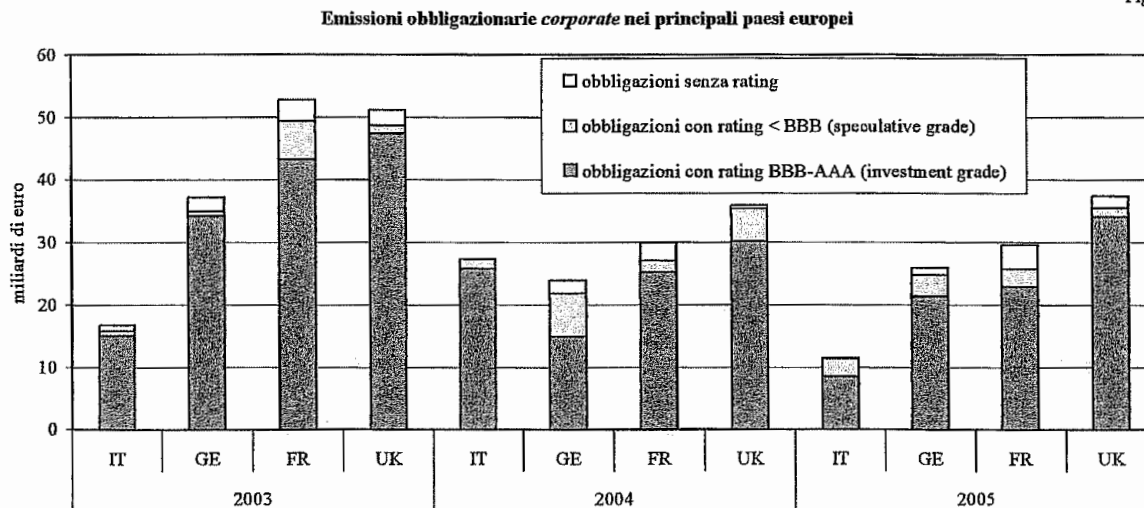
La dinamica negativa del mercato risulta più accentuata per talune categorie di emittenti. In particolare, le imprese medio-piccole e non quotate, nonostante il livello ancora relativamente basso dei tassi di interesse e degli *spread*, continuano a registrare difficoltà di accesso al mercato. Nel corso del 2005, inoltre, anche alcune imprese di media dimensione con *bond* in scadenza hanno preferito rifinanziare il debito ricorrendo al credito bancario, ovvero a operazioni più complesse di ristrutturazione che talvolta hanno implicato aumenti di capitale e la ridefinizione dell'assetto proprietario.

Come di consueto, dunque, quasi tutte le emissioni lorde del 2005 sono ascrivibili a pochi grandi gruppi quotati.

Nel 2005 si è registrata la prima operazione di collocamento di titoli obbligazionari corporate tramite offerta pubblica rivolta agli investitori retail (bond Enel per un miliardo di euro). Per quanto riguarda i gruppi non quotati, di particolare rilievo sono inoltre alcune emissioni legate a operazioni di acquisizione finanziate con debito (cosiddette operazioni di leverage buy out o LBO).

Le emissioni lorde effettuate dai gruppi italiani risultano nettamente inferiori a quelle effettuate dalle imprese dei principali paesi europei. Nel 2005 le emissioni obbligazionarie dei gruppi francesi e tedeschi sono state pari a più del doppio delle emissioni italiane, mentre le emissioni dei gruppi inglesi sono state pari a più del triplo delle emissioni italiane. Inoltre, la quota di obbligazioni con *rating* speculativo o prive di *rating* fra le emissioni italiane continua a essere in media inferiore a quanto si osserva negli altri paesi europei considerati, in particolare rispetto alla Francia e alla Germania (Fig. 30).

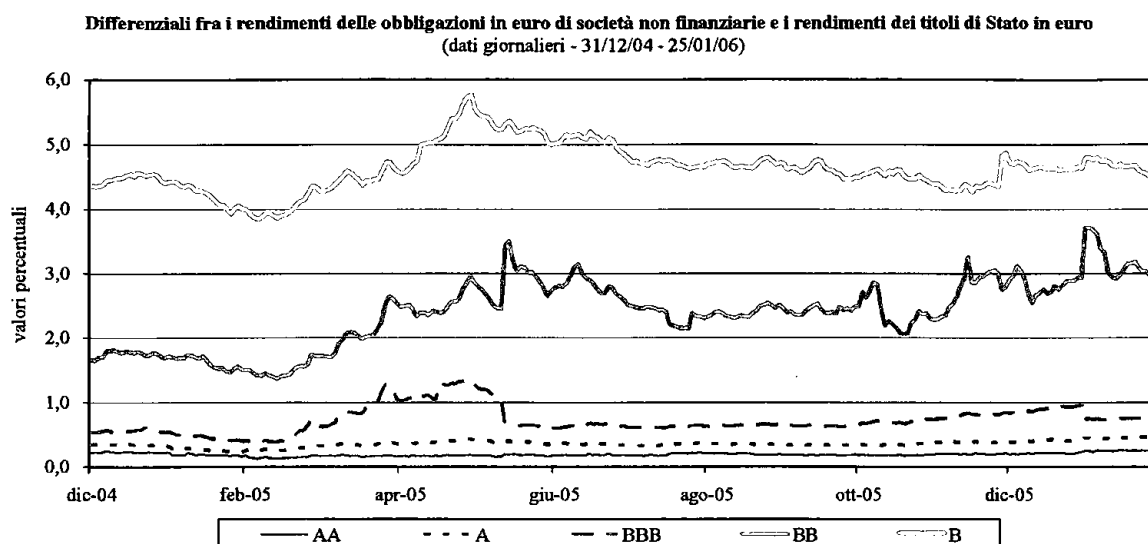
Fig. 30



Fonte: elaborazioni Consob su dati Bondware. Dati relativi a emissioni obbligazionarie collocate sull'euromercato o attraverso offerte pubbliche sul mercato domestico di società di capitale residenti nel paese di riferimento o di società estere controllate da gruppi con sede nel paese di riferimento.

La domanda di *corporate bond* a livello europeo ha continuato a essere elevata, come emerge dal fatto che, anche nel 2005, il livello dei differenziali fra i rendimenti dei *corporate bond* in euro e quelli dei titoli di Stato è rimasto su valori storicamente molto bassi (Fig. 31).

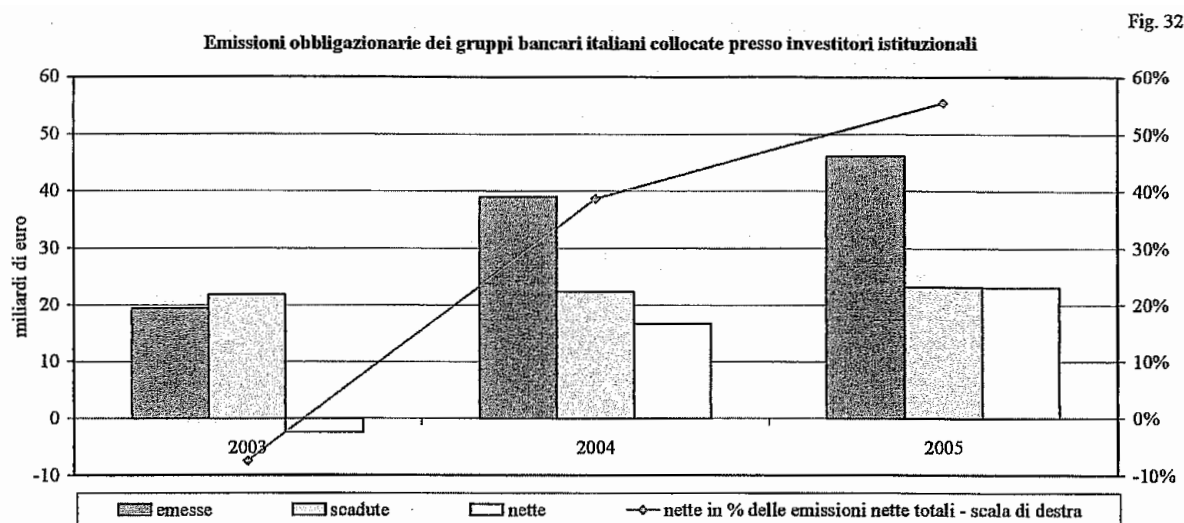
Fig. 31



Fonte: elaborazioni Consob su indici Merrill Lynch e Datastream-Thomson Financial. I rendimenti dei titoli di Stato si riferiscono ai titoli tedeschi.

In particolare, per i bond con rating più elevati (AA e A) gli spread sono rimasti sostanzialmente invariati, mentre i bond con rating BBB e BB hanno in parte risentito dell'impatto del downgrading di General Motors (GM) e Ford in aprile. Successivamente, nel mese di agosto, il fallimento della società di componentistica per auto principale fornitore di Ford e GM, Delphi Inc., con obbligazioni emesse per 4,8 miliardi di dollari, ha contribuito a generare ulteriori tensioni sul mercato, anche se complessivamente il rialzo dei rendimenti richiesti dagli investitori sui bond speculativi è stato relativamente contenuto (per i titoli con rating pari a B il livello a fine 2005 è sostanzialmente uguale a quello di inizio anno).

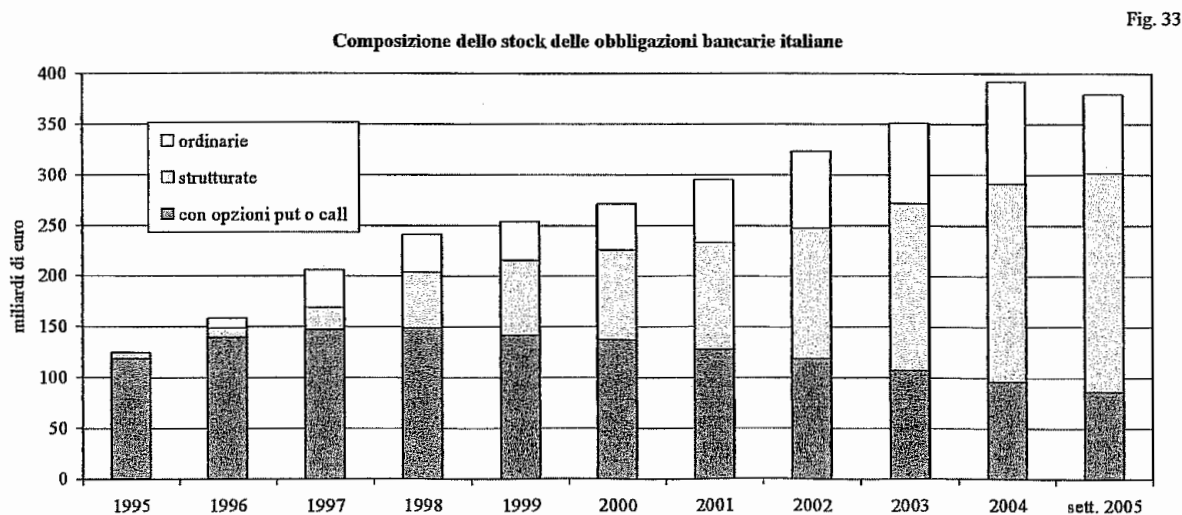
Nel 2005 si è intensificata l'attività di raccolta obbligazionaria sull'euromercato da parte dei gruppi bancari italiani, con emissioni lorde per circa 46 miliardi di euro. Le emissioni nette sull'euromercato, pari a 23,0 miliardi di euro (16,6 nel 2004), pesano per il 55 per cento sulla raccolta netta complessiva (cioè comprensiva dei collocamenti domestici); tale dato risulta in crescita rispetto all'anno precedente quando si attestava al 39 per cento (Fig. 32).



Si conferma dunque la tendenza delle banche italiane a incrementare la raccolta obbligazionaria sull'euromercato (cioè presso investitori istituzionali) a scapito di quella domestica (in prevalenza presso investitori *retail*).

Ai primi cinque gruppi bancari è ascrivibile circa il 60 per cento della raccolta lorda e il 53 per cento delle raccolta netta sull'euromercato.

Per ciò che riguarda la composizione dello *stock* complessivo di obbligazioni di banche italiane, si osserva una continua tendenza alla riduzione del peso delle obbligazioni con opzioni *put* o *call*, che rappresentavano quasi l'intero *stock* di obbligazioni a metà degli anni novanta, mentre continua a crescere il peso delle obbligazioni strutturate (Fig. 33).



Per ciò che riguarda le obbligazioni strutturate, si rileva una sensibile variazione delle tipologie di struttura nella direzione di una maggiore complessità e quindi di una maggiore difficoltà nella rappresentazione trasparente dell'effettivo profilo di rischio-rendimento dello strumento finanziario.

Va, altresì, evidenziato che, in termini percentuali, le strutture cosiddette "miste" (che combinano diverse modalità di parametrizzazione del rendimento secondo schemi tipici di più di una tipologia di obbligazione strutturata) ricoprono una quota pari a circa il 20 per cento; il loro tasso di crescita è, tuttavia, allineato a quello dell'intero comparto. La circostanza che non si assista a una rapida crescita dei prodotti a struttura mista può essere legata al fatto che, come già osservato in passato, anche per banche di grandi dimensioni è difficile coprire i rischi di prodotti molto complessi. Vi è, infatti, una relazione diretta tra la complessità del prodotto e i costi della sua gestione in termini di controllo dei rischi, oltre che in termini di premio per il rischio da riconoscere all'investitore.

Quanto al mercato secondario, gli scambi di titoli obbligazionari su mercati regolamentati italiani si sono ridotti del 12 per cento circa, passando da 2.478 a 2.193 miliardi di euro (Appendice, Tav. A.10).

Tale contrazione risulta dalla riduzione degli scambi di titoli obbligazionari sul mercato regolamentato gestito da Borsa Italiana (Mot), passati da 147 a 123 miliardi di euro (-19 per cento circa rispetto all'anno precedente), e dalla diminuzione del controvalore negoziato sul Mercato telematico all'ingrosso dei titoli di Stato (Mts), gestito da Mts Spa, passato da più di 1.900 miliardi di euro a poco meno di 1.600 miliardi (-18 per cento). Si rileva, peraltro, che il calo degli scambi su Mts prosegue dal 2002 con un tasso crescente nel tempo.

Si deve, tuttavia, rilevare che gli scambi sui mercati regolamentati danno un quadro parziale del mercato secondario italiano, poiché le negoziazioni di titoli obbligazionari fra investitori professionali avvengono in larga misura anche sui mercati Otc, mentre gli scambi in contropartita con investitori non professionali hanno luogo prevalentemente al di fuori dei mercati regolamentati e, in particolare, sui cosiddetti sistemi di scambi organizzati (Sso). Tali sistemi rappresentano un fenomeno rilevante, anche se estremamente eterogeneo, quanto a tipologia del sistema di scambi, bilaterali o multilaterali, alle condizioni di liquidità, al *pricing*, alle tipologie di strumenti trattati.

Dai dati relativi alle negoziazioni effettuate sugli Sso, che la Consob riceve con cadenza trimestrale a partire dall'inizio del 2003, emerge che il numero di sistemi presenti, pari a 332 a fine giugno 2005, risulta sostanzialmente stabile, con una netta prevalenza dei sistemi bilaterali (ossia dei sistemi in cui un singolo operatore – di solito lo stesso intermediario organizzatore dello scambio – espone le proprie proposte in acquisto e in vendita che possono essere accettate dagli altri operatori) rispetto ai sistemi multilaterali (ossia i sistemi nei quali opera una molteplicità di operatori in diretta concorrenza tra loro). Il numero dei contratti conclusi nei sistemi bilaterali è stabile (circa 1,4 milioni di contratti a semestre), mentre all'opposto vi è stata una notevole contrazione (pari a circa il 40 per cento) del numero dei contratti conclusi nei sistemi multilaterali, a partire dall'inizio del 2004, con una parziale inversione di tendenza nel primo semestre 2005 (Tav. 16).

Tav. 16

Operatività dei sistemi di scambi organizzati

Tipologia SSO		Numero SSO	Titoli negoziati	Totale contratti
Bilaterale	2003 - II semestre	331	19.546	1.401.200
	2004 - I semestre	325	20.020	1.396.071
	2004 - II semestre	329	20.460	1.439.130
	2005 - I semestre	328	21.509	1.474.566
	Totale (A)			5.710.967
Multilaterale	2003 - II semestre	5	1.612	551.705
	2004 - I semestre	5	1.341	456.597
	2004 - II semestre	5	1.337	328.028
	2005 - I semestre	4	1.530	404.087
	Totale (B)			1.740.417
Totale (A + B)				7.451.384

Fonte: Consob.

I sistemi di scambi organizzati costituiscono un importante circuito per la “negoziabilità” dei titoli obbligazionari di emanazione bancaria, ma non sempre il livello di liquidità effettiva sui singoli titoli è elevato. La parte preponderante delle negoziazioni sugli Sso riguarda, infatti, obbligazioni bancarie, quasi sempre emesse dallo stesso gruppo bancario cui appartiene il gestore del sistema. Per circa il 70 per cento di tali titoli gli scambi risultano piuttosto ridotti (meno di uno scambio ogni 2 settimane nell’arco del periodo considerato). Le principali criticità emergono con riferimento ai titoli di tipo “strutturato”, ossia con rendimenti legati all’andamento di parametri di mercato, spesso attraverso dei meccanismi di calcolo che rendono il titolo particolarmente rischioso e che non risultano di facile comprensione per l’investitore non qualificato.

Nel periodo che va dal secondo semestre 2003 al primo semestre 2005, il comparto obbligazionario, al quale si riferiscono 4,6 milioni di contratti su un totale di 7,5 milioni, pesa per oltre il 60 per cento in termini di contratti conclusi sugli Sso. All’interno del comparto obbligazionario sono prevalentemente scambiate le obbligazioni emesse da banche italiane (oltre 3 milioni di contratti nel biennio considerato) (Tav. 17).

Tav. 17

Titoli negoziati e contratti conclusi sugli scambi organizzati

		Numero titoli negoziati				Contratti conclusi				
		2003 II semestre	2004 I semestre	2004 II semestre	2005 I semestre	2003 II semestre	2004 I semestre	2004 II semestre	2005 I semestre	Totale contratti
Obbligazioni										
Banche	Gruppo straniero	514	604	653	739	41.733	47.760	46.343	63.509	199.345
	Gruppo italiano	17.230	17.581	18.098	18.969	735.046	769.902	735.853	827.927	3.068.728
Corporate	Gruppo straniero	914	865	866	903	277.587	202.924	103.336	142.388	726.235
	Gruppo italiano	201	198	174	173	130.839	87.072	41.050	28.228	287.189
Stati e organ. internazionali	Ente locale italiano	7	5	4	6	31	8	14	24	77
	Emit pubbl estero	349	365	348	421	52.908	105.594	74.581	86.757	319.840
	Totale	19.215	19.618	20.143	21.211	1.238.144	1.213.260	1.001.175	1.148.833	4.601.412
Titoli pubblici										
Stati e organ. internazionali	Emit pubbl estero	496	542	564	590	62.457	56.496	35.442	77.236	231.631
	Emit pubbl italiano	165	172	159	161	544.233	485.389	660.840	586.578	2.277.040
	Totale	661	714	724	751	606.690	541.885	696.284	663.814	2.508.673
Azioni										
Banche	Gruppo straniero	6	6	6	6	2.283	1.690	1.072	2.008	7.053
	Gruppo italiano	60	58	48	51	34.848	29.805	18.759	14.191	97.603
Corporate	Gruppo straniero	117	111	108	106	60.388	64.127	48.103	47.732	220.350
	Gruppo italiano	57	25	18	17	6.001	1.174	1.484	1.887	10.546
	Totale	240	200	180	180	103.520	96.796	69.418	65.818	335.552
Non classificato		122	14	15	16	4.551	727	281	188	5.747

Fonte: Consob.

Tra le tipologie di titoli trattati assumono rilevanza anche le obbligazioni *corporate* emesse da soggetti esteri facenti parte di gruppi italiani quotati, inizialmente collocate presso investitori istituzionali. Per alcuni di questi titoli, per i quali maggiori sono gli elementi di rischio in merito alla solvibilità dell'emittente, risultano particolarmente rilevanti i profili di correttezza degli intermediari negoziatori, di liquidità del titolo e di informativa, in particolare se la controparte è un investitore *retail*.

A seguito delle crisi societarie che hanno coinvolto alcuni emittenti quotati (tra i più importanti: Parmalat, Cirio e Giacomelli) la negoziazione di obbligazioni *corporate* con la clientela *retail* nei sistemi di scambi organizzati ha subito una marcata riduzione, a vantaggio della vendita di altri strumenti tradizionalmente trattati su tali sistemi, quali le obbligazioni bancarie e i titoli di Stato, soprattutto italiani. La riduzione delle negoziazioni di obbligazioni *corporate* ha riguardato in misura maggiore le emissioni di dimensioni più piccole.

Gli scambi che coinvolgono obbligazioni corporate rappresentano circa il 13 per cento dei contratti complessivi. Le negoziazioni di tale tipologia di titoli subiscono una forte flessione nel corso del periodo considerato: le negoziazioni su titoli emessi sia da gruppi italiani sia da gruppi stranieri passano da oltre 400.000 contratti nel secondo semestre 2003, cioè nella fase immediatamente precedente al caso Parmalat, a circa 170.000 contratti nel primo semestre 2005.

Le negoziazioni di obbligazioni corporate di gruppi italiani hanno coinvolto, nei due anni considerati, complessivamente 168 titoli, emessi da società appartenenti a 55 gruppi diversi. Si registra una forte riduzione delle negoziazioni su tali strumenti finanziari che ha riguardato sia il numero di titoli trattati (passati da 131 a 78), sia il volume delle negoziazioni, in termini di numero contratti e relativi controvalori (questi ultimi si sono ridotti da 2.639 a 572 milioni di euro nei semestri considerati) (Tav. 18).

Tav. 18

Le negoziazioni di obbligazioni corporate emesse da gruppi italiani sui sistemi di scambi organizzati¹
(valori monetari in milioni di euro)

	Numero titoli	Numero gruppi	Numero contratti	Controvalore
2003 - II semestre	131	47	123.681	2.639
2004 - I semestre	109	45	81.797	1.798
2004 - II semestre	92	35	36.559	869
2005 - I semestre	78	32	25.132	572
<i>Totale</i>	<i>168</i>	<i>55</i>	<i>267.169</i>	<i>5.882</i>

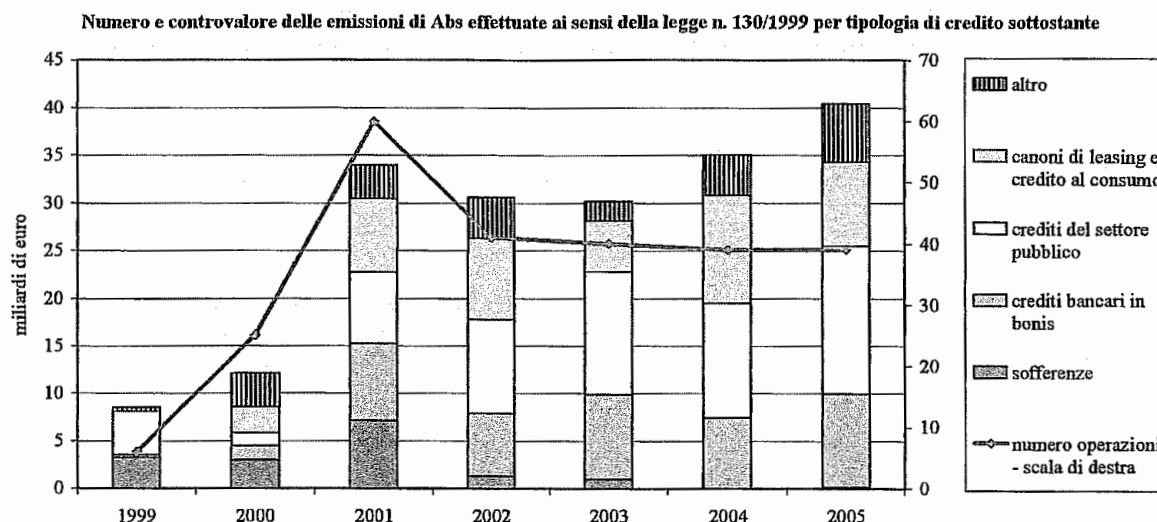
Fonte: Consob. ¹ Sono inclusi solo i titoli su cui sono stati effettuati almeno 10 contratti nel periodo considerato. L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti.

La ripartizione delle negoziazioni di obbligazioni corporate emesse da gruppi italiani per ammontare del prestito mostra che la riduzione degli scambi, pur essendo generalizzata per tutte le categorie di prestiti, è particolarmente marcata per le emissioni di piccole dimensioni. Per questa categoria di emissioni si registra, infatti, una contrazione del numero di contratti pari a circa il 93 per cento (da 8.207 a 565), soprattutto a partire dal secondo semestre 2004; per il comparto nel suo complesso il calo si attesta all'80 per cento.

5. Il mercato delle asset backed securities

Nel corso del 2005 le emissioni di titoli a seguito di operazioni di cartolarizzazione dei crediti hanno registrato un incremento di poco più del 15 per cento rispetto all'anno precedente, raggiungendo un ammontare pari a circa 40 miliardi di euro. È invece rimasto stabile a 39 il numero di operazioni (Fig. 34).

Fig. 34



Fonte: elaborazioni Consob su dati Securitisation.it. Per il 2005 la voce "altro" include emissioni di *covered bonds* per 4 miliardi di euro.

Secondo diversi osservatori l'Italia, dopo il Regno Unito, si è affermata come il più grande mercato europeo per emissioni di *asset backed securities* (Abs).

La ripartizione delle Abs emesse nel 2005 per tipologia di credito sottostante mostra la prevalenza, per numero di operazioni, dei titoli riferibili ai crediti di soggetti pubblici, per effetto del consistente programma di cartolarizzazioni di diverse tipologie di crediti e assets (in particolare immobili pubblici e crediti contributivi) avviato già da diversi anni; seguono le operazioni relative ai crediti in bonis e a quelli da canoni leasing (Appendice, Tav. A.11). È ormai marginale, invece, il peso dei crediti in sofferenza, che si è progressivamente contratto a seguito del venir meno della disciplina civilistica e fiscale di favore prevista dalla legge n. 130/1999 per le operazioni effettuate entro due anni dalla data di entrata in vigore della legge stessa. Nel 2005 si sono aggiunte, inoltre, le prime due operazioni di *covered bond* effettuate dalla Cassa Depositi e Prestiti sulla base di un provvedimento legislativo ad hoc varato nel 2003.

La prevalenza delle operazioni ascrivibili a società appartenenti al settore pubblico si conferma anche con riferimento al controvalore delle relative emissioni, che a fine 2005 ammontava a 17 miliardi di euro circa (12 nel 2004), pesando sul totale per il 39 per cento circa (35 nell'anno precedente). Le emissioni effettuate a fronte di cessione di crediti bancari, prevalentemente mutui ipotecari su abitazioni residenziali e commerciali, sono passate da 7 a circa 10 miliardi di euro, pesando sul totale per il 24 per cento circa (21 nel 2004); è diminuito, viceversa, l'ammontare riferibile alla cessione di crediti per canoni di leasing, da circa 9 a 7 miliardi di euro, e il relativo peso sul totale delle emissioni (dal 25 al 17 per cento nel periodo considerato).

La distribuzione delle diverse tranches di Abs emesse nel 2005 per grado di subordinazione e per tipologia di crediti sottostanti mostra che per quasi tutte le tipologie di operazioni il peso delle tranches junior è marginale e in progressiva contrazione, mentre risultano in aumento le quote delle tranches mezzanine (Tav 19).

Tav. 19

Composizione delle emissioni di Abs per tranches di subordinazione e tipologia di crediti sottostanti
(valori in percentuale)

	2003			2004			2005		
	Junior	Mezzanine	Senior	Junior	Mezzanine	Senior	Junior	Mezzanine	Senior
Crediti bancari in sofferenza	51,7	2,5	45,7	--	--	--	32,4	17,0	50,6
Crediti bancari <i>in bonis</i>	3,0	5,3	91,8	1,3	5,9	92,9	0,7	5,9	93,4
Crediti di soggetti pubblici	--	0,9	99,1	--	--	100,0	--	7,7	92,3
Crediti da operazioni di leasing	4,1	5,8	90,1	0,7	6,0	93,4	0,9	10,1	89,0
Prestiti personali e credito al consumo	3,6	4,4	92,1	1,5	4,9	93,6	3,1	7,0	89,9

Fonte: Securitisation.it. L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti.

III – GLI INTERMEDIARI E LE FAMIGLIE

1. *Struttura del settore dell'intermediazione mobiliare*

Il settore dell'intermediazione mobiliare in Italia è caratterizzato dalla presenza prevalente dei gruppi bancari, ai quali sono riconducibili, direttamente ovvero indirettamente tramite Sim e Sgr, una quota consistente dei proventi dell'intermediazione mobiliare e la quasi totalità dell'attività di gestione di patrimoni.

Va, peraltro, rilevato che le Sim, di matrice bancaria e non, hanno ormai assunto un ruolo marginale nel settore dell'intermediazione mobiliare. La loro quota di mercato è modesta in tutti i servizi di investimento, salvo che nei comparti dell'offerta fuori sede e della ricezione e trasmissione ordini (Tav. 20).

Tav. 20

Quota di mercato e composizione dei ricavi delle Sim
(valori percentuali al primo semestre 2005)

	Peso sui ricavi complessivi	Quota di mercato
Negoziazione per conto terzi	23,0	8,9
Negoziazione in conto proprio	5,5	..
Collocamento con preventiva sottoscrizione	0,5	1,0
Collocamento senza preventiva sottoscrizione	11,0	4,9
Gestione su base individuale	12,0	4,8
Ricezione e trasmissione di ordini e mediazione	10,5	32,0
Offerta fuori sede	38,0	20,0

Fonte: elaborazioni Consob su segnalazioni statistiche di vigilanza.

In termini di incidenza dei ricavi, l'attività delle Sim si è ormai polarizzata sulla negoziazione in conto terzi (anche se con una quota di mercato, rispetto alle banche, assai modesta) e nell'offerta fuori sede (cioè nella distribuzione di prodotti finanziari tramite reti di promotori). Nel primo semestre 2005 l'attività di negoziazione per conto terzi ha concorso ai proventi complessivi delle Sim per il 23 per cento, mentre i proventi relativi all'offerta fuori sede pesano per il 38 per cento sui ricavi complessivi; le attività di gestione di patrimoni, di collocamento senza garanzia e di ricezione e trasmissione ordini concorrono, invece, in misura simile (di poco superiore al 10 per cento).

Nel primo semestre del 2005 i ricavi complessivi delle Sim sono stati pari a circa 470 milioni di euro (a fronte dei 6 miliardi di euro registrati nello stesso periodo dai primi 10 gruppi bancari; si veda il successivo § 2.); la quota relativa ai soggetti controllati da persone fisiche e gruppi non bancari è pari al 46 per cento circa (Tav. 21).

Tav. 21

Assetti proprietari delle Sim
(valori percentuali al 30 giugno 2005)

Soggetto controllante	Peso sul numero totale di Sim	Peso sui ricavi totali delle Sim
Gruppi bancari	28	54,2
Gruppi assicurativi	10	5,3
Gruppi finanziari	10	26,8
Persone fisiche	52	13,7
<i>Totale</i>	<i>100</i>	<i>100,0</i>

Fonte: Consob.

Anche il numero di Sim e fiduciarie ha registrato una flessione, come peraltro già emerso negli anni precedenti: il numero di soggetti autorizzati si è infatti ridotto del 6 per cento circa, passando da 115 nel 2004 a 108 nel 2005.

Le cancellazioni dall'Albo Sim, pari a 11 (a fronte di 4 nuove iscrizioni), sono ascrivibili prevalentemente alla volontaria uscita dal mercato di soggetti marginali (7 casi); in 3 casi si sono registrate fusioni in Sgr o banche, mentre in un caso si è avuta la trasformazione in banca (Appendice, Tav. A.12).

Con riferimento, invece, alla gestione di patrimoni su base collettiva, si rileva che la maggior parte dei fondi comuni di investimento (aperti, chiusi e speculativi) è gestita da Sgr di matrice bancaria (95 su un totale di 179 società di gestione; Tav. 22).

Tav. 22

Società di gestione del risparmio per tipologia di gestione e assetti proprietari
(situazione al 31 dicembre 2005)

Tipologia di gestione	Soggetto controllante				Totale
	Gruppi bancari	Gruppi assicurativi	Intermediari finanziari non bancari	Persone fisiche	
Fondi aperti	44	9	6	10	69
Fondi chiusi	24	2	27	13	66
di cui <i>Private equity</i>	16	1	15	11	43
<i>Fondi immobiliari</i>	8	1	12	2	23
Fondi speculativi	22	2	8	5	37
Gestioni patrimoniali	5	--	2	--	7
<i>Totale</i>	<i>95</i>	<i>13</i>	<i>43</i>	<i>28</i>	<i>179</i>

Fonte: archivio Consob e prospetti informativi.

Il 92 per cento circa del patrimonio gestito da fondi comuni di investimento di tipo aperto è riconducibile a gruppi bancari (Tav. 23).

Assetti proprietari delle società di gestione di fondi comuni¹
(percentuali sul totale del patrimonio gestito)

	Soggetto controllante						Totale
	Gruppi bancari		Gruppi assicurativi		Intermediari finanziari non bancari	Persone fisiche	
	di cui esteri		di cui esteri				
2000	93,5	4,0	5,3	3,8	0,4	0,8	100,0
2001	93,7	4,0	5,4	3,7	0,1	0,7	100,0
2002	94,0	4,5	5,0	3,0	0,2	0,9	100,0
2003	94,3	4,1	4,4	2,3	0,5	0,9	100,0
2004	93,5	3,5	5,2	2,8	0,6	0,8	100,0
2005	92,3	14,0	5,8	3,1	0,8	1,0	100,0

Fonte: archivio Consob sui prospetti informativi e dati Assogestioni sui patrimoni totali. Confronta Note metodologiche. ¹ Situazione al 31 dicembre riferita alle società di gestione di fondi comuni mobiliari aperti gestiti da intermediari di diritto italiano (le serie storiche sono state rettifiche in seguito all'inclusione dei fondi di fondi italiani e dei fondi esteri offerti in Italia istituiti da società appartenenti a gruppi italiani). Il patrimonio totale è considerato al lordo dei fondi riservati e dei fondi non armonizzati. L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti.

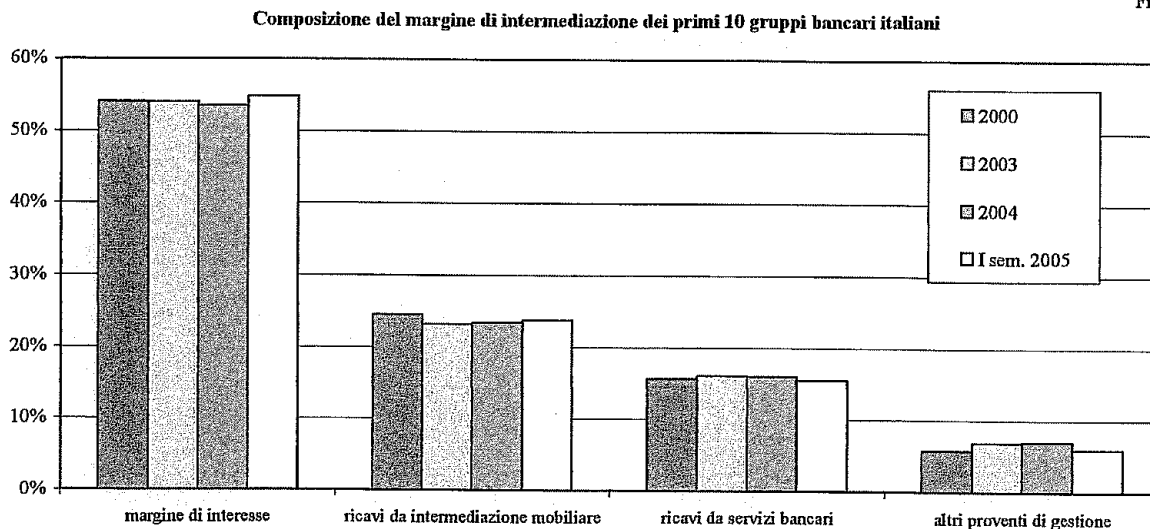
Tale dato, sostanzialmente in linea con quanto rilevato negli anni precedenti, mostra tuttavia un elemento di novità con riferimento al peso dei gruppi esteri, per i quali si è registrato un significativo incremento (dal 3,5 per cento nel 2004 al 14 per cento nel 2005). L'incremento è dovuto all'acquisizione del controllo di una Sgr di grandi dimensioni da parte di un gruppo bancario francese. Tale operazione rappresenta il primo esempio rilevante di ingresso diretto nel mercato domestico da parte di un soggetto estero e si affianca alla più diffusa modalità di presenza indiretta, consistente nella commercializzazione di quote/azioni di Oicr di diritto comunitario attraverso i canali distributivi di operatori nazionali.

2. I gruppi bancari

Oltre alla presenza, ormai dominante, delle banche e dei gruppi bancari, il settore dell'intermediazione mobiliare si va caratterizzando per un crescente livello di concentrazione. Ai primi 10 gruppi bancari per totale attivo è riferibile il 64 per cento circa del risparmio gestito e il 61 per cento circa dei ricavi da negoziazione. L'analisi dell'attività di intermediazione mobiliare dei primi 10 gruppi bancari consente, dunque, di avere un quadro sufficientemente rappresentativo dell'evoluzione del settore.

Fra il 2000 e il 2004 la composizione dei ricavi complessivi (margine di intermediazione) dei primi 10 gruppi bancari italiani è rimasta sostanzialmente stabile; si è registrata una lieve riduzione dell'incidenza del margine di interesse (dato essenzialmente dalla differenza fra interessi attivi e passivi), risalito però intorno al 55 per cento nel primo semestre 2005, mentre il peso dei ricavi da servizi bancari è rimasto stabile attorno al 15 per cento. Il peso dei ricavi da intermediazione mobiliare risulta, invece, in lieve flessione rispetto al 2000, rappresentando comunque poco meno di un quarto dei ricavi complessivi dei maggiori gruppi bancari italiani (Fig. 35).

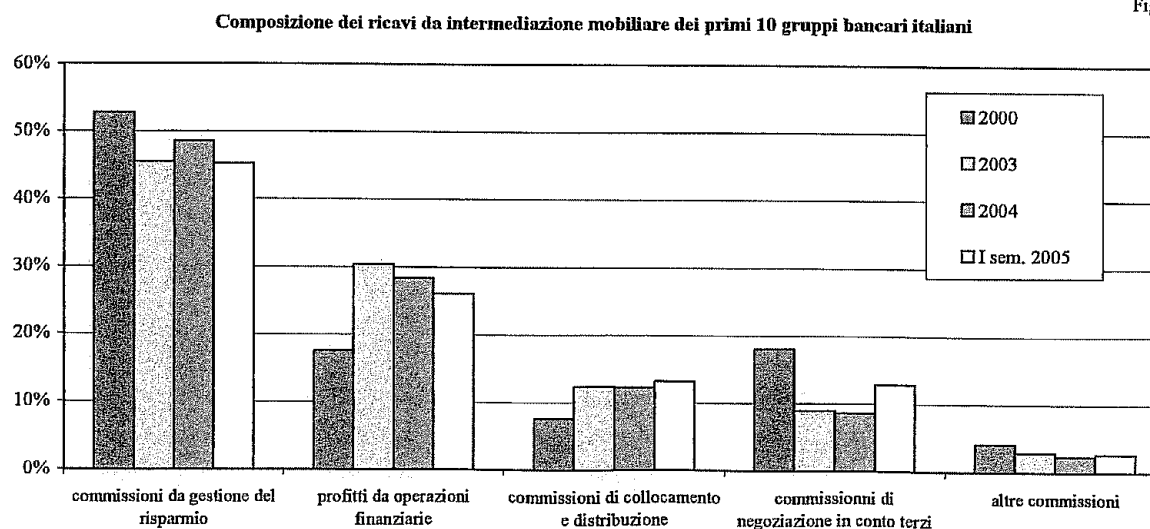
Fig. 35



Fonte: elaborazioni su dati dei bilanci consolidati e relazioni semestrali. Confronta Note metodologiche.

La composizione dei ricavi da intermediazione mobiliare è, tuttavia, sensibilmente mutata nel corso degli ultimi anni. Il peso dei ricavi derivanti dalla gestione del risparmio (gestioni individuali e collettive) è sceso dal 52 per cento circa nel 2000 al 45 per cento circa nel primo semestre 2005, mentre è fortemente aumentata l'incidenza dei profitti da operazioni finanziarie (dal 17 per cento circa nel 2000 a più del 25 per cento nel primo semestre 2005) e delle commissioni nette da collocamento. Fra il 2000 e il 2004, si è invece più che dimezzata l'incidenza delle commissioni nette da negoziazione in conto terzi, poi in parte risalita nel primo semestre 2005 (Fig. 36).

Fig. 36



Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati e relazioni semestrali. Confronta Note metodologiche.

I dati in valore assoluto mostrano che, fra il 2000 e il 2004, le commissioni nette per servizi di investimento e per gestioni collettive si sono sensibilmente ridotte, passando da 9,3 a 8,1 miliardi di euro (- 13 per cento circa), mentre i profitti da operazioni finanziarie sono cresciuti da 2,0 a 3,2 miliardi di euro (+ 60 per cento circa; Tav. 24).

Tav. 24

Conto economico aggregato dei primi 10 gruppi bancari italiani
(valori monetari in milioni di euro)

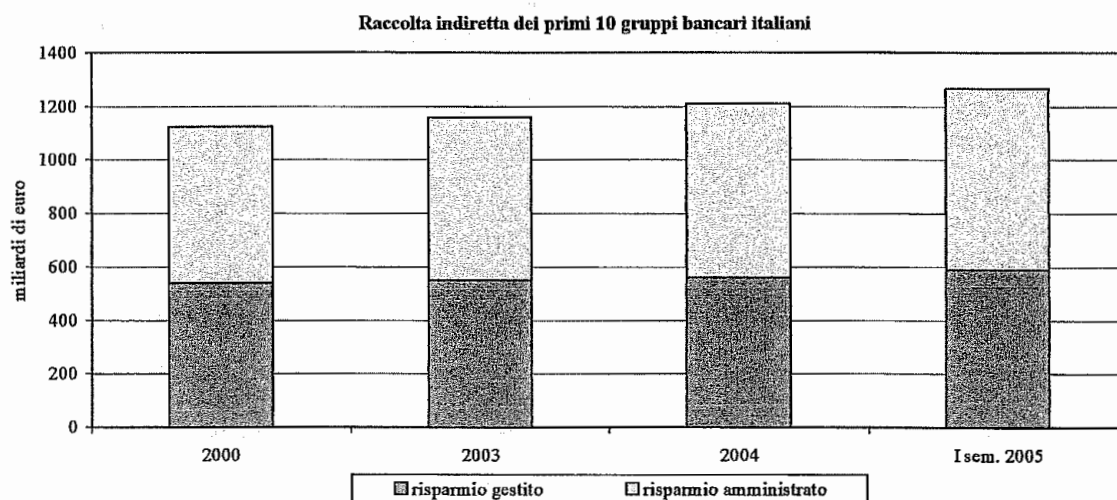
	2000	2003	2004	I sem. 2005	Variazione percentuale 2005/2004 ¹
Margine di interesse (a) ²	24.770	25.844	25.972	14.032	8,1
di cui saldo operazioni in derivati di copertura su tassi di interesse	43	-1.559	-1.154		
Commissioni nette (b = b.1 + b.2)	16.442	15.425	15.900	8.455	6,3
di cui					
servizi di investimento e gestioni collettive (b.1)	9.264	7.732	8.146	4.488	10,2
negoziazione titoli e valute e raccolta ordini	2.028	991	968	777	60,4
gestioni individuali	1.095	675	693	268	-22,7
gestioni collettive	4.835	4.051	4.476	2.346	4,8
banca depositaria	-	325	351	136	-22,6
custodia titoli	331	201	196	58	-41,0
collocamento e distribuzione prodotti fin. e ass.	849	1.371	1.390	800	15,1
consulenza	112	85	72	32	-11,4
altro	14	32	-	72	
commissioni da servizi bancari (b.2) ³	7.178	7.693	7.755	3.967	2,3
Profitti da operazioni finanziarie (c)	1.975	3.367	3.218	1.584	-1,5
Ricavi da intermediazione mobiliare (b.1 + c)	11.239	11.099	11.365	6.072	6,9
Altri proventi di gestione (d)	2.660	3.267	3.428	1.526	-11,0
Margine di intermediazione (e = a+b+c+d)	45.847	47.904	48.520	25.632	5,7
Costi operativi (f) ⁴	27.503	30.118	29.808	13.969	-6,3
Risultato di gestione (e-f)	18.344	17.785	18.712	11.663	24,7
Utile netto ⁵	7.235	4.807	8.361	5.899	41,1

Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati e relazioni semestrali. La mancata quadratura dell'ultima cifra può essere dovuta ad arrotondamenti. Confronta Note metodologiche. ¹ I dati 2005 sono annualizzati. ² Inclusi i dividendi su partecipazioni e gli utili o le perdite delle partecipazioni valutate al patrimonio netto. ³ Commissioni nette per garanzie rilasciate e derivati su crediti, servizi di incasso e pagamento e *servicing* per operazioni di cartolarizzazione, servizi di esattorie e ricevitorie, commissioni nette su conti correnti, carte di credito e servizi Bancomat. ⁴ Spese amministrative più rettifiche di valore su immobilizzazioni materiali e immateriali. ⁵ Incluso l'utile di terzi.

Più in dettaglio, le commissioni nette per la negoziazione in conto terzi si sono dimezzate, passando da 2 a circa 1 miliardo di euro, e quelle legate alle gestioni individuali si sono ridotte da 1 miliardo di euro a circa 700 milioni di euro (- 30 per cento); le commissioni nette da collocamento sono, invece, passate da 850 milioni di euro circa nel 2000 a 1,4 miliardi di euro circa nel 2004 (+ 65 per cento circa). I dati del primo semestre 2005 confermano la tendenza alla contrazione delle commissioni nette da gestioni individuali, mentre indicano una inversione di tendenza per le commissioni di negoziazione.

Nonostante la riduzione in valore assoluto delle commissioni nette da gestione del risparmio (gestioni collettive, individuali e banca depositaria), si osserva una sostanziale stabilità della massa gestita dei principali gruppi bancari (passata da 540 miliardi di euro nel 2000 a 590 a giugno 2005). L'ammontare della cosiddetta "raccolta indiretta" (risparmio gestito più risparmio amministrato) è, invece, sensibilmente cresciuto, da circa 1.100 a 1.250 miliardi di euro (+ 13 per cento circa), grazie alla crescita del risparmio amministrato, passato da 582 a 675 miliardi di euro (+ 16 per cento circa) (Fig. 37).

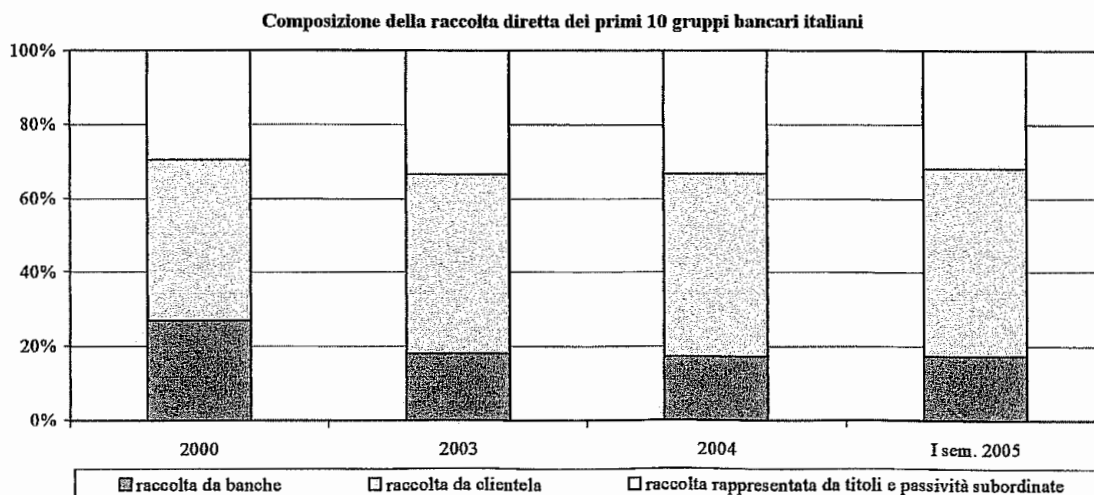
Fig. 37



Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati e relazioni semestrali. Consistenze di fine periodo. Confronta Note metodologiche.

Sul fronte, invece, della raccolta diretta, nel primo semestre 2005 si registra una sostanziale stabilità del peso della raccolta rappresentata da obbligazioni e altri titoli (passività subordinate e certificati di deposito) attorno al 32 per cento circa della raccolta diretta totale (Fig. 38).

Fig. 38

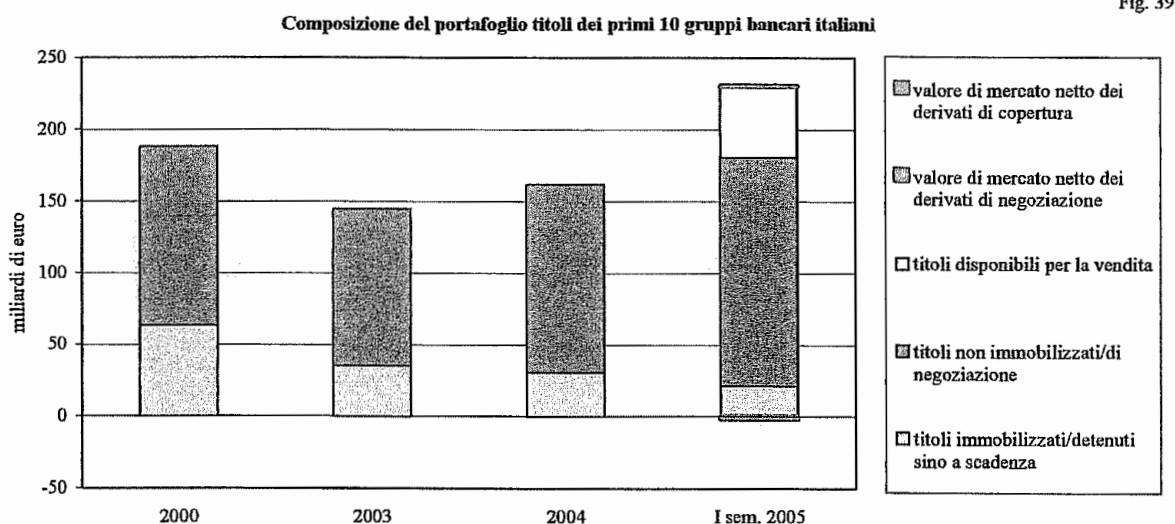


Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati e relazioni semestrali. Dati di fine periodo. Confronta Note metodologiche.

Passando al portafoglio titoli di proprietà, i dati di bilancio dei maggiori gruppi bancari mostrano una crescita che inverte il *trend* del periodo 2000-2003.

I dati delle prime semestrali 2005 redatte sulla base degli Ias/Ifrs mettono in evidenza separatamente la nuova voce “attività disponibili per la vendita” (mentre si assume che gli altri due aggregati introdotti dagli Ias/Ifrs, “attività detenute fino a scadenza” e “attività di negoziazione”, coincidano, rispettivamente, con la previgente distinzione fra titoli “immobilizzati” e “non immobilizzati”). Le nuove informazioni contabili basate sugli Ias/Ifrs consentono di evidenziare separatamente il valore di mercato netto dei derivati di negoziazione e di copertura (mentre con i precedenti principi contabili le posizioni in derivati rimanevano off balance sheet).

I dati al primo semestre 2005 secondo gli Ias/Ifrs mostrano una forte crescita delle attività finanziarie, imputabile essenzialmente alla nuova voce “attività disponibili per la vendita” (Fig. 39).



Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati e relazioni semestrali. Consistenze di fine periodo. I dati 2005 non includono le attività finanziarie valutate al fair value derivanti dal consolidamento delle controllate assicurative. Confronta Note metodologiche.

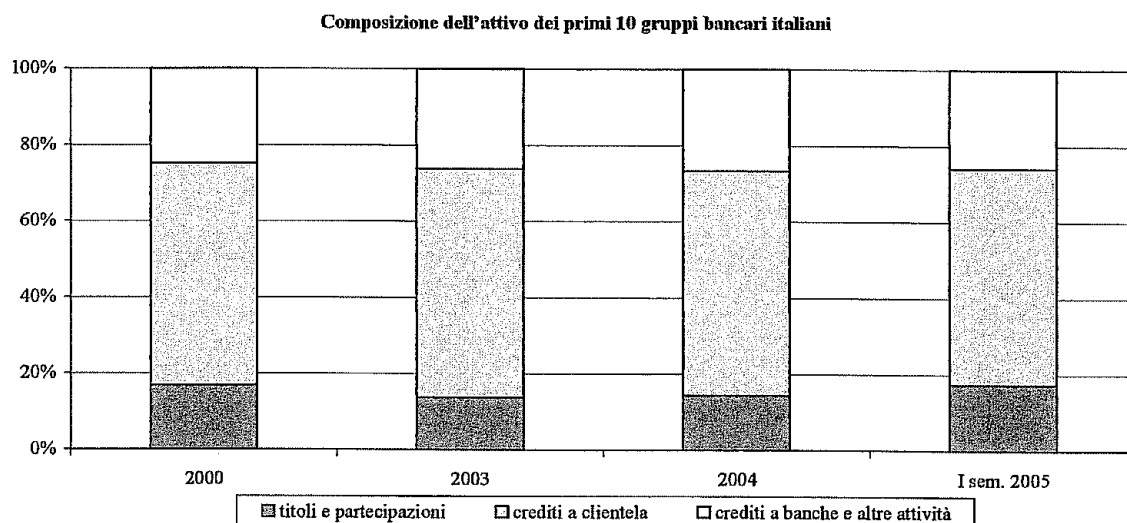
Si tratta, tuttavia, di una voce che introduce un'inevitabile discontinuità nella serie, poiché include sia titoli in precedenza classificati nelle partecipazioni (e quindi non evidenziati nei dati 2000-2004) sia titoli e partecipazioni del business assicurativo che prima non comparivano nei bilanci consolidati.

Pur escludendo le attività disponibili per la vendita, la crescita del portafoglio titoli rispetto al 2004 risulta assai marcata (circa 19 miliardi di euro, + 11,8 per cento) e conferma il trend della crescita del portafoglio di negoziazione a scapito di quello immobilizzato. Il valore di mercato netto dei derivati risulta, invece, del tutto marginale rispetto alla dimensione del portafoglio titoli (+ 700 milioni di euro per i derivati di copertura e -1,7 miliardi di euro per i derivati di negoziazione). Tuttavia, per alcuni grandi gruppi bancari il valore netto assai modesto risulta dalla compensazione di posizioni con valore di mercato positivo

e negativo che, prese in valore assoluto, hanno un ordine di grandezza paragonabile a quello dell'intero portafoglio titoli. Se, dunque, i rischi di mercato di queste posizioni in derivati sono probabilmente limitati (poiché movimenti dei tassi o dei corsi azionari hanno verosimilmente effetti positivi e negativi che tendono a bilanciarsi), rimane tuttavia un forte rischio di controparte, soprattutto per i derivati cosiddetti Otc.

Prendendo in considerazione la somma delle partecipazioni e delle attività finanziarie (incluse quelle "disponibili per la vendita") si ottiene, invece, un aggregato più omogeneo con il medesimo aggregato calcolato con i bilanci 2000-2004, salvo il fatto che le attività disponibili per la vendita contengono titoli e attività finanziarie di società dissimili (in particolare assicurative) in precedenza escluse dal perimetro di consolidamento. Pur con questa limitazione, il peso dell'aggregato "portafoglio titoli + partecipazioni" sul totale dell'attivo dei primi 10 gruppi bancari cresce, dal 14,4 per cento nel 2004 al 17,2 per cento al primo semestre 2005, a fronte di una contrazione del peso dei crediti alla clientela, che passa dal 58,8 per cento al 56,8 per cento (Fig. 40).

Fig. 40

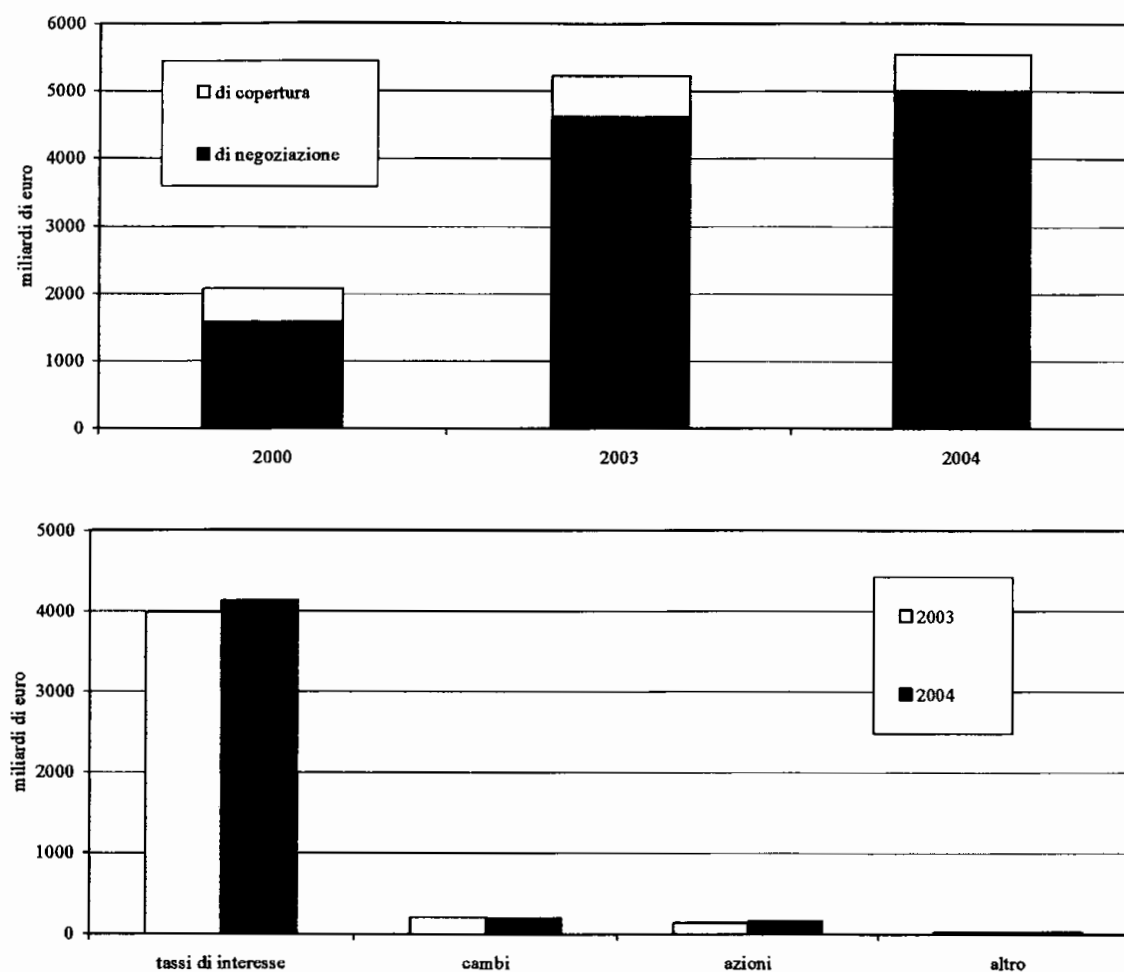


Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati e relazioni semestrali. Dati di fine periodo. Confronta Note metodologiche.

Nonostante il valore di mercato modesto delle posizioni in strumenti derivati, l'operatività dei principali gruppi bancari italiani su questi strumenti ha registrato un fortissimo aumento. Fra il 2000 e il 2003 il controvalore nozionale dei contratti derivati in portafoglio è più che raddoppiato, passando da circa 2.000 a oltre 5.000 miliardi di euro; nel 2004 le posizioni in strumenti derivati sono ulteriormente cresciute, arrivando a circa 5.300 miliardi di euro (+ 6,2 per cento; si veda il § 2. del precedente Capitolo II). Il valore nozionale delle posizioni in derivati risulta pari a quasi 5 volte il totale attivo (a fine 2004) dei gruppi bancari considerati (Fig. 41).

Fig. 41

Valore nozionale degli strumenti finanziari derivati dei primi 10 gruppi bancari italiani



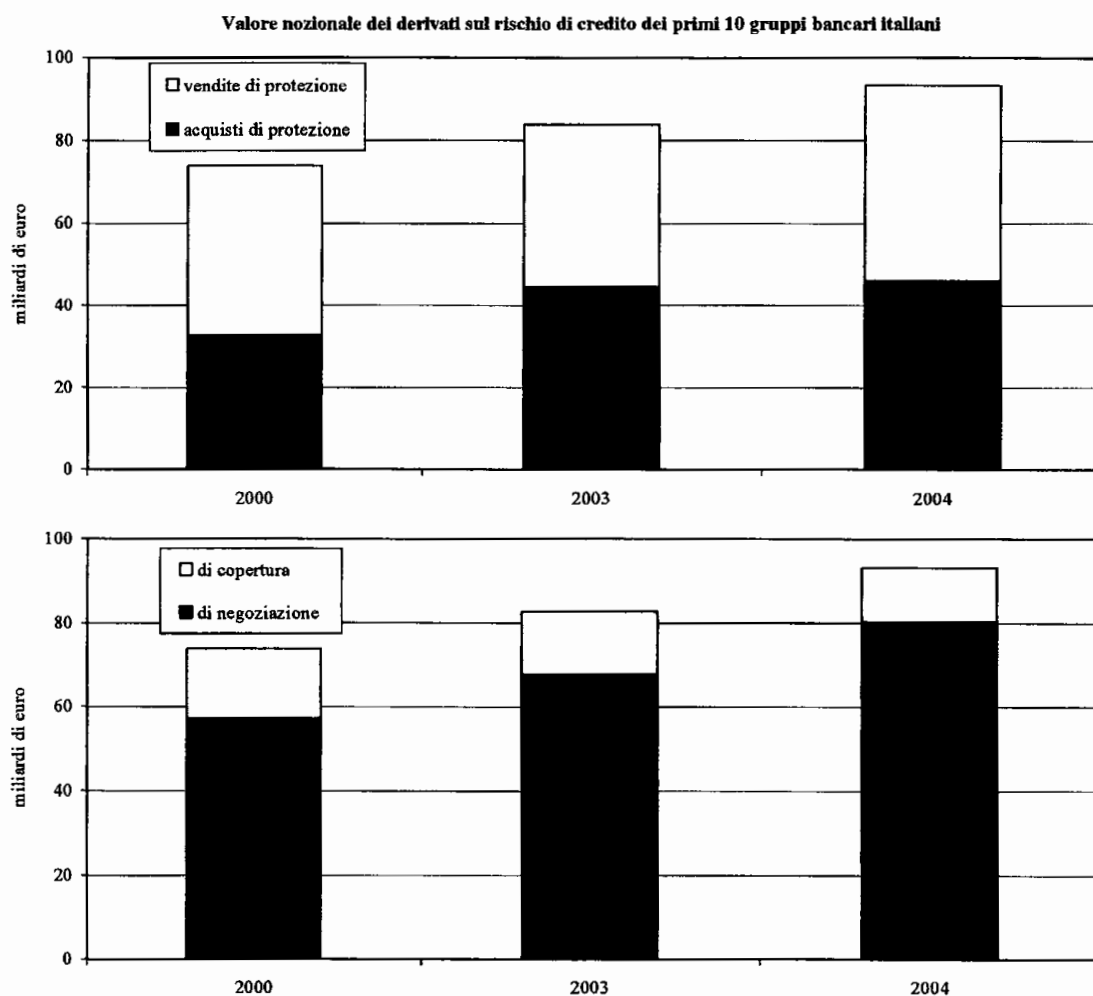
Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati. Consistenze di fine periodo. Confronta Note metodologiche.

Circa il 90 per cento delle posizioni in derivati è classificato dalle banche nel portafoglio di negoziazione, mentre la parte rimanente ha finalità di copertura. Mentre il valore nozionale delle posizioni di copertura è rimasto sostanzialmente invariato fra il 2000 e il 2004, intorno ai 450 milioni di euro, i contratti derivati di negoziazione sono, invece, fortemente cresciuti (da 1.570 a 4.900 miliardi di euro). Il 77 per cento circa dei contratti derivati ha ad oggetto tassi di interesse.

Nel 2003 e nel 2004 le operazioni di copertura per la gestione del rischio di tasso di interesse hanno provocato forti perdite (1,7 miliardi di euro nel 2003 e 1,4 nel 2004; si veda la Tav. 24 prima riportata), che hanno inciso negativamente sul margine di interesse complessivo dei primi 10 gruppi bancari (per circa il 6 per cento nel 2003 e circa il 4 per cento nel 2004).

Per ciò che riguarda, invece, i derivati sul rischio di credito, cosiddetti credit derivatives, i dati di bilancio indicano una crescita dell'operatività pure elevata ma più uniforme. Il controvalore nozionale dei contratti è passato infatti da 70 a 90 miliardi di euro circa fra il 2000 e il 2004 (Fig. 42).

Fig. 42



Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati. Consistenze di fine periodo. Confronta Note metodologiche.

L'ordine di grandezza dell'operatività in derivati sul rischio di credito, ancorché consistente in termini assoluti, risulta di gran lunga inferiore a quella relativa agli strumenti finanziari derivati (90 miliardi contro oltre 5.000 miliardi di euro), confermando che il mercato dei credit derivatives è ancora in una fase di sviluppo embrionale. Anche nel caso dei credit derivatives, gran parte delle posizioni sono classificate dalle banche nel portafoglio di negoziazione. Le vendite di protezione sono pressoché bilanciate con gli acquisti di protezione.

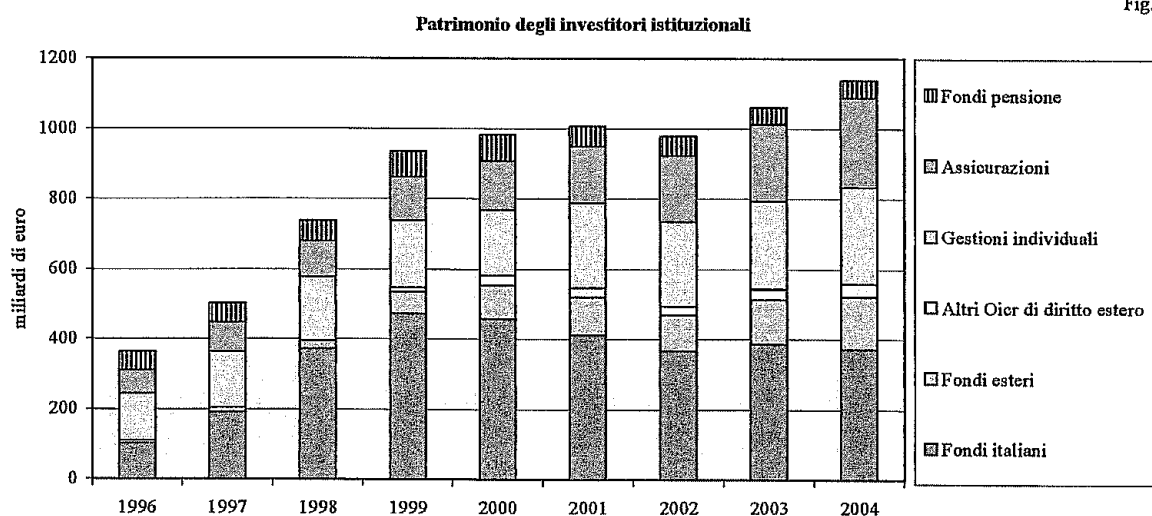
L'operatività in credit derivatives è legata, per alcune banche, ad operazioni di cartolarizzazione cosiddette "sintetiche"; in tali casi la banca, invece di cedere i crediti ad apposite società (come, invece, accade per le normali cartolarizzazioni), stipula un contratto di credit default swap (Cds) con altre

istituzioni finanziarie con il quale si copre dal rischio di insolvenza su un determinato portafoglio di crediti. In tal modo i crediti coperti possono beneficiare di ponderazioni più basse ai fini del calcolo del patrimonio di vigilanza.

3. Gli investitori istituzionali

Il patrimonio degli investitori istituzionali (ossia gestioni collettive, gestioni individuali, fondi pensione e assicurazioni del ramo vita) è cresciuto, a fine 2004, del 7,2 per cento rispetto all'anno precedente, portandosi a circa 1.137 miliardi di euro (Fig. 43).

Fig. 43



Fonte: elaborazioni su dati Assogestioni. Consistenze di fine periodo. Per le assicurazioni è riportato il dato relativo alle riserve tecniche del ramo vita. I dati relativi a gestioni individuali, assicurazioni e fondi pensione sono riportati al netto degli investimenti in quote di fondi comuni.

Il dato di crescita del patrimonio consolida l'inversione di tendenza emersa a partire dal 2003, quando l'incremento si è attestato a circa 9 punti percentuali rispetto all'anno precedente.

Nel periodo compreso tra il 1996 e il 2004 il peso dei fondi comuni controllati da intermediari italiani (inclusi i fondi esteri istituiti da intermediari domestici) e quello delle assicurazioni è aumentato, rispettivamente, di circa 16 e circa 4 punti percentuali (in particolare, la quota dei primi è passata dal 31 al 46 per cento circa; quella delle assicurazioni, dal 19 al 23 per cento circa); viceversa, è diminuito il peso riferibile alle gestioni individuali (dal 37 a poco più del 24 per cento) e ai fondi pensione (dal 14 al 4 per cento).

Escludendo assicurazioni e fondi pensione, la composizione del risparmio gestito per tipologia di prodotto e nazionalità del soggetto gestore non ha subito sostanziali modifiche nel primo semestre 2005.

In particolare, a fronte della contrazione del peso dei fondi italiani, passato dal 44,5 per cento a fine 2004 a poco più del 43 per cento nel primo semestre del 2005, si registra una sostanziale stabilità della

quota riferibile ai fondi esteri controllati da gruppi italiani (attestatasi attorno al 18 per cento). Si rileva, peraltro, un lieve incremento del peso degli Oicr di diritto estero (dal 4,7 al 5 per cento) e delle gestioni individuali (dal 33,0 al 33,7 per cento) (Tav. 25).

Tav. 25

Composizione del patrimonio delle gestioni individuali e collettive per tipologia di prodotto¹
(valori percentuali)

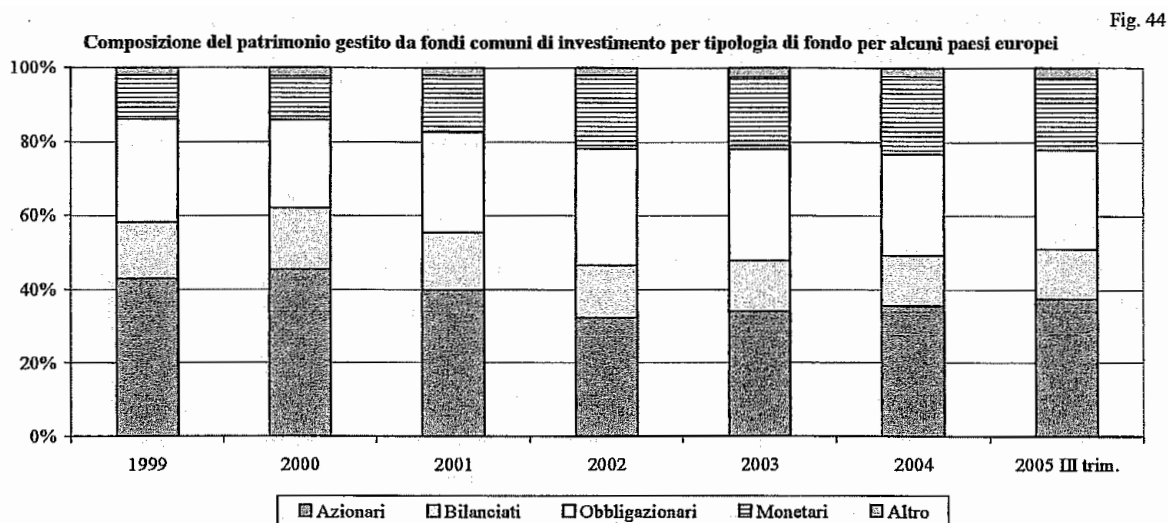
	Fondi italiani	Fondi esteri ²	Altri Oicr di diritto estero	Gestioni individuali ³	Totale
1996	41,8	2,9		55,3	100,0
1997	52,5	3,5		44,0	100,0
1998	64,6	4,0		31,5	100,0
1999	64,0	8,4	1,7	25,8	100,0
2000	59,4	12,7	3,6	24,2	100,0
2001	52,2	13,7	3,6	30,6	100,0
2002	50,0	13,8	3,4	32,8	100,0
2003	48,8	15,8	4,0	31,4	100,0
2004	44,5	17,8	4,7	33,0	100,0
2005 ⁴	43,2	18,1	5,0	33,7	100,0

Fonte: elaborazioni su dati Assogestioni e Banca d'Italia. Confronta Note metodologiche. ¹ L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. Le serie sono state rettifiche in seguito all'inclusione dei fondi di fondi. Il patrimonio totale è considerato al lordo dei fondi riservati e dei fondi non armonizzati. ² Fondi controllati da gruppi italiani. Dal 2005 il dato include anche la raccolta ascrivibile agli investitori esteri. ³ Al netto degli investimenti in quote di fondi comuni. ⁴ Dati al primo semestre.

Nei primi nove mesi del 2005 la crescita del patrimonio gestito dai fondi comuni di investimento nell'Unione Europea è risultata in linea con quella registrata negli Stati Uniti (pari a circa il 20 per cento; Appendice, Tav. A.13).

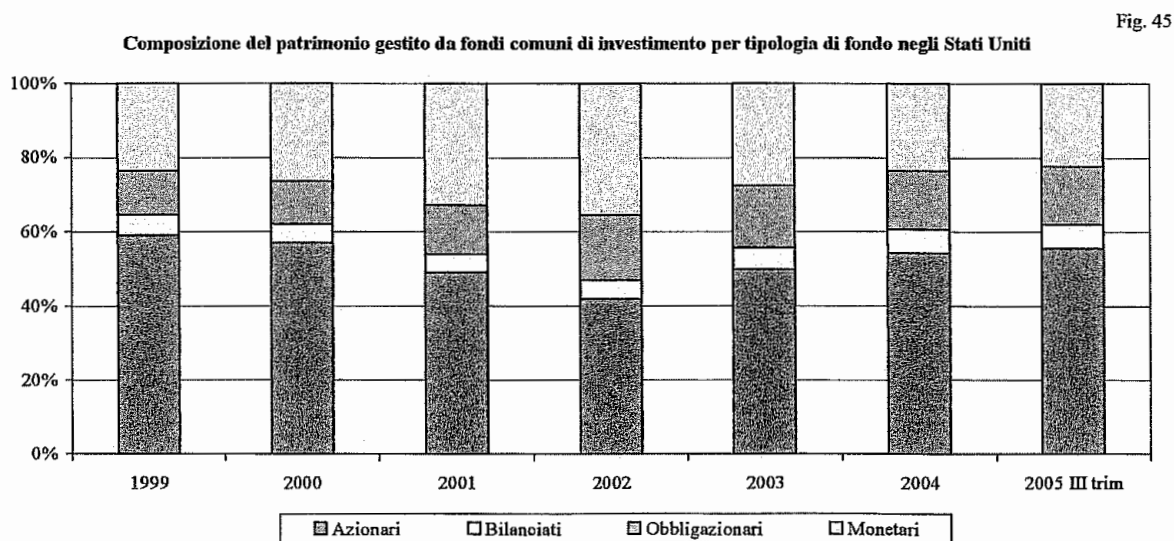
In ambito europeo le quote di mercato ascrivibili ai paesi esaminati hanno registrato, rispetto al 2004, alcuni cambiamenti. Mentre Francia e Lussemburgo continuano a detenere la quota di mercato maggiore (rispettivamente 27 e 24 per cento circa), l'Italia è passata dal terzo al quinto posto per effetto della contrazione della relativa quota (da poco più del 9 all'8 per cento). La precedono il Regno Unito (che ha raggiunto il 10 per cento circa, riportandosi alla situazione registrata nel 2001) e l'Irlanda (che ha registrato una crescita continua a partire dal 2000). I cambiamenti nella posizione relativa dei vari paesi riflettono, in parte, le differenze nella composizione del patrimonio gestito per tipologia di fondo (il riferimento è, in particolare, al Regno Unito, caratterizzato da un maggiore peso dei fondi azionari e da una crescita sostenuta dei prezzi di mercato), in parte, le differenze nei tassi di crescita della raccolta che, nei primi nove mesi del 2005, sono stati sostenuti in Lussemburgo, Francia e Regno Unito.

Con riguardo alla composizione per tipologia di fondo, nei primi nove mesi del 2005 il mercato europeo ha sperimentato una lieve inversione di tendenza rispetto agli anni precedenti. In particolare, è cresciuta la quota di patrimonio gestita dai fondi azionari (passato da 35,5 per cento a fine 2004 a 37,4 per cento a settembre 2005) a seguito sia dell'aumento della raccolta netta (al quale è ascrivibile un contributo alla crescita del peso dei fondi azionari stimato attorno al 35 per cento), sia dell'andamento dei mercati azionari. Viceversa, si è ridotta la quota dei fondi monetari (dal 21,6 al 19,6 per cento) e quella dei fondi obbligazionari (dal 21 al 19,6 per cento) (Fig. 44).



Fonte: Efama. Dati relativi ai Paesi di cui alla Tav. aIII.2. Dati di fine periodo.

Con riferimento al mercato statunitense, la composizione del patrimonio gestito dai fondi comuni di investimento ha mostrato andamenti simili a quelli registrati per il mercato europeo: è, infatti, aumentato il peso dei fondi azionari (passati dal 54,1 nel 2004 al 55,4 nel settembre 2005), a fronte della flessione della quota riferita ai fondi monetari (da 23,6 a 22,3 nel periodo considerato; Fig. 45).



Fonte: Efama. Dati di fine periodo.

Nel corso del 2005 il mercato italiano dei fondi comuni di investimento ha registrato taluni cambiamenti significativi rispetto all'anno precedente. In particolare, è cresciuto il numero di Sgr operative (passate da 54 a 69), mentre è proseguita la contrazione del numero dei fondi operativi (passati da 1.156 a 1.057) (Appendice, Tav. A.14). La raccolta netta è risultata negativa: in

particolare, la differenza tra riscatti e sottoscrizioni si è attestata attorno a 14 miliardi di euro. Tale dato conferma il *trend* emerso a partire dal 2000. Il maggior contributo all'andamento negativo della raccolta è riferibile ai fondi di liquidità e ai fondi azionari (a differenza dell'anno precedente che ha fatto registrare la maggiore differenza tra riscatti e sottoscrizioni per i fondi obbligazionari seguiti da quelli di liquidità). Il contributo negativo dei fondi azionari risulta non allineato alle tendenze rilevate per il mercato europeo e per quello statunitense. Nonostante la raccolta netta negativa, il patrimonio gestito, che nel 2004 aveva registrato una riduzione rispetto all'anno precedente, è aumentato portandosi a 386 miliardi di euro (+2,1 per cento), grazie alla crescita dei corsi.

Il numero di soggetti di diritto estero operanti in Italia è aumentato rispetto all'anno precedente, passando da 188 a 205; è, viceversa, diminuito il numero di fondi commercializzati (-2 per cento circa; Appendice, Tav. A.15). La quota di operatori con sede legale in Lussemburgo risulta in diminuzione (77 per cento contro l'82 per cento dell'anno precedente), pur continuando a essere prevalente rispetto a quella degli operatori con sede legale in altri paesi.

Con riguardo alla composizione del patrimonio dei fondi comuni di investimento, la quota dei titoli di Stato italiani ha registrato una flessione di poco più di 4 punti percentuali rispetto all'anno precedente, compensata in parte da un incremento del peso delle obbligazioni estere (comprehensive anche dei titoli di Stato esteri). Rimane contenuto il peso sul patrimonio delle obbligazioni italiane (3 per cento) e delle azioni italiane (di poco superiore al 5 per cento) (Tav. 26).

Tav. 26

Composizione di portafoglio dei fondi comuni di diritto italiano
(valori monetari in miliardi di euro; dati di fine periodo)

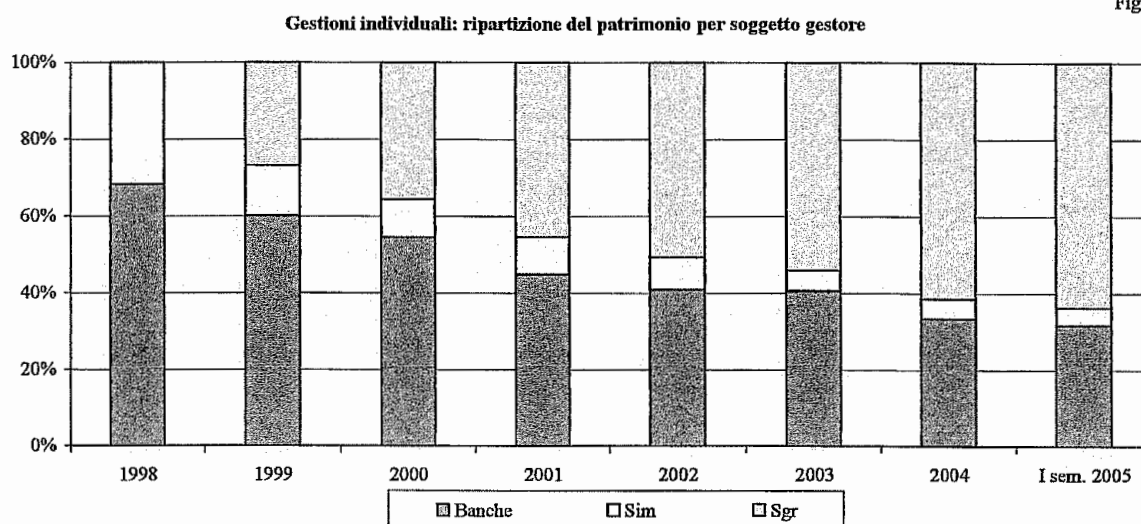
	N° di società operative	Composizione percentuale						Altre attività
		Titoli di Stato italiani	Obbligazioni Italia	Azioni Italia	Obbligazioni estere ¹	Azioni estere	Totale estero	
1990	56	49,3	7,9	22,8	3,3	8,2	11,5	8,5
1995	54	50,2	3,2	14,9	8,9	14,1	23,0	8,7
1996	54	62,2	2,4	10,4	7,4	8,0	15,4	9,6
1997	53	52,0	2,1	10,6	13,6	10,7	24,3	11,0
1998	59	51,9	1,4	10,6	17,2	11,7	28,9	7,2
1999	55	34,2	2,6	10,0	21,8	25,6	47,4	5,8
2000	55	28,0	2,3	10,6	22,8	29,0	51,8	7,3
2001	61	30,3	3,4	7,0	26,1	24,6	50,7	8,6
2002	57	35,9	3,8	5,3	25,2	17,3	42,6	12,4
2003	54	36,9	2,9	4,4	26,3	18,3	44,6	11,1
2004	54	37,8	2,8	5,2	26,8	18,1	44,9	9,4
2005	69	33,5	3,0	5,3	29,0	18,3	47,3	10,9

Fonte: Banca d'Italia. Confronta Note metodologiche. ¹ Il dato comprende anche i titoli di Stato esteri.

Il patrimonio gestito su base individuale da banche, Sim e Sgr ha raggiunto, nella prima metà del 2005, 482 miliardi di euro, registrando una crescita del 7,4 per cento rispetto alla fine dell'anno

precedente. Analogamente a quanto emerso negli anni precedenti, la quota di patrimonio gestita dalle banche ha registrato un'ulteriore contrazione, portandosi a giugno 2005 al 31,7 per cento (dal 33,3 di fine 2004). Continua a crescere, viceversa, la quota del patrimonio gestita dalle Sgr (passata da 61,5 a 63,6 per cento), mentre registra una lieve contrazione la quota ascrivibile alle Sim (da 5,2 a 4,7 per cento) (Fig. 46).

Fig. 46



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia. Confronta Note metodologiche. Dati di fine periodo.

La composizione del patrimonio delle gestioni individuali è rimasta sostanzialmente immutata rispetto agli anni precedenti. Registrano una lieve contrazione la quota dei titoli di Stato italiani (passata da 31,6, a fine 2004, a 30,8 nel primo semestre 2005) e la quota riferibile a quote di Oicr (da 38,9 a 38,4 per cento); un modesto incremento si registra, viceversa, con riferimento alle obbligazioni estere (passate dal 16,0 al 16,8 per cento) (Tav. 27).

Tav. 27

Composizione del patrimonio delle gestioni individuali di banche, Sgr e Sim¹
(valori percentuali)

	Titoli di Stato	Obbligazioni italiane	Obbligazioni estere	Azioni italiane	Azioni estere	Quote di Oicr	Liquidità e altri valori mobiliari	Totale
1997	55,1	5,9	7,2	5,5	1,6	17,9	6,8	100,0
1998	42,5	3,6	6,8	4,9	1,6	35,3	5,3	100,0
1999	30,2	3,9	5,9	5,7	2,7	46,8	4,8	100,0
2000	25,0	5,4	4,8	5,6	2,5	52,4	4,3	100,0
2001	30,2	8,2	4,4	5,1	1,9	46,6	3,7	100,0
2002	35,9	9,7	5,8	3,2	1,5	40,2	3,7	100,0
2003	31,7	4,8	14,7	2,5	2,1	40,3	3,9	100,0
2004	31,6	5,5	16,0	3,4	1,9	38,9	2,9	100,0
2005 ²	30,8	5,6	16,8	3,7	1,9	38,4	2,7	100,0

Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia. Confronta Note metodologiche. Dati di fine periodo. ¹ L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. ² I dati sono relativi al primo semestre.

Con riferimento alla presenza dei titoli obbligazionari nel patrimonio gestito dalle Sgr sia su base individuale che collettiva, i dati al primo semestre del 2005 mostrano una netta prevalenza delle obbligazioni governative; seguono i titoli emessi da intermediari finanziari (bancari e non) e i titoli *corporate*; questi ultimi sono generalmente emessi da soggetti con *rating investment grade* (Riquadro 4).

Riquadro 4

L'investimento in titoli obbligazionari nelle gestioni collettive e individuali delle Sgr

Al 30 giugno 2005 l'investimento in titoli obbligazionari dei fondi comuni e delle gestioni patrimoniali istituite da Sgr era pari complessivamente a circa 420 miliardi di euro, con un peso pari a circa il 64 per cento dell'investimento complessivo in strumenti finanziari non derivati (+7 per cento rispetto al semestre precedente). Tale variazione è attribuibile per lo più al contestuale aumento del numero complessivo di Sgr operative nelle gestioni patrimoniali.

Circa il 51 per cento degli investimenti in titoli di debito da parte dei fondi comuni e delle gestioni patrimoniali è concentrato in obbligazioni governative o *sovereign* (ossia emesse da enti ed organismi pubblici locali, nazionali e internazionali). Il dato sale al 57 per cento circa per i fondi, mentre si ragguaglia attorno al 44 per cento per le gestioni patrimoniali.

Peso degli investimenti in titoli di debito sul totale degli strumenti finanziari non derivati
relativi a fondi e gestioni patrimoniali istituite da Sgr
(valori percentuali al 30 giugno 2005)

Settore	Aree geografiche																	
	Organismi internazionali			Unione Europea			Nord America			Giappone e Australia			Resto del mondo			Totale complessivo		
	Fondi	Gpm	Totale	Fondi	Gpm	Totale	Fondi	Gpm	Totale	Fondi	Gpm	Totale	Fondi	Gpm	Totale	Fondi	Gpm	Totale
Governative	0,3	0,1	0,2	54,1	43,2	49,1	1,4	0,3	0,9	0,2	..	0,1	0,8	..	0,4	56,7	43,7	50,8
Banche	—	—	—	4,5	5,2	4,9	0,1	0,6	0,4	0,1	..	0,1	0,1	0,2	0,2	4,9	6,1	5,5
Società finanziarie	—	—	—	3,5	4,1	3,8	0,8	1,5	1,1	0,1	..	..	0,2	0,3	0,3	4,6	6,1	5,3
Società non finanziarie	—	—	—	1,2	2,0	1,6	0,2	0,1	0,1	..	..	..	0,1	..	..	1,5	2,1	1,8
Società / Enti a part. pubblica	—	—	—	0,1	0,7	0,4	..	..	..	..	..	..	..	..	..	0,1	0,7	0,4
Assicurazioni	—	—	—	0,1	0,2	0,2	..	..	..	..	..	..	..	..	..	0,1	0,2	0,2
Totale complessivo	0,3	0,1	0,2	63,5	55,5	59,9	2,6	2,5	2,5	0,4	0,1	0,3	1,2	0,7	1,0	67,9	58,9	63,8

Fonte: elaborazioni Consob su segnalazioni statistiche di vigilanza e dati Uic.

Con riguardo alla composizione per area geografica, i titoli denominati in euro rappresentano circa il 60 per cento degli investimenti complessivi in obbligazioni. Con riferimento alla composizione settoriale, e prescindendo dagli investimenti in titoli governativi, si segnala un elevato grado di concentrazione sulle obbligazioni di emittenti bancari (5,5 per cento

del totale). Il comparto delle società finanziarie comprende principalmente obbligazioni legate a operazioni di cartolarizzazione dei crediti (con un peso dell'1,8 per cento sul totale del 5,3) e obbligazioni emesse da società controllate da gruppi non finanziari (con un peso del 2,5 per cento). Tenuto conto che il peso dei titoli delle società non finanziarie è pari all'1,8 per cento, complessivamente il peso delle obbligazioni *corporate* è pari al 4,3 per cento.

Le obbligazioni *corporate* detenute sono generalmente caratterizzate da un giudizio sul merito di credito dei relativi emittenti superiore all'*investment grade*.

Il portafoglio obbligazionario *corporate* risulta, inoltre, caratterizzato da un significativo grado di concentrazione per emittente. I primi 10 emittenti rappresentano, infatti, il 40 per cento circa dell'investimento totale in *corporate bonds*; tra questi, i titoli del settore energetico e delle telecomunicazioni hanno un peso prevalente. L'incidenza dell'investimento sul totale dei debiti finanziari degli emittenti è normalmente maggiore per gli emittenti italiani rispetto agli emittenti esteri.

Principali investimenti in obbligazioni *corporate*
(situazione al 30 giugno 2005; valori monetari in milioni di euro)

	Valore nominale delle obbligazioni	Percentuale sul totale degli strumenti finanziari non derivati	Percentuale dei debiti finanziari consolidati dell'emittente	Rating S&P's	Rating Moody's
Telecom Italia	2.704,3	0,41	6,96	BBB+	Baa2
Enel	2.604,1	0,40	9,57	A+	Aa3
Deutsche Telekom	1.539,9	0,23	3,30	A-	A3
Autostrade	899,7	0,14	8,98	A	A3
General Electric	888,4	0,13	0,29	BBB	A3
France Telecom	816,0	0,12	1,88	A-	A3
Vodafone Group	537,0	0,08	3,03	A+	A2
Daimlerchrysler	512,6	0,08	0,77	BBB	A3
Italenergia - Edison	470,4	0,07	11,31	BBB+	Baa2
Veolia Environnement	394,0	0,06	2,40	BBB+	A3
Totale	11.366,5	1,73			

Fonte: elaborazioni Consob su segnalazioni statistiche di vigilanza e dati Uic.

Fra il 2003 e il 2004 i costi operativi a carico degli Oicr aperti italiani in relazione al patrimonio netto gestito sono leggermente cresciuti (dall'1,18 all'1,23 per cento della massa gestita). Si registra una lieve flessione del costo dei fondi appartenenti alla categoria dei fondi flessibili (da 2,16 a 1,92 per cento). L'analisi delle componenti di costo mostra la prevalenza delle commissioni di gestione, pari a circa l'86 per cento del totale dei costi, una lieve riduzione del peso delle commissioni di incentivo e una sostanziale stabilità dell'incidenza degli oneri totali di banca depositaria (Tav. 28).

Tav. 28

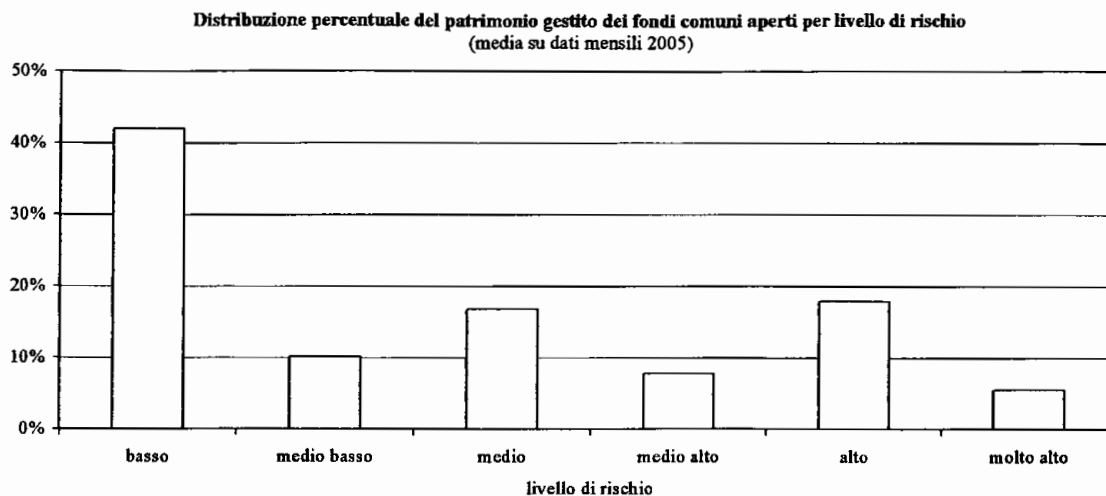
Costi a carico degli Oicr aperti armonizzati di diritto italiano
(valori percentuali)

	Peso sulla massa gestita						Ripartizione percentuale ¹					
	Oneri totali di banca depositaria	Commissioni di gestione	Commissioni aggiuntive e altre commissioni	Commissioni di incentivo	Provvigioni corrisposte ad altri intermediari	Totale	Oneri totali di banca depositaria	Commissioni di gestione	Commissioni aggiuntive e altre commissioni	Commissioni di incentivo	Provvigioni corrisposte ad altri intermediari	Totale
2001												
Liquidità	0,05	0,32	..	..	..	0,37	13,2	86,4	..	0,4	0,1	100,0
Azionari	0,09	1,37	..	0,05	0,03	1,53	5,6	89,2	0,1	3,1	2,1	100,0
Obbligazionari	0,06	0,67	..	0,01	..	0,74	8,0	89,8	..	1,8	0,4	100,0
Bilanciati	0,06	0,93	..	0,01	0,02	1,02	6,0	91,0	..	1,5	1,6	100,0
Flessibili	0,09	1,06	0,09	0,15	0,01	1,39	6,3	75,9	6,2	10,7	0,9	100,0
<i>Totale</i>	<i>0,07</i>	<i>0,90</i>	<i>..</i>	<i>0,03</i>	<i>0,01</i>	<i>1,01</i>	<i>6,7</i>	<i>89,3</i>	<i>0,2</i>	<i>2,5</i>	<i>1,3</i>	<i>100,0</i>
2002												
Liquidità	0,06	0,46	..	..	..	0,53	11,7	87,9	..	0,2	0,3	100,0
Azionari	0,12	1,76	..	0,06	0,07	2,02	6,1	87,3	0,2	3,0	3,4	100,0
Obbligazionari	0,08	0,84	..	0,01	..	0,94	8,6	89,6	0,1	1,3	0,5	100,0
Bilanciati	0,09	1,09	..	0,02	0,03	1,23	7,7	88,3	0,3	1,5	2,2	100,0
Flessibili	0,14	1,67	0,01	0,16	0,04	2,02	7,0	82,5	0,5	7,9	2,0	100,0
<i>Totale</i>	<i>0,09</i>	<i>1,04</i>	<i>..</i>	<i>0,02</i>	<i>0,02</i>	<i>1,18</i>	<i>7,6</i>	<i>88,2</i>	<i>0,2</i>	<i>2,1</i>	<i>1,9</i>	<i>100,0</i>
2003												
Liquidità	0,07	0,53	..	..	..	0,60	11,4	88,4	0,1	..	0,1	100,0
Azionari	0,13	1,87	0,04	0,26	0,03	2,32	5,5	80,7	1,7	11,0	1,1	100,0
Obbligazionari	0,08	0,82	..	0,02	..	0,93	9,1	88,1	0,2	2,3	0,3	100,0
Bilanciati	0,09	1,19	0,03	0,07	0,01	1,39	6,5	85,6	1,8	5,2	0,8	100,0
Flessibili	0,13	1,48	0,26	0,23	0,06	2,16	6,1	68,6	12,2	10,5	2,7	100,0
<i>Totale</i>	<i>0,09</i>	<i>1,00</i>	<i>0,02</i>	<i>0,07</i>	<i>0,01</i>	<i>1,18</i>	<i>7,7</i>	<i>84,4</i>	<i>1,3</i>	<i>5,9</i>	<i>0,7</i>	<i>100,0</i>
2004												
Liquidità	0,07	0,55	..	..	..	0,62	11,9	88,0	..	..	0,1	100,0
Azionari	0,13	1,93	0,02	0,18	0,06	2,32	5,7	83,2	0,8	7,8	2,5	100,0
Obbligazionari	0,09	0,86	..	0,01	..	0,96	9,0	89,4	0,1	1,1	0,4	100,0
Bilanciati	0,10	1,20	0,02	0,04	0,05	1,40	6,9	85,5	1,3	3,1	3,2	100,0
Flessibili	0,12	1,42	0,15	0,19	0,03	1,92	6,5	74,1	7,8	9,8	1,8	100,0
<i>Totale</i>	<i>0,10</i>	<i>1,06</i>	<i>0,01</i>	<i>0,05</i>	<i>0,02</i>	<i>1,23</i>	<i>7,7</i>	<i>85,8</i>	<i>0,9</i>	<i>4,2</i>	<i>1,5</i>	<i>100,0</i>

Fonte: elaborazioni Consob su dati di rendiconto. ¹ L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti.

Incrociando i dati sul livello di rischio sintetico indicato nel prospetto informativo dei fondi comuni aperti con i dati delle segnalazioni statistiche di vigilanza delle Sgr, emerge che oltre il 40 per cento del patrimonio gestito dei fondi comuni aperti è concentrato su prodotti che dichiarano nel prospetto informativo un livello di rischio sintetico "basso" (Fig. 47).

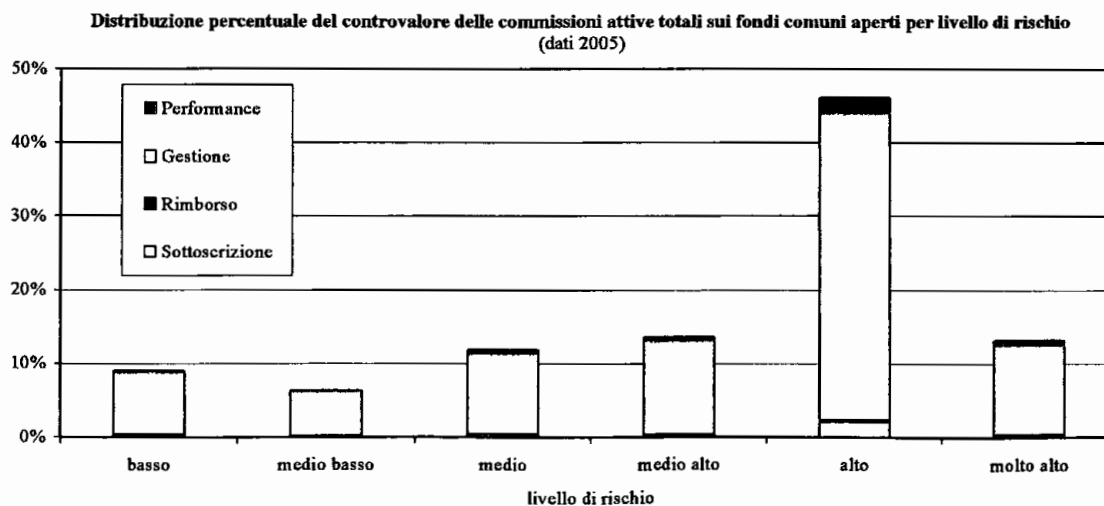
Fig. 47



Fonte: elaborazioni Consob su segnalazioni statistiche di vigilanza delle Sgr e archivio Consob sui prospetti informativi dei fondi comuni.

I fondi con un livello di rischio sintetico “basso” generano, tuttavia, solo il 10 per cento circa delle commissioni attive totali che le Sgr derivano dai fondi aperti. La fonte di reddito principale è, al contrario, rappresentata da prodotti a rischio “alto”, caratterizzati quindi da una maggiore volatilità nel loro andamento. Si tratta in prevalenza di fondi azionari e di alcuni fondi flessibili e bilanciati con profili di rischio più elevati. Tali prodotti assorbono tuttavia solo il 18 per cento circa della massa gestita (Fig. 48).

Fig. 48



Fonte: elaborazioni Consob su segnalazioni statistiche di vigilanza delle Sgr e archivio Consob sui prospetti informativi dei fondi comuni.

Nel corso del 2005 è proseguita la crescita dei fondi immobiliari, che investono prevalentemente in beni immobili, diritti reali immobiliari e partecipazioni in società immobiliari. A

giugno 2005 risultavano operative 16 Sgr (14 a fine 2004) e 35 fondi (30 a fine 2004); di questi, 20 erano destinati agli investitori *retail*. Al 30 giugno il patrimonio si attestava a 8,4 miliardi di euro circa, registrando una crescita di poco superiore al 3 per cento rispetto alla fine dell'anno precedente; il 63 per cento circa del patrimonio (ossia 5,5 miliardi di euro) faceva capo ai fondi *retail*. Con riferimento alla composizione delle attività, non si registrano cambiamenti significativi rispetto alla fine del 2004: in particolare, la quota investita in immobili costituisce l'83,9 per cento dell'attivo (85,5 per cento nel 2004) (Tav. 29).

Tav. 29

Struttura del mercato dei fondi immobiliari chiusi
(valori monetari in milioni di euro)

	Numero società di gestione	Numero fondi operativi	Patrimonio	Immobili e diritti reali	Composizione delle attività ¹		
					Strumenti finanziari ²	Valori mobiliari e liquidità	Altro
2001	9	11	2.686	54,5	1,4	31,8	12,4
2002	10	14	3.394	69,9	3,9	14,2	12,0
2003	10	18	4.414	77,8	4,1	11,7	6,4
2004	14	30	8.084	85,5	1,6	10,0	2,9
2005 ³	16	35	8.379	83,9	1,8	11,4	2,9

Fonte: Assogestioni. Dati di fine periodo. ¹ Dati in percentuale. L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti.

² Partecipazioni e strumenti rappresentativi di operazioni di cartolarizzazioni. ³ I dati sono riferiti al primo semestre.

4. Le famiglie

Le scelte di portafoglio delle famiglie italiane hanno sperimentato nell'ultimo decennio profondi cambiamenti, come si evince dai dati dell'Indagine sui bilanci delle famiglie italiane condotta con cadenza biennale dalla Banca d'Italia.

Rispetto ai dati sulle attività finanziarie riportate nei conti finanziari, sempre di fonte Banca d'Italia, l'Indagine sui bilanci delle famiglie si propone di fornire una stima rappresentativa del portafoglio di una famiglia media (in termini di reddito e ricchezza). I dati dell'Indagine risentono dunque assai meno, rispetto a quelli dei conti finanziari, delle scelte di portafoglio delle famiglie più ricche, scelte che sono significativamente diverse da quelle delle famiglie con un livello di ricchezza medio.

I dati dell'Indagine indicano che, nel periodo 1995-2004, la quota dei titoli di Stato italiani nel portafoglio delle famiglie è scesa dal 36,7 al 10,4 per cento. Tale contrazione è stata compensata dall'aumento: della quota delle obbligazioni italiane (bancarie e di imprese non finanziarie), passata dal 3,1 al 6,7 per cento; delle azioni italiane quotate, passata dal 3,4 all'8,1 per cento; dei prodotti del risparmio gestito (fondi comuni e gestioni patrimoniali), passata dall'8,3 al 17,3 per cento. Il peso delle attività finanziarie "rischiose" (ossia dei fondi comuni non monetari, delle gestioni patrimoniali, delle obbligazioni, delle azioni e delle attività sull'estero) è dunque complessivamente cresciuto dal 18 al 35 per cento circa. (Tav. 30).

Tav. 30

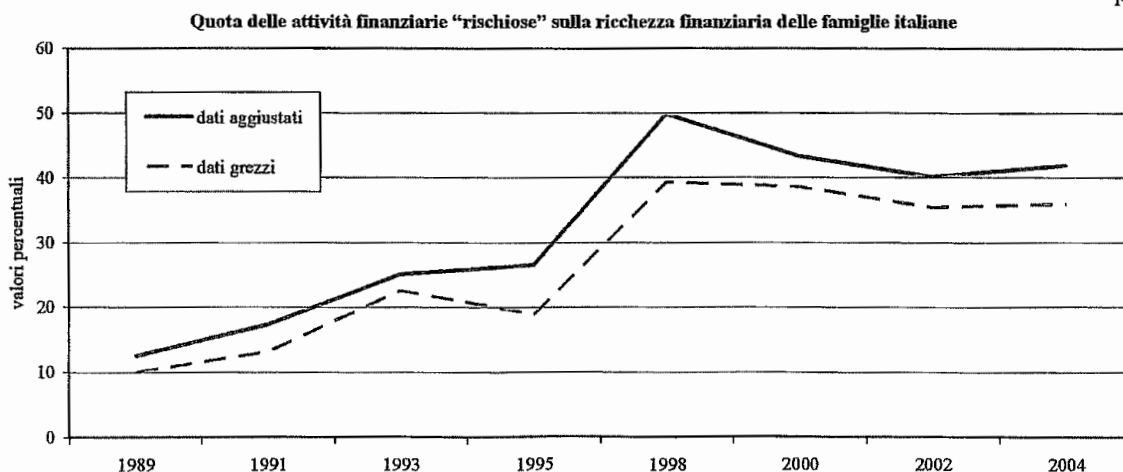
Composizione della ricchezza finanziaria delle famiglie italiane

	1995	2002	2004
Depositi ¹	44,4	54,4	53,7
Titoli di Stato italiani	36,7	10,2	10,4
Obbligazioni italiane (a)	3,1	7,1	6,7
Quote di fondi comuni (b)	5,3	12,9	11,6
di cui non monetari (b.1)	5,3	12,3	11,6
Azioni e quote di società ² (c)	6,4	8,3	9,9
di cui azioni di società quotate	3,4	7,1	8,1
Gestioni patrimoniali (d)	3,0	5,9	5,7
Titoli esteri (e)	0,5	0,9	1,1
Prestiti alle cooperative	0,6	0,3	0,8
Totale	100,0	100,0	100,0
Risparmio gestito (b+d)	8,3	18,8	17,3
Attività finanziarie rischiose (a+b.1+c+e+d)	18,3	34,4	36,1

Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Indagine sui bilanci delle famiglie italiane. ¹ La voce comprende depositi bancari in conto corrente, depositi bancari a risparmio, certificati di deposito, pronti contro termine, depositi postali e buoni fruttiferi postali. ² La voce include azioni di società quotate e non quotate, quote di società a responsabilità limitata e quote di società di persone. Le attività finanziarie rischiose comprendono le obbligazioni italiane, le quote di fondi comuni non monetari, le azioni e le quote di società, le gestioni patrimoniali e i titoli esteri.

La medesima indicazione qualitativa si ottiene utilizzando, in luogo dei dati "grezzi" dell'Indagine, i dati "corretti", ossia i dati che risultano dall'applicazione di procedure statistiche in grado di rettificare gli errori di misurazione (comuni a tutte le indagini campionarie) derivanti dalla propensione dei soggetti intervistati a sottostimare alcuni dati (quali ad esempio quelli relativi al possesso di attività rischiose). L'utilizzo dei dati corretti conduce alla stima di valori della quota di attività rischiose sul portafoglio delle famiglie più elevati rispetto a quelli cui si perviene utilizzando i dati grezzi; in particolare, utilizzando i "dati corretti", nel periodo 1995-2004 la quota sarebbe cresciuta dal 27 al 42 per cento circa (Fig. 49).

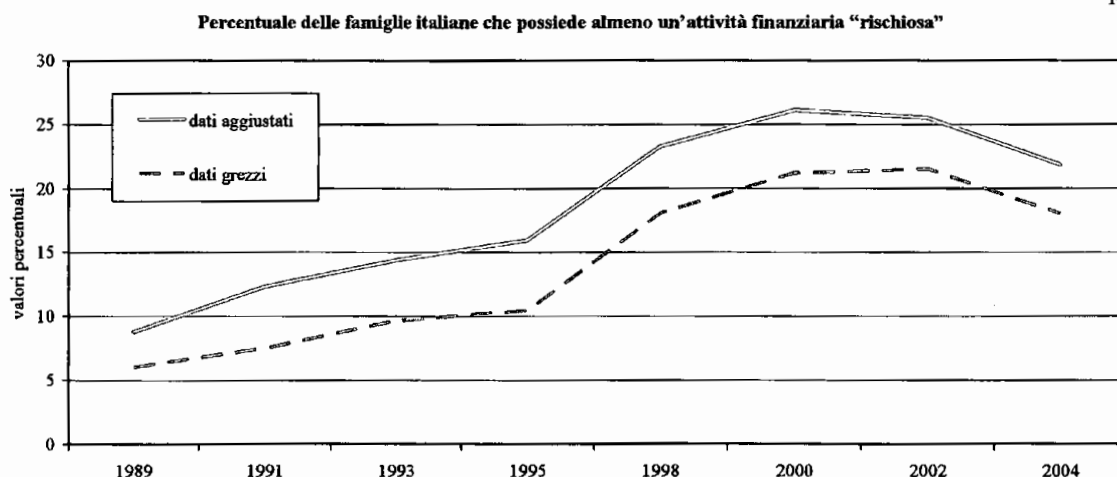
Fig. 49



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Indagine sui bilanci delle famiglie italiane. Le attività finanziarie rischiose comprendono le obbligazioni italiane, le quote di fondi comuni non monetari, le azioni e le quote di società, le gestioni patrimoniali e i titoli esteri. La serie relativa ai "dati aggiustati" è il risultato dell'applicazione ai dati grezzi di una procedura statistica, sviluppata dalla Banca d'Italia, che tenta in parte di correggere le distorsioni derivanti dalla tendenza da parte di alcune famiglie intervistate a non rispondere all'indagine ovvero a dichiarare un valore di attività finanziarie inferiore a quello realmente posseduto.

Il possesso delle attività rischiose è, tuttavia, molto concentrato: nel 2004, ad esempio, si stima che il 22 per cento circa delle famiglie possedesse l'intero *stock* di attività finanziarie rischiose. In altri termini, solo il 22 per cento circa delle famiglie possedeva almeno un'attività rischiosa. Il possesso di attività rischiose, che costituisce un indicatore di "partecipazione" al mercato finanziario, mostra inoltre un andamento decrescente a partire dal 2000 (sia con i dati grezzi che con quelli corretti), dopo aver mostrato un *trend* sempre crescente a partire dal 1989 (Fig. 50).

Fig. 50



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Indagine sui bilanci delle famiglie italiane. Le attività finanziarie rischiose comprendono le obbligazioni italiane, le quote di fondi comuni non monetari, le azioni e le quote di società, le gestioni patrimoniali e i titoli esteri. La serie relativa ai "dati aggiustati" è il risultato dell'applicazione ai dati grezzi di una procedura statistica, sviluppata dalla Banca d'Italia, che tenta in parte di correggere le distorsioni derivanti dalla tendenza da parte di alcune famiglie intervistate a non rispondere all'indagine ovvero a dichiarare un valore di attività finanziarie inferiore a quello realmente posseduto.

Sul diminuito tasso di partecipazione delle famiglie al mercato degli strumenti e dei prodotti finanziari rischiosi hanno probabilmente inciso la forte contrazione dei corsi azionari dopo lo scoppio della bolla dei titoli tecnologici e, successivamente, gli effetti degli scandali societari legati alle vicende Cirio e Parmalat.

C. L'attività della Consob

PAGINA BIANCA

I – LA VIGILANZA SULLE SOCIETÀ

1. L'informativa societaria

Nel corso del 2005 la vigilanza sull'informativa societaria è stata molto intensa e ha dato luogo all'avvio di numerose istruttorie di particolare complessità. Assai intensa e articolata è stata, in particolare, l'attività di vigilanza esercitata in occasione dei tentativi di scalata a due dei principali gruppi bancari italiani (si veda il successivo § 2.).

Rispetto al 2004 è, di conseguenza, fortemente aumentata l'esigenza di richiesta di dati e notizie agli esponenti aziendali, ai sindaci e alle società di revisione: nel 2005 sono state, infatti, formulate 427 richieste di informazione rispetto alle 127 del 2004 (Tav. 31). In due casi la Commissione ha deliberato l'avvio di ispezioni presso emittenti quotati.

Tav. 31

Vigilanza sull'informativa societaria e sugli assetti proprietari

Tipologia di interventi	2002	2003	2004	2005
Richieste di informazioni ex art. 115, commi 1 e 2, del Tuf				
<i>Assunzioni di notizie da amministratori, sindaci, revisori, direttori generali, società controllanti e controllate</i>	36	82	51	90
<i>Richieste di dati e informazioni</i>	100	317	43	213
<i>Richieste di conferma di partecipazioni rilevanti</i>	23	49	21	77
<i>Richieste di notizie per l'individuazione dei responsabili di adempimenti informativi per i quali viene contestata una violazione</i>	52	31	12	47
Totale	211	489	127	427
Richieste di informazioni a società sul proprio azionariato ex art. 115 del Tuf	31	33	39	13
Ispezioni	2	4	2	2
Richieste di pubblicazione di dati e notizie ex art. 114 del Tuf				
<i>Integrazioni di notizie da fornire in assemblea</i>	69	18	15	6
<i>Integrazioni a documenti contabili periodici</i>	1	--	14	--
<i>Informazioni da fornire al mercato (comunicati stampa)</i>	25	46	82	69
<i>Informazioni periodiche mensili</i>	9	6	8	2
<i>Integrazioni di documenti di fusione</i>	2	1	1	--
<i>Integrazioni di documenti Opa</i>	3	4	4	17
Totale	109	75	124	94
Esoneri dalla pubblicazione di dati e notizie ex art. 114 del Tuf	5	10	11	2
Richieste di pubblicazione immediata di studi in presenza di rumors	3	10	3	8
Segnalazioni al tribunale ex art. 2409 c.c.	1	--	--	--
Lettere di richiamo	3	3	--	--
Impugnative di bilancio	--	4	4	4

È rimasto relativamente elevato il numero di impugnative di bilancio (4 come nel 2004, si veda il successivo § 4.).

Il numero di casi in cui la Commissione è intervenuta con richieste formali di pubblicazione di dati e notizie è invece diminuito (da 124 nel 2004 a 94 nel 2005).

La Commissione, soprattutto in occasione dei citati tentativi di scalata, ha richiesto anche a soggetti non vigilati la diffusione al pubblico di commenti e/o precisazioni su indiscrezioni di stampa a cui erano riconducibili andamenti irregolari delle quotazioni dei titoli interessati, al fine di assicurare il ripristino della necessaria parità informativa sul mercato.

Gli interventi formali di maggior rilievo hanno riguardato richieste volte a rendere più completa l'informazione contabile e l'evoluzione delle singole situazioni societarie; in taluni casi, la Commissione è anche intervenuta richiedendo agli amministratori di integrare l'informativa da rendere agli azionisti in occasione delle assemblee ordinarie e/o straordinarie, con informazioni aggiuntive e dettagliate in ordine a specifiche operazioni (si veda il successivo § 3.). Con riferimento ad alcune società quotate sul Nuovo Mercato (ora Mtax), per le quali si era evidenziata una situazione di potenziale rischio in termini di continuità aziendale (tenuto conto della loro difficile situazione economico-finanziaria), la Commissione è intervenuta richiedendo la diffusione di informazioni aggiuntive e dettagliate in ordine a prospettate operazioni di ristrutturazione societaria.

Un intervento di carattere generale ha riguardato la richiesta di diffusione di informazioni, rivolta alle società municipalizzate quotate, in relazione alla procedura stabilita dall'articolo 27 della Legge Comunitaria 2004 per il recupero degli aiuti di Stato dichiarati illegittimi dalla decisione 2003/193/CE della Commissione Europea del 5 giugno 2002. In particolare, le società municipalizzate sono state invitate a fornire al mercato mediante apposito comunicato stampa, qualora le stesse non avessero già formato oggetto della relazione sul primo trimestre dell'esercizio 2005, informazioni circa: le modalità con le quali le società intendevano tenere conto di tale disposizione; la quantificazione degli importi delle imposte non corrisposte in conseguenza di specifici regimi di esenzione fiscale e delle somme relative ai prestiti agevolati concessi dalla Cassa depositi e prestiti Spa; le modalità di contabilizzazione di tali effetti alla data di chiusura del bilancio 2004.

In un caso la Commissione non ha accolto la richiesta di differimento dei termini di pubblicazione della relazione semestrale basata sul presupposto del grave danno. La società in questione ha sostenuto che la pubblicazione della relazione semestrale nei termini previsti dall'art. 82, comma 2, lett. a), del Regolamento Emittenti avrebbe potuto recare pregiudizio sia agli investitori sia alla società, in quanto la pubblicazione del suddetto documento contabile prima della conclusione di una transazione con la competente Agenzia delle Entrate relativa ad alcuni rilevanti debiti tributari avrebbe potuto fornire un quadro informativo parziale e fuorviante della situazione economico-finanziaria. La Commissione ha, tuttavia, ritenuto che la presenza di un notevole stato di incertezza sull'esito di determinate transazioni non comporti necessariamente, ove non siano adottate decisioni di tipo liquidatorio da parte dell'organo amministrativo, che non si possano predisporre documenti contabili. Inoltre, non si è ravvisata la possibilità di configurare un grave danno nella diffusione, attraverso la relazione semestrale, di notizie sullo stato di rilevante crisi della società, poiché si trattava di notizie già di dominio pubblico. Pertanto, la società ha successivamente provveduto a pubblicare la semestrale al 31 dicembre 2004.

Un aspetto di particolare novità e rilievo che ha caratterizzato l'attività di vigilanza sull'informativa societaria nel 2005 è legato alla prima applicazione dei principi contabili internazionali Ias/Ifrs. La Commissione ha, infatti, prestato particolare attenzione alla qualità dell'informativa resa al mercato dagli emittenti quotati sui principali impatti derivanti dalla prima applicazione degli Ias/Ifrs, oltre che agli eventuali effetti sull'andamento delle quotazioni dei titoli.

La transizione agli Ias/Ifrs ha rappresentato, nel corso del 2005, un evento di significativa rilevanza per gli emittenti quotati; infatti, in base al Regolamento Comunitario n. 1606/2002 del 19 luglio 2002 del Parlamento Europeo e del Consiglio, le società europee con titoli ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato europeo devono redigere, a partire dal bilancio al 31 dicembre 2005, i loro bilanci consolidati conformemente ai principi contabili internazionali (Ias/Ifrs). La Consob, in linea con gli orientamenti comunitari, con una comunicazione emanata nel marzo 2005, ha richiesto agli emittenti quotati di pubblicare informazioni in merito allo stato di attuazione dei sistemi e delle procedure contabili per l'applicazione dei principi contabili Ias/Ifrs, nonché in merito agli effetti contabili di tale passaggio, in occasione dell'approvazione del bilancio o di situazioni di pre-consuntivo relativi all'esercizio 2004 e delle successive relazioni infrannuali approvate entro il 30 settembre 2005, in modo che nel periodo transitorio non venissero a crearsi disparità informative connesse a indiscrezioni relative ai possibili impatti dei nuovi principi contabili sul patrimonio netto e sul risultato economico di periodo.

I dati contenuti nei prospetti di riconciliazione dei principi contabili italiani con quelli internazionali hanno permesso di effettuare una prima valutazione dell'impatto degli Ias/Ifrs sulle situazioni contabili relative all'esercizio 2004 (Riquadro 5).

Riquadro 5

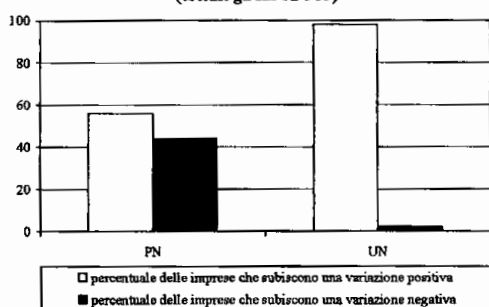
Prime valutazioni sull'impatto degli Ias/Ifrs sui bilanci dei principali gruppi quotati non finanziari

Sulla base delle indicazioni fornite dalla Commissione, nel corso del 2005 le società quotate hanno diffuso i prospetti di riconciliazione del patrimonio e dell'utile netto 2004 determinati secondo i principi contabili italiani con quelli determinati sulla base dei principi contabili internazionali Ias/Ifrs. I dati contenuti in tali prospetti di riconciliazione con riferimento ai primi 30 gruppi quotati non finanziari hanno permesso di effettuare una prima analisi dell'impatto degli Ias/Ifrs. Si precisa, tuttavia, che la maggior parte dei gruppi considerati ha applicato l'opzione prevista dall'Ifrs 1 che consente di rimandare al primo gennaio 2005 l'applicazione degli Ias 32 e 39 (valutazione degli strumenti finanziari e applicazione del cosiddetto *fair value*) e pertanto non è disponibile una base dati completa per valutare appieno l'impatto dei due principi contabili in questione.

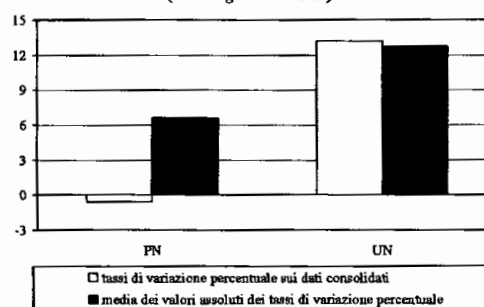
L'impatto dei nuovi principi contabili sull'utile netto è stato prevalentemente positivo, mentre l'influenza sul patrimonio netto è stata più equilibrata. Infatti, le società che presentano una variazione positiva del patrimonio netto costituiscono il 56 per cento del campione, mentre quelle per cui si è verificata una variazione positiva dell'utile netto costituiscono il 97,8 per cento del campione.

A livello aggregato, l'impatto degli Ias sul patrimonio netto è praticamente nullo (-0,6 per cento), anche se ciò è dovuto alla compensazione di casi con rilevanti variazioni positive e negative dovute a effetti specifici, diversi da società a società. Infatti, la media dei tassi di variazione presi in valore assoluto (indicatore che permette di ottenere un dato di sintesi sull'ordine di grandezza, ma non sul segno, della variazione del patrimonio netto, senza che si verifichi la compensazione delle variazioni positive con quelle negative) è pari al 6,6 per cento. L'incremento della redditività delle imprese è invece dovuto principalmente al fatto che l'avviamento non viene più ammortizzato ed è soggetto, invece, a *test* periodici di verifica di perdita di valore (*impairment tests*).

Percentuale delle società che subiscono una variazione positiva e negativa del patrimonio netto (PN) e dell'utile netto (UN) 2004 a seguito dell'applicazione dei nuovi principi contabili (esclusi gli Ias 32 e 39)



Variazione percentuale del patrimonio netto (PN) e dell'utile netto (UN) 2004 per i primi 30 gruppi quotati non finanziari a seguito dell'applicazione dei nuovi principi contabili (esclusi gli Ias 32 e 39)



Fonte: elaborazioni sui prospetti di riconciliazione contenuti nei documenti contabili societari dei primi 30 gruppi quotati non finanziari.

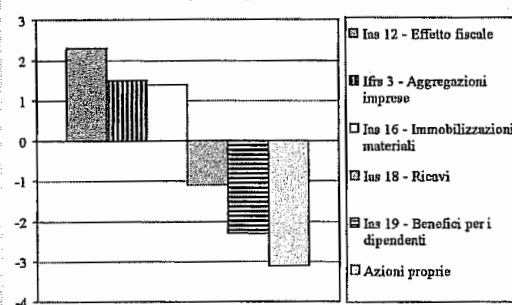
Analizzando a livello aggregato l'impatto dei singoli principi Ias/Ifrs, emerge che il principio che consente lo storno dell'ammortamento del *goodwill* (classificato alcune volte sotto l'Ifrs 3, che stabilisce come contabilizzare le voci riguardanti i processi di aggregazione delle imprese, e altre sotto lo Ias 36, che più specificamente definisce i criteri in base ai quali stimare la perdita di valore delle attività materiali e immateriali) è quello che ha l'impatto positivo maggiore sia sul patrimonio netto (escludendo gli effetti fiscali) sia sull'utile netto.

Alcuni principi contabili hanno un effetto rilevante, a livello aggregato, solo sull'utile netto: in particolare, lo Ias 38 che consente la capitalizzazione dei costi di sviluppo che soddisfano determinate caratteristiche, lo Ias 2 che sostituisce per la valutazione delle rimanenze il metodo Lifo (*Last In First Out*) con il criterio Fifo (*First In First Out*), e lo Ias 37 che definisce nuovi criteri più rigidi in base ai quali determinare gli importi dei fondi rischi e oneri.

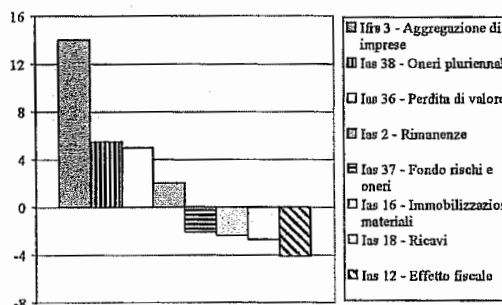
Altri principi, invece, hanno un impatto esclusivo sul patrimonio netto. Le azioni proprie, ad esempio, vanno contabilizzate a diretta riduzione del patrimonio netto con conseguente effetto negativo solo su questa variabile (tale principio viene attribuito in alcuni prospetti di riconciliazione allo Ias 1 e in altri allo Ias 32). Analogamente, lo Ias 19, relativo alla valutazione dei benefici per i dipendenti (che tra l'altro impone di applicare la metodologia attuariale nel computo del Tfr e garantisce maggiore trasparenza nella definizione in bilancio dei piani pensionistici), ha un'influenza negativa rilevante, a livello aggregato, solo sul patrimonio netto.

Infine, lo Ias 16, che stabilisce le modalità con cui valutare le immobilizzazioni materiali e i loro ammortamenti, e lo Ias 12, relativo agli effetti fiscali connessi con l'introduzione dei nuovi principi contabili, hanno impatti opposti sull'utile netto e sul patrimonio netto. Una spiegazione del differente impatto di questi due principi contabili sta nelle compensazioni di segni positivi e negativi fra le imprese del campione, che a livello aggregato portano a segni differenti a seconda che si analizzi il patrimonio netto o l'utile netto. Si tratta, inoltre, di principi contabili complessi che influenzano più di una voce del conto economico e dello stato patrimoniale.

Variazione percentuale del patrimonio netto aggregato 2004 dei primi 30 gruppi quotati non finanziari a seguito dell'applicazione dei nuovi principi contabili: effetto dei singoli principi (esclusi gli Ias 32 e 39)



Variazione percentuale dell'utile netto aggregato 2004 dei primi 30 gruppi quotati non finanziari a seguito dell'applicazione dei nuovi principi contabili: effetto dei singoli principi (esclusi gli Ias 32 e 39)



Fonte: elaborazioni sui prospetti di riconciliazione contenuti nei documenti contabili societari dei primi 30 gruppi quotati non finanziari.

Per quanto riguarda l'adempimento degli obblighi informativi introdotti dalla Commissione, si può ritenere che, sebbene le società abbiano seguito prassi eterogenee nella scelta delle informazioni da inserire nei comunicati stampa con riferimento all'attuazione delle procedure e agli impatti sulle voci contabili, il complesso delle informazioni rese al pubblico appare sufficientemente allineato ai comportamenti raccomandati dalla Consob. La pubblicazione di tali informazioni, inoltre, non ha in generale determinato rilevanti anomalie sull'andamento delle quotazioni, evidenziando un sostanziale funzionamento delle misure appositamente introdotte per evitare incertezze informative prodotte da indiscrezioni sui possibili impatti dei nuovi principi contabili.

La Consob ha svolto un'azione di vigilanza specifica sull'informazione relativa a operazioni con parti correlate. I documenti informativi relativi a tali operazioni pubblicati nel 2005 dagli emittenti quotati hanno riguardato prevalentemente operazioni intra-gruppo di cessione o conferimenti di rami d'azienda e partecipazioni (Tav. 32).

Tav. 32

Operazioni con parti correlate comunicate al mercato nel 2005 da società quotate

Società	Tipologia di operazione	Controparti dell'operazione
Documenti informativi		
Acea	Cessione di intera partecipazione in una società al Comune di Roma	Società quotata e sua controllante
Acea	Cessione dell'intera partecipazione in una società alla propria partecipata indiretta	Società quotata e società partecipata
Banca Italease	Sottoscrizione di aumento di capitale di società controllata al 100 per cento	Società quotata e sua controllata
Banca Popolare Italiana	Acquisto e successiva cessione di quote di minoranza in società partecipate	Società quotata e sue controllate
Coin	Conferimento in natura del ramo di azienda Oviess e a favore della società interamente controllata Oviess Srl	Società quotata e sua controllata
Gabetti Holding	Incarico di vendita di un complesso immobiliare conferito da Generali Properties a Gabetti Spa con impegno all'acquisto dell'eventuale invenduto da parte di Brunilde Spa	Società che possiede partecipazione in società quotata e società controllata da società quotata
Immsi	Incremento della partecipazione in Piaggio e operazione Aprilia	Società quotata e società direttamente e indirettamente controllate
Ipi	Vendita di un complesso immobiliare da parte della società controllata Dedalo Real Estate alla Immobiliare Valadier	Società appartenenti allo stesso Gruppo e controllate da comune controllante
Roncadin	Conferimento di ramo d'azienda relativo alla produzione e commercializzazione di pizza e pane	Società quotata e sua controllata
Roncadin	Acquisizione di partecipazioni in Arena Alimentari Freschi e Arena Surgelati	Società quotata e sua controllante
Comunicati stampa		
Dmail Group	Aumento di capitale con conferimento quote di minoranza della controllata	Società quotata e sua controllata
Mittel	Concentrazione di alcune partecipazioni	Società quotata e nuova società interamente controllata

Nel 2005 la Commissione si è pronunciata su una richiesta di esonero dalla pubblicazione del documento informativo in riferimento a un'operazione infra-gruppo avente ad oggetto il trasferimento di partecipazioni. Sebbene l'operazione superasse i parametri previsti dalla disciplina Consob ai fini dell'obbligo di redazione del documento informativo, la Commissione ha ritenuto di poter concedere l'esonero dalla redazione del documento poiché la specificità dell'operazione rendeva non significativa la predisposizione del documento stesso. Infatti, sulla base degli elementi informativi che il documento avrebbe dovuto contenere, si è ritenuto che il mercato potesse disporre delle medesime informazioni attraverso la pubblicazione dei conti consolidati dall'emittente.

Anche la vigilanza sulla diffusione al pubblico di informazioni sui possessori azionari ha impegnato intensamente la Commissione. Nel 2005 si è registrato, infatti, un forte incremento delle comunicazioni di variazioni di partecipazioni rilevanti in società quotate (oltre 1.800, contro 1.100 nel 2004). Le comunicazioni hanno riguardato per il 31 per cento circa dei casi il superamento della

soglia del 2 per cento del capitale votante, per il 23 per cento la riduzione entro tale soglia e per il 46 per cento la variazione di partecipazioni rilevanti già detenute (Tav. 33).

Tav. 33

Comunicazioni di partecipazioni rilevanti ai sensi dell'art. 120 del Tuf

	Superamento della soglia del 2 per cento	Variazione di partecipazione rilevante già detenuta	Riduzione entro il 2 per cento	Totale
1999	397	353	248	998
2000	398	404	379	1.181
2001	337	403	313	1.053
2002	303	502	308	1.113
2003	309	464	257	1.030
2004	319	506	275	1.100
2005	570	846	437	1.853

Nel 2005 la Commissione ha provveduto a modificare la disciplina dei titoli diffusi tra il pubblico in misura rilevante (si veda il § 2. del successivo Capitolo V) e ha di conseguenza aggiornato, alla data del 31 maggio 2005, l'elenco dei relativi emittenti. Il numero di tali emittenti risulta tuttavia sostanzialmente invariato rispetto al 2004 (91 contro 90, Tav. 34).

Tav. 34

Emittenti con strumenti finanziari diffusi
(situazione al 31.5.2005)

Tipologia di strumenti finanziari	Numero emittenti
Azioni ordinarie	72
Azioni ordinarie e obbligazioni convertibili	9
Azioni di partecipazione cooperativa	3
Azioni ordinarie e privilegiate	2
Azioni ordinarie e di risparmio	1
Azioni privilegiate	1
Obbligazioni convertibili	1
Obbligazioni non convertibili	2
<i>Totale</i>	<i>91</i>

2. L'informativa nelle operazioni di appello al pubblico risparmio e di finanza straordinaria

Nel corso del 2005 la Commissione ha rilasciato il nulla-osta alla pubblicazione di quasi 500 prospetti informativi, di cui oltre 370 relativi a Oicr e fondi pensione aperti. La Consob, ha, inoltre, esaminato più di 250 relazioni illustrative relative a modifiche statutarie, aumenti di capitale, fusioni e scissioni e altre operazioni straordinarie poste in essere da emittenti quotati (Tav. 35).

Tav. 35

Attività di vigilanza Consob in materia di sollecitazione, ammissione a quotazione e operazioni di finanza straordinaria

Tipologia	2002	2003	2004	2005
Numero di prospetti informativi relativi a:				
Ammissione a quotazione di titoli azionari ¹	14	14	8	19
di cui tramite offerta	6	4	8	15
Prestiti obbligazionari	21 ²	28	4	18
di cui sola ammissione a quotazione	16 ³	24	1	13
Emissione di covered warrants ⁴	102	26	17	37
Ammissione a quotazione di warrants	6	8	--	10
Altre offerte relative a titoli quotati ⁵	1	1	1	2
Offerte di titoli non quotati di emittenti italiani ⁶	3	2	5	7
Offerte ai dipendenti ⁷	39	35	28	26
Offerte in opzione ai soci ⁸	23	10	2	5
Offerte di emittenti esteri	13	3	--	3
di cui riconoscimento di prospetti esteri	13	3	--	3
di cui offerte pubbliche paneuropee	--	--	--	--
Oicr e fondi pensione ⁹	520	268	374	374
Totale	742	422	438	495
Numero di relazioni illustrative relative a operazioni di finanza straordinaria:				
Fusioni	43	44	34	30
Scissioni	6	10	5	3
Aumenti di capitale sociale ¹⁰	58	66	68	47
Acquisto/alienazione azioni proprie	78	93	90	91
Modifiche statutarie	81	85	302	79
Conversione azioni	1	3	4	4
Emissioni obbligazioni	5	9	7	6
Riduzione capitale sociale	8	13	14	8
Totale ¹¹	254	323	524	268

¹ I dati riguardano le operazioni per le quali è stato concesso nel corso dell'anno il nulla-osta per il deposito del prospetto di ammissione a quotazione. ² In un caso si è trattato di un'operazione di sollecitazione con contestuale ammissione a quotazione. ³ Oltre a questo dato, vi è un'operazione di sollecitazione con contestuale ammissione a quotazione di un prestito obbligazionario. ⁴ Numero di prospetti approvati nel corso dell'anno, ognuno dei quali normalmente riguarda l'emissione di più "serie" di covered warrants. ⁵ Riguardano offerte di vendita, pubbliche o private, non finalizzate all'ammissione a quotazione. ⁶ Sono escluse le offerte riservate ai dipendenti. ⁷ Il dato include anche i piani di stock options riservati ai dipendenti, mentre non comprende le offerte che hanno comportato il riconoscimento di prospetti esteri. ⁸ Riferite a soggetti quotati e relative a offerte in opzione ai soci relative a strumenti non quotati. ⁹ Il dato comprende le offerte al pubblico di quote di fondi comuni e di azioni di Sicav, le ammissioni a quotazione di quote di partecipazione in fondi chiusi italiani e di strumenti finanziari emessi da società di gestione di diritto estero e le offerte di adesione a fondi pensione. ¹⁰ Il dato si riferisce anche a operazioni di aumento di capitale deliberate ma non effettuate (o effettuate in un momento successivo). ¹¹ Il numero complessivo di relazioni non corrisponde alla somma delle singole fattispecie in quanto alcune relazioni hanno più oggetti.

Nel corso del 2005 è stato rilasciato il nulla-osta alla pubblicazione di 19 prospetti informativi relativi a operazioni di quotazione di azioni su mercati regolamentati gestiti da Borsa Italiana, di cui 15 collegate a offerte al pubblico.

Fra le istruttorie si segnala quella finalizzata alla quotazione di Parmalat, per la sua complessità derivante dai numerosi profili di criticità legati alla particolare situazione in cui si trovavano le società i cui *asset* sono stati trasferiti all'emittente in questione e alle peculiarità della sollecitazione all'investimento che ha costituito modalità di attuazione della proposta di concordato.

Il gruppo Parmalat è stato assoggettato alla nuova procedura concorsuale di amministrazione straordinaria delle grandi imprese in crisi introdotta dalla cosiddetta "legge Marzano". Sulla base delle previsioni di tale legge, il commissario straordinario ha predisposto un programma di ristrutturazione industriale e del debito e una proposta di concordato ai creditori chirografari di alcune società del gruppo. La proposta prevedeva che le attività e le passività di tali società fossero trasferite a un nuovo soggetto, l'Assuntore, le cui azioni, destinate alla quotazione, avrebbero dovuto essere assegnate ai creditori chirografari, insieme a un numero prestabilito di warrant, una volta approvata la proposta di concordato. Proprio l'offerta in sottoscrizione di azioni e di warrant dell'Assuntore ai creditori chirografari delle società oggetto del concordato, da effettuarsi mediante compensazione con i crediti vantati nei confronti delle stesse opportunamente abbattuti, ha configurato una sollecitazione all'investimento finalizzata alla quotazione del nuovo soggetto.

L'istruttoria sul prospetto ha dovuto innanzitutto tener conto delle peculiarità specifiche di tale operazione che, costituendo modalità di attuazione di una procedura concorsuale, si è dovuta svolgere secondo la tempistica e le articolazioni di tale procedura e ha visto la partecipazione di soggetti estranei a una normale operazione di sollecitazione finalizzata alla quotazione (organi della procedura, tribunale fallimentare, giudici delegati).

Una delle questioni di maggior rilievo esaminate nel corso dell'istruttoria è stata la difficoltà di valutare le prospettive future dell'emittente, soggetto di nuova costituzione e senza storia operativa. A tal fine, nel prospetto è stata inserita una rappresentazione pro-forma dell'emittente e del suo gruppo al 31 dicembre 2004 come se l'approvazione del concordato fosse già avvenuta a quella data ed è stato evidenziato nelle avvertenze il rischio connesso alla parziale indisponibilità di dati storici supportati da giudizi di attendibilità per la Parmalat Finanziaria e le altre società oggetto del concordato. Ampio spazio è stato poi dedicato nel prospetto: (i) al contenzioso, sia attivo che passivo, del gruppo Parmalat destinato a confluire nell'Assuntore; (ii) alla evidenziazione dei rischi connessi con i punti di debolezza del business e con le inadeguatezze del vecchio sistema di controllo di gestione; (iii) alla descrizione dei rischi connessi con un azionariato non solo diffuso, ma anche destinato nel tempo, per le stesse caratteristiche della procedura di assegnazione delle azioni, a significativi allargamenti e variazioni; (iv) alla compiuta rappresentazione delle previsioni in tema di votazione della proposta di concordato contenute sia nella "legge Marzano" che nei provvedimenti dei giudici delegati. L'istruttoria per il nulla-osta alla pubblicazione del prospetto in Italia si è infine intrecciata anche con le procedure di riconoscimento del prospetto in diversi paesi dell'Unione europea in cui erano presenti creditori destinatari della proposta di concordato.

Altra istruttoria di particolare complessità ha riguardato il rilascio del nulla-osta alla pubblicazione di un prospetto informativo e di quotazione di una società che si è avvalsa della facoltà, riconosciuta dalla nuova formulazione dell'art. 2443 c.c., di delegare al consiglio di amministrazione la deliberazione di un aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione, da porre al servizio della sollecitazione finalizzata alla quotazione.

La struttura dell'aumento di capitale proposto dalla società differiva quindi da quella tradizionale, che prevede che l'aumento di capitale sia deliberato dall'assemblea prima del nulla-osta della Consob alla pubblicazione del prospetto. In questo caso, infatti, l'effettivo esercizio della delega da parte del consiglio di amministrazione si compie dopo il nulla-osta della Consob ma prima dell'inizio dell'offerta. Tale operazione ha imposto la necessità di una deroga alla previsione del Regolamento Emittenti, là dove include fra i documenti da allegare alla comunicazione iniziale finalizzata al rilascio del nulla-osta, a pena di incompletezza della stessa, la delibera in base alla quale i prodotti finanziari saranno emessi. Si è ritenuto, infatti, che tale previsione, inserita in un contesto normativo antecedente alla riforma del diritto societario, non potesse tenere conto della possibilità, successivamente introdotta, di deleghe assembleari al consiglio di amministrazione a deliberare aumenti di capitale anche con esclusione del diritto di opzione. Peraltro, l'attuazione di tale delega, e la manifestazione della volontà sociale di dar vita all'offerta in essa contenuta in un momento antecedente all'inizio della stessa, ha garantito in ogni caso la serietà della sollecitazione proposta, tenuto conto che nel prospetto informativo si è dato ampio risalto ai profili di novità dell'aumento di capitale in questione, agli atti in cui lo stesso si articolava e alle loro diverse scansioni temporali.

Nel 2005 è stato rilasciato a un emittente quotato italiano il primo nulla-osta alla pubblicazione di un prospetto di quotazione da utilizzarsi in altri paesi dell'Unione Europea, sulla base della procedura del cosiddetto "passaporto europeo" prevista dalla direttiva comunitaria sui prospetti (direttiva 2003/71/CE).

Si tratta del caso relativo all'operazione di integrazione fra Unicredito Italiano e la banca tedesca Bayerische Hypo-und Vereinsbank Ag, che prevede il lancio di tre offerte pubbliche di acquisto (sulla stessa banca tedesca e su due sue controllate) e l'ammissione a quotazione di azioni Unicredito sulle borse di Francoforte e Varsavia. Al fine di realizzare tale quotazione, Unicredito ha richiesto alla Consob, in qualità di Autorità competente dello Stato membro d'origine, cioè dello Stato in cui la banca italiana ha la sua sede sociale (art. 2 della direttiva prospetti), di poter ottenere il nulla-osta alla diffusione del relativo prospetto e, allo stesso tempo, di notificare alle Autorità competenti degli Stati ospitanti (Germania e Polonia) il certificato di approvazione del prospetto (così come previsto dalla procedura disciplinata dagli articoli 17 e 18 della menzionata direttiva).

L'istruttoria si è svolta in un momento in cui la direttiva prospetti era entrata in vigore ma non era ancora stata recepita in Italia. Tuttavia, secondo l'orientamento giurisprudenziale nazionale e comunitario, sono state considerate immediatamente applicabili, indipendentemente dal recepimento nei singoli Stati, le direttive che hanno un contenuto sufficientemente dettagliato e siano incondizionate (direttive cosiddette self-executing). L'efficacia di tali direttive, peraltro, è limitata ai rapporti fra privato e Stato inadempiente, per cui l'applicazione diretta della direttiva prospetti poteva essere chiesta, come nel caso in esame, da una società italiana all'Autorità pubblica competente per rilasciare il nulla-osta alla pubblicazione del prospetto. La novità della procedura del passaporto europeo ha altresì richiesto uno stretto contatto con le

Autorità degli altri Stati interessati, al fine di concordare le nuove formalità di inoltro del certificato di approvazione del prospetto e del prospetto stesso che la nuova disciplina europea pone a carico dell'Autorità approvante.

In occasione dell'aumento di capitale in opzione di Alitalia, la Commissione si è avvalsa del potere di richiesta di pubblicazione di dati e notizie, previsto dall'art. 114 del Tuf, non potendo esercitare un controllo preventivo sul prospetto informativo.

Il prospetto, infatti, godeva del regime di esenzione dal nulla-osta preventivo previsto dall'allora vigente art. 33, comma 2, lett. a), del Regolamento Emittenti. Tuttavia, in considerazione della particolare situazione economico-finanziaria della società, la Commissione si è avvalsa del potere di cui all'art. 114 del Tuf per richiedere la pubblicazione di ulteriori informazioni riguardanti, fra l'altro, la capacità della società di fare fronte con i propri flussi di cassa agli impegni finanziari da assolvere nei successivi 12 mesi, la rilevanza a tal fine dell'aumento di capitale e le ipotesi alla base del piano industriale.

Per ciò che riguarda la vigilanza su offerte pubbliche di acquisto (Opa), nel 2005 la Consob ha rilasciato il nulla-osta alla pubblicazione di documenti informativi relativi a operazioni che hanno avuto ad oggetto 36 diversi strumenti finanziari, di cui 5 obbligazioni e 2 azioni non quotate (Tav. 36).

Tav. 36

Strumenti finanziari oggetto di offerte pubbliche di acquisto e/o scambio per i quali è stato concesso il nulla-osta nel 2005

	Su azioni quotate			Su obbligazioni e warrant	Su azioni non quotate	Totale
	Ordinarie	Risparmio	Privilegiate			
Volontarie	4	1	--	5	2	12
Preventive	3	--	--	--	--	3
Successive	15	--	--	--	--	15
Residuali	4	--	--	--	--	4
Su azioni proprie	1	1	--	--	--	2
<i>Totale</i>	<i>27</i>	<i>2</i>	<i>--</i>	<i>5</i>	<i>2</i>	<i>36</i>

Fonte: archivio Consob su documenti di offerta.

Fra le numerose istruttorie in materia di Opa quelle relative ai tentativi di scalata alla Banca Antonveneta e alla Bnl hanno richiesto un impegno eccezionale, sia nella verifica delle correttezza dei comportamenti degli offerenti sia nel controllo della completezza delle informazioni contenute nei documenti di offerta, oltre a implicare alcune pronunce di carattere interpretativo della disciplina in materia di Opa di particolare rilievo (Riquadri 6 e 7).

Riquadro 6

I tentativi di scalata alla Banca Antonveneta e il ruolo della Consob

I tentativi di scalata alla Banca Antonveneta trovano origine nella disgregazione del patto parasociale, in vigore dall'aprile 2002 e che aggregava il 26,5 per cento dei diritti di voto, a seguito della disdetta comunicata nel dicembre 2004 da alcuni partecipanti. Tale patto ha poi cessato di avere efficacia in data 15 aprile 2005 per tutti i partecipanti.

In occasione del mancato rinnovo del patto, la banca olandese Abn Amro, che già deteneva il 12,7 per cento del capitale sociale di Antonveneta, ha promosso, in data 30 marzo 2005, un'offerta pubblica di acquisto volontaria totalitaria sulle azioni ordinarie di Antonveneta a un prezzo di 25,00 euro per azione. L'offerta ha poi avuto inizio il 19 maggio 2005, dopo la necessaria autorizzazione della Banca d'Italia.

In data 9 maggio 2005 la Banca Popolare di Lodi (Bpl, ora Banca Popolare Italiana, che aveva incrementato la propria partecipazione al capitale di Antonveneta dal 2,86 per cento, detenuto al 14 febbraio 2005, fino al 30 per cento circa) ha promosso un'offerta pubblica di scambio concorrente sulle azioni ordinarie e sulle obbligazioni convertibili Antonveneta. Tale offerta di scambio prevedeva il riconoscimento di un corrispettivo in titoli e denaro [(per ogni azione apportata all'offerta si riconosceva il pagamento di 0,5 azioni ordinarie Bpl di nuova emissione, 0,4 azioni ordinarie di Reti Bancarie Holding Spa (Rbh), 3 obbligazioni Bpl di nuova emissione valorizzate al nominale e un corrispettivo in denaro per ciascuna azione Rbh ("contingent payment") valorizzato in un euro; era inoltre previsto un conguaglio in azioni Rbh qualora il valore di mercato delle azioni offerte in scambio si fosse, al termine dell'offerta, discostato dalla valorizzazione operata da Bpl)].

Il 10 maggio 2005 la Consob, a conclusione di una complessa attività istruttoria basata anche su accertamenti ispettivi, ha dichiarato l'esistenza, quantomeno dal 18 aprile 2005, di un patto parasociale non dichiarato tra Bpl, Emilio Gnutti, G.P. Finanziaria Spa, Fingruppo Holding Spa, Tiberio Lonati, Fausto Lonati, Ettore Lonati e Danilo Coppola (quest'ultimo tramite l'impac Project Spa e Tikal Plaza Sa), avente per oggetto l'acquisto concertato di azioni ordinarie Antonveneta e l'esercizio anche congiunto di un'influenza dominante su Antonveneta. L'azione di concerto implicava inoltre il superamento, in data 18 aprile 2005 per effetto degli acquisti effettuati da alcuni aderenti al patto, della soglia del 30 per cento del capitale, e dunque l'obbligo di lanciare un'Opa totalitaria.

Bpl, pur contestando l'esistenza del citato patto parasociale, il 16 maggio 2005 ha stipulato un patto con i soggetti sopra menzionati e, il 17 maggio 2005, ha promosso un'Opa obbligatoria sulle azioni ordinarie Antonveneta a un prezzo di 24,47 euro per azione. Contestualmente, Bpl ha promosso un'offerta pubblica di acquisto e scambio volontaria sulle azioni ordinarie Antonveneta (previo ritiro dell'Opa promossa il 9 maggio 2005) che prevedeva un corrispettivo in titoli e denaro complessivamente valutato in 26,00 euro per ogni azione ordinaria Antonveneta e la cui composizione era in larga parte analoga a quella del corrispettivo della precedente Opa volontaria. Il 3 giugno 2005 Bpl ha poi promosso una nuova offerta pubblica di acquisto e scambio al fine di rendere il corrispettivo ulteriormente migliorativo rispetto a quello dell'Opa di Abn Amro; tale offerta prevedeva il riconoscimento di un corrispettivo, sempre in titoli e denaro e sempre valutato in 26,00 euro per ogni azione ordinaria Antonveneta, ma con un diverso meccanismo di calcolo del conguaglio.

Il 10 giugno 2005 Abn Amro ha provveduto a incrementare il prezzo della propria Opa da 25,00 a 26,50 euro per azione. In risposta a tale mossa, il 16 giugno 2005 Bpl ha promosso un'ulteriore offerta concorrente a un corrispettivo valutato da Bpl in 27,50 euro per azione.

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).

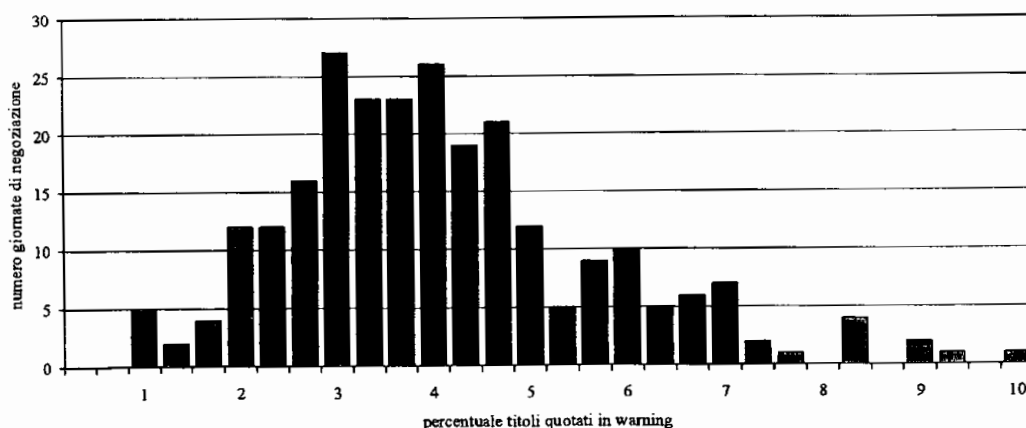
L'andamento di queste variabili o "allertatori" (*alert*) determina la segnalazione di anomalie la cui lettura congiunta determina un segnale di potenziale abuso di mercato (*warning*). Nello specifico, per quanto riguarda la concentrazione statica, la generazione dell'*alert* scaturisce dai segnali 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.

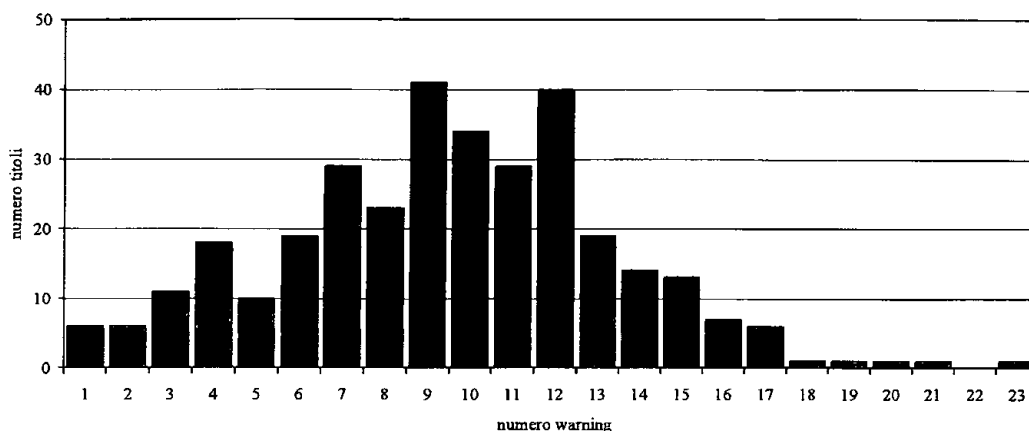
Il sistema, sulla base di un modello probabilistico, in ogni seduta e per ciascun titolo, calcola un intervallo entro cui dovrebbero muoversi i singoli allertatori. Nel caso in cui il valore assunto dall'allertatore cada al di fuori dell'intervallo previsto viene segnalato un *alert*. Il *warning* scatta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



Distribuzione dei titoli azionari quotati per numero di *warning* generati nel 2005

Tali dati devono essere valutati alla luce del fatto che il sistema rileva tramite i *warning* tutte le cosiddette *micro-failure* del mercato, sia quelle indotte da fenomeni fisiologici (quali, ad esempio, la diffusione di notizie *price-sensitive*), sia quelle generate da fenomeni di *market abuse*. Ciò implica che larga parte dei *warning* è da ricondurre alla dinamica dell'informativa di mercato, ovvero a particolari situazioni congiunturali. Inoltre, nell'esperienza di vigilanza della Consob è emerso che più *warning* sono generalmente riconducibili a un singolo caso di indagine. Dei *warning* che residuano da tale primo *screening* si devono poi filtrare ulteriormente quelli che hanno richiesto approfondimenti di altra natura ma che non hanno comportato l'apertura di una istruttoria. Infine, dei *warning* che hanno comportato l'apertura di un'istruttoria solo una parte — completati gli accertamenti del caso — potrà determinare un'ipotesi sanzionatoria.

Ai sensi del previgente art. 187 del Tuf, nei procedimenti penali per ipotesi di *insider trading* e aggio e aggio la Consob esercitava i diritti e le facoltà attribuiti dal codice di procedura penale agli enti e alle associazioni rappresentativi di interessi lesi dal reato. Il nuovo art. 187-undecies (introdotto dalla legge 18 aprile 2005, n. 62, che ha recepito in Italia la direttiva sugli abusi di mercato), nel confermare (comma 1) la suddetta facoltà, ha altresì previsto espressamente (comma 2) la facoltà della Consob di costituirsi parte civile nei relativi procedimenti penali. La disposizione di cui al citato comma 1 ha, peraltro, portata ricognitiva di una facoltà discendente dall'applicazione del principio generale ex artt. 185 c.p. e 74 c.p.p. Di carattere innovativo è per contro la seconda parte della norma, che ha introdotto speciali criteri di determinazione del danno, che devono tenere “comunque conto dell'offensività del fatto, delle qualità personali del colpevole e dell'entità del prodotto o del profitto conseguito dal reato”.

La legittimazione della Consob a costituirsi parte civile ha ricevuto, peraltro, un espresso riconoscimento da parte della giurisprudenza. Da ultimo, il Tribunale di Milano ha infatti affermato che “La

norma di cui all'art. 2637 c.c. è posta a tutela della regolare formazione dei prezzi degli strumenti finanziari e, quindi, della regolarità dell'andamento dei mercati finanziari e a tutela della stabilità del sistema bancario. Tenuto conto che la Consob è preposta alla tutela degli interessi del pubblico risparmio nel settore del mercato finanziario è ipotizzabile, ove siano posti in essere comportamenti volti, mediante le modalità di cui all'art. 2637 c.c., a turbare o alterare la regolarità del mercato finanziario, la sussistenza di danno in capo alla Commissione" (ordinanza del 25 gennaio 2005, resa nell'ambito del processo Parmalat). Tale impostazione è stata sostanzialmente confermata dal Tribunale di Milano con successive ordinanze rese in data 21 settembre e 19 dicembre 2005, nonché dal Tribunale di Brescia con ordinanza del 3 marzo 2005.

Al fine istituzionale di perseguire la tutela dell'interesse all'efficiente funzionamento del mercato, nel corso del 2005, la Consob si è costituita parte civile in 8 nuovi procedimenti penali per *insider trading* (3 casi) e *aggiotaggio* (5 casi), mentre in un caso, ove è stata configurata un'ipotesi di violazione dell'art. 180, comma 2, del Tuf, successivamente depenalizzato per effetto della legge n. 62/2005, la Consob ha presenziato come ente rappresentativo degli interessi lesi dal reato (Tav. 43). Nella maggior parte di detti procedimenti, la Consob aveva provveduto a inviare alla competente Autorità Giudiziaria apposite segnalazioni, all'esito dell'attività di vigilanza svolta.

Tav. 43

Interventi dell'Istituto in procedimenti penali relativi a reati di *insider trading* e *aggiotaggio*

Interventi		Reato ¹	Esito al 31 dicembre 2005
1996	1	Insider trading	patteggiamento
1997	1	Insider trading	sentenza di proscioglimento per prescrizione ²
	1	Insider trading	sentenza di assoluzione
	1	Insider trading	patteggiamento
1998	1	Insider trading e aggiotaggio	sentenza di proscioglimento per prescrizione
1999	1	Insider trading e aggiotaggio	sentenza di patteggiamento per 4 soggetti; sentenza di condanna per 2 soggetti
2000	1	Insider trading e aggiotaggio	sentenza di proscioglimento per prescrizione ³
	1	Aggiotaggio	sentenza di proscioglimento per prescrizione ⁴
2001	3	Aggiotaggio	1 sentenza di condanna; sentenza di patteggiamento per gli altri 2 procedimenti
	2	Insider trading	1 sentenza di condanna; 1 sentenza di proscioglimento per prescrizione
2002	2	Insider trading	1 in corso; 1 sentenza di proscioglimento per prescrizione
2003	1	Insider trading	in corso
2004	1	Insider trading	in corso
	2	Aggiotaggio	in corso ^{4,5}
			1 sentenza di patteggiamento
2005	9	Insider trading e aggiotaggio	in corso ⁶
			2 sentenze di patteggiamento;
			3 sentenze di non luogo a procedere ^{6,7}

¹ *Insider trading*: art. 2, legge 157/1991, poi art. 180 del Tuf, ora art. 184 del Tuf; *aggiotaggio*: art. 5, legge 157/1991, poi art. 2637 del c.c., ora art. 185 del Tuf. ² Il procedimento è tuttora in corso con riguardo ad altre ipotesi di reato. ³ L'intervento era già stato proposto nel 1998, ma a seguito della regressione del procedimento alla fase delle indagini preliminari, è stato necessario riproporre l'intervento nel corso del 2000. ⁴ In tali procedimenti la Consob si è costituita parte civile. ⁵ Uno di tali procedimenti è stato avviato anche per il reato di false comunicazioni e ostacolo all'esercizio delle funzioni delle Autorità pubbliche di vigilanza (art. 2638 c.c.). ⁶ Nel corso del 2005, la Consob si è sempre costituita parte civile, salvo che in un caso. ⁷ In un procedimento è stata formulata sentenza di non luogo a procedere per il reato di *aggiotaggio*, ma il processo prosegue per il reato di ostacolo all'esercizio delle funzioni delle Autorità pubbliche di vigilanza (art. 2638 c.c.).

Nel corso del 2005 si sono registrate 5 archiviazioni (di cui una parziale) disposte dall'Autorità Giudiziaria in merito a casi di abuso di mercato ipotizzati della Consob con apposite relazioni; nel 2005 si sono avuti, inoltre, 9 rinvii a giudizio, 3 sentenze di condanna e altrettante di patteggiamento (Tav. 44).

Tav. 44

Esiti delle relazioni inviate all'Autorità Giudiziaria in materia di *insider trading* e aggio

	Archiviazione	Archiviazione parziale	Richiesta di rinvio a giudizio	Sentenza di patteggiamento	Sentenza di condanna	Sentenza di assoluzione	Sentenza di non luogo a procedere	Sentenza di estinzione del reato per prescrizione	Totale
1991-1997	7	--	5	2	2	--	--	--	16
1998	4	--	1	1	--	--	--	--	6
1999	10	1	2	1	--	1	1	--	16
2000	6	4	2	3	--	--	--	1	16
2001	12	1	3 ¹	2	1 ¹	--	--	--	19
2002	10	--	2	--	2 ²	--	--	2	16
2003	16	--	--	--	--	--	--	1	17
2004	2	1	3	--	1	--	--	--	7
2005	4	1	9	3	3	1 ³	3 ^{3,4}	1	25

¹ La sentenza di primo grado è stata impugnata. ² Alcuni imputati sono stati assolti. Una delle sentenze è stata impugnata, ma confermata in Cassazione. ³ Una delle sentenze ha assolto uno degli imputati e ha disposto la trasmissione degli atti alla Consob ai fini dell'eventuale applicazione di sanzioni amministrative pecuniarie come previsto dall'art. 187-bis del Tuf, come introdotto dalla legge 62/2005. ⁴ In un caso, la sentenza di non luogo a procedere nei confronti di alcuni imputati ha altresì disposto la trasmissione degli atti alla Consob ai fini dell'eventuale applicazione di sanzioni amministrative pecuniarie come previsto dall'art. 187-bis del Tuf.

Nel 2005 si è svolta, presso il Tribunale di Brescia, l'udienza preliminare del procedimento penale nei confronti di numerosi soggetti, esponenti aziendali, dipendenti e revisori dell'intermediario Bipop-Carire, imputati, tra l'altro, del reato di aggio e di ostacolo all'esercizio delle funzioni di vigilanza della Consob e della Banca d'Italia. All'esito della predetta udienza preliminare, con decreto emesso in data 31 maggio 2005, il Giudice per l'udienza preliminare ha disposto il rinvio a giudizio di alcuni dei predetti imputati per il reato di ostacolo all'esercizio delle funzioni pubbliche di vigilanza di cui all'art. 2638 c.c. All'udienza di apertura della fase dibattimentale, tenutasi il 29 novembre 2005, il Tribunale ha rilevato la propria incompetenza territoriale e ha disposto con sentenza la trasmissione degli atti relativi al medesimo procedimento alla Procura della Repubblica presso il Tribunale di Milano.

Sempre nel 2005 la Consob si è costituita parte civile nell'ambito del procedimento penale instaurato, innanzi al Tribunale di Milano, nei confronti di due ex-revisori del Gruppo Parmalat che avevano richiesto procedersi con giudizio immediato. Attualmente, quest'ultimo è confluito nel processo Parmalat, in cui la Consob è ugualmente costituita parte civile, in fase dibattimentale.

Altro procedimento ove la Consob si è costituita parte civile, pendente innanzi al Tribunale di Milano, si è concluso, in esito all'udienza preliminare del 29 giugno 2005, con sentenza di applicazione della pena su richiesta delle parti ex art. 444 c.p.p., e condanna dell'imputato alle spese di giudizio a favore della parte civile Consob.

In altro caso, ove a taluni imputati era stato contestato il reato di cui al previgente art. 180, comma 2, del Tuf, con sentenza del 19 ottobre 2005, passata in giudicato il successivo 14 novembre, il Tribunale di

Milano ha disposto non doversi procedere nei loro confronti perché il fatto non è più previsto dalla legge come reato, e ha altresì disposto la trasmissione degli atti alla Consob, per quanto di competenza, in ossequio all'art. 187-bis del Tuf, come modificato dalla legge n. 62/2005, al fine di procedere alla eventuale applicazione di sanzioni amministrative pecuniarie.

Ad analoghe determinazioni è pervenuta la Corte di Appello di Brescia che, con sentenza n. 1404/05, ha assolto uno degli imputati (al quale era stato contestato il previgente art. 180, comma 2, del Tuf) perché il fatto non è più previsto dalla legge come reato e ha disposto la trasmissione degli atti e dei titoli in sequestro alla Consob. È stata, per contro, confermata la condanna dell'altro imputato per il reato di cui al previgente art. 180, comma 1, del Tuf (ora art. 184, comma 1). È stato, infatti, ritenuto che il ruolo di "rappresentante di una società acquirente" rientrasse perfettamente "nell'ulteriore previsione, contenuta nella vecchia e nella nuova disposizione, dell'esercente una funzione privata" e che, pertanto, "l'analisi della nuova disposizione si risolve nel senso della continuità normativa".

Di particolare rilievo è la sentenza n. 2279/05, con cui la Corte di Cassazione ha rigettato il ricorso avverso la sentenza della Corte d'Appello di Milano depositata in data 31 marzo 2004, che a sua volta aveva confermato la condanna in primo grado dell'imputato per aggio. Con riferimento al principio di tassatività, la Suprema Corte ha sancito la sufficiente determinatezza delle condotte criminose di aggio operativo. Ritenuta dimostrata, da parte dei giudici di merito, la piena consapevolezza dell'imputato di provocare l'alterazione del mercato, la Corte ha, inoltre, giudicato irrilevante l'eventuale sussistenza di moventi ulteriori.

2. La gestione dei mercati regolamentati e gli scambi organizzati

Il 2005 è stato caratterizzato da un'intensa attività di controllo sulle modifiche apportate ai Regolamenti di borsa e alle Istruzioni annesse ai medesimi.

Nel mese di gennaio l'Istituto ha comunicato il proprio assenso alle modifiche apportate alle Istruzioni annesse al Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana, modifiche riguardanti la struttura dello scostamento minimo dei prezzi (cosiddetto *tick*) tra le proposte di negoziazione sui contratti *futures* su azioni.

Nel successivo mese di maggio sono state approvate le modifiche apportate sia al Regolamento dei mercati organizzati e gestiti dalla Borsa Italiana (e alle annesse Istruzioni), sia al Regolamento del Nuovo Mercato. Tali modifiche hanno riguardato la disciplina sanzionatoria nei confronti di operatori, emittenti e soggetti con specifici compiti (quali lo *sponsor* e lo *specialista*) per quanto attiene ai provvedimenti applicabili, alla loro pubblicità e all'attività di accertamento.

La nuova disciplina sanzionatoria prevede la possibilità per Borsa Italiana di adottare provvedimenti di richiamo scritto, di irrogare pene pecuniarie, di adottare provvedimenti di inibizione dall'attività per gli sponsor, nonché provvedimenti di sospensione o esclusione per gli operatori (con l'introduzione di una disciplina specifica per quelli che svolgono funzioni di sostegno della liquidità). In generale, i criteri presi quale riferimento per la determinazione del tipo di provvedimento applicabile sono: (i) la gravità del fatto, valutata secondo parametri relativi agli effetti sul mercato, alla rilevanza esterna e alla gravità della

fattispecie; (ii) l'eventuale recidiva, valutata su un periodo di riferimento di 30 mesi precedenti alla violazione.

Nel caso di reiterazione di una medesima violazione non grave ("recidiva specifica") Borsa Italiana può applicare una sanzione pecuniaria.

La sanzione pecuniaria va da un minimo di 5.000 a un massimo di 100.000 euro, in relazione alla gravità del fatto. Per lo sponsor e per il listing partner, la pena pecuniaria può essere applicata congiuntamente al richiamo e all'inibizione dall'attività specifica svolta dal soggetto. È previsto che la destinazione degli importi percepiti per l'irrogazione delle pene pecuniarie venga resa nota alla Consob e al mercato, al fine di rafforzare i meccanismi di accountability della società di gestione del mercato.

Con riguardo all'inibizione, sospensione ed esclusione, per lo sponsor e il listing partner, la disciplina prevede che l'inibizione possa avere effetto limitatamente alle nuove operazioni e possa essere irrogata per un periodo non superiore ai 18 mesi; per gli operatori, la disciplina rimane sostanzialmente invariata e le violazioni più gravi possono essere punite con la sospensione da uno o più mercati o con l'esclusione dagli stessi.

Con riferimento ai provvedimenti nei confronti di market maker e di specialisti, la procedura di accertamento può essere avviata solo al superamento di determinate soglie di un indicatore di performance (che esprime la misura del rispetto, da parte dell'operatore, degli obblighi di quotazione e sostegno alla liquidità), le cui caratteristiche sono individuate nelle Istruzioni al Regolamento. Qualora le violazioni degli obblighi portino a variazioni trascurabili dell'indicatore di performance, Borsa Italiana interverrà solo con disincentivi economici, modulando i corrispettivi dovuti al grado di ottemperanza agli obblighi previsti dal Regolamento per tali tipologie di operatori. Infine, nel caso di market maker e specialisti sull'Idem, si è introdotta la possibilità per Borsa Italiana di aggiungere i provvedimenti sopra indicati a quello di esclusione o sospensione dai rispettivi elenchi.

In merito alla pubblicità dei provvedimenti, sono state individuate le circostanze al ricorrere delle quali il mercato viene informato dell'avvenuta adozione del provvedimento sanzionatorio; i criteri di riferimento sono la gravità e la recidiva.

Infine, Borsa Italiana ha delineato la procedura per l'irrogazione delle sanzioni e per l'eventuale contenzioso con i soggetti nei confronti dei quali i provvedimenti vengono adottati.

Nel mese di giugno la Commissione ha comunicato il proprio assenso alle modifiche apportate alle Istruzioni annesse al Regolamento dei mercati di Borsa Italiana, concernenti: (i) l'introduzione delle *long term option* sull'indice S&P/Mib; (ii) gli obblighi a carico dei *market maker* relativamente ai contratti di opzione sull'indice S&P/Mib e su azioni; (iii) la disciplina dei *block trade* su *future* su azioni; (iv) l'introduzione di un limite massimo di lotti su proposte di negoziazione relative ad alcuni strumenti derivati.

Nel successivo mese di luglio sono state approvate ulteriori modifiche ai Regolamenti e alle Istruzioni, concernenti: (i) la segmentazione del Nuovo Mercato; (ii) l'attività di ricerca di *sponsor* e specialisti; (iii) la trasformazione del mercato EuroMot in un segmento unificato del Mot; (iv) alcuni aspetti dell'ammissione alle negoziazioni in assenza di domanda da parte dell'emittente.

Relativamente al Mercato Expandi, sono state introdotte modifiche relative alla documentazione contabile e agli indicatori economico-finanziari da produrre in sede di ammissione a quotazione. Altre modifiche ancora si sono rese necessarie in seguito dell'introduzione dei nuovi *standard* contabili internazionali Ias/Ifrs.

Il Nuovo Mercato, ridenominato Mtax, è stato segmentato secondo un criterio perfettamente speculare a quello del Mta (cioè con l'introduzione dei segmenti Blue Chip, Star e Standard). Il settore TechStar del Nuovo Mercato è stato trasformato in segmento Star del Mtax e gli strumenti finanziari sono stati ripartiti nei tre segmenti sulla base della loro capitalizzazione; nell'ambito di ciascun segmento gli strumenti finanziari sono stati ulteriormente ripartiti in classi omogenee dal punto di vista delle modalità e degli orari di negoziazione, tenendo conto della frequenza degli scambi e del controvalore medio giornaliero negoziato. Le principali novità hanno riguardato: (i) l'eliminazione delle Start-up; (ii) la modifica della soglia minima di capitalizzazione, elevata a 40 milioni di euro; (iii) lo spostamento, in caso di Ipo, del momento di assegnazione al segmento dalla data del provvedimento di ammissione a quotazione a quella del provvedimento di inizio negoziazione; (iv) l'introduzione del risultato ordinario positivo come requisito di ammissione a Star per gli emittenti già quotati in segmenti diversi; (v) l'integrazione del Regolamento del Nuovo Mercato nel Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa.

Nell'aprile 2005 è stata realizzata la migrazione del mercato EuroMot sulla piattaforma tecnologica "Affari", che già supportava il comparto Mot. Pertanto, si sono resi necessari taluni adattamenti, conseguenti alla diversa microstruttura di mercato. Tali adattamenti hanno riguardato: (i) la creazione nel mercato Mot di due segmenti, di cui uno a liquidazione domestica (DomesticMot) e uno a liquidazione estera (EuroMot), con il conseguente trasferimento degli strumenti negoziati sul mercato EuroMot sul segmento EuroMot del mercato Mot, e la chiusura del mercato EuroMot (sono previste le medesime funzionalità di negoziazione per i due segmenti, le medesime fasi di negoziazione, nonché l'introduzione della fase di asta di apertura per il segmento EuroMot); (ii) l'articolazione in due classi, per il segmento DomesticMot, di cui una costituita da titoli di Stato nazionali e l'altra da titoli di debito in euro e in valuta diversa dall'euro e la previsione di un'unica classe per il segmento EuroMot costituita da euro-obbligazioni, asset backed securities e titoli di emittenti esteri; (iii) l'informativa unica agli operatori e al pubblico per tutto il mercato Mot; (iv) la previsione, come unico sistema di riscontro, del sistema cosiddetto di pre-settlement di Monte Titoli; (v) infine, l'uniformazione per i due segmenti, per quanto possibile, delle procedure coattive di regolamento, cosiddette di buy in e sell out.

Nel mese di agosto è stato comunicato a Borsa Italiana l'assenso alle modifiche apportate alle Istruzioni aventi ad oggetto: (i) la disciplina della nuova funzionalità "Servizio Bit Blocchi Fuori Mercato"; (ii) la segnalazione delle operazioni fuori mercato e dei blocchi; (iii) la revisione del calendario di riferimento per la liquidazione dei premi e la gestione delle rettifiche in caso di eventi societari. Nel successivo mese di dicembre le stesse Istruzioni sono state oggetto di ulteriori modifiche quanto al contenuto minimo dei comunicati emessi in occasione dell'approvazione dei dati contabili di periodo in relazione al trattamento fiscale dei fondi in distribuzione, alle *covenant* e ai debiti scaduti.

Nel corso del 2005, a seguito dell'intesa pervenuta dalla Banca d'Italia, la Commissione ha approvato alcune modifiche al Regolamento del mercato all'ingrosso delle obbligazioni non governative e dei titoli emessi da organismi internazionali partecipati da Stati gestito da Mts Spa.

In particolare, nel febbraio 2005, sono state approvate, secondo quanto previsto dall'art. 63, comma 3, del Tuf, alcune modifiche relative: (i) all'ampliamento delle tipologie di contratto che possono essere negoziate sul mercato; (ii) agli obblighi degli operatori principali e alla sospensione dalle loro funzioni a opera della società di gestione; (iii) allo svolgimento delle negoziazioni, con specifico riferimento alle funzioni del sistema telematico e all'operatività degli intermediari e all'esecuzione dei contratti, al fine di tener conto nel testo regolamentare del passaggio alla Monte Titoli della gestione del servizio di liquidazione e compensazione. Nel successivo mese di maggio, sono state approvate ulteriori modifiche riguardanti la materia delle sanzioni e, in particolare, è stato introdotto l'obbligo, per l'operatore sanzionato, di corrispondere alla società di gestione un importo pari al compenso dovuto da quest'ultima ai componenti del collegio dei probiviri per l'attività svolta in relazione alla sanzione adottata.

La Commissione ha inoltre fornito il parere di competenza al Ministero dell'economia e delle finanze relativamente a modifiche apportate allo statuto di Mts Spa, nonché al Regolamento del mercato all'ingrosso di titoli di Stato e al Regolamento del mercato *BondVision* (mercati gestiti da Mts Spa).

Le modifiche statutarie hanno riguardato l'adozione del sistema dualistico di amministrazione e controllo, di cui all'art. 2409 del c.c.. Le modifiche relative al Regolamento del mercato all'ingrosso di titoli di Stato hanno avuto ad oggetto la materia delle sanzioni, in analogia a quanto effettuato sul Regolamento del mercato "corporate" gestito da Mts, e in particolare l'introduzione dell'obbligo, per l'operatore sanzionato, di corrispondere alla società di gestione un importo pari al compenso dovuto da quest'ultima ai componenti del collegio dei probiviri per l'attività svolta in relazione alla sanzione adottata.

Infine, nel mese di luglio la Commissione ha fornito il parere di competenza al Ministero dell'economia e delle finanze relativo a ulteriori modifiche apportate allo statuto di Mts Spa in connessione alla progettata acquisizione della stessa Mts Spa da parte di Euronext e Borsa Italiana.

Con comunicato del 1° luglio 2005 è stato annunciato che la maggioranza degli azionisti di Mts Spa aveva accettato l'offerta di Euronext/Borsa Italiana per il 51 per cento del capitale con una valutazione della Mts Spa pari a 245 milioni di euro. Euronext e Borsa Italiana si sono impegnate a sottoscrivere, attraverso una joint venture detenuta al 51 per cento da Euronext e al 49 per cento da Borsa Italiana, almeno il 51 per cento del capitale di Mts. L'acquisizione ha previsto la sottoscrizione di un aumento di capitale riservato alla joint venture. Il comunicato rendeva noto che la sottoscrizione delle azioni sarebbe avvenuta entro 90 giorni dall'assemblea, previo verificarsi di una serie di condizioni legali, fra le quali l'approvazione da parte del Ministero dell'economia e delle finanze, sentita la Banca d'Italia e la Consob, delle modifiche statutarie. L'operazione è stata conclusa a fine novembre.

Nel 2005 anche il Regolamento e le Istruzioni relative al mercato regolamentato gestito da Tlx Spa sono stati interessati da alcune modifiche. La modifica principale è stata approvata dalla Commissione nel corso dell'estate quando, per effetto del recepimento della direttiva comunitaria

sul prospetto, l'ammissione alla negoziazione nei mercati regolamentati in assenza di domanda dell'emittente è stata estesa anche agli strumenti già negoziati presso altri mercati regolamentati della UE.

Per cogliere tale opportunità è stato necessario armonizzare alcune norme del Regolamento del mercato Tlx riguardanti, in particolare, l'ammissione alla negoziazione e la relativa procedura, l'informativa societaria e i compiti della società di gestione. Le Istruzioni al Regolamento sono state conseguentemente adeguate.

Con riguardo al comparto dei Sistemi di scambi organizzati, nel corso del 2005 si è registrato l'ingresso di 9 soggetti a fronte di 8 richieste di cancellazione. La vigilanza su tale comparto ha avuto ad oggetto il controllo sull'attività svolta dai singoli sistemi e il rispetto degli adempimenti previsti dalla normativa di settore. Si è registrato un miglioramento dei contenuti dei regolamenti predisposti dagli organizzatori degli scambi per quanto attiene alle caratteristiche di funzionamento, ai criteri di selezione degli strumenti finanziari che possono essere negoziati e ai criteri di formazione dei prezzi.

Nel corso dell'anno, ai sensi dell'articolo 78, comma 1, del Tuf, sono state formulate richieste di dati e notizie nei confronti di un sistema di scambi organizzati gestito da un soggetto non appartenente alla categoria degli intermediari abilitati, allo scopo di acquisire elementi utili per verificare la regolarità del processo di formazione dei prezzi registrati, in un determinato periodo temporale, sui contratti relativi a ordini di compravendita di un titolo diffuso. A fine anno tale attività di accertamento risultava ancora in corso.

3. I servizi di compensazione, liquidazione e gestione accentrata di strumenti finanziari

Nel corso del 2005 la Commissione è intervenuta in occasione delle modifiche apportate alla regolamentazione dei servizi di compensazione e garanzia e di liquidazione, fornendo il previsto parere alla Banca d'Italia.

Nel mese di aprile l'Istituto è intervenuto con riferimento al Regolamento operativo dei servizi di liquidazione (Express II) e delle attività accessorie di Monte Titoli Spa.

Le modifiche, tese ad aumentare l'efficienza complessiva del sistema e l'interoperatività tra sistemi, erano state precedentemente condivise all'interno dell'Express User Group (gruppo di consultazione cui partecipano gli operatori di mercato e le Autorità). In particolare, con una prima modifica è stata ammessa la possibilità di frazionamento anche per le operazioni non garantite da controparte centrale, qualora dette operazioni risultino non regolate al termine del ciclo di liquidazione netta e quindi inviate al ciclo di liquidazione lorda. Una seconda modifica ha riguardato l'introduzione di regole più stringenti per la determinazione, fra le parti della negoziazione, degli orari di stralcio dal sistema di liquidazione delle operazioni over the counter non regolate, in modo da renderli più allineati agli orari previsti per le operazioni di mercato.

L'ultima e più rilevante modifica ha previsto che i servizi di riscontro e rettifica giornalieri gestiti da Monte Titoli possano inoltrare le istruzioni di regolamento anche a sistemi di liquidazione diversi da quello gestito dalla stessa Monte Titoli. Tale previsione contribuisce alla realizzazione dell'interoperabilità fra sistemi di regolamento nell'area europea.

Nel mese di settembre la Commissione ha fornito alla Banca d'Italia il parere, previsto dagli artt. 68, 69, comma 2, e 70 del Tuf, relativo a modifiche al Regolamento dei sistemi di garanzia delle operazioni su strumenti finanziari.

Le modifiche apportate hanno consentito alla Cassa di compensazione e garanzia Spa di estendere le proprie funzionalità di controparte centrale alle negoziazioni fuori mercato. L'occasione è stata fornita dalla implementazione di una nuova funzionalità di trading da parte di Mts Spa - che consente la stipula di contratti di pronti contro termine su titoli di Stato italiani in cui le parti hanno autonomia di negoziare, su base bilaterale, sia il tasso di interesse sia le scadenze - in relazione alla quale la società di gestione ha richiesto alla Cassa il servizio di controparte centrale.

Se quanto sopra ha reso comunque necessario l'adattamento del regolamento dei servizi prestati dalla Cassa di compensazione e garanzia, la nuova attività della controparte centrale non ha, tuttavia, rappresentato una novità per il quadro normativo di riferimento. Il Provvedimento della Banca d'Italia del 22 ottobre 2002, disciplinante i sistemi di garanzia delle operazioni su strumenti finanziari, già prevedeva che i sistemi di garanzia basati su controparte centrale fossero finalizzati a compensare e garantire le posizioni contrattuali dei partecipanti al sistema stesso derivanti sia da operazioni concluse su un mercato regolamentato sia da operazioni concluse al di fuori dei mercati regolamentati.

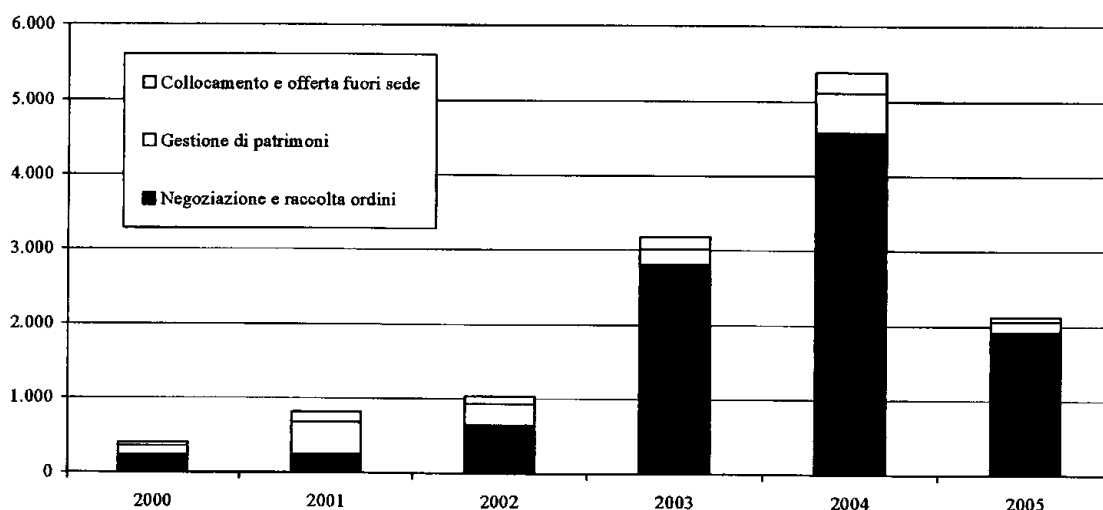
III – LA VIGILANZA SUGLI INTERMEDIARI

1. Banche, Sim e agenti di cambio

Nel 2005 il tasso di “litigiosità” fra clientela *retail* e intermediari per ciò che riguarda la prestazione di servizi di investimento si è marcatamente ridotto, come segnalato dal numero di esposti ricevuti dalla Commissione (Fig. 51).

Fig. 51

Numero di esposti ricevuti dalla Consob in materia di servizi di investimento



Il numero di esposti ricevuti si è, infatti, più che dimezzato, passando da circa 5.300 a circa 2.100; esso rimane comunque elevato se confrontato con il valore medio del triennio 2000-2002.

Come nel biennio precedente, le lamentele degli investitori hanno riguardato in netta prevalenza il servizio di negoziazione e esecuzione degli ordini e, più in particolare, la carenza informativa preventiva sulle caratteristiche degli strumenti finanziari.

Relativamente al servizio di gestione del risparmio, gli esposti lamentano in prevalenza violazioni riguardanti il rispetto del mandato di gestione, mentre per ciò che riguarda il collocamento e l'offerta fuori sede le lamentele concernono, come nel caso della negoziazione, la rappresentazione delle caratteristiche dei prodotti o strumenti finanziari (Tav. 45).

Tav. 45

Esposti degli investitori in materia di servizi di investimento

Oggetto dell'esposto															
Negoziazione e raccolta ordini						Gestione di patrimoni				Collocamento e offerta fuori sede					
	Informativa preventiva su strumenti finanziari	Oneri commissionari	Operazioni non adeguate senza preventiva conferma del cliente	Esecuzione ordini	Altro	Informativa preventiva su caratteristiche gestione	Rispetto del contratto / regolamento di gestione	Rendimenti insoddisfacenti	Altro	Assegnazione lotto prenotato o ordinato	Rappresentazione caratteristiche prodotti / servizi	Esecuzioni disposizioni	Ipotesi di attività abusiva	Altro	Totale
2000	46	5	26	93	68	17	57	11	27	7	22	4	1	13	397
2001	38	1	65	109	29	27	152	19	238	1	47	38	25	28	817
2002	322	5	53	194	72	27	99	40	114	17	40	39	1	7	1.030
2003	2.195	3	66	434	111	44	110	30	22	2	145	9	2	4	3.177
2004	3.475	18	476	83	524	182	49	20	285	--	247	18	--	6	5.383
2005	1.332	5	59	187	335	23	66	15	40	1	44	6	--	7	2.120

Nel 2005 i controlli sugli intermediari hanno risentito della necessità di proseguire l'attività di verifica delle condotte poste in essere nella vendita ai clienti di obbligazioni *corporate*, questione che è, peraltro, risultata ricorrente anche negli esposti ricevuti.

Sulla scia delle verifiche condotte con riferimento alla vicenda Cirio, le attività di indagine sono state estese all'operatività degli intermediari in obbligazioni emesse da società riconducibili a diversi gruppi industriali. Inoltre, è proseguita l'attività istruttoria relativa all'operatività degli intermediari avente ad oggetto le obbligazioni Argentina. Altri casi critici oggetto di indagine hanno riguardato operazioni riconducibili a piani finanziari che consentono agli investitori di impegnare nell'acquisto di strumenti finanziari somme derivanti da finanziamenti.

L'azione di vigilanza si è caratterizzata per un approccio trasversale, fondato su un'analisi delle procedure e dell'assetto organizzativo adottato nella prestazione dei servizi di investimento. Per tale ragione, le indagini condotte, sebbene occasionate dall'operatività in determinati strumenti finanziari, hanno fatto emergere talune carenze e difetti di ordine "procedurale", come tali suscettibili di dipanare i propri effetti a prescindere dalla tipologia specifica dello strumento finanziario trattato.

Le fattispecie contestate, in linea generale, hanno avuto ad oggetto la violazione dei principi di comportamento diligente e corretto e dell'agire nell'interesse dei clienti (art. 21, comma 1, lett. a, del Tuf), mettendo in evidenza carenze: (i) nella funzione di controllo interno e nelle procedure interne; (ii) nella conoscenza dello strumento finanziario oggetto di trattazione; (iii) nell'informazione alla clientela sulla

natura e sui rischi delle operazioni; (iv) nella valutazione dell'adeguatezza delle disposizioni impartite dal cliente; (v) nella segnalazione di situazioni di conflitto di interessi.

Sulla base di tali contestazioni e della valutazione degli argomenti difensivi, di diritto e di fatto, addotti da tutti gli interessati, sono quindi state formulate al Ministero dell'economia e delle finanze, all'esito della fase procedimentale di competenza, le proposte di sanzioni pecuniarie amministrative (si veda il successivo Capitolo IV).

Come di consueto l'azione di vigilanza è stata supportata da specifiche verifiche ispettive. Nel corso dell'anno 2005 sono state avviate complessivamente verifiche ispettive nei confronti di 4 Sim, 2 banche e 6 Sgr (Tav. 46). In un caso, è stato richiesto alla Banca d'Italia, ai sensi dell'art. 10, comma 2, del Tuf, di effettuare accertamenti per profili di competenza della Consob.

Tav. 46

Attività ispettiva nei confronti di intermediari e società quotate

	Accertamenti ispettivi				Accertamenti iniziati nei confronti di:						Accertamenti conclusi nei confronti di:						
	Deliberati	Iniziati	Conclusi	Sim ¹	Banche	Sgr/Sicav	Agenti di cambio	Promotori finanziari	Società quotate	Totale	Sim ¹	Banche	Sgr/Sicav	Agenti di cambio	Promotori finanziari	Società quotate	Totale
1997	16	25	31	12 ³	5	1	6	1	--	25	17	9	--	4	1	--	31
1998	24	20	22	6	9 ⁴	--	3	--	2 ⁵	20	9 ³	8 ⁴	--	3	--	2 ⁵	22
1999	21	23	24	8	--	--	3	11	1	23	8	2	--	2	11	1	24
2000	18	19	18	5	1	6	6	1	--	19	5	2	1	9	1	--	18
2001	8	9	13 ²	2	2	2	3	--	--	9	4 ⁶	1 ⁷	5	3	--	--	13
2002	9	13	12	5	2	3	1	--	2 ⁸	13	4	3	4	1	--	--	12
2003	14	14	18	1	9	--	--	--	4	14	5	8	1	--	--	4	18
2004	3	5	8	--	2	1	--	--	2	5	--	5	1	--	--	2	8
2005	14	14	11	4	2	6	--	--	2	14	1	4	4	--	--	2	11

¹ Sono incluse le società fiduciarie. ² Di cui 2 accertamenti sospesi. ³ Di cui un'impresa di investimento comunitaria. ⁴ Di cui 6 accertamenti ai sensi dell'art. 8, l. 157/1991. ⁵ Di cui un accertamento ai sensi dell'art. 8, l. 157/1991 e uno ai sensi dell'art. 185 del Tuf. ⁶ Di cui un accertamento sospeso. ⁷ Accertamento sospeso. ⁸ Di cui uno relativo a una società che ha promosso un'Opa nei confronti di una società quotata.

Escludendo le ispezioni su società quotate connesse a profili diversi dal rispetto della disciplina dell'intermediazione mobiliare, le verifiche ispettive concluse nel 2005 sono state 9, di cui 3 avviate nel corso dell'anno 2004; pertanto, gli accertamenti ispettivi iniziati e conclusi nel corso del 2005 sono risultati in totale 6. Delle 9 verifiche ultimate nel 2005, una ha riguardato una Sim e 4 hanno riguardato banche (oltre a 4 che hanno interessato Sgr; si veda successivo § 2.).

Per gli accertamenti ispettivi nei confronti delle banche, il campo di indagine si è focalizzato sui comportamenti posti in essere nella prestazione dei servizi di negoziazione, ricezione e trasmissione di ordini aventi ad oggetto titoli obbligazionari corporate. Inoltre, è stata oggetto di accertamenti anche l'attività di distribuzione alle piccole e medie imprese di strumenti derivati trattati fuori dai mercati

regolamentati. Questo tema era stato in precedenza oggetto di audizioni parlamentari nell'ambito di una indagine conoscitiva sulle problematiche relative alla diffusione di strumenti finanziari derivati.

L'attività di verifica nei confronti delle Sim ha riguardato, in linea generale, la conformità delle modalità di svolgimento dei servizi di investimento alle disposizioni legislative e regolamentari, nonché il rispetto dei doveri in materia di conflitto di interessi, di conoscenza del cliente e di informativa all'investitore; gli accertamenti nei riguardi di Sim autorizzate all'offerta fuori sede hanno, inoltre, riguardato l'organizzazione adottata e i controlli effettuati nei confronti della rete distributiva.

Nel corso del 2005 la Commissione ha analizzato i problemi relativi al collocamento delle cosiddette gestioni individuali "garantite" e/o "protette", fornendo orientamenti e indicazioni agli intermediari sulle modalità di vendita più appropriate di tali prodotti e sull'informativa da rendere alla clientela (Riquadro 9).

Riquadro 9

Le gestioni individuali "garantite" e/o "protette"

Nel recente passato l'andamento dei mercati ha generato interesse per servizi del risparmio gestito caratterizzati da una spiccata connotazione "difensiva" e volti, anche in combinazione con altri prodotti, ad assicurare al risparmiatore un vero e proprio diritto, in caso di risultato negativo della gestione, alla restituzione del patrimonio inizialmente conferito (eventualmente maggiorato in ragione di un interesse sullo stesso calcolato), ovvero a contrattualizzare lo specifico impegno dell'intermediario alla protezione del capitale, attraverso determinate tecniche gestionali.

La Commissione ha precisato che possono essere definite "gestioni accompagnate da una garanzia" (nella prassi operativa individuate come "gestioni garantite") le gestioni individuali a cui è connesso il riconoscimento di un vero e proprio diritto del risparmiatore alla restituzione di un ammontare corrispondente al patrimonio inizialmente conferito (eventualmente maggiorato sulla base di un pattuito tasso di interesse) nel caso di rendimento negativo della gestione; mentre, per "gestioni protette" si intendono quelle che, lasciando il cliente unico ed effettivo destinatario dei risultati, positivi o negativi, della gestione, mirano a una limitazione del rischio di conseguire perdite finanziarie attraverso l'utilizzo di particolari tecniche gestionali.

Nelle gestioni accompagnate da una garanzia il cliente impegna la controparte (anche) a un'obbligazione di risultato, mentre nelle gestioni protette l'intermediario rimane vincolato esclusivamente a una obbligazione di mezzi, nell'ambito della quale assume un particolare rilievo l'esigenza di contenere il rischio di perdite, nella prospettiva di proteggere il capitale conferito dal cliente. La Commissione ha, altresì, segnalato che nella realtà operativa si registrano variegate combinazioni tra le due fattispecie (gestioni accompagnate da una garanzia - gestioni protette) create dall'ingegneria finanziaria. Sono stati, infatti, sviluppati particolari "prodotti" nei quali è riscontrabile, nell'attività di gestione, l'adozione di tecniche di immunizzazione del portafoglio gestito dai rischi di posizione - protezione - accanto all'assunzione di una formale garanzia alla restituzione del patrimonio conferito in gestione. Tali "prodotti" possono essere definiti "gestioni protette accompagnate da una garanzia".

Dinnanzi a tale quadro di riferimento, la Commissione ha ribadito la centralità dell'impegno prioritario richiesto agli intermediari, al fine di ottemperare ai principi generali di trasparenza, correttezza e idonea informativa, di rappresentare, nei messaggi pubblicitari e nei rapporti precontrattuali, con la massima chiarezza, le caratteristiche della gestione offerta, affinché gli investitori possano assumere scelte consapevoli. In tale contesto, è stata segnalata la necessità di qualificare e "vendere" i singoli "prodotti" utilizzando denominazioni appropriate.

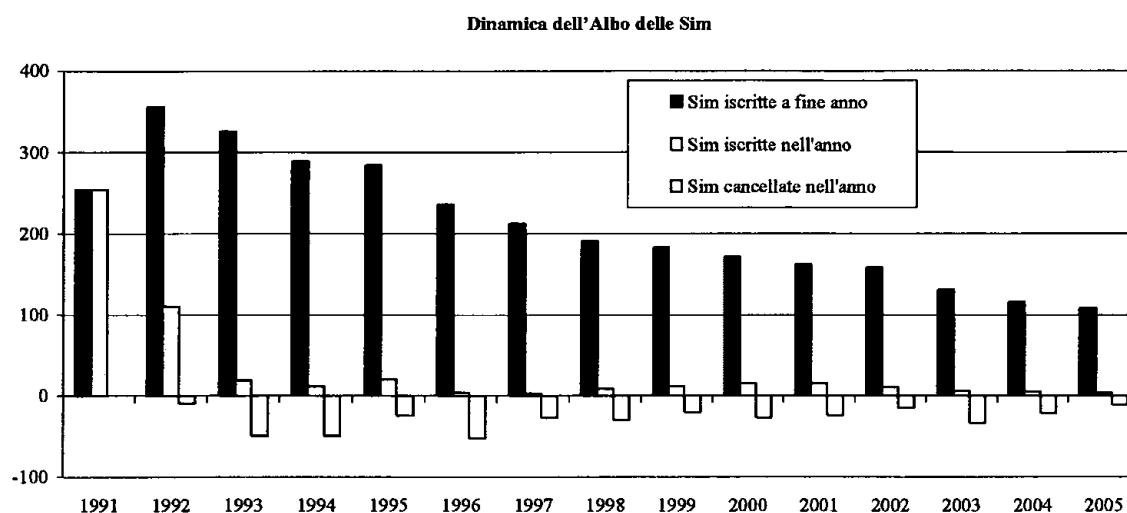
Con riferimento specifico alle "gestioni accompagnate da una garanzia" si è osservato che l'assunzione di un impegno di "restituzione" del patrimonio inizialmente conferito, in caso di rendimento negativo della gestione, non rientra nella causa tipica del contratto di gestione su base individuale: la relativa disciplina è, infatti, dettata nel presupposto che il rischio di posizione per gli investimenti disposti risulti a carico del gestito. Peraltro, la valutazione circa l'estraneità dell'impegno alla restituzione rispetto al servizio di gestione individuale, non determina necessariamente la conseguenza dell'assoluta e oggettiva incompatibilità di tale impegno rispetto al menzionato servizio. L'abbinamento dell'obbligazione a gestire il portafoglio con quella di restituire quanto meno il capitale inizialmente conferito in caso di rendimento negativo della gestione può, infatti, realizzarsi attraverso due diversi negozi che, pur rimanendo ciascuno pienamente fedele alla rispettiva area di riferimento, si colleghino in un unitario interesse sotteso. L'ambito e le caratteristiche della gestione rimangono esclusivamente — è stato chiarito — quelli rappresentati nel contratto gestorio concluso con il cliente in termini di profilo di rischio-rendimento. Resta, pertanto, fermo in capo al gestore l'obbligo di effettuare dinamiche scelte di investimento e disinvestimento nel rispetto del principio generale di diligenza professionale. La Commissione ha, in particolare, precisato che le scelte di investimento e lo stile gestionale non possono essere influenzate dalle esigenze di controllo del rischio finanziario derivanti dal rilascio della garanzia. Ogni forma di "predeterminazione" dell'attività del gestore che, in sede di strutturazione del prodotto, fosse prevista a seguito della collaterale presenza di un impegno di "garanzia" configura, infatti, una gestione "protetta accompagnata da una garanzia" e richiede pertanto che tali forme di "predeterminazione" siano oggetto di esplicita convenzione con l'investitore nello stesso contratto di gestione.

La Commissione ha quindi fornito ulteriori, specifici "criteri-guida" in grado di orientare gli operatori al pieno rispetto dei principi di correttezza e trasparenza nella vendita e nella conduzione degli indicati servizi, precisando, fra l'altro, in relazione al caso delle gestioni accompagnate da una garanzia, che i predetti principi impongono, non solo una piena rappresentazione al cliente delle caratteristiche della gestione, ma anche una chiara illustrazione degli effetti complessivi dell'operazione finanziaria proposta, risultanti dal collegamento del contratto di gestione con quello "di garanzia".

Con riguardo alle "gestioni protette accompagnate da una garanzia", particolarmente diffuse nel mercato, si è in specie segnalata la necessità che il contratto di gestione debba chiaramente illustrare le modalità gestionali adottate per la "protezione". In relazione all'ipotesi in cui le tecniche gestionali utilizzate prevedano che, in determinati scenari di mercato, il gestore investa, in tutto o in parte, il portafoglio del cliente in titoli cosiddetti *risk free*, senza ulteriore e successiva possibilità di smobilizzo dell'investimento fino alla data prevista per l'operare della garanzia, si è precisata la necessità che il gestore dia tempestiva comunicazione al cliente del verificarsi di tale eventualità e preveda meccanismi di revisione della struttura commissionale del servizio che consentano una remunerazione dello stesso rapportata al ridimensionamento subito dall'attività gestoria.

L'attività istituzionale di gestione dell'Albo delle Sim ha messo in luce il persistente processo di riduzione del numero di soggetti iscritti, passato da 115 a fine 2004 a 108 a fine 2005, a conferma del ruolo ormai marginale che hanno assunto tali intermediari (si veda il Capitolo III della precedente parte B) (Fig 52).

Fig. 52



La ridotta numerosità delle nuove iscrizioni all'Albo può essere spiegata con lo scarso interesse del mercato verso il "modello Sim", mentre le uscite dipendono dal processo di consolidamento in atto, caratterizzato dalla progressiva eliminazione di soggetti marginali e dalla razionalizzazione interna ai gruppi bancari.

Nel 2005 la Consob ha reso il parere di propria competenza in merito all'aggiornamento annuale del piano per la copertura finanziaria della gestione speciale del Fondo Nazionale di Garanzia, relativa alle insolvenze anteriori al 1° febbraio 1998. Il Fondo rappresenta, infatti, il sistema di indennizzo operante in Italia per i crediti derivanti dalla prestazione di servizi di investimento e per quelli derivanti dalla custodia e amministrazione di strumenti finanziari.

Il Fondo ha proseguito la nuova gestione avviata, ai sensi dell'art. 59 del Tuf, con riferimento alle procedure concorsuali per le quali lo stato passivo è stato depositato a far tempo dal 1 febbraio 1998. In particolare, il sistema di indennizzo è intervenuto per 19 casi di insolvenza (11 Sim e 8 agenti di cambio; Tav. 47). Tale gestione si affianca alla cosiddetta gestione speciale, alla cui copertura concorre il Ministero dell'economia e delle finanze, disciplinata dal regime anteriore al Tuf; essa riguarda 25 insolvenze con stato passivo depositato anteriormente al 1° febbraio 1998.

Tav. 47

Interventi del Fondo nazionale di garanzia
(situazione al 31 dicembre 2005; valori monetari in migliaia di euro)

	Insolvenze ¹		
	Sim	Agenti di cambio	Totale
1997	4	1	5
1998	2	3	5
1999	1	1	2
2000	1	--	1
2001	1	--	1
2002	--	2	2
2003	2	1	3
2004	--	--	--
2005	--	--	--
<i>Totale insolvenze</i>	<i>11</i>	<i>8</i>	<i>19</i>
<i>di cui con avvenuto deposito dello stato passivo</i>	<i>11</i>	<i>8</i>	<i>19</i>
Numero creditori ammessi	1.148	874	2.022
Importo crediti ammessi²	30.330	38.040	68.370
Interventi del fondo³	7.989	10.932	18.921

Fonte: elaborazioni Consob su dati del Fondo nazionale di garanzia. ¹ Il cui stato passivo sia stato depositato a far tempo dal 1° febbraio 1998. ² Valori al netto dei riparti parziali effettuati dagli organi delle procedure concorsuali. ³ Interventi correlati ai crediti iscritti, di cui circa 90.000 euro accantonati a fronte di crediti oggetto di giudizi di opposizione in corso.

2. Le società di gestione del risparmio

Nel corso del 2005 è proseguita l'attività di vigilanza sulla correttezza comportamentale delle Sgr che gestiscono fondi comuni di investimento di tipo aperto. I profili di attenzione emersi dalle analisi svolte hanno riguardato principalmente gli aspetti relativi alla formalizzazione delle linee strategiche generali di investimento e ai presidi procedurali per il monitoraggio, di primo e/o secondo livello, dell'attività gestionale (limiti operativi posti al *front-office*, modalità di alimentazione del registro elettronico degli ordini e degli eseguiti, reportistica al Cda).

In 5 casi sono stati convocati gli esponenti aziendali delle Sgr e, successivamente, sono state acquisite informazioni dalle società incaricate della revisione contabile. La convocazione degli esponenti aziendali delle Sgr è stata finalizzata a sollecitare la tempestiva predisposizione di un programma di interventi correttivi volti al superamento di carenze organizzativo-procedurali individuate. Si sono tenuti incontri con le società incaricate della revisione contabile delle Sgr per verificare l'effettiva implementazione dei piani di intervento summenzionati, soprattutto con riguardo alle valutazioni sull'adeguatezza dei sistemi di controllo interno adottati.

In 3 casi gli elementi di criticità riscontrati sono stati tali da implicare l'avvio di verifiche ispettive. Tali verifiche si sono concentrate: (i) sui meccanismi organizzativi e procedurali adottati per la prestazione del servizio; (ii) sul processo decisionale di investimento e sulla coerenza tra scelte strategiche deliberate dai vertici aziendali e attività gestoria concretamente posta in essere; (iii) sui presidi volti a garantire il rispetto delle norme in materia di conflitto di interessi, nonché il rispetto del principio di indipendenza.

In un caso è stato avviato un procedimento sanzionatorio a carico degli esponenti aziendali per inadeguatezza del processo decisionale di investimento, per carenze nelle procedure di front-office e per comportamento non corretto relativamente alla prestazione del servizio di gestione individuale afferente a una linea cosiddetta "protetta".

Sempre nel corso del 2005 è stata ultimata una verifica ispettiva iniziata nei confronti di una primaria Sgr per massa gestita. Anche in questo caso le risultanze hanno condotto all'avvio di un procedimento sanzionatorio nei confronti di taluni esponenti aziendali, per carenze delle analisi a supporto di un investimento rilevante in obbligazioni, per modalità di disinvestimento dello stesso ritenute non compatibili con il rispetto dell'integrità dei mercati e per carenze nelle procedure relative alla gestione di fondi immobiliari.

La Commissione ha esercitato un'attenta azione di controllo anche sul mercato dei fondi chiusi immobiliari. L'azione si è esplicata in sede di istruttoria per l'autorizzazione allo svolgimento dell'attività gestoria. In tale fase l'attenzione è stata posta sulle regole di *governance* adottate dalle Sgr e, nello specifico, sui meccanismi decisionali d'investimento in situazione di potenziale conflitto d'interessi.

Nei casi di quotazione dei fondi, il processo di analisi ha riguardato le determinanti della redditività del portafoglio immobiliare (canoni di locazione, durata dei contratti, tipologia dei conduttori, area geografica, destinazione d'uso), nonché i criteri adottati dagli esperti indipendenti per la valutazione del patrimonio immobiliare (limiti e precisazioni delle valutazioni di stima, metodologia di calcolo della morosità, ragguagli effettuati, fattori di correzione utilizzati per la valorizzazione dei cespiti, etc.).

Nel corso del 2005 sono state prospettate da parte di diverse Sgr iniziative per l'istituzione di "fondi immobiliari riservati ad apporto" per i quali la società di gestione avrebbe dovuto svolgere un'attività di mera amministrazione del patrimonio immobiliare apportato in vista della sua progressiva dismissione, anziché svolgere una concreta attività di gestione del patrimonio stesso. Nelle suddette operazioni gli apportanti (generalmente società immobiliari) acquisiscono la veste di unici investitori nel fondo, e quindi di unici detentori delle quote ricevute. In proposito si è ritenuto che in tali casi le modalità gestionali fossero asservite a finalità estranee alla prestazione del servizio di gestione collettiva nei confronti del pubblico ed è stato quindi dissuaso un utilizzo improprio dello schema finanziario posto alla base del fondo comune di investimento.

L'attività di vigilanza sulla correttezza comportamentale delle Sgr ha riguardato anche la gestione dei fondi mobiliari chiusi, specializzati in azioni non quotate di società di medio-piccola dimensione con difficoltà di accesso al mercato del capitale di rischio (cosiddette Sgr di *private equity*), con particolare riguardo all'individuazione di misure adeguate alla prevenzione e gestione delle situazioni di conflitto di interessi insite nelle peculiarità caratteristiche dell'attività svolta.

Le situazioni di conflitto di interessi che vengono in rilievo nella gestione dei fondi mobiliari chiusi sono riconducibili prevalentemente a rapporti di gruppo o a rapporti di affari propri della Sgr o di società del gruppo di appartenenza della stessa. Si ricordano, in particolare, i conflitti di interessi che si originano a seguito del ricorso da parte di una Sgr ad advisor di gruppo, ovvero nel caso in cui una Sgr investa il patrimonio del fondo in una società-target finanziata da un soggetto del gruppo dello stesso gestore ovvero decida di “co-investire” il patrimonio del fondo insieme a tale soggetto in momenti differenti. In quest’ottica, l’attività di vigilanza è stata focalizzata sull’esistenza di adeguate misure organizzative atte a guidare il comportamento dei gestori in presenza di situazioni di conflitto di interessi. A tale scopo sono risultati significativi gli interventi delle Sgr volti all’individuazione di meccanismi procedurali ad hoc (si pensi, ad esempio, alla previsione di una “griglia” di situazioni valutate ex ante come potenzialmente critiche, all’insorgere delle quali diviene obbligatoria l’attivazione di una procedura di segnalazione a un Supervisory Board, ovvero all’individuazione di un congruo numero di amministratori indipendenti con il compito di esprimere pareri vincolanti, qualora nel corso del processo decisionale d’investimento si prospettassero situazioni di conflitto d’interessi).

Le iniziative assunte in merito dalle Associazioni rappresentative dei gestori di private equity sono state volte alla definizione di “protocolli di autonomia”, contenenti un corpus di best practices, valutati positivamente in vista della stesura di codici di autodisciplina. In tale prospettiva la Consob ha avviato con dette Associazioni di categoria un proficuo confronto sul tema.

Per ciò che riguarda il profilo dell’informativa ai sottoscrittori, i Regolamenti Consob sono stati modificati nella parte relativa agli schemi di prospetto dei fondi comuni a seguito del recepimento delle direttive in materia (si veda il successivo Capitolo V) e dell’emanazione della normativa di secondo livello (Raccomandazione sul *Simplified prospectus* della Commissione Europea dell’aprile 2004 e Regolamento della Commissione Europea del marzo 2004).

La Commissione è stata chiamata, quindi, a svolgere nel corso dell’anno controlli aggiuntivi sulla corretta applicazione dei nuovi schemi di prospetto, essenzialmente al fine di evitare descrizioni generiche delle politiche di investimento e un’informativa incompleta circa le peculiarità strutturali degli Oicr stessi.

Nell’ambito dell’attività istruttoria per la pubblicazione dei prospetti di fondi comuni aperti, particolare attenzione è stata posta alla rappresentazione della quota di commissioni retrocessa in media ai collocatori. La scelta di accrescere la trasparenza sulla remunerazione dei collocatori persegue l’obiettivo di rendere edotto l’investitore circa il fatto che l’attività di assistenza/consulenza prestata allo stesso in fase di “vendita” non si esaurisce con il pagamento della commissione di sottoscrizione, ma continua nel corso del periodo di investimento nel fondo con la retrocessione da parte della Sgr di una quota preponderante delle commissioni di gestione. Le analisi condotte nel 2004 avevano evidenziato, infatti, che la remunerazione dei soggetti collocatori rappresenta circa il 70 per cento del costo del “prodotto-fondo” sostenuto dall’investitore.

L’importanza della scelta compiuta dalla Consob trova conferma nell’evidenza data alle problematiche connesse alle modalità di distribuzione dei fondi comuni dalla Commissione Europea nel “Libro verde sul miglioramento del quadro normativo relativo ai fondi comuni d’investimento nell’Unione

Europea" del 12 luglio 2005. Secondo la Commissione Europea, infatti, un miglioramento nella trasparenza dei costi complessivi dei fondi, mediante una specifica evidenza dei costi di distribuzione, può aumentare la competizione tra i partecipanti al processo di distribuzione a vantaggio degli investitori finali. Nel "Feedback Statement" del 13 febbraio 2006, contenente le risposte inviate dagli attori del mercato del risparmio gestito europeo sulle questioni sollevate nel "Libro verde", risulta confermata l'importanza della tematica dei costi di distribuzione per una migliore competitività del mercato. Di recente anche la Securities and Exchange Commission americana (Sec) ha proposto regole che aumentano la trasparenza concernente i costi connessi all'investimento nei mutual funds statunitensi, richiedendo un maggior dettaglio anche dei costi di distribuzione sia nel prospetto informativo sia nella lettera di conferma dell'investimento.

Sempre in tema di vigilanza sull'informativa ai sottoscrittori di fondi, la Commissione ha dedicato un'attenzione specifica ai cosiddetti fondi flessibili o "a gestione del rischio" (Riquadro 10).

Riquadro 10

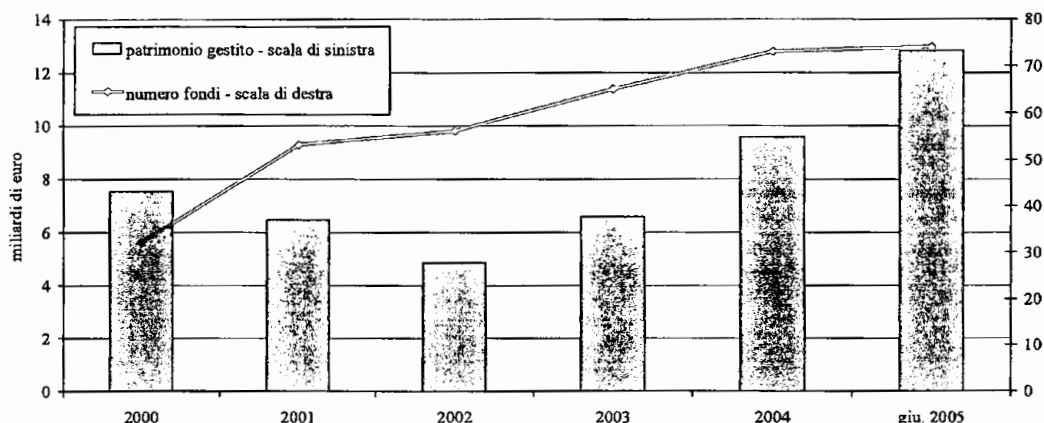
I fondi comuni aperti "a gestione del rischio" e i profili di trasparenza

Nell'ultimo decennio il mercato del risparmio gestito è stato interessato da un intenso processo di innovazione finanziaria che ha portato all'aumento di prodotti gestiti tramite tecniche sempre più sofisticate.

I vincoli fissati dalla direttiva 85/611/CEE con riguardo alle tipologie di strumenti finanziari selezionabili dai fondi cosiddetti armonizzati, ovverosia ammessi alla libera circolazione negli Stati membri, sono però risultati parzialmente ostativi all'impiego delle suddette tecniche. Con le Direttive 2001/107/CE e 2001/108/CE il legislatore comunitario ha ampliato gli strumenti finanziari ammissibili, includendovi anche i derivati, nel presupposto che la tutela degli investitori sia comunque garantita dall'innalzamento del livello di *disclosure* (informazioni circostanziate nell'ambito del prospetto informativo sulla rischiosità del prodotto) e dal potenziamento della struttura organizzativa dell'intermediario (previsione di una procedura di gestione dei rischi di portafoglio).

In ambito nazionale, ai tradizionali fondi il cui livello di rischio è definito in relazione a quello di un portafoglio stilizzato di riferimento (cosiddetti fondi a *benchmark*), si è affiancato, anche in risposta all'ampliamento delle esigenze degli investitori, un numero crescente di prodotti caratterizzati da un livello di rischio espresso in valore assoluto. Si tratta, in particolare, dei fondi cosiddetti flessibili, protetti, garantiti.

I fondi flessibili sono gestiti con l'obiettivo di massimizzare il rendimento nell'ambito di un livello di rischio definito *ex ante*, senza alcun vincolo in ordine agli strumenti finanziari e ai mercati di riferimento. Da dicembre 2000 a giugno 2005, tali fondi sono più che raddoppiati (da 32 a 74), con un incremento della massa gestita di circa il 70 per cento.



Il profilo di rischio dei fondi flessibili appare particolarmente eterogeneo e, nel contempo, pone problemi di rappresentazione, vista l'impossibilità di identificare un indice che riassume i tratti, per loro natura mutevoli, di una gestione flessibile. Si è, dunque, consentita l'indicazione nel prospetto di misure di rischio alternative al *benchmark*, quali ad esempio il cosiddetto VaR (*Value at Risk*). Il VaR rappresenta la massima perdita potenziale cui è soggetto un portafoglio finanziario in un determinato arco temporale e nell'ambito di un predefinito livello di confidenza.

A fianco ai fondi flessibili, anche i fondi "protetti" e quelli "protetti e garantiti" presentano delle peculiarità per ciò che riguarda i profili di rischio. La modalità di gestione protetta mira, infatti, a contenere l'esposizione al rischio tramite l'impiego di tecniche quantitative che regolano i limiti d'investimento nei diversi strumenti finanziari. Nel caso in cui alla protezione si accompagna una garanzia prestata da una controparte terza, il risparmiatore acquisisce invece un vero e proprio diritto alla restituzione del capitale investito.

I fondi qualificati come protetti e garantiti sono quasi raddoppiati numericamente dal 2003, anno in cui furono introdotti, e sono cresciuti di circa il 70 per cento in termini di massa gestita. I fondi protetti sono caratterizzati da un ampio ricorso, al pari di molti fondi flessibili, a tecniche quantitative di monitoraggio e misurazione del rischio. Tuttavia, la modalità protetta rappresenta una qualifica gestionale e non una categoria di prodotto, pertanto, sarà sempre possibile che nell'ambito dei "protetti" vi siano fondi, ancorati alla composizione di portafoglio espressa da un *benchmark*, rispetto ai quali la protezione esprime un obiettivo di contenimento del solo rischio relativo. In ogni modo, la recente tendenza del mercato ha mostrato una predilezione per la scelta di un *asset allocation* flessibile anche per i fondi protetti.

Il pericolo di una non immediata fruibilità per l'investitore dell'informazione sulle tecniche quantitative utilizzate ha reso necessario uno specifico intervento di vigilanza in fatto di trasparenza. A tal fine, le modifiche apportate nel 2005 al Regolamento 11971/1999 hanno consentito di prevedere l'inserimento di una rappresentazione probabilistica del rendimento potenziale, da confrontarsi con il possibile risultato di un investimento di analoga durata in obbligazioni prive di rischio, all'interno della documentazione d'offerta dei fondi protetti.

A seguito delle nuove disposizioni regolamentari, l'attività di vigilanza è stata dunque particolarmente attenta a che le simulazioni espresse negli scenari di rendimento offerti agli investitori fossero svolte nel rispetto di un criterio di accuratezza scientifica, e nell'ambito di processi di stima atti a cogliere dinamiche del mercato finanziario diversificate, ma altresì ragionevoli rispetto alle condizioni attuali e prospettiche.

In tema di *corporate governance*, è proseguita l'analisi sulla struttura dei consigli di amministrazione delle Sgr e sulla presenza dei requisiti di indipendenza degli amministratori. Si è, in particolare, analizzata la composizione dei consigli di amministrazione delle prime 20 Sgr di matrice bancaria e assicurativa per patrimonio gestito al 31 dicembre 2005 (le quali, con un patrimonio complessivo di 318 miliardi di euro, rappresentavano l'83 per cento del totale del patrimonio gestito dei fondi armonizzati di diritto italiano), mettendola a confronto con l'omologo dato 2004 (Tav. 48).

Tav. 48

Incroci fra i consigli di amministrazione delle Sgr e quelli delle società del gruppo
(numero di consiglieri)

Cariche ricoperte nelle Sgr	Cariche ricoperte nella capogruppo					Cariche in altre società del gruppo	Senza cariche nelle società del gruppo	Totale complessivo
	Presidente	Amministratore Delegato	Consigliere	Direttore Generale	Dirigente			
2005								
Amministratore Delegato						12		12
Consigliere	2	1	13	7	20	55	11	109
Consigliere esecutivo					1	7	4	12
Consigliere indipendente			2			8	13	23
Presidente	2	1	3		4	1	1	12
Presidente consigliere esecutivo			1	1		3		5
Presidente consigliere indipendente			1				3	4
Totale	4	2	20	8	25	86	32	177
2004								
Amministratore Delegato						10	1	11
Consigliere	2	2	14	8	12	54	19	111
Consigliere esecutivo		1		1		9	2	13
Consigliere indipendente						2	15	17
Presidente	1	1	3	2		6	1	14
Presidente consigliere esecutivo			1					1
Presidente consigliere indipendente			1	1		2	1	5
Totale	3	4	19	12	12	83	39	172

Fonte: prospetti informativi. Dati relativi alle prime 20 Sgr di matrice bancaria e assicurativa per patrimonio gestito. Dati di fine periodo.

Con riferimento alle 20 Sgr del campione esaminato, nel 2005 il numero complessivo dei consiglieri è aumentato di 5 unità rispetto all'anno precedente, passando da 172 a 177; in particolare, la dinamica

riflette un aumento del numero di consiglieri che ricoprono cariche importanti nella capogruppo (+9) o nelle altre società del gruppo (+3) e una diminuzione dei consiglieri senza cariche (-7). Il numero di consiglieri esecutivi rimane molto basso in entrambi i periodi: il rapporto medio è di 1 consigliere esecutivo ogni 15 consiglieri; anche il numero di consiglieri indipendenti è basso, con una media di 1 consigliere indipendente ogni 8, contro un rapporto di 1 ogni 3 suggerito dai Codici di Autodisciplina per le società quotate; il rapporto predetto segna, tuttavia, un miglioramento rispetto all'anno precedente, in cui lo stesso era di 1 consigliere indipendente ogni 11.

Se dal punto di vista strutturale appare quantomeno sbilanciato il numero di consiglieri che non svolgono funzioni di gestione né di monitoraggio sul management, anche sotto il profilo qualitativo vi sono degli aspetti che denotano una certa arretratezza del sistema di corporate governance. In particolare, il concetto di indipendenza non sembra essere applicato appieno, se si considera quali sono i requisiti richiesti dai protocolli di autonomia dell'associazione di categoria ai fini dell'attribuzione della qualifica di indipendenza (l'assenza di deleghe operative nella società, di rapporti di affari o professionali con la Sgr o con società del gruppo). Rispetto ai requisiti auspicati, si riscontrano dei casi particolari: (i) un caso in cui un consigliere indipendente è anche esecutivo; (ii) 2 casi in cui i consiglieri indipendenti sono anche presenti nel Cda della capogruppo; (iii) 8 casi in cui i consiglieri indipendenti ricoprono altre cariche nelle società del gruppo; (iv) 7 casi in cui non vi sono consiglieri segnalati come indipendenti. Il mancato rispetto formale del requisito di indipendenza si riscontra in molte Sgr di gruppi di banche popolari.

3. I promotori finanziari

L'azione di vigilanza sui promotori finanziari nel corso del 2005 ha preso impulso, come in passato, da esposti provenienti da investitori, dall'esito di verifiche ispettive effettuate presso gli intermediari, da comunicazioni dell'Autorità Giudiziaria o della Polizia Giudiziaria e da segnalazioni degli intermediari.

Si è registrata una diminuzione delle segnalazioni di presunte irregolarità a carico di promotori finanziari. Il numero complessivo di esposti e segnalazioni esaminati nell'anno (pari a 378) è diminuito del 15 per cento rispetto al 2004 (445) e del 18 per cento rispetto al 2003 (461). Dei 378 esposti esaminati nel 2005, 112 non presentavano elementi sufficienti per avviare procedimenti sanzionatori.

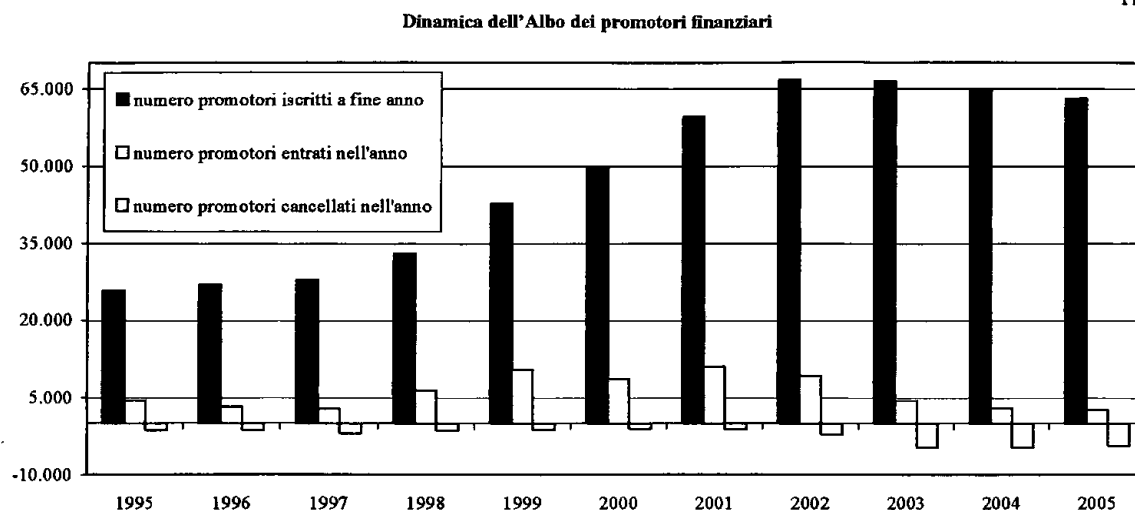
Fra queste segnalazioni vi erano, ad esempio, esposti anonimi, non attinenti alle materie di competenza dell'Istituto, assolutamente generici o riguardanti fattispecie in relazione alle quali il termine quinquennale di prescrizione risultava già decorso al momento del ricevimento della segnalazione.

La diminuzione del numero delle segnalazioni sembra correlata al migliore andamento dei mercati finanziari, che se, da un lato, ha attenuato la litigiosità degli investitori e migliorato le aspettative di buon esito degli investimenti effettuati, dall'altro, ha favorito la propensione degli operatori a tenere comportamenti coerenti con i dettami della normativa di settore.

Nel 2005 è proseguita la tendenza alla diminuzione del numero dei promotori iscritti all'Albo. A fine anno, infatti, risultavano iscritti all'Albo 63.168 promotori finanziari, a fronte dei 64.894

iscritti alla data del 31 dicembre 2004. Dal 2003 si continua dunque a registrare una progressiva flessione del numero totale dei promotori iscritti all'Albo, in controtendenza rispetto a quanto avvenuto nel periodo compreso fra il 1991 (anno di istituzione dell'Albo) e il 2002 (Fig. 53).

Fig. 53



Si segnala che, nell'ambito dei 2.692 nuovi iscritti all'Albo nel 2005 (2.982 nel 2004), 797 sono stati iscritti di diritto, ossia in regime di esenzione dalla prova valutativa, ai sensi dell'art. 3 del D.M. 11 novembre 1998, n. 472.

Il numero delle cancellazioni (pari a 4.402) è leggermente diminuito rispetto a quello dell'anno precedente (pari a 4.644). Le cancellazioni per perdita dei requisiti sono state 4, quelle per omesso pagamento del contributo di vigilanza 2.112, quelle a domanda dell'interessato 2.167, quelle per decesso 77 e quelle a seguito di radiazione 42.

IV – I PROVVEDIMENTI SANZIONATORI E CAUTELARI

1. I provvedimenti relativi agli intermediari e ai promotori finanziari

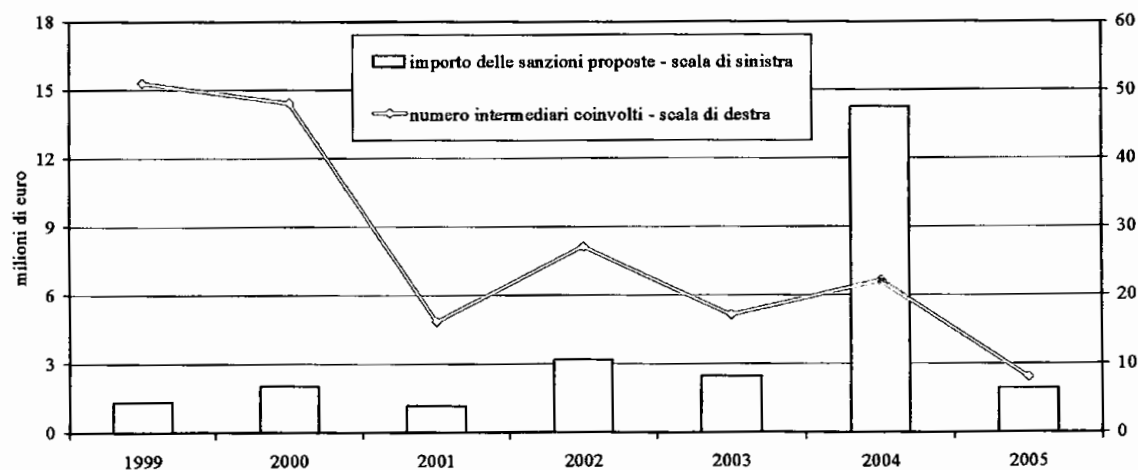
Nel 2005 l'attività di *enforcement* delle regole di condotta degli intermediari è stata caratterizzata quasi per intero dalla chiusura di una serie di procedimenti sanzionatori aventi ad oggetto la vendita di obbligazioni di società in prosieguo dichiarate in *default* o entrate in situazione di grave tensione finanziaria. Nell'anno sono stati avviati anche alcuni importanti procedimenti sanzionatori nei confronti di Sgr, che però risultavano ancora in corso a fine 2005 (si veda il precedente Capitolo III).

Essendo state inoltrate, nel corso del 2004, al Ministero dell'economia e delle finanze le proposte di sanzioni relative al caso Cirio, nonché parte delle proposte sanzionatorie relative alle obbligazioni Argentina, nel 2005 è stato completato l'invio delle proposte relative al caso Argentina, con riferimento ad altri intermediari coinvolti nella vicenda, e sono state inoltrate le proposte relative alla vendita di obbligazioni Parmalat, Giacomelli, Italtractor, Giochi Preziosi e di obbligazioni della società di telecomunicazioni americana Viatel.

Nel 2005 è stata proposta l'irrogazione di sanzioni pecuniarie per 1,9 milioni di euro, valore nettamente inferiore a quello del 2004 (che risentiva delle sanzioni relative al caso Cirio), ma sostanzialmente in linea con i valori del biennio 2002-2003. Gli intermediari sanzionati sono in larga prevalenza banche (Fig. 54 e Tav. 49).

Fig. 54

Sanzioni pecuniarie proposte al Ministero dell'economia e delle finanze nei confronti di intermediari mobiliari



Tav. 49

Sanzioni pecuniarie proposte al Ministero dell'economia e delle finanze nei confronti di intermediari mobiliari¹
(valori monetari in migliaia di euro)

	Numero intermediari coinvolti					Numero esponenti sanzionati					Importo delle sanzioni proposte				
	Banche	Sim	Agenti di cambio	Sgr	Totale	Banche	Sim	Agenti di cambio	Sgr	Totale	Banche	Sim	Agenti di cambio	Sgr	Totale
1999	23	25	3	--	51	71	71	3	--	145	647	566	120	--	1.333
2000	13	21	14	--	48	71	88	14	--	48	986	901	100	--	1.987
2001	5	10	1	--	16	31	52	1	--	84	252	860	39	--	1.151
2002	5	12	5	5	27	90	161	6	61	318	557	1.319	136	1.147	3.159
2003	7	3	1	6	17	114	25	3	73	215	1.847	172	54	369	2.441
2004	18	3	1	--	22	504	11	1	--	516	14.087	108	55	--	14.250
2005	7	1	--	--	8	126	11	--	--	137	1.849	61	--	--	1.910

¹ L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti.

L'importo complessivo delle sanzioni relative alle Sim è marginale rispetto a quello riferito alle banche. Nel caso di queste ultime, i soggetti sanzionati sono stati in prevalenza gli amministratori, sebbene siano state numerose anche le contestazioni nei confronti di singoli dipendenti. Sempre con riferimento alle banche, le contestazioni hanno avuto ad oggetto pressoché in eguale misura violazioni di tipo procedurale e violazioni di tipo comportamentale; inoltre, l'importo complessivo delle sanzioni ha riguardato principalmente irregolarità nella prestazione dei servizi di negoziazione in conto proprio e di raccolta di ordini (Tav. 50).

Tav. 50

Sanzioni amministrative pecuniarie proposte nei confronti di esponenti aziendali di intermediari nel 2005¹
(valori monetari in migliaia di euro)

	Sim		Banche		Agenti di cambio		Sgr	
	N.	Importi	N.	Importi	N.	Importi	N.	Importi
Esponenti aziendali								
Amministratori esecutivi	3	20,5	33	647,3	--	--	--	--
Amministratori non esecutivi	4	19,5	35	374,9	--	--	--	--
Presidente collegio sindacale	1	5,8	7	127,9	--	--	--	--
Altri sindaci	2	9,0	16	231,6	--	--	--	--
Direttore Generale	--	--	6	124,3	--	--	--	--
Controller	1	6,5	7	90,7	--	--	--	--
Dipendenti	--	--	22	251,8	--	--	--	--
<i>Totale</i>	<i>11</i>	<i>61,3</i>	<i>126</i>	<i>1.848,5</i>	--	--	--	--
Sanzioni già irrogate con decreto ministeriale^{2,3}								
Proposte	21	61,3	439	2.883,3	--	--	--	--
Irrogate	21	61,3	439	2.883,3	--	--	--	--
Tipologia di violazione⁴								
Procedurale	11	39,2	201	1.490,6	--	--	--	--
Comportamentale	10	22,1	238	1.392,7	--	--	--	--
Servizio di investimento/Gestione⁴								
Collocamento	--	--	171	1.165,0	--	--	--	--
Raccolta ordini	--	--	257	1.496,3	--	--	--	--
Negoziiazione conto terzi	21	61,3	169	833,7	--	--	--	--
Negoziiazione conto proprio	--	--	248	1.633,6	--	--	--	--
Gestione collettiva	--	--	--	--	--	--	--	--
Gestione individuale e collettiva	--	--	--	--	--	--	--	--
Gestione individuale	21	61,3	31	227,8	--	--	--	--

¹ L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. ² I dati si riferiscono esclusivamente alle sanzioni che risultavano effettivamente irrogate dal Ministero dell'economia e delle finanze. ³ Gli importi riportati differiscono dai precedenti per effetto dell'applicazione del cumulo giuridico e il numero si riferisce al numero di violazioni commesse dagli esponenti aziendali. ⁴ I dati differiscono dai precedenti in quanto la stessa violazione può riferirsi a più servizi.

Le fattispecie più ricorrenti oggetto di contestazione hanno riguardato: (i) il mancato rispetto dei principi e delle disposizioni regolamentari che impongono agli intermediari di disporre di risorse e procedure, anche di controllo interno, idonee ad assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi e ad assicurare un'adeguata vigilanza sulle attività svolte dal personale addetto e dai promotori finanziari; (ii) l'omessa comunicazione ai clienti di informazioni adeguate sulla natura e i rischi degli strumenti o dei prodotti oggetto di investimento (Tavv. 51 e 52).

Tav. 51

**Prime cinque tipologie di violazione, in termini di importi sanzionatori proposti,
nell'attività di vigilanza sugli intermediari mobiliari nel 2005¹**
(valori monetari in migliaia di euro)

Fattispecie di violazione	Combinato disposto	Numero violazioni	Importo sanzioni	Quota ²
Mancato rispetto dei principi e delle disposizioni regolamentari che impongono agli intermediari di disporre di risorse e procedure, anche di controllo interno, idonee ad assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi.	Art. 21, comma 1, lett. d), Tuf e Art. 56, Reg. Intermediari	52	553,5	19
Mancato rispetto dei principi che impongono agli intermediari di disporre di risorse e procedure, anche di controllo interno, idonee ad assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi e ad assicurare un'adeguata vigilanza sulle attività svolte dal personale addetto e dai promotori finanziari.	Art. 21, comma 1, lett. d), Tuf e Art. 56, comma 2, lett. b), Reg. Intermediari	54	436,5	15
Mancato rispetto dei principi che impongono agli intermediari di operare in modo che i clienti siano sempre adeguatamente informati, determinato dalla omessa comunicazione agli stessi di informazioni adeguate sulla natura, i rischi e le implicazioni della specifica operazione o del servizio, la cui conoscenza sia necessaria per effettuare consapevoli scelte di investimento.	Art. 21, comma 1, lett. b), Tuf e Art. 28, comma 2, Reg. Intermediari	56	430,6	15
Mancato rispetto dei principi che impongono agli intermediari di organizzarsi in modo tale da ridurre al minimo il rischio di conflitti di interesse e, in situazioni di conflitto, di agire in modo da assicurare trasparenza ed equo trattamento, determinato da mancata vigilanza, per l'individuazione dei conflitti, da omessa/irregolare informativa per iscritto ai clienti su situazioni di conflitto e dall'utilizzo di moduli e formulari inadeguati.	Art. 21, comma 1, lett. c), Tuf e Art. 27, Reg. Intermediari	65	310,2	11
Mancato rispetto dei principi che impongono agli intermediari di comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, nell'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati, determinato dal non avere acquisito una conoscenza degli strumenti finanziari, dei servizi, nonché dei prodotti diversi dai servizi di investimento, propri o di terzi, da essi stessi offerti, adeguata al tipo di prestazione da fornire.	Art. 21, comma 1, lett. a), Tuf e Art. 29, comma 1, lett. e), Reg. Intermediari	75	308,9	10
Totale				69

¹ L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. ² Valori in percentuale sul totale degli importi monetari delle sanzioni proposte.

Tav. 52

Principali violazioni riscontrate nell'attività di vigilanza nel 2005 per tipologia di intermediario
(valori monetari in migliaia di euro)

Categoria intermediario	Fattispecie di violazione	Combinato disposto	Numero violazioni	Importo sanzioni	Quota ¹
Sim	Mancato rispetto dei principi che impongono agli intermediari di disporre di risorse e procedure di controllo interno idonee ad assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi.	Art. 21, comma 1, lett. d), Tuf e Art. 57, Reg. Intermediari	11	39,2	64
Banche	Mancato rispetto dei principi e delle disposizioni regolamentari che impongono agli intermediari di disporre di risorse e procedure, anche di controllo interno, idonee ad assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi.	Art. 21, comma 1, lett. d), Tuf e Art. 56, Reg. Intermediari	52	553,5	19

¹ Incidenza percentuale della fattispecie di violazione sul totale degli importi monetari delle sanzioni proposte per tipologia di intermediario. Valori in percentuale.

Per ciò che concerne i promotori finanziari, nel corso del 2005 la Commissione ha adottato complessivamente 88 provvedimenti sanzionatori e 24 provvedimenti di sospensione cautelare dall'esercizio dell'attività. Inoltre, sono state trasmesse all'Autorità Giudiziaria 59 segnalazioni relative a ipotesi di reato connesse allo svolgimento dell'attività di promotore (Tav. 53).

Tav. 53

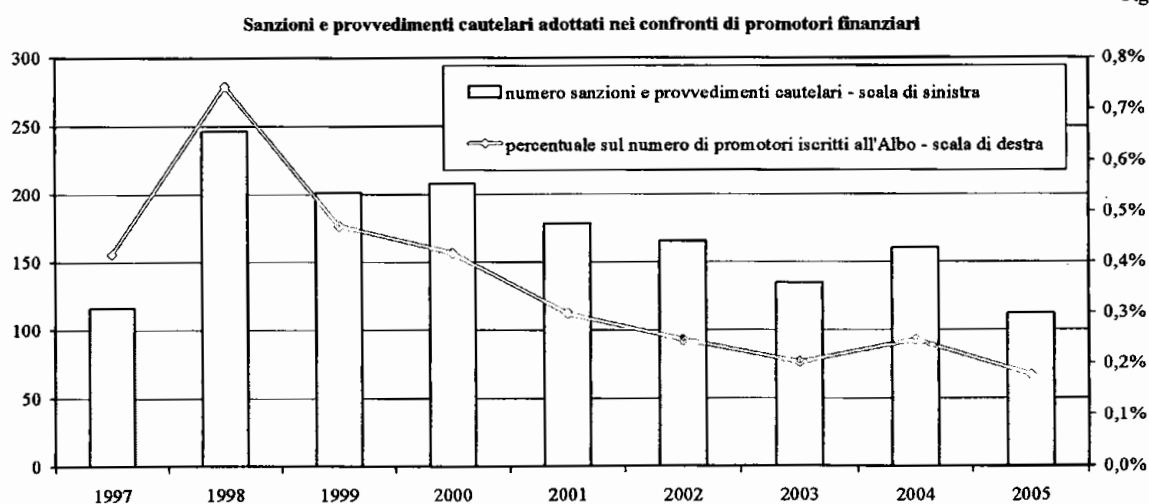
Provvedimenti nei confronti dei promotori e segnalazioni all'Autorità Giudiziaria

Tipo di provvedimento							
Richiamo	Radiazione dall'Albo	Sanzioni		Totale	Provvedimenti cautelari	Segnalazioni all'Autorità Giudiziaria	
		Sospensione dall'Albo a tempo determinato	Sanzione amministrativa pecuniaria		Sospensione dell'attività a tempo determinato ¹		
1997	8	39	5	--	52	64	58
1998	11	86	73	--	170	76	137
1999	2	70	51	4	127	74	106
2000	21	49	73	26	169	39	134
2001	29	36	48	15	128	50	72
2002	33	58	37	6	134	31	72
2003	1	56	47	5	109	26	77
2004	3	68	46	7	125	35	78
2005	1	42	41	4	88	24	59

¹ Per gli anni 1997 e 1998 il dato include i provvedimenti adottati ai sensi dell'art. 45, comma 4, del d.lgs. 415/1996 e, a far tempo dal 1° luglio 1998, ai sensi dell'art. 55 del Tuf.

Nel complesso, il numero dei provvedimenti sanzionatori e cautelari risulta in diminuzione rispetto agli anni precedenti, così come l'incidenza sul totale dei promotori iscritti all'Albo (pari nel 2005 a circa lo 0,2 per cento; Fig. 55).

Fig. 55



La riduzione dei provvedimenti sanzionatori (da 125 nel 2004 a 88 nel 2005) è ascrivibile essenzialmente al minore numero di segnalazioni di irregolarità e al progressivo maggiore rigore nell'attivazione dei controlli da parte degli intermediari di riferimento. La diminuzione dei

provvedimenti cautelari (da 35 del 2004 a 24 del 2005) è da ricondurre alla costante flessione dei provvedimenti di interdizione dall'attività sino a un anno (pari a 3 nel 2005).

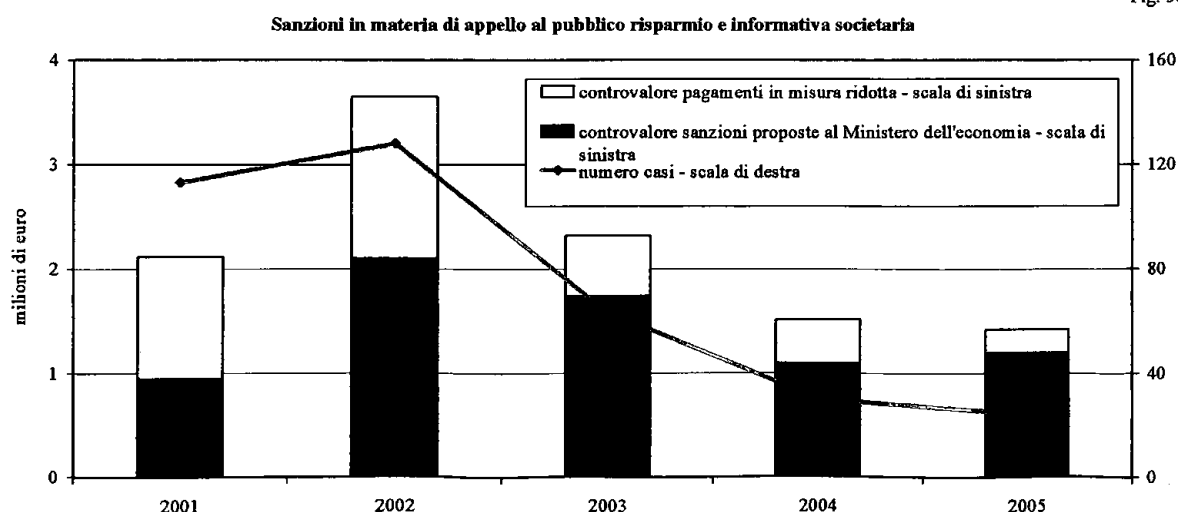
Le tipologie più gravi e ricorrenti di violazione continuano a essere: (i) l'acquisizione di mezzi finanziari di pertinenza degli investitori associata all'accettazione di mezzi di pagamento difformi da quelli previsti dalla normativa di settore; (ii) le operazioni non autorizzate dalla clientela; (iii) la simulazione di operazioni d'investimento inesistenti e il rilascio alla clientela di falsa rendicontazione, sovente proprio al fine di mascherare la sottrazione di somme di danaro. Le irregolarità relative all'acquisizione di mezzi finanziari vengono sempre più spesso poste in essere mediante il ricorso, da parte dei promotori, all'indebito utilizzo di codici segreti e password di accesso ai canali telematici riservati agli investitori.

2. I provvedimenti relativi agli emittenti e alle società di revisione

Nel corso del 2005 l'attività di *enforcement* delle norme in materia di sollecitazione e di informativa societaria è stata particolarmente intensa, anche se a fine anno risultavano conclusi solo alcuni dei procedimenti avviati. Nello specifico, sono stati avviati, ma non ancora conclusi, i procedimenti sanzionatori relativi alla mancata comunicazione di patti parasociali in relazione alla vicenda della scalata su Banca Antonveneta (si veda il precedente Capitolo I). Tali procedimenti sono stati avviati successivamente all'entrata in vigore della legge di recepimento della direttiva sugli abusi di mercato (legge 18 aprile 2005, n. 62) che, tra l'altro, ha attribuito alla Consob la funzione decisoria in merito all'irrogazione della sanzione (oltre a escludere, per le sanzioni irrogate dalla Consob, l'applicazione delle disposizioni sul pagamento in misura ridotta contenute nell'articolo 16 della legge n. 689 del 24 novembre 1981).

L'importo complessivo delle sanzioni proposte al Ministero dell'economia e delle finanze e dei pagamenti in misura ridotta è stato pari a circa 1,4 milioni di euro, valore inferiore alla media degli anni precedenti (Fig. 56).

Fig. 56



I procedimenti sanzionatori conclusi nel 2005 hanno riguardato in prevalenza ipotesi di sollecitazione abusiva da parte di piccole società e banche cooperative non quotate (Tavv. 54 e 55), cui hanno fatto seguito provvedimenti di sospensione o di divieto (Tav. 56). Fra questi provvedimenti si segnalano per importanza quelli relativi all'Opa sulla Banca Antonveneta, illustrati più diffusamente nel precedente Capitolo I.

Tav. 54

Sanzioni amministrative proposte dalla Consob al Ministero dell'economia e delle finanze in materia di appello al pubblico risparmio, informativa societaria e deleghe di voto
(valori monetari in migliaia di euro)

Numero casi							Numero soggetti sanzionati						Importo delle sanzioni proposte					
Sollecitazione	Opa	Informativa societaria	Partecipazioni rilevanti e patti parasociali	Deleghe di voto	Totale		Sollecitazione	Opa	Informativa societaria	Partecipazioni rilevanti e patti parasociali	Deleghe di voto	Totale	Sollecitazione	Opa	Informativa societaria	Partecipazioni rilevanti e patti parasociali	Deleghe di voto	Totale
2001	27	--	6	3	--	36	35	--	5	4	--	44	545	--	160	238	--	943
2002	14	--	12	11	--	37	24	--	18	43	--	85	1.404	--	400	300	--	2.104
2003	3	1	5	22	--	31	7	5	7	13	--	32	702	464	216	359	--	1.741
2004	4	--	2	1	--	7	7	--	2	1	--	10	1.023	--	57	10	--	1.090
2005	5	--	3	2	--	10	13	--	9	1	--	23	1.120	--	52	20	--	1.192

Tav. 55

Pagamenti in misura ridotta a fronte di contestazioni di violazioni di norme in materia di appello al pubblico risparmio, informativa societaria e deleghe di voto
(valori monetari in migliaia di euro)

	Numero casi						Numero soggetti sanzionati						Importo delle sanzioni proposte					
	Sollecitazione	Opa	Informativa societaria	Partecipazioni rilevanti e patti parasociali	Deleghe di voto	Totale	Sollecitazione	Opa	Informativa societaria	Partecipazioni rilevanti e patti parasociali	Deleghe di voto	Totale	Sollecitazione	Opa	Informativa societaria	Partecipazioni rilevanti e patti parasociali	Deleghe di voto	Totale
2001	13	2	11	51	--	77	19	3	20	53	--	95	344	31	258	537	--	1.170
2002	6	1	6	78	--	91	6	1	6	77	--	90	207	103	392	845	--	1.547
2003	1	3	6	22	--	32	8	4	6	29	--	47	83	41	155	300	--	579
2004	4	6	7	6	--	23	31	6	7	6	--	50	203	62	72	83	--	420
2005	5	1	1	7	--	14	9	2	5	7	--	23	80	20	52	70	--	222

Tav. 56

Provvedimenti relativi a operazioni di sollecitazione

	Provvedimenti di sospensione cautelare	Provvedimenti di divieto	Provvedimenti di decadenza	Totale
2001	3	3	--	6
2002	2	6	--	8
2003	9	2	2	13
2004	9	7	3	19
2005	5	6	--	11

Per quanto riguarda l'informativa societaria, i procedimenti sanzionatori di maggiore rilievo hanno riguardato un emittente strumenti finanziari diffusi tra il pubblico in misura rilevante, per violazione degli obblighi di informazione societaria, e un intermediario abilitato, per violazioni della disciplina relativa alla corretta diffusione e presentazione di studi su emittenti quotati.

Sempre nel corso del 2005 e sul fronte delle società di revisione, la Commissione dopo complesse istruttorie ha adottato due provvedimenti relativi a *partner* della Deloitte & Touche Spa, con riferimento ai lavori di revisione su Parmalat Finanziaria Spa e su Tiscali Spa.

Nel primo caso, la Commissione, ai sensi dell'art. 163, comma 1, lett. a), del Tuf, ha intimato alla Deloitte & Touche Spa di non avvalersi, per un periodo di due anni, dell'attività di revisione di due *partner* responsabili della revisione svolta sui bilanci d'esercizio e consolidato al 31 dicembre 2001 e al 31 dicembre 2002 della Parmalat Finanziaria Spa. La sanzione è stata commisurata alla misura massima a seguito dell'accertamento di irregolarità particolarmente gravi con riferimento a diversi aspetti.

In primo luogo, la Deloitte & Touche ha erroneamente ritenuto di poter mantenere e svolgere l'incarico di revisione contabile sul bilancio d'esercizio e sul bilancio consolidato della Parmalat Finanziaria Spa al 31 dicembre 2001 e 2002 in qualità di revisore principale, pur senza svolgere la revisione dei bilanci di società rappresentanti una parte fondamentale, per la natura delle attività da queste svolte, del gruppo Parmalat.

In secondo luogo, nella fase di pianificazione dei lavori di revisione, la Deloitte & Touche, avendo sottovalutato numerosi fattori di rischio, ha effettuato un'errata valutazione del rischio globale dell'incarico; in particolare, il revisore ha valutato il rischio "greater than normal" (vale a dire un livello medio secondo la metodologia della stessa società di revisione) invece che "much greater than normal", (cioè un livello alto). Il che ha impedito l'attivazione di una misura particolarmente prudentiale per il mantenimento e lo svolgimento dell'incarico di cui si tratta, quale il coinvolgimento, nei momenti più importanti dell'incarico stesso, di figure particolarmente competenti, nonché indipendenti rispetto al partner responsabile e al team incaricato dei lavori. Conseguentemente, la sottovalutazione del rischio ha inciso su tutto il processo di revisione.

Infine, anche laddove erano stati rilevati alcuni fattori di rischio a fronte dei quali il revisore aveva individuato, quale risposta di audit, l'applicazione di un maggiore scetticismo professionale, tale approccio non risultava essere stato in concreto messo in pratica. Riprova di ciò risultavano essere le gravi carenze accertate rispetto alle verifiche svolte dal revisore sulle rettifiche di consolidamento relative alle poste "debiti verso banche e istituti finanziari" e "debiti verso altri finanziatori", carenze che sono risultate di natura ricorrente e pervasiva e che non hanno consentito alla Deloitte & Touche di acquisire gli elementi probatori sufficienti per esprimere le proprie conclusioni sulla correttezza delle citate poste nel bilancio consolidato del gruppo Parmalat.

Nel secondo caso, la Commissione ha intimato, sempre alla Deloitte & Touche Spa, di non avvalersi, per un periodo di tre mesi, dell'attività di revisione del *partner* responsabile della revisione contabile svolta sul bilancio consolidato della Tiscali Spa chiuso al 31 dicembre 2002. Tale provvedimento è stato assunto a seguito della violazione della comunicazione Consob DAC/99088450 del 1° dicembre 1999 relativa alle modalità di redazione della relazione di revisione prevista dall'art. 156 del Tuf.

In particolare, il revisore, pur avendo correttamente individuato l'inesatta iscrizione in bilancio della rettifica incrementativa della differenza di consolidamento, che avrebbe dovuto essere contabilizzata a conto economico anziché imputata direttamente a patrimonio netto, non ha rilevato e opportunamente evidenziato nella propria relazione sul bilancio consolidato 2002 della Tiscali Spa, che l'informativa resa al mercato riguardo alle motivazioni sottostanti la predetta rettifica non era aderente alla realtà conosciuta sia dagli amministratori sia dallo stesso revisore.

3. L'attività di enforcement su internet

Il 2005 è stato caratterizzato da un'intensa attività di vigilanza su *internet* e da un ulteriore affinamento dei metodi quantitativi per l'individuazione di anomalie.

Il crescente utilizzo della rete internet quale mezzo di promozione di offerte di strumenti finanziari e di servizi di investimento ovvero quale mezzo per accedere a mercati di strumenti finanziari, da un lato, e la specificità degli accertamenti di vigilanza web quanto al tecnicismo e alla strumentazione occorrenti, dall'altro, hanno reso necessario un costante affinamento della procedura di vigilanza, oltre a una intensa collaborazione in materia con altre Autorità di vigilanza, italiane ed estere. La procedura di vigilanza prevede, tra l'altro, un modello di web spidering che si basa su algoritmi di intelligenza artificiale in grado di scansionare lo spazio web sulla base di appositi criteri semantici di addestramento e, quindi, di ricercare sulla rete l'informativa inerente al caso oggetto di verifica.

Nel corso del 2005 la vigilanza ha riguardato l'esame di 432 siti *internet* e ha dato luogo a 498 azioni di *enforcement*, oltre a 264 segnalazioni all'Autorità Giudiziaria e 523 segnalazioni ad altre Autorità (Tav. 57).

Attività di vigilanza internet

	N. spazi web esaminati per:				Azioni di enforcement	Segnalazioni ad altre Autorità						
	Web Spidering	Rassegna Stampa	Segnalazioni Uffici operativi Consob	Totale	Provvedimenti cautelari/interdittivi ¹	Autorità Giudiziaria	Guardia di Finanza	Banca d'Italia	Uic	Isvap	Autorità estere	Totale
2000	105	1	1	107	9	5	1	2	1	--	4	13
2001	32	--	3	35	4	6	2	3	3	--	4	18
2002	21	2	26	49	4	20	2	0	10	--	2	34
2003	27	1	42	70	12	6	3	1	2	2	2	16
2004	297	2	18	317	97	42	30	35	30	1	11	149
2005	406	3	23	432	498	264	164	169	163	1	26	787

¹ Per gli anni 2004 e 2005 il dato ricomprende i provvedimenti di oscuramento degli spazi web adottati ai sensi del d.lgs. 70/2003.

Le azioni di *enforcement* sono consistite in provvedimenti cautelari/interdittivi che hanno riguardato casi di sollecitazione all'investimento e irregolarità nel funzionamento di scambi organizzati, cui sono conseguiti interventi di oscuramento degli spazi web coinvolti (interventi realizzati, per gli spazi web mantenuti sulla rete *internet* da *service provider* comunitari, ai sensi del d.lgs. 9 aprile 2003 n. 70 e, per quelli mantenuti da *service provider* extra-comunitari, per il tramite delle clausole privatistiche che regolano i contratti di prestazione di servizi web previste dagli schemi ICANN).

Per ciò che riguarda le sollecitazioni abusive, lo schema ricorrente continua a essere, come negli anni precedenti, quello tipico della cosiddetta "catena di Sant'Antonio". Nel 2005 è, peraltro, emersa quale nuova fenomenologia di sollecitazione via internet quella connessa alla costituzione di banche di credito cooperativo mediante comitati promotori.

Gli interventi di oscuramento di spazi web coinvolti in casi di sollecitazione abusiva e di irregolarità nel funzionamento di scambi organizzati hanno riguardato, come già negli anni precedenti, siti web e, per la prima volta nel 2005, messaggistiche inoltrate da caselle di posta elettronica ovvero presenti sui forum di discussione.

Con riferimento agli interventi di oscuramento dei siti web è stata di particolare utilità la collaborazione con il soggetto responsabile dell'assegnazione dei nomi a dominio ".it" (Il Registro del ccTLD ".it") e con i principali service provider.

Per gli interventi di oscuramento riguardanti le messaggistiche, oltre ad acquisire i contenuti delle stesse per il tramite della sopracitata collaborazione al fine di ricostruire compiutamente il caso oggetto di verifica, sono state attivate complesse procedure di reverse lookup che hanno consentito di risalire ai titolari delle caselle di posta elettronica e delle utenze registrate sui forum di discussione, tramite le quali le messaggistiche stesse erano state inviate sulla rete internet. Le procedure di reverse lookup hanno, peraltro,

consentito di corrispondere a richieste di cooperazione da parte di Autorità di vigilanza estere, nell'ambito dei protocolli di intesa stipulati con la Consob.

Le segnalazioni all'Autorità Giudiziaria hanno avuto ad oggetto prevalentemente ipotesi di abusiva prestazione dei servizi di investimento.

In particolare, per l'abusiva prestazione di servizi di investimento, lo schema maggiormente diffuso in rete consiste, come avvenuto negli anni passati, nella presentazione di un'apparente attività di consulenza che, in realtà, sottende la prestazione abusiva del servizio di gestione e/o di collocamento di strumenti finanziari.

Nello svolgimento della vigilanza *internet* sono state, peraltro, riscontrate ipotesi di condotta illecita non rientranti nelle competenze Consob, che sono state segnalate alle competenti Autorità.

In ambito internazionale, oltre alla presentazione ad altre Autorità di vigilanza della menzionata procedura di vigilanza *web*, si segnala l'intervenuto completamento del progetto triennale di ricerca europeo avente ad oggetto i metodi di *detection* su *internet* denominato FFPOIROT (*Financial Fraud Prevention Oriented Information Resources using Ontology Technology*), progetto che ha consentito di affinare ulteriormente il modello di *web spidering* utilizzato dalla Consob.

V – L'ATTIVITÀ REGOLAMENTARE E INTERPRETATIVA E GLI SVILUPPI INTERNAZIONALI

1. La disciplina dell'appello al pubblico risparmio

Nel corso del 2005 lo sviluppo più significativo in materia di disciplina della sollecitazione al pubblico risparmio ha riguardato le modifiche al Regolamento Emittenti introdotte in conseguenza del recepimento della direttiva europea sui prospetti (Riquadro 11).

Riquadro 11

La riforma del Regolamento Emittenti alla luce della direttiva sui prospetti

Nel novembre 2005 la Commissione ha approvato, a conclusione di apposito processo di consultazione, talune modifiche al Regolamento Emittenti dirette a rendere la disciplina in materia di prospetto coerente con la disciplina europea di livello 1, nonché con le relative misure di esecuzione riportate nel Regolamento 809/2004/CE.

Le modifiche regolamentari realizzate attengono soltanto ad aspetti della disciplina sul prospetto non in contrasto formale con le disposizioni del Tuf e compatibili con le competenze regolamentari della Consob, poiché la direttiva non è stata ancora recepita nell'ordinamento italiano.

Più specificamente, le modifiche al Regolamento Emittenti hanno recepito integralmente il citato Regolamento 809/2004/CE (direttamente applicabile in tutti gli Stati membri dell'Unione Europea dal 1° luglio 2005). Tale regolamento disciplina il contenuto, il modello e le modalità di pubblicazione dei prospetti e la diffusione di messaggi promozionali.

Il Regolamento Emittenti è stato, inoltre, modificato per assicurare effettività ai principi basilari introdotti dalla direttiva riguardo a taluni istituti di rilevante novità e importanza per i mercati finanziari dell'Unione Europea, tra i quali il passaporto unico europeo sul prospetto. La direttiva, infatti, persegue l'obiettivo di promuovere un unico mercato europeo dei capitali, rimuovendo i preesistenti vincoli allo svolgimento nell'ambito della UE di offerte/ammissioni alle negoziazioni transfrontaliere. Coerentemente con tali propositi è stata introdotta nel Regolamento Emittenti la nuova procedura del "passaporto europeo", che consente l'utilizzo in tutti i Paesi dell'Unione del prospetto autorizzato dall'Autorità dello Stato membro d'origine, in sostituzione della più complessa procedura del "mutuo riconoscimento del prospetto". Le nuove norme regolamentari recepiscono integralmente, inoltre, i casi di esenzione dall'obbligo del prospetto disciplinati dalla direttiva, nonché i nuovi termini di approvazione del prospetto (nei limiti di quanto consentito dall'art. 94, comma 3, del Tuf).

È stata, inoltre, introdotta la possibilità di pubblicare le informazioni relative al prezzo e all'ammontare definitivo dei titoli offerti mediante avviso integrativo da diffondersi con le stesse modalità del prospetto. In particolare, dovranno essere indicati i criteri o le condizioni in base ai quali il prezzo e la quantità dei prodotti finanziari vengono determinati.

Il Regolamento Emittenti non è stato, peraltro, adeguato alla lett. b), paragrafo 1, dell'art. 8 della direttiva, che riconosce la possibilità di revoca da parte dell'investitore delle accettazioni dell'acquisto o della sottoscrizione, come alternativa all'inserimento nel prospetto delle menzionate indicazioni in materia di prezzo e quantità dei titoli offerti. Trattandosi di norme che incidono in modo innovativo sulla disciplina civilistica dei contratti, si è ritenuto opportuno attendere, su questo tema, il recepimento della direttiva da parte del legislatore nazionale.

Sono stati forniti chiarimenti su taluni dubbi interpretativi in merito alla portata applicativa di specifici aspetti della nuova disciplina.

Innanzitutto, relativamente a talune fattispecie di operazioni, quali le fusioni con rapporto di concambio e i *takeover*, la direttiva condiziona l'esenzione dal prospetto alla pubblicazione di un documento "contenente informazioni considerate dall'Autorità competente equivalenti a quelle del prospetto, tenendo conto dei requisiti della normativa comunitaria". Si è ritenuto, pertanto, necessario precisare che i documenti previsti dal Regolamento Emittenti relativamente alle offerte pubbliche di acquisto e scambio (documento di offerta) e alle fusioni significative (documento di fusione di cui all'art. 70) potrebbero essere considerati equivalenti al prospetto.

Ulteriori precisazioni sono state formulate riguardo all'applicazione dei nuovi principi contabili Ias/Ifrs. In particolare, nel caso di presentazione nel prospetto delle informazioni finanziarie storiche riepese conformemente al Regolamento 1606/2002/CE, è stato precisato che i principi contabili internazionali di riferimento sono quelli in vigore alla data di redazione del prospetto, in quanto la finalità della riesposizione dei dati storici è quella di fornire all'investitore informazioni finanziarie quanto più possibile comparabili con quelle che saranno pubblicate successivamente. Coerentemente con la raccomandazione Cesr/05-054b del febbraio 2005 (parr. da 75 a 82), nel caso di emittenti obbligazioni è stato precisato che il bilancio dell'ultimo esercizio riesposto secondo gli Ias/Ifrs, a causa dell'assenza di dati comparativi, costituisce un'informazione finanziaria storica fornita esclusivamente ai fini del prospetto, che esula dal campo di applicazione dell'Ifrs 1. Infine, in ottemperanza all'art. 35 del Regolamento 809/2004/CE, relativamente al caso di offerte finalizzate all'ammissione di strumenti finanziari in mercati regolamentati, si è chiarito che le informazioni finanziarie semestrali devono conformarsi ai requisiti del principio contabile internazionale Ias 34, in linea con la prassi applicativa del Regolamento 809/2004/CE già maturata.

Altri interventi di rilievo hanno riguardato il completamento del processo di adeguamento del Regolamento Emittenti alla riforma del diritto societario.

In particolare, sono stati introdotti specifici obblighi informativi conseguenti alla nuova disciplina del codice civile in materia di patti parasociali di emittenti azioni diffuse e di costituzione di patrimoni. Inoltre, le disposizioni regolamentari in materia di Opa sono state adeguate alla nuova definizione di partecipazione rilevante che fa riferimento non più alle sole azioni ordinarie ma a tutte le categorie di azioni che attribuiscono il diritto di voto nelle assemblee riguardanti la nomina, la revoca o la responsabilità di amministratori o consiglieri di sorveglianza. Infine, è stato modificato l'art. 50, comma 6, del Regolamento Emittenti che ha introdotto l'obbligo di trasmettere alla Consob un'apposita attestazione del revisore dell'emittente nel caso in cui il prezzo dell'Opa residuale sia determinato con la procedura semplificata che

prevede l'applicazione del medesimo prezzo della prima offerta. Contestualmente è stata adottata una comunicazione di carattere generale in cui si illustrano finalità e contenuti della predetta attestazione.

Per quanto concerne gli sviluppi internazionali, nel febbraio 2005 il Cesr ha emanato raccomandazioni volte ad armonizzare l'interpretazione della disciplina comunitaria sui contenuti informativi dei prospetti (Direttiva 2003/71/CE e Regolamento 809/2004/CE), nonché a fornire specifiche indicazioni sulle informazioni da includersi nei prospetti relativi a emittenti operanti in particolari settori di attività.

Tra le varie materie su cui vertono le citate raccomandazioni, di particolare rilievo sono i principi per la redazione dei capitoli del prospetto relativi a: "le informazioni finanziarie selezionate"; "il resoconto della situazione gestionale e finanziaria"; "le risorse finanziarie"; "le previsioni o stime di utili"; "i fondi propri e l'indebitamento". Altrettanto rilevanti sono le raccomandazioni relative: (i) alle modalità di presentazione delle informazioni finanziarie storiche dell'emittente in forma di bilancio riesposto in conformità ai principi contabili internazionali Ias/Ifrs; (ii) al contenuto delle informazioni finanziarie interinali; (iii) alle modalità con cui ottemperare all'obbligo per l'emittente di dichiarare se i flussi di cassa previsti per i successivi 12 mesi siano da considerare sufficienti all'adempimento di passività in scadenza.

2. La disciplina dell'informativa societaria continua

Nel 2005 le modifiche più importanti alla regolamentazione sull'informativa societaria continua sono state quelle introdotte in occasione del recepimento della disciplina comunitaria sul *market abuse* (si veda il successivo § 4.).

Tra gli aspetti innovativi della disciplina si segnala la possibilità dell'emittente, sotto la propria responsabilità, di ritardare la comunicazione al pubblico di informazioni privilegiate, sempre che ciò non possa indurre in errore il pubblico su fatti e circostanze essenziali e sempre che gli stessi soggetti siano in grado di garantire la riservatezza. Il Regolamento Emittenti contiene, all'art. 66-bis, le nuove disposizioni di attuazione del ritardo delle comunicazioni previste dal nuovo art. 114 del Tuf. È prevista una descrizione delle circostanze in cui è applicabile la deroga alla pubblicazione immediata delle informazioni privilegiate e si è stabilito che l'emittente informi comunque senza indugio la Consob del ritardo e delle circostanze che lo motivano. Il comma 4 dello stesso articolo 66-bis prevede anche che la Consob, ricevuta notizia del ritardo e previa valutazione delle circostanze rappresentate, possa comunque richiedere ai soggetti interessati di procedere senza indugio alla diffusione al pubblico delle informazioni.

Altra novità riguarda gli obblighi di comunicazione relativi all'"internal dealing". La trasparenza delle operazioni effettuate dai soggetti che con maggiore probabilità dispongono di informazioni privilegiate, tipicamente i manager e i principali azionisti della società, è stata considerata dal legislatore comunitario utile ai fini sia dell'efficienza informativa del mercato sia della prevenzione degli abusi di mercato. Verifiche empiriche mostrano infatti che le operazioni effettuate da tali soggetti comportano rendimenti sistematicamente superiori alla media; la loro pubblicazione consentirebbe quindi al mercato di disporre dell'informazione connessa con il valore segnaletico di tali operazioni. Nel Regolamento Emittenti sono state stabilite le tipologie di operazioni rilevanti, le modalità e i termini delle comunicazioni, le

modalità e i termini di diffusione al pubblico delle informazioni, nonché i casi in cui detti obblighi si applicano anche con riferimento alle società in rapporto di controllo con l'emittente.

Ulteriori obblighi di disclosure sono stati previsti per i soggetti che detengano partecipazioni almeno pari al 10 per cento del capitale sociale di una società quotata, con riferimento alle operazioni che essi effettuano sui titoli emessi da tale società. La disposizione è mutuata dalla disciplina statunitense e arricchisce l'insieme delle informazioni pubblicamente disponibili. Essa potrebbe avere risvolti protezionistici sul mercato del controllo societario, rendendo di fatto più complessa la scalata tramite operazioni effettuate sul mercato.

In materia di ricerche, sono previsti due diversi ambiti di disciplina sui quali l'Istituto ha ampi poteri di regolamentazione. Il primo impone la correttezza e la trasparenza dei conflitti di interessi nella produzione e diffusione delle ricerche. Il secondo, non previsto dalla direttiva, riguarda l'obbligo di pubblicazione delle ricerche elaborate da soggetti abilitati e dagli emittenti. Per il primo argomento, la nuova disciplina contenuta nel Regolamento Emittenti riprende le disposizioni previste dalla direttiva di livello 2 che disciplinano la corretta presentazione e la trasparenza dei conflitti di interessi nella produzione e nella diffusione di raccomandazioni di investimento. Le disposizioni si sviluppano in modo articolato in funzione dell'argomento oggetto di disciplina (corretta presentazione delle raccomandazioni oppure trasparenza dei conflitti di interessi), della caratteristica del contenuto (raccomandazione esplicita o implicita), dell'attività svolta (di produzione oppure di diffusione di raccomandazioni) e della categoria di soggetti interessati (tutti oppure solo gli intermediari che ricoprono il ruolo di "specialisti"). Per i giornalisti è prevista la possibilità di un'autoregolamentazione a condizione che la relativa applicazione consenta di conseguire gli stessi effetti delle disposizioni di attuazione del Tuf. Per il secondo argomento (pubblicità delle ricerche), sono stati snelliti gli obblighi di comunicazione al pubblico da parte dei soggetti abilitati. Per tali soggetti è stato previsto l'obbligo di osservare modalità di pubblicazione che garantiscano il più possibile una tempestiva e omogenea distribuzione delle ricerche tra i destinatari. L'obbligo di pubblicazione sul sito della società di gestione del mercato della stessa ricerca è ora, invece, previsto soltanto per taluni soggetti che, svolgendo specifiche attività in relazione agli emittenti oggetto della ricerca (sponsor, specialist e lead manager nell'ambito di un collocamento), devono essere sottoposti a un maggiore grado di trasparenza.

Altri aspetti innovativi hanno riguardato gli obblighi di aggiornamento delle informazioni pubblicate, la possibilità di utilizzo di internet da parte degli emittenti per garantire una maggiore diffusione delle informazioni, il divieto di utilizzare la comunicazione dovuta ai sensi del Tuf a scopi pubblicitari, nonché misure volte a garantire la riservatezza delle informazioni in caso di ritardo della loro diffusione.

Nel 2005 sono state apportate talune modifiche alla disciplina degli emittenti titoli diffusi. Tali modifiche hanno introdotto requisiti, qualitativi e quantitativi, più selettivi che hanno portato ad una sensibile riduzione del numero dei titoli diffusi.

Altre modifiche della disciplina sono consistite nell'eliminazione del vincolo della periodicità semestrale nell'aggiornamento dell'elenco degli emittenti titoli diffusi da parte della Consob e nell'eliminazione della possibilità che tali emittenti vengano dispensati dagli obblighi informativi al di fuori dei casi specificamente previsti dalla disciplina regolamentare.

3. La disciplina dell'informativa contabile e periodica e delle società di revisione

In materia di informativa contabile, le novità di rilievo del 2005 sono connesse all'entrata in vigore degli Ias/Ifrs. Sono, infatti, state apportate modifiche al Regolamento Emittenti necessarie per recepire alcune disposizioni derivanti dall'introduzione dei principi contabili internazionali relativamente alle relazioni trimestrali e semestrali e alla nozione di parte correlata.

Le disposizioni relative alla rendicontazione infrannuale (relazioni trimestrali e semestrali) richiamano espressamente le nuove regole contabili Ias/Ifrs. È stato, peraltro, introdotto un regime transitorio volto a consentire un passaggio graduale agli Ias/Ifrs, nonché l'obbligo, per gli emittenti che in sede di stesura delle situazioni contabili infrannuali applichino per la prima volta i principi contabili Ias/Ifrs, di presentare i prospetti di riconciliazione previsti dall'Ifrs 1. Ulteriori modifiche sono state apportate per introdurre il richiamo alla definizione di parte correlata contenuta nel principio internazionale Ias 24 concernente l'"Informativa di bilancio sulle operazioni con parti correlate".

Nel mese di aprile la Commissione ha adottato una comunicazione di carattere generale riguardante le informazioni di natura contabile che gli emittenti non quotati avrebbero dovuto inserire nei prospetti di sollecitazione e/o quotazione pubblicati a partire dal 1° giugno 2005, in attesa dell'entrata in vigore delle norme sull'applicazione dei principi contabili internazionali previsti dal Regolamento comunitario 1606/2002/CE e dell'entrata in vigore delle nuove disposizioni comunitarie in materia di prospetto (Regolamento comunitario 809/2004/CE, in vigore dal 1° luglio 2005).

Sempre in relazione all'entrata in vigore degli Ias/Ifrs, la Commissione ha fornito risposta a una richiesta formulata da alcune associazioni di categoria diretta a ottenere: la proroga del termine per la presentazione della terza trimestrale 2005; l'esonero dalla predisposizione della relazione trimestrale al 31 dicembre 2005 nonché, per i soggetti tenuti a redigerla in base ai regolamenti di Borsa Italiana Spa e per quelli che la redigono su base volontaria, la proroga del termine di presentazione; l'omissione della presentazione dei dati comparativi nella relazione trimestrale al 30 settembre 2005.

Per quanto attiene alla richiesta di proroga del termine per la presentazione della terza trimestrale, è stato sottolineato che, in sede di risposta alla consultazione sulle modifiche regolamentari, la Commissione aveva individuato nel 30 settembre la data ultima per l'adeguamento ai nuovi principi contabili, concedendo già una proroga rispetto alle raccomandazioni formulate dal Cesr (secondo le quali la transizione agli Ias/Ifrs sarebbe dovuta avvenire sin dalla prima rendicontazione infrannuale 2005). Questa disposizione si basava su una stima dei tempi di "adattamento agli Ias" raccolta in sede di pre-consultazione e costituiva un compromesso tra l'esigenza di una pronta transizione (affermata in sede internazionale) e le difficoltà operative del passaggio alle nuove norme.

La Commissione ha, inoltre, evidenziato che alle relazioni trimestrali non si applica l'obbligo di utilizzare il principio contabile internazionale Ias 34 "Bilanci intermedi". Le relazioni trimestrali sono configurate, infatti, come una rendicontazione extra-contabile estremamente snella, volta a fornire indicazioni di fondo basate su dati economico-finanziari di facile determinazione e indicativi dell'andamento generale dell'impresa. L'emittente, tenuto conto della propria capacità di produzione dei dati, può decidere di attestarsi su un livello informativo più sofisticato, purché compatibile con la tempistica dettata

dall'art. 82 del Regolamento Emittenti. La Commissione ha sottolineato, infatti, che deve essere privilegiata la tempestività dell'informazione rispetto alla sua completezza e organicità. Queste disposizioni sono del tutto coerenti con quanto emerso in sede di elaborazione della direttiva *Trasparency*, che stabilisce l'obbligo di applicazione dello Ias 34, mentre lascia ai singoli Stati membri la facoltà di determinare il contenuto delle trimestrali, fissando unicamente un livello minimo di informazione. Sulla base delle motivazioni appena illustrate non è stata accolta l'istanza di proroga del termine di pubblicazione della quarta trimestrale, nonché quella di esonero dalla sua redazione. La Commissione ha sottolineato, infatti, che la quarta trimestrale è un documento che, secondo l'art. 82 del Regolamento Emittenti, deve essere pubblicato nel mese di febbraio del 2006, ossia a oltre un anno dall'introduzione dei nuovi principi contabili.

In ordine alla richiesta di omettere nella relazione trimestrale al 30 settembre 2005 la presentazione dei dati comparativi indicati nell'Allegato 3 D del Regolamento Emittenti, la Commissione ha rilevato che nel sistema delle regole Ias/Ifrs è già prevista la possibilità di non fornire tali dati di confronto se la relativa produzione è ritenuta "non fattibile" (in conformità allo Ias 1 - "Presentazione del bilancio"). Qualora l'impresa sia esentata dall'applicare una specifica disposizione di un principio, è tenuta, comunque, a fornire adeguata informativa atta a dimostrare la sua reale impossibilità ad applicare la disposizione. La Commissione ha anche sottolineato che resta fermo il principio stabilito dallo Ias 34 secondo il quale la redazione di conti infrannuali richiede un utilizzo più esteso dei metodi di stima rispetto al bilancio annuale, e che le informazioni da diffondere al pubblico devono comunque essere sufficientemente attendibili e utili a una corretta informazione al mercato. Le eventuali incertezze estimative dovranno, inoltre, essere chiaramente illustrate nei relativi documenti contabili.

In materia di revisione contabile, si segnalano due interventi di carattere generale.

Con riferimento alla citata introduzione del regime transitorio per il passaggio agli Ias/Ifrs, la Commissione ha indicato, con apposita comunicazione, la natura delle attività di revisione da svolgere sulle relazioni trimestrali consolidate e sulla relazione semestrale consolidata 2005 degli emittenti quotati nella fase di transizione ai principi Ias/Ifrs. La Commissione ha, inoltre, stabilito che gli emittenti devono richiedere alla società di revisione di effettuare la revisione completa (full audit) dei saldi presenti nei prospetti di riconciliazione. Gli esiti di tale verifica, unitamente ai dati sottoposti a revisione, devono essere comunicati al mercato.

In prosieguo, la Commissione ha raccomandato alle società di revisione iscritte nell'Albo speciale l'adozione del documento "Principi sull'indipendenza del revisore", emanato dal Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e dal Consiglio Nazionale dei Ragionieri e dei Periti Commerciali. La raccomandazione è stata anche rivolta alle società di revisione iscritte nel Registro dei Revisori Contabili, tenuta dal Ministero della Giustizia, limitatamente all'esercizio dell'attività di revisione contabile sui bilanci degli emittenti strumenti finanziari diffusi tra il pubblico in misura rilevante. Il citato documento relativo ai "Principi sull'indipendenza del revisore" recepisce la Raccomandazione della Commissione Europea del 16 maggio 2002 su "L'indipendenza dei revisori legali dei conti nell'UE: un insieme di principi fondamentali", oltre a contenere principi e criteri applicativi che tengono conto del contesto normativo nazionale e delle specifiche situazioni di incompatibilità ivi disciplinate.

Per quanto concerne l'attività svolta in sede internazionale nel 2005, nell'ambito della collaborazione tra Cesr e Commissione Europea sono proseguite le iniziative tese al miglioramento e all'armonizzazione dell'informazione finanziaria in Europa.

In particolare, il Cesr, attraverso il gruppo permanente sull'informazione finanziaria (Cesrfin) e il suo sottocomitato sull'enforcement (Sce), ha sviluppato il progetto relativo alla implementazione dei meccanismi di coordinamento delle attività di vigilanza sull'informazione finanziaria. Il progetto include l'organizzazione e l'avvio di apposite sessioni, denominate Eecs (European Enforcers Coordination Sessions), allargate anche ad Autorità che non sono membri del Cesr, nelle quali vengono discusse le decisioni assunte dagli enforcers nazionali ed esaminati temi di carattere generale afferenti l'informazione finanziaria. Parallelamente, il Cesr ha previsto la creazione di un database elettronico che dovrà essere aggiornato dagli stessi enforcers nazionali dell'Unione Europea. Tale archivio, a cui si potrà accedere per scopi di consultazione, conterrà le decisioni assunte su specifici casi di vigilanza.

Il Subcommittee on International Standard Endorsement (Sise), altro sottogruppo facente capo al Cesrfin, ha continuato ad approfondire le tematiche afferenti la fase di transizione agli Ias/Ifrs. Il Cesr ha pubblicato una raccomandazione sulle modalità di rappresentazione delle performance da parte delle società quotate. Tale raccomandazione fissa principi che le società dovrebbero considerare nella preparazione e nella disclosure di tali informazioni.

Questioni relative all'informativa societaria sono state affrontate anche in ambito Iosco.

In particolare, nel mese di ottobre il Comitato permanente sugli Emittenti (Standing Committee 1) ha pubblicato per la consultazione un documento sui Principi di Informativa applicabili alle offerte transfrontaliere di obbligazioni. La fase di consultazione si è conclusa il 22 dicembre ed è in corso l'esame dei commenti ricevuti. I Principi di Informativa intendono fornire una guida per i Paesi aderenti alla Iosco che stanno rivedendo o implementando la regolamentazione in materia di offerte e quotazione di obbligazioni e si propongono di armonizzare l'informativa inclusa nei prospetti di quotazione.

4. La disciplina dei mercati

Come per la disciplina dell'informativa societaria, anche per ciò che riguarda la disciplina dei mercati lo sviluppo di maggiore rilievo è consistito nel recepimento della normativa europea sugli abusi di mercato.

Una delle novità più importanti riguarda l'introduzione di una nuova disciplina sanzionatoria (art. 184 del Tuf) che affianca al regime amministrativo, previsto dalla direttiva per tutte le fattispecie di abuso, un regime di natura penale per alcune fattispecie.

Per le sanzioni penali è prevista la reclusione da 1 a 12 anni per tutti i tipi di abuso e la multa da 20 mila euro a 3 milioni di euro per l'abuso di informazioni privilegiate e a 5 milioni di euro per la manipolazione di mercato. La multa è elevabile fino al triplo quando, per le circostanze del reato (rilevante offensività del fatto, qualità personali dell'agente, entità del prodotto o del profitto del reato), essa appare inadeguata anche se applicata al massimo. Inoltre, seguendo una disposizione già operativa

nell'ordinamento francese, viene stabilito che il giudice possa aumentare la sanzione fino a 10 volte il prodotto o il profitto del reato, al fine di scoraggiare nel soggetto agente valutazioni utilitaristiche che scaturirebbero dal confrontare il profitto conseguibile dall'illecito con il potenziale depauperamento del proprio patrimonio. L'aumento della sanzione pecuniaria massima tiene conto del fatto che sul mercato operano soggetti con disponibilità, interessi e capacità di influenzare i prezzi estremamente diversi, per cui è necessario che il giudice possa adeguare la sanzione alle circostanze del singolo caso.

I nuovi artt. 186 e 187 del Tuf, infine, completano la disciplina penale, rispettivamente, richiamando l'applicazione delle sanzioni accessorie e disponendo la misura della confisca del prodotto o del profitto del reato e dei beni utilizzati per commetterlo.

La sanzione amministrativa edittale va da un minimo di 100 mila euro a un massimo di 15 milioni di euro per l'abuso di informazioni privilegiate e di 25 milioni di euro per la manipolazione del mercato. Per i casi di particolare gravità, viene altresì previsto il potere della Consob di intimare ai soggetti abilitati, alle società di gestione dei mercati, agli emittenti quotati e alle società di revisione di non avvalersi, per un periodo di tempo determinato, dell'autore della violazione di cui si può richiedere ai competenti ordini professionali la temporanea sospensione. Con l'art. 187-quinquies sono formulate previsioni relative alla responsabilità dell'ente nel caso in cui gli illeciti siano commessi nel suo interesse o a suo vantaggio. L'art. 187-sexies prevede, a garanzia del pagamento della sanzione, lo strumento della confisca del prodotto o del profitto dell'illecito e dei beni utilizzati per commetterlo. Infine, è stata eliminata la facoltà di oblazione della sanzione prevista dall'art. 16 della legge n. 689/1981 in quanto l'esercizio di tale facoltà annullava le conseguenze reputazionali della sanzione amministrativa connesse alla pubblicità del relativo provvedimento di irrogazione.

Per quanto riguarda i rapporti tra i diversi procedimenti sanzionatori, la coesistenza del procedimento penale e di quello amministrativo richiede una disciplina dell'esecuzione della sanzione amministrativa per le violazioni che risulteranno anche penalmente rilevanti.

In tali casi, la legge dispone l'esecuzione immediata della sanzione amministrativa applicata dalla Consob, mentre l'esazione delle pene pecuniarie viene limitata alla parte eccedente quella già riscossa a seguito del procedimento amministrativo. Ulteriori disposizioni definiscono il rapporto tra il procedimento sanzionatorio penale e quello amministrativo dettando norme di coordinamento dell'attività di accertamento amministrativo con quella dell'Autorità Giudiziaria, ispirate al principio dell'autonomia reciproca dei procedimenti.

Il recepimento della direttiva sugli abusi di mercato prevede, infine, il conferimento alla Consob di poteri essenziali per lo svolgimento delle proprie funzioni. L'art. 187-octies del Tuf disciplina in modo organico il quadro dei nuovi poteri di vigilanza e di indagine.

Si segnala, in particolare, il comma 3, che individua una gamma di poteri esercitabili nei confronti di chiunque appaia informato dei fatti: (i) potere di richiesta di dati e notizie e di documenti sotto qualsiasi forma, ivi comprese le registrazioni telefoniche esistenti; (ii) potere di procedere ad audizioni personali; (iii) potere di procedere al sequestro dei beni che possono formare oggetto di confisca amministrativa; (iv) potere di procedere a ispezioni e, previa autorizzazione dell'Autorità Giudiziaria, a perquisizioni. Di analogo rilievo è il comma 4, che consente alla Consob: (i) di avvalersi della collaborazione delle pubbliche

amministrazioni e di accedere al sistema informativo dell'anagrafe tributaria; (ii) di chiedere, previa autorizzazione dell'Autorità Giudiziaria, l'acquisizione presso il fornitore dei dati relativi al traffico telefonico; (iii) di chiedere ai soggetti abilitati la comunicazione di dati personali. Inoltre, il comma 12 attribuisce alla Consob la facoltà di avvalersi della Guardia di Finanza.

In conseguenza del recepimento della disciplina comunitaria si sono rese necessarie modifiche al Regolamento Emittenti e al Regolamento Mercati.

Le modifiche attengono principalmente alla strategia di prevenzione del reato. Le norme di prevenzione degli abusi riguardano gli emittenti e i soggetti a questi collegati (gli azionisti, i manager e i loro consulenti), gli intermediari, i mercati regolamentati e le società di gestione di tali mercati. Per gli emittenti e i soggetti a essi collegati sono stati predisposti meccanismi per la corretta identificazione e diffusione al pubblico delle informazioni privilegiate e strumenti per il controllo e la gestione confidenziale di tali informazioni nonché per l'individuazione dei soggetti insider. Sono stati stabiliti, inoltre, standard di correttezza e trasparenza per la condotta dei partecipanti al mercato, con l'indicazione di criteri per l'identificazione di pratiche di manipolazione, di esempi delle medesime pratiche e di procedure per il riconoscimento di prassi di mercato che devono ritenersi oggetto di segnalazione alla Autorità competente. Nel Regolamento Emittenti è stata introdotta apposita disciplina relativa all'istituzione, tenuta e aggiornamento dei registri delle persone che hanno accesso a informazioni privilegiate (registri che la direttiva richiede di tenere agli emittenti e ai soggetti che agiscono in loro nome o per loro conto, tipicamente studi legali, professionisti e intermediari).

5. La disciplina del risparmio gestito

In materia di risparmio gestito, gli interventi regolamentari più significativi del 2005 sono da ricollegare al recepimento delle direttive 107/2001/CE e 108/2001/CE.

Tali direttive, che hanno modificato la direttiva 85/611/CEE in materia di organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (Oicvm) e del risparmio (Oicr), sono entrate in vigore nel febbraio 2002 e sono divenute vincolanti per gli Stati membri dal 13 febbraio 2004. Con particolare riguardo alla disciplina della società di gestione è previsto, tuttavia, un periodo transitorio di adeguamento che va fino al 13 febbraio 2007 per le società autorizzate prima del 13 febbraio 2004. Al fine di fornire chiarimenti in ordine all'applicazione del citato regime transitorio, il Gruppo di esperti sul risparmio gestito, istituito in ambito Cesr, ha adottato, nel febbraio 2005, linee guida per le Autorità di vigilanza (si veda il successivo Capitolo VI).

Le conseguenti, principali modifiche apportate al Regolamento Emittenti riguardano: (i) la distinzione del prospetto informativo in prospetto semplificato e prospetto completo; (ii) la definizione di obblighi informativi in materia di retrocessione di commissioni; (iii) la definizione di uno schema di modulo di sottoscrizione degli Oicr esteri; (iv) le disposizioni in materia di pubblicazione del prospetto.

Lo sdoppiamento dell'originario schema di prospetto in due documenti (prospetto semplificato e prospetto completo) risponde allo scopo di calibrare il tipo, la quantità e la tecnica di comunicazione delle

informazioni rispetto alle esigenze dell'investitore. Il prospetto semplificato deve essere gratuitamente consegnato agli investitori prima della conclusione dell'operazione, mentre quello completo, unitamente agli aggiornamenti periodici, deve essere messo gratuitamente a disposizione del sottoscrittore che ne faccia richiesta. Il prospetto semplificato, tradotto nella lingua del paese ospitante, è strumento valido per la commercializzazione dell'Oicvm nei Paesi membri dell'Unione.

Con riferimento agli Oicr aperti, le novità di maggior rilievo introdotte concernono l'indicazione della percentuale della quota di commissioni retrocessa in media ai soggetti incaricati del collocamento e la previsione di obblighi informativi da assolvere mediante internet. Sono state, altresì, introdotte disposizioni che impongono la predisposizione di un apposito modulo di sottoscrizione per l'acquisto di quote e/o azioni di Oicr esteri commercializzati in Italia e rientranti nell'ambito di applicazione delle direttive comunitarie in materia di organismi di investimento collettivo del risparmio.

Per ciò che attiene agli Oicr esteri commercializzati in Italia rientranti nell'ambito di applicazione delle direttive comunitarie, è stato previsto che l'adesione all'offerta avvenga mediante sottoscrizione di un modulo redatto in conformità alle indicazioni contenute in apposito schema. Al modulo di sottoscrizione devono essere allegate alcune informazioni, prima riportate nel documento integrativo, concernenti aspetti specifici dell'offerta in Italia (si pensi, ad esempio, alla modalità di adesione mediante piani di accumulo di capitale ovvero alle informazioni riguardanti le spese per l'attività di intermediazione nei pagamenti). Tali informazioni devono essere, comunque, contenute nel prospetto semplificato, affinché gli investitori italiani possano pervenire a un fondato giudizio sui prodotti finanziari offerti in Italia e sui relativi diritti.

Infine, in tema di pubblicità del prospetto, si sono rese applicabili anche alle tipologie di Oicr diverse dai fondi chiusi le modalità alternative di messa a disposizione del prospetto introdotte dalla normativa comunitaria.

VI – LE RELAZIONI INTERNAZIONALI

1. La cooperazione internazionale

Nel corso del 2005 l'attività di cooperazione internazionale della Consob è stata caratterizzata da numerosi impegni legati all'assistenza tecnica, all'attivazione di accordi e allo scambio di informazioni con Autorità di vigilanza di altri paesi.

In materia di assistenza tecnica, si segnala il completamento del programma di gemellaggio avviato nel 2002 con la Commissione Nazionale di Valori Mobiliari rumena (Cnvm), rientrante nei programmi di gemellaggio *Phare* promossi dalla Commissione Europea. In particolare, dal 1° agosto 2002 al 30 novembre 2003, si è svolto un vero e proprio gemellaggio per l'adeguamento della legislazione rumena all'*acquis* comunitario. L'attività di assistenza nella redazione della normativa regolamentare e nel *training* del personale è poi proseguita con un cosiddetto gemellaggio "leggero" (*Twinning Light*) che si è concluso nell'agosto 2005.

Il gemellaggio "light" è stato portato a termine con piena soddisfazione della Commissione Valori rumena e della Commissione Europea; quest'ultima ha dato atto del raggiungimento totale degli obiettivi indicati nel programma di gemellaggio.

È proseguita, nel corso del 2005, l'attività della Consob tesa ad ampliare i contatti a livello bilaterale con altre Autorità di vigilanza. In particolare, è stato stipulato un nuovo accordo con la *National Securities Commission* della Repubblica di Moldova.

Detto accordo si aggiunge ai precedenti accordi già conclusi dalla Consob con altre Autorità di controllo, sia comunitarie sia extracomunitarie. A fine 2005 risultavano conclusi 33 accordi di cooperazione di natura bilaterale, oltre a un'intesa per il mantenimento della confidenzialità delle informazioni scambiate.

Si ricorda che la Consob aderisce all'Accordo multilaterale tra i Paesi dello Spazio Economico Europeo membri del Cesr, nonché al Multilateral Memorandum of Understanding (MMoU) della Iosco che prevede un particolare meccanismo di valutazione della capacità dei potenziali aderenti di rispettare gli obblighi previsti dall'accordo. Entro il 2010 il MMoU dovrà essere sottoscritto da tutti i membri della Iosco.

Nel febbraio 2006 il Fondo Monetario Internazionale (Fmi) ha reso note le proprie conclusioni sulla valutazione dell'Italia, nota come *Financial Sector Assessment Program* (Fsap), svoltasi tra il 2004 e il 2005. Per quanto attiene al settore di competenza della Consob gli esperti del Fondo Monetario Internazionale hanno riconosciuto la piena rispondenza della normativa interna agli *standard* internazionali, sottolineando altresì l'adeguatezza delle prassi di vigilanza adottate dalla Consob.

Lo scambio di informazioni ai fini di vigilanza ha comportato l'intrattenimento di rapporti in prevalenza con Autorità di altri paesi UE e ha riguardato soprattutto questioni relative agli abusi di mercato e ai requisiti di onorabilità e professionalità di esponenti aziendali (Tavv. 58 e 59).

Tav. 58

Scambio di informazioni con altre Autorità distinte per oggetto

Oggetto	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Dalla Consob ad Autorità estere								
Insider trading	17	43	32	24	24	11	8	12
Manipolazione dei prezzi di valori mobiliari	2	--	1	4	--	4	8	6
Sollecitazione e attività di intermediazione abusive	7	4	3	10	9	5	2	4
Trasparenza e informativa societaria	--	--	1	--	--	6	9	10
Partecipazioni rilevanti al capitale di società quotate e di intermediari autorizzati	--	--	--	1	1	3	1	2
Requisiti di onorabilità e professionalità	12	10	19	14	34	21	7	4
Violazione regole di condotta	--	--	2	--	--	1	2	--
<i>Totale</i>	<i>38</i>	<i>57</i>	<i>58</i>	<i>53</i>	<i>68</i>	<i>51</i>	<i>37</i>	<i>38</i>
Da Autorità estere alla Consob								
Insider trading	2	3	5	20	13	17	18	18
Manipolazione dei prezzi di valori mobiliari	1	3	--	1	1	2	3	4
Sollecitazione e attività di intermediazione abusive	3	3	1	2	7	4	3	9
Trasparenza e informativa societaria	1	--	2	--	--	--	--	4
Partecipazioni rilevanti al capitale di società quotate e di intermediari autorizzati	--	--	--	--	2	1	--	4
Requisiti di onorabilità e professionalità	30	44	53	49	80	70	44	31
Violazione regole di condotta	--	--	--	--	--	--	--	--
<i>Totale</i>	<i>37</i>	<i>53</i>	<i>61</i>	<i>72</i>	<i>103</i>	<i>94</i>	<i>68</i>	<i>70</i>

Tav. 59

Scambio di informazioni con altre Autorità distinte per oggetto e per area geografica

		2003		2004		2005	
		Dalla Consob ad Autorità estere	Da Autorità estere alla Consob	Dalla Consob ad Autorità estere	Da Autorità estere alla Consob	Dalla Consob ad Autorità estere	Da Autorità estere alla Consob
Insider trading	UE	7	14	5	16	10	18
	USA	1	1	1	1	--	--
	Altri	3	2	2	1	2	--
Manipolazione dei prezzi di valori mobiliari	UE	3	2	7	3	5	4
	USA	1	--	1	--	1	--
	Altri	--	--	--	--	--	--
Sollecitazione e attività di intermediazione abusive	UE	4	3	--	1	2	4
	USA	--	--	2	1	1	4
	Altri	1	1	--	1	1	1
Trasparenza e informativa societaria	UE	3	--	9	--	5	2
	USA	2	--	--	--	2	1
	Altri	1	--	--	--	3	1
Partecipazioni rilevanti al capitale di società quotate e di intermediari autorizzati	UE	2	--	--	--	1	3
	USA	--	1	--	--	--	--
	Altri	1	--	1	--	1	1
Requisiti di onorabilità e professionalità	UE	20	62	6	34	2	28
	USA	--	1	--	2	--	--
	Altri	1	7	1	8	2	3
Violazione regole di condotta	UE	1	--	1	--	--	--
	USA	--	--	--	--	--	--
	Altri	--	--	1	--	--	--
Totale		51	94	37	68	38	70

I dati 2005 sullo scambio di informazioni indicano una sostanziale stabilità sia del numero di richieste effettuate dalla Consob, sia di quelle rivolte alla Consob da altre Autorità di vigilanza. Si è registrato, tuttavia, un aumento delle richieste di altre Autorità relative a casi di sollecitazione e di attività di intermediazione abusiva (in complesso, 9 a fronte di 3 nel 2004).

2. L'attività nell'ambito dell'Unione Europea

Nel corso del 2005 l'attività della Consob in ambito UE ha riguardato principalmente tematiche del diritto societario e questioni relative all'emanazione delle normative di secondo livello per l'attuazione delle direttive adottate, nel 2003 e 2004, secondo il cosiddetto modello *Lamfalussy*. È stato, inoltre, fornito supporto al Ministero dell'economia e delle finanze in occasione delle riunioni del Comitato valori mobiliari (*European Securities Committee - Esc*), anche attesa la tecnicità delle tematiche connesse alla vigilanza sui mercati mobiliari.

Relativamente alle proposte di direttiva discusse nel Consiglio dell'Unione Europea, si segnala la partecipazione della Consob al negoziato sulla modifica dell'ottava direttiva, in materia di revisione contabile, sulla quale è stato raggiunto, in corso d'anno, un accordo politico tra il Consiglio dell'Unione Europea e il Parlamento Europeo; si segnala, inoltre, la partecipazione alle riunioni sulla proposta di revisione della seconda direttiva, in materia di capitale sociale, per quanto attiene al mantenimento del capitale e alla formazione della società per azioni.

La direttiva in materia di revisione contabile ha l'obiettivo di assicurare, a livello europeo, un elevato grado di armonizzazione per quanto riguarda l'accesso alla professione e i requisiti di professionalità dei revisori contabili, le norme deontologiche, i principi di revisione, nonché il controllo della qualità della revisione stessa. Inoltre, in linea con i principi internazionali, prevede un sistema di controllo pubblico sulla professione contabile e norme volte ad assicurare un'ampia cooperazione tra Autorità di vigilanza, specie in relazione all'operatività transfrontaliera degli emittenti quotati in più mercati regolamentati.

La proposta di revisione della direttiva in materia di capitale sociale è volta a semplificare la disciplina vigente sull'integrità del capitale delle società per azioni, al fine di garantire una maggiore efficienza e competitività delle imprese europee. Tale proposta è un'iniziativa di armonizzazione minima che introduce regimi opzionali, la cui adozione o specificazione, a livello nazionale, è lasciata alla discrezionalità degli Stati membri. Il Consiglio dell'Unione Europea e il Parlamento Europeo hanno raggiunto un accordo politico sulla proposta e, pertanto, se ne prevede l'adozione in tempi rapidi. Rispetto alla formulazione originariamente avanzata dalla Commissione, la proposta attuale non include più le controverse disposizioni in materia di squeeze-out (ovvero il diritto dell'azionista, che detenga una partecipazione del 90 per cento, di acquistare il flottante a un prezzo equo - fair price) e sell-out (ovvero il diritto degli azionisti di minoranza di obbligare l'azionista di maggioranza ad acquistare le proprie azioni). La proposta andrà a modificare l'attuale disciplina dei conferimenti in natura. In particolare, gli Stati membri potranno prevedere deroghe all'ordinaria procedura di valutazione mediante la stima di esperti indipendenti quando, su decisione dell'organo di amministrazione, siano conferiti titoli negoziati su mercati regolamentati, ovvero attività già precedentemente oggetto di stima da parte di esperti indipendenti e attività risultanti dai bilanci dell'esercizio precedente soggetti a revisione contabile. La disciplina dell'acquisto di azioni proprie è stata resa più flessibile. Per quanto concerne la durata massima dell'autorizzazione assembleare all'acquisto delle azioni, si passerà dagli attuali 18 mesi a 5 anni (salva la facoltà degli Stati membri di determinare una durata inferiore). Inoltre, si eliminerà la vigente soglia massima di acquisto, pari al 10 per cento del capitale sottoscritto, e sarà ciascuno Stato a decidere se introdurre o meno tale limite (che non potrà, comunque, essere inferiore al 10 per cento). Infine, si semplificherà il regime della

concessione di finanziamenti a terzi per l'acquisto di azioni proprie, prevedendo una disciplina di deroga all'attuale divieto, qualora vengano soddisfatti alcuni presupposti (ad esempio, che l'operazione sia effettuata a condizioni eque di mercato, previa approvazione assembleare e nel limite del capitale sottoscritto e delle riserve indisponibili).

L'impegno della Consob è anche consistito nella partecipazione al Comitato di regolamentazione in materia di principi contabili nonché ai Comitati in materia di revisione contabile.

Infine, la Consob ha preso parte alle riunioni, indette dalla Commissione Europea, per l'attuazione della direttiva sui mercati di strumenti finanziari (*Markets in financial instruments directive* - Mifid), della direttiva sulle offerte pubbliche di acquisto e della direttiva in materia di trasparenza degli emittenti con titoli trattati sui mercati regolamentati (direttiva *Transparency*).

Per quanto riguarda le nuove proposte di normativa della Commissione Europea, si segnalano i lavori in corso sulla proposta di direttiva in materia di regolamento e compensazione e sulla proposta di direttiva relativa ai diritti degli azionisti; per entrambe le proposte è prevista la partecipazione della Consob ai rispettivi negoziati.

Nell'ambito dell'attività di preparazione della proposta di direttiva in materia di regolamento e compensazione, che potrebbe essere formalizzata nel corso del 2006, la Commissione Europea ha avviato uno studio per valutare i costi e i benefici di una specifica iniziativa regolamentare in materia. L'obiettivo della direttiva sarebbe quello di incentivare una riduzione dei costi dell'operatività transfrontaliera degli intermediari, a beneficio degli investitori e della liquidità dei mercati, e di realizzare un'armonizzazione delle condizioni di funzionamento dei sistemi di post-trading.

La proposta di direttiva sui diritti degli azionisti, in discussione presso il Consiglio, si inquadra nell'ambito del Piano d'azione per modernizzare il diritto delle società e rafforzare il governo societario nell'Unione Europea. Essa contiene disposizioni volte ad armonizzare le legislazioni degli Stati membri in materia di: convocazione assembleare, informativa preventiva e successiva da dare agli azionisti; legittimazione degli aventi diritto alla partecipazione in assemblea; voto in via elettronica, per corrispondenza e per delega; esercizio dei diritti di voto pertinenti alle azioni detenute dagli intermediari. Tali disposizioni sono destinate ad avere un impatto significativo sulla disciplina italiana. In particolare, la nozione allargata di azionista sembra finalizzata a consentire l'esercizio dei diritti propri dell'azionista da parte di soggetti diversi dal titolare dell'azione. In materia di legittimazione degli aventi diritto alla partecipazione e alla votazione nelle assemblee delle società quotate, la proposta di direttiva prescrive l'abolizione dei vincoli di preventivo blocco delle azioni. La proposta consente solo l'introduzione a livello nazionale di un sistema basato sulla "record date", non impone limiti quantitativi o soggettivi al conferimento della rappresentanza e attribuisce una limitata discrezionalità agli Stati membri nell'introdurre condizioni per il rilascio delle deleghe; essa, infine, non sembra vietare il rilascio di deleghe senza il nome del rappresentante.

La Commissione Europea, con un documento denominato “Libro bianco sui servizi finanziari”, ha definito le linee guida della regolamentazione in materia di servizi finanziari per il quinquennio 2005-2010.

Il Libro bianco, pur confermando la validità dell'approccio alla base del Piano d'azione per i servizi finanziari (Financial Services Action Plan - Fsap), sposta il fulcro dell'azione della Commissione dall'introduzione di nuove misure regolamentari a un approccio che si basa sulla valutazione ex-ante dei benefici delle nuove proposte (studi di impatto), sull'armonizzazione dei testi legislativi di trasposizione delle direttive negli ordinamenti nazionali e sul controllo dell'effettiva applicazione pratica delle norme.

La Commissione Europea ha, altresì, pubblicato il “Libro verde in materia di fondi comuni di investimento”, nel quale vengono esaminati gli aspetti che richiedono un intervento a livello comunitario per rendere più efficace il passaporto europeo per i fondi.

In luogo di un radicale ripensamento delle direttive Ucits (Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities), basate sull'armonizzazione del prodotto, è stato proposto un intervento sulla distribuzione e sul formato del prospetto semplificato, sulla disclosure delle commissioni corrisposte ai gestori e ai distributori e sul passaporto dei gestori.

Da ultimo, si segnala che la Commissione Europea, il Consiglio dell'Unione Europea e il Parlamento Europeo hanno rinnovato la composizione del Comitato di controllo inter-istituzionale per i servizi finanziari e ne hanno ampliato il mandato al fine di tener conto dell'estensione del modello *Lamfalussy* ai settori bancario e assicurativo.

3. L'attività nell'ambito del Committee of the European Securities Regulators (Cesr)

Nel 2005 l'attività della Consob in sede Cesr ha costituito un notevole impegno, in relazione ai lavori dei gruppi *ad hoc* istituiti per la redazione delle norme di livello 2 e 3 attuative di diverse direttive comunitarie e, soprattutto, in relazione alla presidenza del *Gruppo di esperti sul risparmio gestito*.

Tra i gruppi di esperti istituiti dal Cesr vi è quello sulla direttiva *Transparency* che, sulla base del mandato della Commissione Europea, ha ultimato il proprio lavoro in relazione ai pareri sulle misure di livello 2 in tema di diffusione delle informazioni regolamentate, di notifica delle partecipazioni rilevanti, di relazione semestrale, di equivalenza della normativa dei Paesi terzi e di scelta dell'emittente dell'Autorità del Paese di origine come Autorità competente.

Sempre con riferimento alle norme di attuazione della direttiva *Transparency*, nel luglio 2005 il Cesr ha ricevuto dalla Commissione Europea un nuovo mandato di livello 2, relativo allo “stoccaggio” delle informazioni regolamentate e al *filing* delle informazioni regolamentate all'Autorità competente. È stato, così, costituito un nuovo gruppo di lavoro che dovrà ultimare la propria attività nel giugno 2006.

La direttiva Transparency impone, in particolare, di assicurare l'esistenza in ciascun Paese di almeno un meccanismo designato ufficialmente allo "stoccaggio" centrale delle informazioni (Officially Appointed Mechanism - Oam). Per quanto riguarda, invece, il deposito delle informazioni presso le Autorità competenti, la direttiva consente agli Stati membri di chiedere che la consegna avvenga contestualmente alla diffusione al pubblico delle informazioni stesse, a ulteriore garanzia della completezza e dell'integrità dei dati.

L'attività del Cesr in materia di "stoccaggio" delle informazioni regolamentate non ha un'influenza diretta sul tipo di soggetto che può essere designato come Oam; la scelta spetta, infatti, agli Stati membri. Il Cesr deve solo indicare i possibili standard di sicurezza e accessibilità in maniera neutrale, senza prefigurare la natura dell'organismo prescelto. A tale riguardo, è stato predisposto un documento di consultazione che si limita a elencare una serie di principi generali in materia di requisiti di qualità del sistema. Sempre nell'ambito dello "stoccaggio" delle informazioni, è proseguito l'esame della fattibilità della realizzazione di una rete europea di sistemi ove sia accessibile l'informativa sugli emittenti. In tale contesto è stata istituita una IT Task Force, con un mandato orizzontale, al fine di rendere compatibili i sistemi nazionali per la costituzione di data-base a livello europeo che interessino più direttive.

Per quanto riguarda il deposito delle informazioni regolamentate, previsto dalla direttiva Transparency, è stato predisposto un documento di consultazione che indica standard comuni per l'invio elettronico delle informazioni alle Autorità competenti, in linea con quelli previsti per i sistemi di "stoccaggio". Sono previsti, in particolare, standard di qualità che riguardano soprattutto la sicurezza, la certezza della fonte e la registrazione della data e dell'ora dell'invio.

Il Gruppo di lavoro sul risparmio gestito, presieduto dal Presidente della Consob, ha lavorato intensamente, nel corso del 2005, per adempiere ai mandati ricevuti dal Cesr e dalla Commissione Europea. In particolare, il Gruppo ha pubblicato, nel mese di febbraio, un documento contenente le linee guida per l'operatività del regime transitorio previsto dalle direttive Ucits.

L'approvazione delle linee guida comporta la convergenza, tra le varie Autorità competenti, sulle prassi amministrative degli Stati membri per quanto riguarda l'interpretazione delle disposizioni attinenti al regime transitorio. L'obiettivo è quello di porre termine alle incertezze rappresentate dai partecipanti al mercato, rimuovendo le barriere al mercato unico sperimentate dai gestori di fondi. Le linee guida approvate dal Cesr sono destinate ad assicurare orientamenti comuni a tutta l'Unione e il Review Panel ha svolto nel corso del 2005 una verifica sul rispetto delle linee guida da parte degli Stati membri.

Il Gruppo ha, inoltre, concluso il lavoro, su mandato ricevuto dalla Commissione Europea, relativo alle definizioni contenute nelle direttive Ucits in materia di investimenti ammissibili.

Il parere prodotto chiarisce talune definizioni contenute nelle direttive in materia di investimenti ammissibili da parte dei fondi armonizzati. La materia ha rilievo in quanto determina il tipo di investimento consentito a detti fondi; viene allargata la gamma di investimenti consentiti, nel contempo, rispettando i principi della direttiva (sulla diversificazione del rischio, sui limiti alla leva dei prodotti derivati, sull'investimento in strumenti finanziari liquidi, etc.). Sul documento si sono svolte due consultazioni pubbliche.

Infine, il Gruppo ha sottoposto a consultazione pubblica il documento concernente la semplificazione delle procedure di notifica dei fondi.

Le misure contenute in tale documento intendono semplificare le procedure che devono essere rispettate dai fondi che commercializzano le proprie quote in uno Stato dell'Unione Europea diverso da quello di origine. È previsto, comunque, il rispetto delle norme di livello 1, che consentono alle Autorità del Paese ospitante di verificare il rispetto delle regole di commercializzazione e di pubblicità previste a livello nazionale che stabiliscono in due mesi dalla notifica il termine entro cui devono essere effettuate le valutazioni dell'Autorità competente del Paese ospitante, prima che abbia inizio la commercializzazione delle quote. Lo scopo del Cesr è quello di agevolare le procedure di notifica, evitando che le Autorità del Paese ospitante attribuiscono una diversa interpretazione alla direttiva.

Il Cesr ha creato tre Sottogruppi di esperti *ad hoc* per la predisposizione delle misure di attuazione della direttiva *Mifid*, che nel mese di febbraio 2005 hanno inoltrato un parere alla Commissione Europea sul cosiddetto primo *set* di mandati relativi alle regole da applicarsi agli intermediari, alla cooperazione e all'*enforcement*.

Per quanto attiene agli intermediari, i temi affrontati nel parere riguardano, in particolare, i seguenti argomenti: la funzione di controllo sul rispetto delle norme, da parte dell'impresa di investimento e dei dipendenti, e la gestione dei reclami degli investitori; gli obblighi connessi all'organizzazione interna e quelli legati alla necessità di evitare rischi operativi aggiuntivi nel caso di outsourcing; gli obblighi di registrazione; la salvaguardia dei fondi dei clienti; i conflitti di interessi; l'informativa che deve essere fornita nel caso in cui un'impresa di investimento svolga attività di commercializzazione di prodotti e/o servizi finanziari; le informazioni che devono essere fornite dall'intermediario al cliente prima della fornitura del servizio di investimento; gli accordi con il cliente al dettaglio; le comunicazioni al cliente sull'esecuzione degli ordini e i rapporti periodici.

*La parte del parere relativa alla cooperazione e all'*enforcement* contiene, invece, le norme di dettaglio sullo scambio di informazioni tra Autorità e, in particolare, sulla trasmissione all'Autorità del mercato con maggiore liquidità dei dati sulle transazioni eseguite dalle imprese di investimento.*

Il Cesr ha pubblicato, nel mese di aprile 2005, il parere sul secondo *set* di mandati relativi alle misure di livello 2 della direttiva *Mifid*.

*Il parere riguarda, tra l'altro: un chiarimento dell'ambito di applicazione della direttiva, definendo l'*investment advice* e le *commodity derivatives*; alcuni aspetti della regolamentazione degli intermediari, inclusa la ricerca, il test di idoneità, il servizio di sola esecuzione degli ordini (*execution only*), la regola dell'esecuzione degli ordini alle migliori condizioni e la definizione di controparti ammissibili (*eligible counterparties*); tutti gli aspetti connessi alla trasparenza di mercato e ai requisiti di ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari. Il parere costituisce un completamento di quello relativo al primo *set* di mandati e cerca di proporre soluzioni che tengano conto della diversa natura dei partecipanti al mercato e delle differenti forme di prodotti e servizi offerti ai clienti; allo stesso tempo, esso cerca di fornire ai partecipanti al mercato la necessaria chiarezza e certezza giuridica per consentire l'innovazione finanziaria.*

Nel 2005 il *Gruppo di lavoro congiunto Cesr-Escb (European System of Central Banks)* ha pubblicato un rapporto contenente diciannove *standard* in materia di *post-trading*, che hanno la finalità di accrescere la sicurezza, la stabilità e l'efficienza dei sistemi di *clearing* e *settlement* nell'Unione Europea. Gli *standard* sono basati sulle raccomandazioni emanate congiuntamente dal Comitato Tecnico della Iosco e dal Cpss (*Committee on Payment and Settlement System*) nel 2001, adattati al contesto dell'Unione Europea.

Il lavoro del Gruppo è stato condotto con il coinvolgimento delle parti interessate nel settore dei sistemi di clearing e settlement, attraverso consultazioni e public hearings. Il set degli standard richiede, per l'applicazione, una valutazione del loro impatto (assessment methodology) sui sistemi in essere. Si rileva, inoltre, che essi sono basati sull'attuale situazione di mercato e del contesto normativo che, a livello europeo, non è oggetto di armonizzazione; pertanto, l'adozione degli standard in questione non è intesa a pregiudicare ulteriori iniziative della Commissione Europea in materia di armonizzazione della prestazione dei servizi di post-trading.

Il *Gruppo di esperti in materia di prospetto* ha lavorato sulla base del mandato conferito dalla Commissione Europea, in relazione a possibili modifiche del regolamento 809/2004/CE; il fine è quello di assicurare che il prospetto includa sempre le informazioni finanziarie necessarie affinché l'investitore possa effettuare un'analisi consapevole della posizione finanziaria, dei profitti e delle perdite e delle prospettive dell'emittente.

Il Cesr ha pubblicato un parere in materia nel mese di ottobre 2005 che si propone di introdurre emendamenti al regolamento comunitario, presentati nella forma di *guidelines*.

Gli emendamenti proposti nel parere consentono all'Autorità competente di chiedere agli emittenti di fornire nei prospetti informazioni finanziarie rilevanti tenendo conto di taluni principi. Il parere, inoltre, chiarisce l'interazione (allegato II al regolamento 809/2004/CE) tra l'informazione pro-forma e le informazioni finanziarie degli emittenti con vicende complesse.

Nella riunione plenaria del Cesr, a Parigi, è stato deciso di istituire una *Task Force* alla quale hanno partecipato i Presidenti delle Autorità di vigilanza dei principali Paesi aderenti allo stesso Cesr, tra cui il Presidente della Consob.

Scopo della Task Force è quello di: individuare le priorità del Cesr per i prossimi tre anni; proporre modalità per migliorare il processo decisionale del Cesr; verificare se la struttura e l'organizzazione della stessa siano idonee ad assicurare un elevato grado di adesione alle misure di livello 3. In relazione a tali obiettivi, il lavoro predisposto dalla Task Force ha fatto emergere un generale orientamento sull'opportunità di limitare le nuove proposte di normativa per concentrarsi, invece, sull'applicazione coerente della normativa comunitaria e degli standard del Cesr, senza istituire nuovi gruppi di lavoro. Infine, la Task Force ha proposto il ricorso alla mediazione ove sussistano conflitti tra i membri e di sviluppare l'attività del Review Panel per far sì che i membri stessi si adeguino agli standard decisi a livello 3.

Il *Gruppo Cesrpol (Gruppo permanente sulla cooperazione e lo scambio di informazioni ai fini di vigilanza)* ha svolto un'intensa attività al fine di predisporre le misure di livello 3 in relazione

alla direttiva sugli abusi di mercato. Tali misure sono state pubblicate sotto forma di linee guida (*guidance*) nel maggio 2005. Le *guidance* attengono, in particolare, alle *accepted market practices*, al concetto di manipolazione di mercato e al *reporting* delle transazioni sospette.

Il Cesrpol ha, altresì, costituito al proprio interno un Sottogruppo denominato *Surveillance and Intelligence*, finalizzato alla trattazione di questioni pratiche, emergenti dall'attività quotidiana di vigilanza su imprese di investimento e mercati. In particolare, il Sottogruppo è chiamato a facilitare la vigilanza su violazioni che possano coinvolgere più Autorità di diversi Stati membri e a individuare possibili misure di livello 3.

Nell'ambito delle ristrutturazione del Cesrpol verranno costituiti gruppi *ad hoc* per rispondere, tempestivamente e in modo concordato, a condotte illecite rilevanti che interessino più Paesi (come nel caso Citigroup).

È proseguita l'intensa attività del *Cesfrin* (*Gruppo di lavoro permanente sull'informazione finanziaria*) e dei suoi sottogruppi. Il lavoro si è incentrato sull'adozione dei regolamenti per la transizione verso i principi Ias/Ifrs, in particolare sull'applicazione coerente di tali principi nell'Unione Europea e sull'individuazione di eventuali difficoltà operative.

Il Sottogruppo in materia di *enforcement* ha predisposto un *data-base* per la pubblicazione delle decisioni di *enforcement* in forma anonima e per facilitare un approccio convergente tra le varie Autorità sul rispetto dei principi Ias/Ifrs nella redazione dei documenti contabili.

Nel corso del 2005 il *Review Panel* (gruppo permanente del Cesr che ha l'obiettivo di verificare l'attuazione degli *standard* in materia di regole di comportamento da parte degli Stati membri) ha verificato l'adesione agli *standard* del Cesr in materia di *cold calling* (contatto telefonico con il cliente non richiesto da quest'ultimo) e l'attuazione delle raccomandazioni sul regime transitorio per la commercializzazione di quote di fondi. Ha, inoltre, avviato analogo lavoro sull'attuazione dello *standard* n. 1 concernente l'*enforcement* in materia di informazione finanziaria pubblicata dagli emittenti.

4. L'attività nell'ambito dell'International Organization of Securities Commissions (Iosco)

Nel 2005 l'attività della Consob in ambito Iosco è consistita nella partecipazione ai gruppi di lavoro permanenti in materia di emittenti, mercati, intermediari, fondi comuni, scambio di informazioni e cooperazione internazionale.

Particolare rilevanza ha assunto il lavoro svolto dal *Gruppo permanente sullo scambio di informazioni e sulla cooperazione internazionale*. L'attività si è concentrata sullo sviluppo della cooperazione con i centri cosiddetti *off-shore*. Il progetto, avviato su richiesta del *Financial Stability Forum*, dovrebbe completarsi, per la sua prima fase, entro il primo quadrimestre del 2006.

Nel corso della Conferenza Annuale Iosco tenutasi a Colombo, il Comitato Tecnico ha istituito una *Task Force* in materia di *corporate governance* (co-presieduta dal Presidente dell'Autorità di vigilanza spagnola e dal vice Presidente dell'Autorità australiana). Il lavoro della *Task Force* si è concentrato sul Principio VI (E) dei principi di *corporate governance* dell'Ocse (obiettività e indipendenza del consiglio di amministrazione sul governo della società) e sulla sua applicazione alle società quotate nei mercati di valori mobiliari.

In particolare, l'analisi verterà: sull'identificazione delle regole nazionali che hanno un impatto pratico sulle questioni coperte dal Principio VI (E); sull'interpretazione nazionale dei concetti chiave del Principio; sull'identificazione degli organismi nazionali responsabili; sull'identificazione delle associazioni, degli enti o delle istituzioni pubbliche che hanno un ruolo nell'applicazione domestica del Principio.

Continua a rivestire particolare importanza l'attività dell'*Implementation Committee* connessa alla valutazione dello stato di attuazione degli *Iosco Objectives and Principles on Securities Regulation* e alla cooperazione con il Fondo Monetario Internazionale e la Banca Mondiale che utilizzano i principi elaborati dalla Iosco nei programmi di valutazione del settore finanziario dei singoli paesi.

Nel corso della Conferenza del Comitato Tecnico Iosco tenutasi a Francoforte, la Consob ha partecipato alla tavola rotonda sulle frodi finanziarie.

Nella tavola rotonda si è discusso, tra l'altro, delle raccomandazioni contenute nel rapporto Iosco sulle frodi internazionali che formeranno oggetto di standard predisposti dai gruppi di lavoro del Comitato Tecnico. Particolare rilievo assume il mandato, attribuito al gruppo di lavoro n. 3 del Comitato Tecnico sugli intermediari, in materia di collocamento sul mercato primario di obbligazioni in relazione all'attività di "due diligence" che i responsabili del consorzio di collocamento devono svolgere sugli emittenti, al fine di evitare asimmetrie informative tra investitori e intermediari.

VII – I CONTROLLI GIURISDIZIONALI SULL'ATTIVITÀ DELLA CONSOB

1. Il contenzioso sui provvedimenti in materia di vigilanza

Nel 2005 i giudizi instaurati avanti al giudice amministrativo, per l'annullamento di provvedimenti adottati o proposti dalla Commissione nell'esercizio delle proprie potestà di vigilanza e sanzionatorie, hanno registrato una lieve flessione rispetto all'anno precedente, passando da 31 a 26. Un significativo aumento, invece, si è riscontrato nel numero dei procedimenti di impugnazione intentati avanti al giudice ordinario (138 rispetto ai 61 del 2004) (Tav. 60; Appendice, Tavv. A.16 e A.17).

Tav. 60

Ricorsi contro atti adottati o proposti dall'Istituto¹
(esiti al 31 dicembre 2005)

	Giudice amministrativo ²						Giudice ordinario ³					
	Accolti ⁴	Respinti ⁵	In corso	di cui:		Totale ricorsi	Accolti ⁴	Respinti ⁵	In corso	di cui:		Totale ricorsi
				Accolta sospensiva	Respinta sospensiva					Accolta sospensiva	Respinta sospensiva	
2003	--	8	23	1	12	31	43	19	--	--	--	62
2004	1	4	26	--	12	31	19	42	--	--	--	61
2005	2	4	20	1	4	26	7	42	89	--	--	138

¹ I ricorsi sono riportati per anno di presentazione. ² La voce comprende i ricorsi al Tar e al Consiglio di Stato, nonché i ricorsi straordinari al Capo dello Stato. ³ Tribunali, Corti d'Appello e Corte di Cassazione. ⁴ La voce comprende anche i giudizi conclusi con un accoglimento parziale del ricorso o con una riduzione della sanzione comminata. ⁵ La voce comprende anche le impugnazioni rinunciate a iniziativa del ricorrente e quelle per le quali è stata dichiarata la cessazione della materia del contendere.

L'incremento dei procedimenti di impugnazione avanti al giudice ordinario è dovuto essenzialmente alle opposizioni presentate avverso gli 11 decreti ministeriali irrogativi di sanzioni amministrative pecuniarie per irregolarità nella negoziazione di obbligazioni Cirio e Argentina (si veda il precedente Capitolo III).

In particolare, 9 decreti ministeriali riguardano esclusivamente la vicenda Cirio, uno la vicenda Argentina e un decreto entrambe le vicende. Nei confronti di tali provvedimenti, costituenti l'esito di iniziative di vigilanza relative ad altrettanti istituti di credito, sono state presentate, avanti a otto diverse Corti d'Appello, 79 impugnazioni autonome promosse complessivamente da 417 soggetti (banche ed esponenti aziendali).

Con specifico riferimento alle impugnazioni promosse dalle banche, le Corti d'Appello adite hanno in 10 casi già riconosciuto la sussistenza delle violazioni, in 8 casi confermando integralmente i decreti sanzionatori. In 2 casi è stato solo ridotto l'importo delle sanzioni inflitte: nel primo, la Corte d'Appello ha ritenuto eccessivo l'importo delle sanzioni e le ha ridotte del 50 per cento; nel secondo, l'importo della sanzione, il cui pagamento è stato ingiunto all'intermediario di appartenenza dei responsabili, è stato

ridotto in misura pari all'importo delle sanzioni comminate a carico di tre esponenti ai quali non era stato notificato il decreto sanzionatorio.

Tra le più significative pronunce giurisprudenziali adottate nel corso del 2005 si segnalano quelle che hanno deciso le opposizioni presentate avverso i decreti ministeriali irrogativi di sanzioni pecuniarie in relazione alla vicenda Cirio e Argentina.

Alla cognizione delle Corti d'Appello adite sono state portate numerose questioni, afferenti sia la correttezza dello sviluppo dei procedimenti sanzionatori, sia la sussistenza delle violazioni accertate dalla Consob.

Con riguardo alle questioni pregiudiziali, va segnalato, innanzitutto, il consolidarsi dell'orientamento giurisprudenziale che ritiene prive del difetto di legittimazione ad agire le persone fisiche responsabili delle violazioni, ma non destinatarie dell'ingiunzione di pagamento delle sanzioni; ingiunzione che il Ministero dell'economia ha rivolto, nei casi esaminati, esclusivamente all'intermediario di appartenenza delle medesime.

L'interesse ad agire delle persone fisiche responsabili ma non ingiunte è stato, infatti, qualificato "come un mero interesse di fatto, insufficiente a conferire loro la legittimazione a opporsi a una ingiunzione che non è loro rivolta (...). La tutela del loro interesse è solo differita al momento in cui la Banca, dopo avere pagato l'intera sanzione, si rivolga loro con l'azione di regresso per ottenere il rimborso di quanto pagato in ragione degli importi determinati per ciascuno. Difatti, in questa sede essi possono far valere le loro ragioni, anche contestando l'esistenza delle violazioni accertate e le relative responsabilità, non potendo fare stato nei loro confronti, rimasti estranei al giudizio di opposizione della Banca, la pronuncia emessa dalla Corte in questa sede" (decreto della Corte d'Appello di Roma 4.7-26.9.2005).

Le decisioni giurisprudenziali relative alla vicenda Cirio hanno, in seguito, unanimemente sancito il rispetto dell'art. 14 della legge n. 689 del 1981, ai sensi del quale la notifica delle contestazioni deve avvenire entro novanta giorni dall'accertamento. Altrettanto unanime è stato il giudizio sulla ragionevolezza del tempo impiegato dalla Consob per addivenire all'accertamento delle violazioni.

Le decisioni in rassegna ribadiscono, innanzitutto, il principio per cui l'accertamento delle infrazioni non possa farsi coincidere con la conclusione delle verifiche ispettive intraprese presso gli intermediari. La Corte d'Appello di Venezia ha riconosciuto "la natura meramente istruttoria e non deliberativa della relazione ispettiva finale redatta dagli ispettori" affermando come "ai fini dell'individuazione del momento iniziale del decorso del detto termine per la contestazione l'«accertamento» debba essere ritenuto comprensivo anche nel tempo occorrente per la valutazione dei dati acquisiti, necessaria per la verifica degli elementi soggettivi e oggettivi della violazione medesima e per la valutazione dell'idoneità del fatto a integrare gli estremi dei comportamenti sanzionatori come illeciti, con il limite che la valutazione di tali elementi, pur non essendo assoggettata a un termine predeterminato, avvenga, pur tuttavia in un termine ragionevole" (decreto 17.10/1.12.2005). E, nella fattispecie, le Corti d'Appello investite della questione hanno unanimemente riconosciuto la congruità del tempo impiegato per addivenire all'accertamento delle violazioni contestate, in considerazione della complessità e vastità dei fenomeni scrutinati.

La giurisprudenza non ha mancato di dare rilievo, in un'ottica di ragionevolezza, del tempo impiegato per addivenire all'accertamento delle violazioni e alla simultaneità delle verifiche intraprese nei confronti degli operatori più "attivi" nella negoziazione di bond Cirio; infatti, "nel necessario rispetto dei principi di coerenza e imparzialità dell'azione amministrativa, l'attività di negoziazione oggetto dell'indagine non poteva che richiedere una valutazione simultanea per tutti gli intermediari sottoposti a verifica e che l'operazione complessiva ha richiesto l'impegno della totalità delle risorse assegnate alle tre divisioni operative di Consob (Intermediari, Mercati, ed Emittenti) determinando l'avvio di procedimenti sanzionatori nei confronti di circa quattrocento esponenti aziendali e dipendenti delle banche ispezionate" (decreto della Corte d'Appello di Bologna 18.11/1.12.2005).

Le Corti d'Appello adite hanno interamente confermato la sussistenza delle violazioni accertate in relazione alla negoziazione di *bond* Cirio. In particolare, tali violazioni hanno riguardato: (i) le carenze delle procedure interne (in violazione dell'art. 56 del Regolamento Consob in materia di intermediari); (ii) la carente conoscenza dello strumento finanziario oggetto di trattazione (in violazione dell'art. 26, comma 1, lett. e, del citato Regolamento); (iii) la carente informazione alla clientela sulla natura e sui rischi delle operazioni (in violazione dell'art. 28, comma 2, del citato regolamento); (iv) la carente valutazione dell'adeguatezza delle disposizioni impartite dal cliente (in violazione dell'art. 29 del citato regolamento); (v) la omessa segnalazione della potenziale situazione di conflitto di interessi derivante dalla partecipazione dell'intermediario negoziatore (o di altra società del gruppo) ai consorzi di collocamento dei titoli trattati, o derivante dalla qualità di banca finanziatrice dell'emittente titoli venduti alla clientela.

Con particolare riferimento alle violazioni di carattere procedurale, le Corti adite hanno innanzitutto affermato la chiara e univoca portata precettiva degli obblighi imposti all'intermediario dagli art. 21, comma 1, lett. d), del Tuf e dell'art. 56 del Regolamento Consob 11522/1998.

*Sulla base di tali disposizioni "risultano dunque chiari i comportamenti imposti agli operatori, e sotto tale profilo ne va apprezzata l'idoneità siccome efficacemente diretti a garantire, nell'ambito di operatività prescelta dall'intermediario stesso, l'ordinata, efficiente e trasparente prestazione dei servizi di investimento tramite l'adozione di procedure interne strumentali rispetto al fine di assicurare la puntuale osservanza degli obblighi di condotta normativamente previsti. Sotto lo specifico aspetto dell'imposizione agli intermediari dell'obbligo di dotarsi di specifiche procedure interne non si potrebbe, del resto, ragionevolmente pretendere dal sistema normativo una maggiore precisione: la varietà degli strumenti finanziari offerti dal mercato e, quindi, del possibile ambito operativo dell'intermediario e delle modalità organizzative da questi adottabili nell'ambito della propria autonomia imprenditoriale non consente, infatti, la previsione, *ex ante*, di tutti i possibili schemi procedurali funzionali agli scopi indicati dalla normativa di settore rendendo inevitabile che, pur nella vincolatività dei relativi risultati, il concreto assetto di tali procedure sia rimesso alla discrezionalità dell'imprenditore (per il quale, tra l'altro, l'ordinamento prescrive il possesso di rigorosi requisiti, di professionalità)" (decreto della Corte d'Appello di Bologna 25.11/14.12.2006).*

In generale, è stata esclusa qualsiasi ipotesi di "duplicazione" tra la violazione dell'obbligo di apprestare idonee procedure per la prestazione di servizi di investimento e le violazioni di singole disposizioni contenenti precetti "comportamentali", nel caso di specie ritenute conseguenza immediata e

diretta, per l'appunto, delle carenze "procedurali". Nel decreto 27.10/1.12.2005, la Corte d'Appello di Venezia ha riconosciuto che "la medesima omissione (mancata adozione di adeguate procedure) risultò, in concreto, violativa di diverse disposizioni (gli artt. 26, 27, 28 e 56 del Regolamento Consob 11522/1998) poste a presidio di beni giuridici distinti (l'offerta, da parte dell'intermediario, di un'efficiente ordinata e corretta prestazione del servizio di negoziazione in conto terzi, la conoscenza adeguata degli strumenti finanziari offerti, la comunicazione, agli investitori, di adeguate informazioni sulla natura e i rischi della specifica operazione di investimento, la comunicazione al cliente, dell'esistenza di situazioni di conflitto di interessi derivante da rapporti di finanziamento in essere con l'emittente dei titoli offerti ovvero con società del gruppo di appartenenza di questo) e comminanti diverse sanzioni amministrative".

Nel merito della violazione, le Corti d'Appello hanno, tra l'altro, confermato la contestata mancanza di puntuali disposizioni procedurali volte a disciplinare la fase di selezione dei titoli da offrire in contropartita diretta con la clientela; procedure, queste, di cui è stata riscontrata, presso gli intermediari bancari sottoposti a verifiche, una diffusa inadeguatezza.

Nel decreto 14.12.2005/18.1.2006, la Corte d'Appello di Torino ha affermato sul piano generale, a prescindere dalle particolarità del caso Cirio, la sussistenza dell'obbligo di "emanare disposizioni atte a impedire scelte arbitrarie da parte delle strutture addette alla scelta dei titoli e la contestazione attiene proprio alle omissioni di procedure specifiche sugli indirizzi, criteri, limiti relativi alla facoltà di selezione". In sintesi, per un'altra Corte d'Appello, "la scelta di promuovere un determinato strumento finanziario, inserendolo nel proprio portafoglio di negoziazione, rappresenta una opzione professionale antecedente alle richieste della clientela" (Corte d'Appello di Roma, decreto 22.12.2005/13.1.2006).

Relativamente all'obbligo di apprestare idonee procedure relative alla prestazione di servizi di investimento, sono state riconosciute le peculiarità del periodo di *grey market* (fase di mercato compresa tra un'emissione obbligazionaria e il regolamento delle operazioni), durante il quale è avvenuta gran parte delle negoziazioni dei *bond* Cirio e Argentina.

La Corte d'Appello di Roma ha dato rilievo al fatto che, nel caso di specie, si era in presenza di una "contrattazione, con investitori non professionali, delle obbligazioni Cirio in una fase di negoziazione di titoli non ancora emessi e con prezzi privi di efficacia informativa significativa" (fase del cosiddetto grey market), il che avrebbe dovuto indurre l'istituto di credito negoziatore a una particolare attenzione anche nella predisposizione delle disposizioni procedurali, in particolar modo al fine di garantire "un rigoroso e accurato rispetto degli obblighi informativi nei confronti degli investitori non qualificati, per renderli edotti del possibile rischio dell'investimento".

Le Corti d'Appello adite hanno, altresì, confermato i decreti sanzionatori nella parte in cui sono state comminate sanzioni pecuniarie per violazione dell'obbligo, sancito dall'art. 26, comma 1, lett. e), del Regolamento n. 11522 del 1998, di acquisire adeguata conoscenza degli strumenti finanziari trattati.

La Corte d'Appello di Torino ha ritenuto "particolarmente importante la mancanza di sollecita e tempestiva acquisizione, da parte della Banca, delle credit opinion e delle offering circular. Come precisato dalla Consob, dalle credit opinion, destinate proprio agli investitori istituzionali, emergeva la attribuzione, da parte del lead manager delle obbligazioni Cirio, di un rating implicito a lungo termine pari a B e quindi la

loro collocazione nell'ambito dell'area *speculative grade*, risultando così evidenziato un elevato rischio. Nell'*offering circular* venivano fornite informazioni sull'elevato livello di indebitamento del Gruppo Cirio verso il sistema bancario e finanziario".

Con particolare riguardo all'osservanza dell'obbligo di informazione al cliente, particolare rilievo ha avuto, per i Giudici, la circostanza che le obbligazioni in questione fossero negoziate, in gran parte, nella fase di cosiddetto *grey market*.

La Corte d'Appello di Roma ha riconosciuto (decreto 2/20.12.2005) che "la contrattazione delle obbligazioni Cirio nel cosiddetto 'mercato grigio' avrebbe dovuto indurre la banca a un più penetrante rispetto degli obblighi informativi, in relazione a un titolo scarsamente liquido e fortemente volatile, a rischio reale". In proposito, la Corte d'Appello di Bologna ha osservato che "gli acquisti da parte della clientela retail che intervengono nella fase di grey market finiscono con l'influenzare lo stesso mercato primario (riservato agli investitori professionali) liberando da sostanziali rischi i collocatori: l'emittente e i lead manager, invero, possono, di fatto, tener conto dell'andamento delle transazioni registratesi nel grey market e, in ipotesi, revocare, entro la chiusura del collocamento e con conseguente inefficacia di tutte le contrattazioni medio tempore intervenute, l'effettiva emissione quando la stessa non abbia già registrato successo in tale fase ovvero aumentare l'ammontare dei titoli offerti in caso di risposta particolarmente positiva da parte del mercato".

La vicenda Cirio ha, altresì, offerto ai Giudici l'occasione per intervenire sulla natura dell'obbligo contenuto nell'art. 29 del Regolamento n. 11522 del 1998, che vieta agli intermediari di effettuare con o per conto degli investitori operazioni non adeguate per tipologia, oggetto, frequenza o dimensione.

Al riguardo, la Corte d'Appello di Ancona ha osservato (decreto 30.11/1.12.2005) che "l'istituto bancario intermediario (...) non può limitarsi a una mera funzione negoziale, pur anche intermediaria, ma deve, in buona sostanza, non solo farsi carico di un 'consenso informato' della clientela, ma anche farsi carico di costituire un quadro di compatibilità delle singole operazioni rispetto al 'profilo' specifico dell'interesse medesimo, in modo che le operazioni intermedie (...) siano adeguate e congruenti rispetto alle caratteristiche (quantitative e qualitative) del quadro patrimoniale specifico proprio degli investitori".

Anche l'art. 27 del Regolamento Intermediari, concernente le operazioni in potenziale conflitto di interessi, ha formato oggetto di puntualizzazione.

Al riguardo, la Corte d'Appello di Venezia (decreto 27.10/1.12.2005) ha rilevato la "assoluta ininfluenza, sulla configurabilità della violazione in questione, dell'esistenza di un effettivo approfittamento, da parte della banca, della posizione di intermediario e di un danno per l'investitore"; difatti, "la disciplina del conflitto di interessi, in quanto intesa ad assicurare la tutela della correttezza dell'intermediario e la trasparenza dell'operato di questo, appresta, con l'imposizione dell'obbligo di manifestare al cliente investitore l'esistenza di una situazione di potenziale conflitto, un rimedio preventivo al pericolo che la condotta dell'intermediario possa, in concreto, risultare condizionata da un particolare interesse proprio all'operazione intermediata".

Passando, invece, a questioni relative alla disciplina degli emittenti, nel corso del 2005, la Consob ha impugnato innanzi al Tribunale civile di Padova, ai sensi del combinato disposto degli artt. 14, commi 5 e 6, 122, comma 4, del Tuf e 2377 del codice civile, la delibera assembleare di nomina degli amministratori e dei sindaci della Banca Antoniana Popolare Veneta, ritenendo che la stessa fosse stata adottata con il contributo determinante di soggetti che non potevano esercitare il diritto di voto in quanto aderenti a un patto parasociale non dichiarato. Con il medesimo ricorso la Consob ha, altresì, proposto domanda cautelare di sospensione dell'esecuzione della delibera in questione; tale sospensione, nel frattempo, era stata disposta provvisoriamente dal Tribunale con decreto emesso in via di urgenza su istanza di altro soggetto.

Il Tribunale ha dapprima confermato la misura cautelare provvisoria già adottata (ordinanza 8.6.2005) e, successivamente, ha rigettato i reclami proposti avverso la prima ordinanza.

Le pronunce cautelari rivestono particolare interesse per l'oggettiva rilevanza della vicenda poiché in esse si affermano espressamente la legittimazione e l'interesse della Consob a proporre, oltre alla domanda di annullamento di una delibera assembleare, anche la domanda cautelare volta alla sospensione della deliberazione assembleare impugnata di cui all'art. 2378, comma 3, del codice civile.

In particolare, nell'accogliere l'istanza cautelare proposta dalla Consob, il Giudice ha chiarito che la valutazione comparativa tra il pregiudizio che subirebbe il ricorrente per effetto dell'esecuzione della delibera impugnata e quello che subirebbe la società per effetto della sospensione dell'esecuzione della stessa delibera (valutazione che il giudice è chiamato a operare, ai sensi dell'art. 2378, comma 4, del codice civile) deve essere condotta tenendo conto della circostanza che l'“interesse perseguibile dalla Consob attraverso l'impugnazione è espressione di esigenze di trasparenza del mercato e di correttezza della gestione societaria, della cui tutela l'autorità indipendente è investita”.

Nel rigettare i reclami presentati avverso l'ordinanza cautelare, il Tribunale in composizione collegiale ha pienamente condiviso il “rilievo che il giudice di prima istanza ha attribuito, oltre che alla comparazione di interessi delle parti necessarie del procedimento di sospensione, all'interesse pubblicistico del quale è portatrice la Consob e per il quale questa è legittimata sia all'impugnazione ex art. 2377 c.c. sia alla tutela cautelare ex art. 2378 c.c., interesse che è quello connesso all'esigenza di trasparenza del mercato e di correttezza della gestione societaria; interesse che per la dottrina legittima l'azione della Consob anche quando la deliberazione sia vantaggiosa per la società e sia dannosa l'impugnazione”, affermando inoltre che “la dannosità dell'impugnazione per la società, da valutarsi ai sensi del IV comma dell'art. 2378 c.c., non è determinante per negare la sospensione se, questa è, invece, coerente alle esigenze pubblicistiche a tutela delle quali è consentito alla Consob chiedere ... essa stessa la sospensione” (ordinanza 8/14.7.2005).

Nel corso del 2005 hanno avuto esito positivo, con l'annullamento dei relativi bilanci, due impugnative di bilanci d'esercizio e consolidato al 31.12.2003 (Arquati e Stayer) effettuate dalla Consob nell'esercizio del potere attribuitole dall'art. 157, comma 2, del Tuf.

Significativa appare, inoltre, l'articolata pronuncia con la quale il Tribunale Amministrativo Regionale per il Lazio (sentenza n. 15180/05), nel mese di dicembre, ha respinto il ricorso promosso, congiuntamente, da una società di revisione iscritta all'Albo Consob e dal *partner* di

questa avverso la sanzione irrogata nei loro confronti dalla stessa Consob a seguito del riscontro di irregolarità nell'ambito dei lavori effettuati, ai sensi dell'art. 155 del Tuf, sui bilanci di esercizio e consolidato di una società con azioni quotate.

La sentenza assume particolare rilievo nella parte in cui afferma l'irrelevanza di generiche censure fondate sulla mancata esibizione, da parte dell'amministrazione, di documenti (o di parti di questi) richiesti dagli interessati nell'ambito di un procedimento conclusosi con l'emanazione di una sanzione ove le stesse non siano accompagnate dalla dimostrazione che "la lesione del diritto di difesa sia effettivamente avvenuta", ovvero da circostanziate indicazioni circa "la concreta sussistenza di fatti e circostanze posti a base della sanzione adottata da loro non conosciuti". In assenza di una puntuale evidenziazione, da parte degli interessati, del profilo della motivazione che "abbia fatto riferimento a elementi fattuali a loro indebitamente preclusi", conclude la sentenza, "non vi è alcuna ragione di dubitare che le parti contrassegnate da omissis o gli altri documenti in relazione ai quali l'accesso non è stato consentito sono stati ritenuti dalla Consob ininfluenti ai fini della formazione della volontà provvedimentale".

Tra le decisioni giurisprudenziali adottate nel corso del 2005, si segnalano due sentenze del Tar Lazio (n. 11292/05 e n. 13749/05) in materia di fissazione del prezzo dell'offerta pubblica di acquisto residuale, attività che il Tuf demanda alla Consob.

Nel primo caso, i giudici amministrativi hanno accolto il ricorso promosso dall'offerente avverso la delibera di fissazione del prezzo dell'Opa residuale ritenendo carente sia l'istruttoria svolta preliminarmente alla sua adozione, sia la parte motivazionale del provvedimento impugnato. Il Tribunale ha considerato insufficiente quest'ultima parte, anche se integrata, facendo ricorso agli atti preparatori del provvedimento. In particolare, il Tar ha ritenuto che la Consob, nello stabilire il prezzo dell'Opa residuale, debba fornire sufficiente motivazione anche degli eventuali scostamenti delle valutazioni dalla stessa effettuate rispetto agli elementi informativi forniti dall'offerente ai sensi dell'art. 50 del Regolamento Emittenti.

Nel secondo caso, il Tar ha invece rigettato il ricorso promosso da un azionista avverso la delibera di fissazione del prezzo dell'Opa residuale, precisando che l'attività di cui la Consob è investita comporta l'esercizio di "un potere di carattere discrezionale tecnico, basato sull'applicazione delle regole concernenti le metodologie valutative di azienda e della prassi tecnica, che non si fondano su regole scientifiche esatte". Il Tribunale ha, inoltre, condiviso che la Consob non sia obbligata a utilizzare "parametri ulteriori rispetto a quelli normativamente indicati" e ha, altresì, avallato l'unitaria considerazione dei parametri del patrimonio netto rettificato a valore corrente e dell'andamento e prospettive reddituali dell'emittente, di cui all'art. 50, comma 3, del Regolamento Emittenti.

Si ricordano, infine, le pronunce con le quali il Tar del Lazio, in sede cautelare, e il Consiglio di Stato, in sede di appello avverso le ordinanze cautelari del Tar, aditi da due distinte associazioni di consumatori, hanno riconosciuto la correttezza dell'operato della Consob all'epoca del rilascio del nulla-osta alla pubblicazione del documento relativo all'offerta di scambio rivolta dalla Repubblica Argentina a tutti i possessori dei *bond* non rimborsati a seguito della dichiarazione di *default* (dicembre 2001).

2. La verifica in sede giurisdizionale dell'attività dell'Istituto

Fra le pronunce giurisprudenziali più significative intervenute nel 2005 relativamente a casi di azioni contro la Consob per il risarcimento di danni si segnala la sentenza n. 11149/2005 con la quale il Tribunale civile di Milano ha rigettato la domanda risarcitoria proposta, nei confronti della Consob, da un'associazione di risparmiatori per asserito negligente esercizio dei poteri di vigilanza nei confronti di una società ammessa alle negoziazioni sul Nuovo Mercato, le cui azioni avevano riportato una rilevante perdita di valore.

Il Tribunale adito ha escluso che l'associazione, le cui finalità statutarie annoverano "la salvaguardia dei diritti dei risparmiatori", abbia potuto acquistare le azioni della società affidandosi unicamente alle informazioni contenute nel prospetto informativo (pubblicato mesi prima e non più attuale al momento dell'acquisto), non curandosi affatto che, nello stesso periodo, venivano diffuse notizie stampa su indagini in corso da parte della Procura competente per falso in bilancio, agiotaggio e altre violazioni di legge in relazione a comportamenti tenuti da esponenti aziendali della società emittente in occasione del collocamento e della quotazione del titolo. È stato, perciò, escluso il nesso di causalità tra l'asserito comportamento colposo e il danno lamentato.

Di grande rilievo sono anche le 27 sentenze che hanno definito una parte dei giudizi risarcitori promossi nei confronti della Consob da alcuni risparmiatori, acquirenti di obbligazioni Cirio e Argentina (Appendice, Tav. A.18).

Tali decisioni hanno quasi tutte statuito la responsabilità degli intermediari coinvolti nella distribuzione delle obbligazioni, con conseguente condanna al risarcimento dei danni nei confronti degli aventi diritto. Le pretese risarcitorie formulate nei confronti della Consob sono, invece, state tutte respinte, attesa la dichiarata insussistenza, nel merito, di profili di responsabilità (extracontrattuale) dell'Istituto per omesso e/o negligente esercizio delle funzioni di vigilanza sugli intermediari coinvolti nella distribuzione delle citate obbligazioni, non essendo stata ravvisata alcuna violazione da parte dell'Istituto degli obblighi di vigilanza imposti dalla normativa di riferimento.

Le suddette sentenze hanno chiarito che l'illecito di tipo omissivo deve trovare fondamento nella violazione di una norma specifica, mentre non è possibile individuare in capo alla Consob alcun obbligo di controllo sul flusso indifferenziato di informazioni destinate agli investitori. Ciò in quanto, ai sensi della specifica disciplina, le norme attributive della competenza Consob hanno come destinatari immediati i soggetti abilitati. Infatti: "non è rinvenibile nel Tuf, né potrebbe ritenersi in concreto esigibile, alcun obbligo a carico della Consob di generale e costante informazione (diretta al pubblico indifferenziato degli investitori) in merito all'andamento dei mercati finanziari e, specificamente, in merito alle variazioni del rischio sistematico e specifico riferito ai singoli prodotti finanziari". Inoltre: "la tutela degli interessi degli investitori costituisce l'obiettivo finale cui deve tendere l'esercizio delle competenze amministrative di vigilanza e ispezione, che hanno invece come destinataria prima e diretta l'attività dei soggetti abilitati. Ne consegue che l'asserito illecito omissivo ascritto alla Consob ... non può essere genericamente desunto dal predetto obiettivo finale, ma deve essere individuato in relazione alla specifica norma attributiva della competenza" (sentenze Tribunale di Roma nn. 14516 e 15196).

*In particolare, è stata esclusa la responsabilità della Consob in relazione al collocamento dei titoli in assenza del prospetto informativo, atteso che “un obbligo di verifica delle informazioni dirette al pubblico è posto a carico della Consob ... unicamente in caso di sollecitazione all’investimento rivolta al pubblico (“prospetto informativo” ex artt. 94, 95 e 97 Tuf) e di emissioni quotate in un mercato regolamentato (“prospetto di quotazione” ex artt. 113 ss Tuf), ma nessuna delle indicate disposizioni viene in rilievo nel caso di specie, essendo incontestato tra le parti che i *bond* Argentina acquistati dagli attori concernevano una emissione rivolta ai soli investitori istituzionali (cosiddetto “*private placement*”, per cui non è richiesta la pubblicazione del prospetto informativo: art. 100, comma 1, lett. a, del Tuf), nonché titoli di debito negoziati su mercato non regolamentato, con conseguente esonero dalla redazione del prospetto di quotazione” (sentenze nn. 14516 e 15196).*

Nel corso del 2005 la Consob ha proposto appello avverso la sentenza del Tribunale di Roma n. 34309 del 14 dicembre 2004, con cui l’Istituto era stato condannato al pagamento, a favore di un gruppo di risparmiatori, di una somma di denaro a titolo di risarcimento del danno per omessa attività di controllo su una società di intermediazione mobiliare.

A fine 2005 risultava pendente, presso la medesima Corte di Appello di Roma, un giudizio relativo all’impugnativa di altra sentenza che ha, parimenti, disposto la condanna dell’Istituto al risarcimento dei danni occorsi a un gruppo di risparmiatori e conseguenti all’omessa attività di controllo su un gruppo di società, di cui solo alcune autorizzate allo svolgimento di attività di intermediazione mobiliare e altre, viceversa, operanti in via abusiva.

VIII – LA GESTIONE INTERNA E LE RELAZIONI CON L'ESTERNO**1. La gestione finanziaria**

Nell'esercizio 2005 le entrate (al netto dell'avanzo di amministrazione) sono risultate nel complesso pari a 76,1 milioni di euro (Tav. 61), di cui 47,1 milioni (pari al 61,9 per cento) relative ad entrate contributive; relativamente a queste ultime, le quote di maggiore consistenza sono riferite alle categorie emittenti, promotori finanziari e intermediari (Tav. 62).

Schema riassuntivo delle entrate e delle spese
(milioni di euro)

Tav. 61

Voci	2000 ¹	2001 ¹	2002 ¹	2003 ¹	2004 ¹	2005 ²
Entrate						
Avanzo di amministrazione ³	50,7	74,0	12,3	11,6	11,7	15,4
Fondo a carico dello Stato	31,0	31,0	23,7	23,3	26,7	25,4
Entrate proprie						
Entrate da corrispettivi istruttori ⁴	3,0	1,5	—	—	—	—
Entrate da corrispettivi per partecip. a esami ⁴	3,0	1,5	—	—	—	—
Entrate da contributi di vigilanza	31,8	27,4	39,9	41,6	49,2	47,1
Entrate da contributi sulle negoziazioni ⁴	5,2	3,6	—	—	—	—
Entrate diverse	4,2	11,6	3,8	4,9	3,5	3,6
Totale entrate	128,9	150,6	79,7	81,4	91,1	91,5
Spese						
Spese correnti						
Spese per i componenti la commissione	1,2	1,4	1,4	1,3	2,2	2,5
Spese per il personale	33,7	45,8	42,2	43,2	44,6	53,1
Spese per acquisizione di beni e servizi	14,2	16,4	18,7	18,9	19,4	22,2
Oneri per ripristino e ampl. immobilizzaz.	2,4	3,8	4,7	4,6	4,3	5,3
Spese non classificabili	0,1	4,9	1,1	0,4	5,2	5,0
Totale spese correnti	51,6	72,3	68,1	68,4	75,7	88,1
Spese in conto capitale	3,6	66,8	2,8	1,7	2,6	3,4
Totale spese	55,2	139,1	70,9	70,1	78,3	91,5

¹ Dati consuntivi. ² Dati di preventivo definitivo. ³ L'avanzo è dato dalla differenza tra il totale delle entrate e il totale delle spese, nonché dalle differenze derivanti dalla gestione dei residui e dalle rettifiche di valore delle disponibilità investite (non indicate nella tavola). L'avanzo 2004 è riportato tra le entrate 2005. ⁴ A partire dall'esercizio 2002, per effetto dell'intervenuta riformulazione del comma 3 dell'art. 40 della Legge n. 724/1994, il regime contributivo contempla un'unica tipologia di contribuzione denominata "contributo di vigilanza".

Contribuzioni per categoria di soggetti vigilati
(milioni di euro)

	Categorie di operatori										Totale entrate contributive
	Intermediari Sim e agenti di cambio	Banche	Società di revisione	Promotori di servizi finanziari	Organismi di mercato ³	Emittenti	Oicr ⁴	Soggetti che sollecitano il pubblico risparmio	Negoziazioni titoli quotati su Mta / Mercato Expandi	Altri	
2000 ¹	0,5	2,9	2,3	10,3	1,2	8,4	3,0	9,2	5,2	0,0	43,0
2001 ¹	0,5	2,8	2,1	8,7	1,4	7,9	3,1	3,5	3,6	0,4	34,0
2002 ¹	1,2	7,5	2,0	6,4	2,8	8,9	5,3	4,9	—	0,9	39,9
2003 ¹	1,0	7,4	2,5	8,0	3,1	9,0	6,1	3,4	—	1,1	41,6
2004 ¹	0,9	7,7	3,7	9,5	3,9	8,8	6,2	7,1	—	1,4	49,2
2005 ²	0,9	7,7	3,6	9,4	4,0	10,8	6,1	2,9	—	1,7	47,1

¹ Dati consuntivi. ² Dati di preventivo definitivo. ³ In tale categoria sono ricompresi Borsa Italiana Spa, Tlx Spa, Mts Spa, Cassa di compensazione e garanzia Spa e Monte Titoli Spa. ⁴ Incluso il contributo di vigilanza per le gestioni individuali svolte dalle Sgr.

Sotto il profilo della spesa, si è registrato un aumento di quella corrente, correlato essenzialmente alla spesa per il personale. La spesa in conto capitale (3,4 milioni di euro) registra anch'essa un incremento, dovuto essenzialmente ad acquisizioni di strumenti e apparecchiature informatici.

Nel mese di dicembre è stato approvato il bilancio di previsione per il 2006. Le entrate previste per l'esercizio assommano in complesso a 89,8 milioni di euro e derivano per 13,1 milioni dal «Trasferimento da parte dello Stato» per tale anno, per 73,1 milioni dalle «Entrate contributive», per 3,6 milioni da «Altre Entrate» dell'Istituto. A esse si aggiungono 11,4 milioni di euro derivanti dall'«Avanzo di amministrazione presunto dell'esercizio 2005». Quest'ultimo è ripartito nelle separate componenti di «Avanzo di amministrazione disponibile» per la copertura finanziaria di spese programmate per l'esercizio 2006 (10,7 milioni di euro) e «Avanzo di amministrazione generato dalle prenotazioni di impegno 2005 trasferite all'esercizio 2006 ai sensi dell'art. 19 del Regolamento di contabilità» (0,7 milioni di euro) riconnesso al differimento della realizzazione di una nuova biblioteca presso la sede romana e al potenziamento dei server centrali.

La previsione effettiva della spesa complessiva per l'esercizio 2006 (considerata al netto delle suddette prenotazioni di impegno trasferite dall'esercizio 2005 e ricomprese nelle spese in conto capitale) assomma a 100,4 milioni di euro, di cui 93,2 per «Spese correnti» e 7,2 per «Spese in conto capitale». La previsione di spesa corrente per il 2006 registra un incremento rispetto all'omologo dato di previsione definitiva 2005 pari a 6,8 milioni di euro, per effetto essenzialmente della crescita degli oneri correlati all'ampliamento dell'organico di legge e alla necessità di procedere, anche in relazione alle nuove esigenze operative poste dalle direttive comunitarie già recepite o in via di recepimento, a un generale ammodernamento e potenziamento del sistema informatico dell'Istituto. La previsione di spesa 2006 in conto capitale riflette anch'essa il programma di ammodernamento e potenziamento del sistema informatico, oltre al citato allestimento di una nuova biblioteca.

A dicembre 2005 la Commissione ha definito il regime contributivo valevole per l'anno 2006 individuando, in base a quanto previsto dall'art. 40 della legge 724/1994, le categorie di soggetti vigilati tenuti al pagamento della contribuzione e la misura dei contributi medesimi.

I relativi provvedimenti riflettono l'invarianza del quadro normativo di riferimento, per cui il contributo dovuto dai soggetti vigilati concerne le medesime categorie contemplate nel regime contributivo per l'anno 2005.

2. La gestione delle risorse umane

Nel corso del 2005 sono state nel complesso assunte 47 unità di personale, di cui 38 a ruolo e 9 con contratto a tempo determinato. Nello stesso anno sono cessati dal servizio 7 dipendenti di ruolo (dei quali 6 per dimissioni volontarie e uno per collocamento a riposo d'ufficio) e 2 dipendenti a contratto (entrambi per dimissioni volontarie). Per cui, rispetto al 2004, l'organico effettivo dell'Istituto è cresciuto di 38 unità (Tavv. 63 e 64).

Tav. 63

Il personale ¹						
	Dipendenti di ruolo			Dipendenti a tempo determinato	Totale	
	Carriera direttiva	Carriera operativa	Carriera dei servizi generali			
1990	91	63	16	67	237	
1993	134	72	16	96	318	
1996	128	152	16	108	404	
1997	125	161	21	96	403	
1998	122	156	17	88	383	
1999	116	205	19	24	364	
2000	110	246	20	13	389	
2001	110	241	19	15	385	
2002	126	250	15	17	408	
2003	129	245	15	19	408	
2004	131	236	15	20	402	
2005	182	218	15	25	440	

Confronta Note metodologiche. ¹ Dati al 31 dicembre.

Tav. 64

Distribuzione del personale per carriera e per unità organizzativa¹

	Carriera direttiva		Carriera operativa	Carriera dei servizi generali	Totale
	Superiore	Inferiore			
Divisioni					
Emittenti	11	44	27	--	82
Intermediari	5	28	56	--	89
Mercati e Consulenza economica	7	25	26	--	58
Amministrazione e Finanza	5	7	34	16	62
Consulenza Legale	4	14	11	--	29
Relazioni Esterne	5	5	5	--	15
Risorse	3	9	17	--	29
Altri Uffici ²	12	17	47	--	76
<i>Totale</i>	<i>52</i>	<i>149</i>	<i>223</i>	<i>16</i>	<i>440</i>

Confronta Note metodologiche. ¹ Dati al 31 dicembre 2005. I contrattisti sono distribuiti secondo la loro equiparazione. ² Comprende gli uffici non coordinati nell'ambito delle Divisioni.

In particolare, sono stati assunti a ruolo a seguito di concorsi pubblici: 16 coadiutori (con laurea in discipline economiche) presso la sede di Milano; 9 coadiutori (con laurea in discipline giuridiche) presso la sede di Roma; 3 coadiutori (con profilo professionale di statistico quantitativo) presso la sede di Roma; 10 vice assistenti, di cui 6 presso la sede di Milano e 4 presso la sede di Roma.

Sono, invece, stati assunti con contratto a tempo determinato a seguito di apposite selezioni espletate ai sensi della speciale normativa in materia di cui alla delibera n. 11412/1998: un direttore (con profilo di informatico); un condirettore (con profilo di analista finanziario); 7 funzionari di 2^a (con profilo di analista finanziario). Tutti sono stati destinati alla sede di Roma.

Nel 2005, in attuazione dell'art. 2, comma 4-*duodecies*, della legge 14 maggio 2005, n. 80, è stato espletato l'esame-colloquio finalizzato all'immissione in ruolo di 2 dipendenti in precedenza assunti con contratto di lavoro a tempo determinato e con qualifica equiparata, rispettivamente, a condirettore centrale e a funzionario di 2^a.

Sempre nel 2005, si è concluso il concorso interno (bandito nel 2004) per l'accesso alla carriera direttiva che ha consentito il passaggio alla qualifica di funzionario di 2^a di 28 dipendenti con qualifica di coadiutore ed è stato avviato e concluso l'omologo concorso interno per l'anno 2005, che ha consentito il passaggio a funzionario di 2^a di altri 26 coadiutori.

Nel corso dell'anno sono stati sottoscritti accordi negoziali concernenti modifiche al "Trattamento giuridico ed economico del personale" e al "Trattamento di quiescenza del personale" assunto successivamente al 27 aprile 1993.

Per quanto riguarda l'attività di formazione, le ore erogate nel corso del 2005 sono state complessivamente 22.135 (13.832 nel 2004), con un incremento del 60 per cento rispetto all'anno precedente e con una media *pro-capite* di 50 ore circa (35 nel 2004).

Come negli anni precedenti, le aree di sviluppo che hanno assorbito maggiori risorse sono state quelle della formazione tecnico-professionale (riconducibile ai corsi sull'aggiornamento delle conoscenze specialistiche) e della formazione linguistica (per agevolare lo svolgimento dell'attività internazionale dell'Istituto); inoltre, in relazione all'immissione in servizio di nuove risorse, specifici percorsi formativi sono stati dedicati ai neoassunti.

Ampio spazio è stato dato alla formazione connessa alle innovazioni legislative in materia di market abuse e alla applicazione dei nuovi principi contabili Ias/Ifrs.

3. Le relazioni con l'esterno e l'attività di investor education

Nel corso del 2005 è stato notevole l'impegno dedicato dalla Consob alle relazioni con l'esterno. Grande rilievo hanno avuto i rapporti intrattenuti con altre Istituzioni nazionali in occasione dei lavori di predisposizione e approvazione di importanti interventi legislativi. Il 2005 ha visto, infatti, l'approvazione di provvedimenti che hanno modificato il quadro normativo di riferimento, apportando profonde innovazioni anche in relazione al recepimento di normative europee.

In particolare, con la legge comunitaria per il 2004, sono stati introdotti significativi elementi di novità nella disciplina degli abusi di mercato, attribuendo, fra l'altro, nuovi compiti e poteri alla Consob. La legge 28 dicembre 2005, n. 262, recante disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari, ha concluso il processo di riforma normativa avviato successivamente ai casi di dissesto societario verificatisi fra il 2002 e il 2004.

La Consob ha tempestivamente dato attuazione con i propri Regolamenti alla nuova disciplina del market abuse e nel 2006 sarà chiamata, in applicazione della legge n. 262/2005, a una imponente attività di normazione secondaria, che darà contenuto a molte delle innovazioni introdotte dalla nuova disciplina.

Nel quadro dei rapporti intrattenuti con altre Istituzioni, notevole è stato anche l'impegno profuso nel fornire alle Autorità di governo gli elementi necessari per dare seguito a numerose interrogazioni parlamentari e *question time* concernenti materie di competenza dell'Istituto.

L'attività di comunicazione della Consob è stata diretta anche a soddisfare le esigenze informative dei risparmiatori e degli operatori del mercato. In questo ambito, il sito internet istituzionale si è confermato uno strumento particolarmente valido per fornire un'informazione completa e tempestiva.

Nel corso dell'anno è continuata l'attività dell'Istituto volta a migliorare il livello qualitativo dei contenuti del sito; degna di nota è la parte dedicata alla regolamentazione, al cui interno sono riportate

anche le principali direttive europee in materia di mercati finanziari, normative necessarie per una approfondita conoscenza e studio di un ordinamento sempre più integrato a livello comunitario.

Ancora una volta l'impegno dedicato al sito internet ha trovato riscontro nell'incremento generalizzato degli accessi confermando e consolidando il *trend* crescente degli ultimi anni (Tav. 65).

Tav. 65

Accessi alle pagine del sito internet				
Pagine	2002	2003	2004	2005
Home Page (Novità)	829.385	953.900	1.563.957	2.040.414
Per i risparmiatori	102.159	144.333	156.023	158.124
Per gli operatori ¹	—	70.573	69.071	101.098
La Consob	121.688	118.407	157.075	229.123
Società	1.014.943	2.214.855	2.567.876	2.811.214
Intermediari e mercati	262.218	189.417	234.561	289.627
Decisioni della Consob	416.423	387.879	421.345	519.469
Regolamentazione	555.583	430.937	501.071	727.141
Pubblicazioni e comunicati	438.993	451.318	495.005	521.198
Altri siti	30.148	27.122	29.087	14.098
Motore di ricerca unico	242.315	223.459	245.013	275.192
Aiuto e mappa del sito	63.927	64.543	72.354	89.210
Versione in lingua inglese	200.237	132.605	136.357	141.498

¹ Sezione inserita nel corso dell'anno 2003.

Significativo l'aumento, superiore al 45 per cento, degli accessi alle sezioni "Per gli operatori" e "Regolamentazione", aumento che conferma l'importanza che il sito istituzionale ha assunto come strumento lavorativo per la quotidiana attività degli operatori del mercato.

Nell'ambito dell'attività di comunicazione mantiene un ruolo strategico l'attività di *investor education*.

Nel sito internet sono ormai presenti molte iniziative che illustrano, in modo semplice e immediato, prodotti finanziari di larga diffusione fra il pubblico, ovvero con caratteristiche difficilmente comprensibili da parte dei risparmiatori soprattutto sotto il profilo del rapporto rischio/rendimento.

Nel corso del 2005 è stata pubblicata un'ulteriore iniziativa dedicata ai prodotti derivati.

Il fine perseguito dalla Consob è quello di offrire al risparmiatore elementi di base sui prodotti derivati, accompagnandolo in un percorso di apprendimento che - attraverso l'illustrazione delle caratteristiche fondamentali, delle finalità e dei rischi dei singoli strumenti - lo conduca a una conoscenza di carattere generale dei principali prodotti. L'utilità dell'iniziativa risiede non soltanto nell'accrescimento della cultura finanziaria del lettore ma, soprattutto, nel fornire allo stesso gli strumenti per comprendere l'uso che dei derivati viene effettuato nell'ambito di altri prodotti finanziari, a volte molto diffusi fra il pubblico.

Di rilievo è stata anche l'attività svolta attraverso i tradizionali strumenti di comunicazione. La pubblicazione del "Bollettino Ufficiale" e del periodico "Consob Informa" rappresenta, infatti, un appuntamento periodico, anche per gli operatori della stampa, utile per la conoscenza tempestiva dei provvedimenti adottati dalla Commissione e, più in generale, dell'attività da essa svolta.

Fra le altre iniziative, si evidenzia l'ormai consueto appuntamento con il Forum della Pubblica Amministrazione, utile sede per l'incontro diretto con il pubblico.

In tale contesto, che raggruppa le principali Autorità amministrative, la Consob promuove la propria immagine istituzionale e acquisisce importanti indicazioni sulle aspettative e sui bisogni informativi del pubblico dei risparmiatori.

Va, infine, ricordata la quotidiana attività di risposta alle richieste che di continuo pervengono all'Istituto.

I dati in materia evidenziano un forte aumento di tale attività rispetto al 2004, dovuto per circa l'80 per cento a richieste avanzate da risparmiatori e studenti, a testimonianza dell'importanza dell'attività di comunicazione svolta dalla Consob (Tav. 66). È continuata, inoltre, l'intensa attività dello "sportello telefonico", quotidianamente impegnato a soddisfare le esigenze più svariate provenienti da risparmiatori e operatori del mercato.

Tav. 66

Richieste di documentazione e informazioni relative all'attività dell'Istituto

	Soggetti			Oggetto della richiesta				Totale
	Investitori e operatori istituzionali	Risparmiatori, studenti e altri soggetti	Totale	Delibere, comunicazioni, prospetti	Testi integrati di leggi e regolamenti	Dati e informazioni	Altro	
1997	673	441	1.114	451	367	286	10	1.114
1998	597	448	1.045	427	300	300	18	1.045
1999	540	475	1.015	310	290	300	115	1.015
2000	1.460	1.158	2.618	588	379	1.261	390	2.618
2001	782	1.407	2.189	365	112	1.259	453	2.189
2002	655	922	1.577	182	79	1.092	224	1.577
2003	365	1.114	1.479	149	6	1.007	317	1.479
2004	247	1.277	1.524	182	48	1.024	270	1.524
2005	298	1.542	1.840	192	53	1.397	198	1.840

4. Lo sviluppo del sistema informativo

Nel corso del 2005 è continuata l'attività di adeguamento della piattaforma *hardware* e *software* ai più recenti *standard* tecnologici.

In particolare, sono stati acquisiti 17 nuovi server destinati alla ricezione dei flussi dati dall'esterno e al miglioramento dei servizi resi dal sito internet e dal sistema di posta elettronica.

È, inoltre, proseguito lo sviluppo dell'architettura hardware e software a protezione del sistema informatico, realizzato attraverso l'utilizzo di firewall, l'installazione di un intrusion detection system e la separazione dell'area della rete dell'Istituto accedibile dall'esterno.

In materia di canali di telecomunicazione si è provveduto all'incremento a 8 Mbit della linea per la connessione *internet* dell'Istituto e a 16 Mbit della linea per il sito istituzionale. Grazie a tali incrementi è stato, tra l'altro, possibile realizzare una nuova versione del Sistema "Teleraccolta" che consente l'acquisizione automatica delle segnalazioni di vigilanza degli intermediari.

Tra le applicazioni di maggior rilievo è stata realizzata una prima versione del sistema per la gestione delle attività istruttorie e delle relative scadenze (Sistema Integrato di *Reporting* Direzionale - SIRD), che fornisce tra l'altro informazioni aggiornate sullo stato di avanzamento di dette attività.

Sono, infine, proseguite le attività volte alla realizzazione del nuovo sistema per la gestione dei dati inerenti ai promotori finanziari (Sistema Integrato Promotori Finanziari - SIPF), sistema che introduce funzionalità a supporto della vigilanza, della gestione dell'Albo e della pubblicazione dei relativi dati sul sito *internet* dell'Istituto (parte già realizzata) e che, una volta completato, consentirà anche di scambiare informazioni e di interagire con i vari interlocutori istituzionali in tema di promotori.

D. Appendice e Note metodologiche

PAGINA BIANCA

INDICE DELLE TAVOLE STATISTICHE

Tav. A.1	Cessioni di partecipazioni pubbliche in società italiane quotate effettuate tramite offerta pubblica e collocamento istituzionale
Tav. A.2	Cessioni di partecipazioni di società italiane quotate a controllo pubblico tramite trattativa diretta
Tav. A.3	Struttura proprietaria delle società italiane di nuova quotazione
Tav. A.4	Offerte pubbliche di acquisto e/o di scambio su titoli di società italiane quotate
Tav. A.5	Premi di controllo nelle Opa successive su società italiane quotate
Tav. A.6	Concentrazione proprietaria delle società italiane quotate in Borsa/Mta e Mtax
Tav. A.7	Modelli di controllo delle società italiane quotate in Borsa/Mta e Mtax
Tav. A.8	Partecipazioni rilevanti nelle società italiane quotate in Borsa/Mta e Mtax
Tav. A.9	Indicatori dei mercati azionari gestiti da Borsa Italiana Spa
Tav. A.10	Scambi di titoli obbligazionari su mercati regolamentati italiani
Tav. A.11	Numero e controvalore delle emissioni di Abs effettuate ai sensi della legge n. 130/1999 per tipologia di credito sottostante
Tav. A.12	Sim: cancellazioni dall'Albo
Tav. A.13	Patrimonio gestito dai fondi comuni di investimento nei paesi dell'Unione Europea e negli Stati Uniti
Tav. A.14	Struttura del mercato degli Oicr in Italia: operatori di diritto nazionale
Tav. A.15	Struttura del mercato degli Oicr in Italia: operatori di diritto estero
Tav. A.16	Ricorsi contro atti adottati o proposti dalla Consob presentati avanti al giudice amministrativo negli anni 2003-2005
Tav. A.17	Ricorsi contro atti adottati o proposti dalla Consob presentati avanti al giudice ordinario negli anni 2003-2005
Tav. A.18	Azioni contro la Consob per risarcimento danni

PAGINA BIANCA

Tav. A.1

Cessioni di partecipazioni pubbliche in società italiane quotate effettuate tramite offerta pubblica e collocamento istituzionale¹
(1993-2005; valori monetari in milioni di euro)

Società	Data	Ctvl ²	Cedente	Quota ceduta ³	Destinatari dell'offerta ⁴			
					Pubblico ⁵	Dipendenti	Estera	Inv. Istituz.
Credit ord	04.12.1993	886 Iri		63,1	36,3	—	—	26,8
Credit risp	04.12.1993	44 Iri		17,4	—	17,4	—	—
Imi	31.01.1994	1.231 Ministero Economia e altri		36,5	14,8	0,8	—	20,9
Comit	26.02.1994	1.493 Iri		51,9	26,9	3,5	—	21,5
Ina	27.06.1994	2.340 Ministero Economia		47,2	31,6	0,6	—	15,0
Eni	21.11.1995	3.254 Ministero Economia		15,0	4,3	0,7	3,3	6,7
Imi	07.07.1996	259 Ministero Economia		6,9	—	—	—	6,9
Amga	07.10.1996	107 Comune di Genova		49,0	17,6	0,8	—	30,6
Eni	21.10.1996	4.582 Ministero Economia		15,8	8,0	0,8	2,0	5,0
Montefibre	08.07.1996	94 Enichem		66,4	8,2	—	—	58,2
Ist. Banc. S. Paolo	19.05.1997	1.374 Gruppo Banc. S. Paolo, Min. Economia e altri		31,0	12,3	2,4	—	16,3
Eni	23.06.1997	6.805 Ministero Economia		17,6	9,9	0,8	2,3	4,6
Aeroporti di Roma	15.07.1997	307 Iri		45,0	15,5	0,9	—	28,6
Telecom	20.10.1997	9.778 Ministero Economia		32,9	24,3	3,3	1,1	4,2
Banca di Roma	24.11.1997	1.195 Iri e Ente Cassa di Risparmio di Roma		45,4	—	—	—	45,4
Saipem	17.03.1998	383 Eni		17,1	—	—	—	17,1
Alitalia	22.05.1998	406 Iri		18,4	—	—	—	18,4
Eni	22.06.1998	6.594 Ministero Economia		14,0	10,5	0,6	—	2,8
Aem	14.07.1998	761 Comune di Milano		49,0	28,9	0,5	—	19,6
Bnl	16.11.1998	2.620 Ministero Economia		64,7	34,8	3,6	—	26,3
Banca Monte Paschi	18.06.1999	2.217 Fondazione Monte Paschi		21,2	7,6	2,0	—	11,6
Acea	09.07.1999	934 Comune di Roma		49,0	15,7	10,5	—	22,9
Acsm	20.10.1999	18 Comune di Como		25,0	13,5	1,4	—	10,1
Enel	29.10.1999	16.550 Ministero Economia		31,7	18,5	1,5	—	14,5 ⁶
Autostrade	03.12.1999	3.805 Iri		48,0	41,0	0,7	—	6,2
Finmeccanica ⁷	29.05.2000	6.570 Iri		44,0	33,7	0,7	—	10,7
Aeroporto di Firenze	03.07.2000	18 Enti vari		29,0	10,5	—	—	18,5
Cassa Resp. di Firenze	10.07.2000	320 Ente Cassa Risparmio di Firenze		25,0	15,0	1,7	—	9,8
Aem Torino	22.11.2000	112 Comune di Torino		14,6	6,3	—	—	8,3
Acsm	29.11.2000	42 Comune di Como		24,0	18,3	0,4	—	5,4
Eni	15.02.2001	2.721 Ministero Economia		5,0	—	—	—	5,0
Ac.e.ga.s.	19.02.2001	174 Comune di Trieste		46,8	16,0	0,8	—	30,0
Snam Rete Gas	26.11.2001	942 Snam (Eni)		22,4	11,1	0,3	—	11,0
Fiera Milano	02.12.2002	41 Ente Aut. Fiera Internazionale di Milano		22,9 ⁸	—	—	—	13,7
Telecom Italia ⁹	09.12.2002	1.434 Ministero Economia		3,5	—	—	—	3,5
Meta	17.03.2003	39 Comune di Modena e altri		14,9	—	—	—	14,9
Hera	16.06.2003	435 Comune di Bologna e altri		44,5	18,5	0,9	—	25,1
Terna	14.06.2004	1.700 Enel		50,0	12,3	13,1	—	24,6
Enel	18.10.2004	7.636 Ministero Economia		18,9	7,3	0,3	—	11,3
Acegas-Aps	08.06.2005	25 Acegas-Aps Holding		5,0	—	—	—	5,0
Eriel	27.06.2005	4.101 Ministero Economia		9,4	3,9	0,2	—	5,3

Fonte: Consob e Ministero dell'economia e delle finanze (Relazione al Parlamento sulle operazioni di cessione delle partecipazioni in società controllate direttamente o indirettamente dallo Stato, ex art. 13, comma 6, legge 474/1994, anni vari). ¹ L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. ² Controvalore complessivo dell'offerta di vendita. ³ Valori in percentuale sul capitale sociale ante offerta. I dati non comprendono l'eventuale *bonus share* e comprendono la *greenshoe* effettivamente esercitata. ⁴ Valori in percentuale sul capitale sociale ante offerta. I dati tengono conto dell'intera sovrallocazione o *greenshoe* utilizzata. ⁵ Comprende le quote riservate ad altri soggetti (a esclusione dei dipendenti) nell'ambito della *tranche* pubblica. ⁶ Il dato include l'offerta pubblica estera. ⁷ Il controvalore della cessione include l'emissione di obbligazioni convertibili per 0,9 miliardi di euro. ⁸ Il dato comprende anche il collocamento privato riservato agli organizzatori e alla Camera di Commercio, pari al 9,2 per cento. ⁹ Il controvalore della cessione include la vendita di azioni di risparmio per 68 milioni di euro.

Tav. A.2

**Cessioni di partecipazioni di società italiane quotate a controllo pubblico tramite trattativa diretta
(1993-2005; valori monetari in milioni di euro)**

Società	Cedente	Acquirente	Data di completamento della cessione	Quota ceduta ¹	Controvalore complessivo	Data dell'Opa successiva ²
Fin. Italgel	Iri	Nestlé	06.08.1993	62,1	223	23.02.1994
Fin. Cirio Bertolli De Rica	Iri	Sagrit	14.10.1993	62,1	161	16.09.1994
Nuovo Pignone	Eni	Gen. Electric Co.	22.12.1993	69,3	361	05.07.1994
Sme	Iri	Benetton, Del Vecchio, Movenpick, Crediop	23.12.1994	32,0	373	22.06.1995
Imi II	Min. Economia	Cariplo, MPS, S. Paolo	01.07.1995	19,0	620	—
Enichem Augusta	Eni	Rwe-Dea ag	31.08.1995	70,0	155	27.12.1995
Ina II	Min. Economia	Cariplo, Imi, S. Paolo, Banca d'Italia	12.10.1995	18,4	871	—
Dalmine	Iri	Techint, Siderca	27.02.1996	84,1	156	09.04.1996
Seat	Min. Economia	Abn-Amro, Bain Capital, Comit, Bc Partners, Cvc Capital Partner, Investitori ass., De Agostini, Sofipa	25.11.1997	61,3 ³	849	—
Banco di Napoli ⁴	Min. Economia	Ina-Bnl	11.06.1997	60,0	32	—
San Paolo ⁵	Fondazione	Ifi/Ifil, Imi, Banco Santander, Reale Mutua Assic., Monte Paschi, Kredietbank	23.04.1997	19,0	594	—
		Altri ⁶ (Ina, Hdi, Credit Loc. France, Credit Comm. Belgique)	24.04.1997	3,0	134	
Telecom ^{5,7}	Min. Economia	At&t, Unisource, Imi, Credit, Credit Suisse, Ass. Generali, Compagnia S.Paolo, Ifil, Comit, Monte Paschi, Fondaz. Cariplo, Ina, Alleanza Ass., Rolo Banca	29-30.09.1997	9,0	2.040	—
Bnl ⁵	Min. Economia	Banco Bilbao Vizcaya, Ina, Bca Pop Vicentina	29.09.1998	25,0	1.335	—
Autostrade	Iri	Edizione Holding spa, Fond. Cassa Risp. Torino, Autopistas Conc. Espanola sa, Ina, Unicredit, Brisa Autostrade de Portugal sa	09.03.2000	30,0	2.516	—
Aeroporti di Roma	Iri	Consorzio Leonardo (Gemina, Falck, Italtipetoli, Impregilo)	31.07.2000	51,2	1.327	25.09.2000
Beni Stabili ⁹	Min. Economia	Banca Imi	Giugno 2001	0,3	2	—
S. Paolo Imi ⁹	Min. Economia	Banca Imi	Giugno 2001	0,3	80	—
Bnl ⁹	Min. Economia	Banca Imi	27.12.2001	1,3	77	—
Generali ^{9,10}	Min. Economia	Banca Imi	Aprile 2002	1,1 ¹¹	76	—
Enel ⁹	Min. Economia	Morgan Stanley & Co. Int. Ltd	30.10.2003	6,6	2.173	—
Snam Rete Gas ⁹	Eni	Mediobanca	30.03.2004	9,1	651	—

Fonte: Consob e Ministero dell'economia e delle finanze. Confronta Note metodologiche. ¹ In percentuale sul capitale ordinario. ² Data di inizio dell'Opa. ³ La cessione ha riguardato anche lo 0,8 per cento del capitale rappresentato da azioni di risparmio. ⁴ Operazione effettuata mediante asta competitiva. ⁵ La data è relativa alla stipula dell'accordo. Dati riferiti al nucleo stabile. ⁶ Azionisti non facenti parte del nucleo stabile. ⁷ Il controvalore della cessione non comprende il corrispettivo della vendita dell'1,2 per cento di azioni ordinarie ad AT&T e Unisource, subordinata alla conclusione di alleanze strategiche con Telecom. ⁸ Il dato non include la cessione di obbligazioni convertibili per 172 milioni di euro. ⁹ Operazioni avvenute tramite cessione della partecipazione a un intermediario, che ha successivamente provveduto a collocare gradualmente le relative azioni presso investitori istituzionali. ¹⁰ Il controvalore della cessione comprende anche gli introiti della cessione di una tranche di azioni Ina, avvenuta nel periodo maggio-giugno 2001. ¹¹ Il dato si riferisce alla quota detenuta dal Ministero dell'economia e delle finanze nel capitale dell'Ina prima della fusione per incorporazione di quest'ultima in Generali spa, avvenuta con effetto a decorrere dal 1° dicembre 2001.

Tav. A.3

Struttura proprietaria delle società italiane di nuova quotazione
(quote percentuali del capitale sociale con diritto di voto)

	Prima dell'offerta		Dopo l'offerta	
	Azionisti di controllo	Azionisti con più del 2 %	Azionisti di controllo	Azionisti con più del 2 %
Media 1995	79,0	96,3	55,6	63,3
Media 1996	78,3	94,7	52,8	61,2
Media 1997	81,2	90,8	55,6	61,3
Media 1998	89,7	98,6	57,8	60,1
Media 1999	88,9	97,4	55,6	57,9
Media 2000	73,8	93,9	54,5	68,0
Media 2001	78,3	94,8	53,4	62,8
Media 2002	83,3	98,9	57,8	67,3
Media 2003	87,0	90,8	54,5	58,2
Media 2004	85,6	99,2	56,1	63,8
2005				
Anima Sgr	72,7	100,0	50,9	70,0
Apulia Prontoprestito	100,0	100,0	88,3	88,3
Banca Italease	70,6	94,5	55,6	70,7
Bioera	75,0	99,0	57,7	68,8
Caleffi	45,8	96,9	34,8	60,3
Eurofly	89,1	98,6	44,2	49,2
Eurotech	47,1	93,3	28,2	40,9
Guala Closures	49,5	98,3	14,4	39,7
Igd	99,4	99,4	62,4	62,4
Marr	66,7	99,3	53,9	53,9
Monti Ascensori	84,8	99,3	50,5	56,1
Safilo Group	98,2	98,2	47,9	47,9
Save	53,9	97,7	39,0	69,2
Tamburi	39,8	35,5	42,2	37,2
Toro Assicurazioni	100,0	100,0	65,5	65,5
Media 2005	72,8	94,0	49,0	58,7

Fonte: Consob. Confronta Note metodologiche.

Tav. A.4

Offerte pubbliche di acquisto e/o di scambio su titoli di società italiane quotate¹
(valori monetari in milioni di euro)

	Volontarie		Preventive ²		Incrementali ³		Successive		Residuali		Su azioni proprie		Totale	
	N° operazioni	Controvalore	N° operazioni	Controvalore	N° operazioni	Controvalore	N° operazioni	Controvalore	N° operazioni	Controvalore	N° operazioni	Controvalore	N° operazioni	Controvalore
1992	5	611	--	--	--	--	2	11	--	--	--	--	7	622
1993	2	850	2	543	--	--	3	12	5	7	--	--	12	1.412
1994	2	72	1	1.947	--	--	11	832	6	23	--	--	20	2.874
1995	4	75	--	--	--	--	8	975	9	24	--	--	21	1.074
1996	6	264	2	213	1	53	9	161	10	14	--	--	28	705
1997	5	378	2	234	1	4	7	376	8	27	--	--	23	1.019
1998	2	96	2	1.658	1	126	6	102	3	23	--	--	14	2.005
1999	4	631	8	53.292	--	--	8	640	2	5	--	--	22	54.568
2000	7	4.299	8	4.878	--	--	6	2.734	7	218	--	--	28	12.129
2001	4	171	2	726	--	--	7	5.573	11	196	--	--	24	6.666
2002	10	3.724	4	809	--	--	4	26	5	44	1	709	24	5.312
2003	8	5.837	4	7.359	--	--	6	174	8	356	--	--	26	13.726
2004	4	142	--	--	--	--	10	293	3	79	1	2	18	516
2005	4	16.593	1	11	--	--	12	3.007	4	82	1	148	22	19.841

Fonte: archivio Consob su documenti di offerta e avvisi della Borsa Italiana Spa. ¹ Il corrispettivo in titoli delle offerte di scambio è valutato ai prezzi di mercato del giorno antecedente l'annuncio dell'operazione. L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti.

² Il numero di operazioni include le offerte concorrenti. ³ Tipologia prevista dalla legge 149/1992 e non dall'attuale disciplina del Tuf.

Tav. A.5

**Premi di controllo nelle Opa successive su società italiane quotate
(2000 - 2005)**

Titoli oggetto dell'offerta	Data superamento soglia del 30%	Quota iniziale posseduta dall'offerente prima del superamento della soglia del 30% ¹	Pacchetto di controllo acquistato dall'offerente ¹	Differenza fra prezzo di acquisto del pacchetto di controllo e prezzo di mercato ²	Differenza fra prezzo dell'Opa e prezzo di mercato ²
Elios Holding Milano	07/02/2000	0,0	70,3	87,3	96,3
Acquedotto Nicolay	26/04/2000	23,9	25,7	21,4	5,2
Aeroporti di Roma	25/09/2000	0,0	51,2	20,5	1,8
Falck	02/10/2000	0,0	30,3	0,0	0,0
Banco di Napoli	08/11/2000	0,0	56,1	17,1	2,9
Bayerische Vita	09/01/2001	0,0	70,0	66,0	30,9
Risanamento Napoli	21/02/2001	27,8	48,9	-2,9	-2,9
Safilo	02/07/2001	10,3	69,9	-5,4	0,2
Banca di Legnano	16/07/2001	0,0	55,0	56,6	1,5
Montedison	26/07/2001	0,0	52,1	-3,9	-5,7
Immobiliare Metanopoli	09/10/2001	0,0	90,2	-7,7	13,6
Cmi	18/04/2002	3,4	78,5	9,2	9,2
Iil	10/06/2002	19,9	30,2	14,9	0,7
Immsi	16/12/2002	0,0	45,3	-5,5	-1,0
Borgosesia	27/12/2002	0,0	71,0	9,7	15,7
Banco di Chiavari	17/03/2003	0,0	69,6	19,7	0,9
Alerion Industries	14/04/2003	0,0	59,6	1,5	0,3
Ipi	05/05/2003	0,0	56,0	9,6	0,6
Air Dolomiti	26/05/2003	20,7	31,2	4,3	-1,5
Seat Pagine Gialle	01/09/2003	0,0	62,5	-28,0	-28,0
Roncadin	13/10/2003	29,1	2,7	-26,1	-23,6
Euphon	24/03/2004	0,0	41,0	1,9	2,4
Saeco International Group	30/03/2004	0,0	66,8	8,3	2,3
Nts	29/04/2004	0,0	80,0	3,6	24,1
Roncadin	15/06/2004	0,0	40,9	-28,7	1,9
Bastogi	16/06/2004	0,0	53,8	-14,2	-0,7
Dmail Group	30/06/2004	0,0	46,1	-4,9	1,0
Saes Getters	28/07/2004	0,0	62,1	-0,6	-10,0
Beni Stabili	06/09/2004	29,5	3,5	-1,3	-3,2
Grandi Navi Veloci	12/10/2004	0,0	70,9	81,3	56,6
Marcolin	22/11/2004	29,2	24,4	4,3	57,8
Sirti	16/12/2004	0,0	69,5	2,1	-3,4
Ipi	20/01/2005	0,0	65,0	25,9	0,7
Acque Potabili	15/03/2005	0,0	67,1	-13,5	-0,7
Gruppo Coin	18/05/2005	0,4	62,9	-9,1	1,4
Industrie Zignago	04/07/2005	0,0	48,3	-3,5	-0,8
Garboli-Conicos	24/06/2005	0,0	90,0	6,1	2,6
Tas	18/08/2005	0,0	57,0	-2,4	-10,0
Edison	16/09/2005	5,3	63,3	-16,3	0,4
Acquedotto De Ferrari	01/10/2005	27,6	67,4	6,7	0,7
Datamat	05/10/2005	0,0	52,7	12,1	0,6
Dada	11/11/2005	23,5	18,1	-1,4	-8,9
Media				7,5	5,5
Mediana				2,0	0,7

Fonte: elaborazioni su dati dei documenti d'offerta. ¹ Dati in percentuale del capitale sociale. ² Valori in percentuale. Il prezzo di mercato è rilevato alla data di acquisto del pacchetto di controllo.

Concentrazione proprietaria delle società italiane quotate in Borsa/Mta e Mtax¹
(situazione al 31 dicembre)

Tav. A.6

Concentrazione			
	Primo azionista	Altri azionisti rilevanti	Mercato
Mta			
1996	50,4	10,7	38,9
1997	38,7	8,4	52,9
1998	33,8	9,7	56,5
1999	44,2	8,2	47,6
2000	44,0	9,4	46,6
2001	42,2	9,2	48,6
2002	40,7	8,0	51,2
2003	33,5	11,6	54,9
2004	32,7	13,0	54,3
2005	28,6	15,5	55,9
Mtax			
2000	44,8	25,9	29,3
2001	41,8	23,7	34,5
2002	41,0	21,8	38,2
2003	36,2	19,4	44,4
2004	36,3	18,6	45,2
2005	33,2	15,4	51,5

Fonte: archivio Consob sulla trasparenza proprietaria. Confronta Note metodologiche. ¹ In percentuale sulla capitalizzazione del capitale ordinario di tutte le società quotate in Borsa/Mta e Mtax (già Nuovo Mercato). L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti.

Tav. A.7

Modelli di controllo delle società italiane quotate in Borsa/Mta e Mtax¹
(situazione al 31 dicembre)

Società controllate di diritto			Società controllate di fatto		Società controllate da patto		Società non controllate		Totale	
Numero	Peso ²		Numero	Peso ²	Numero	Peso ²	Numero	Peso ²	Numero	Peso ²
Mta										
1996	130	66,8	26	12,2	26	4,8	26	16,2	208	100,0
1997	122	48,1	28	12,4	27	6,3	28	33,2	205	100,0
1998	128	32,3	31	21,7	24	7,4	35	38,6	218	100,0
1999	148	55,0	31	16,7	29	10,8	32	17,5	240	100,0
2000	141	51,4	34	18,5	24	9,6	38	20,5	237	100,0
2001	135	49,7	37	22,5	21	11,4	39	16,4	232	100,0
2002	142	46,0	37	28,4	20	10,2	32	15,4	231	100,0
2003	130	40,2	25	25,5	28	15,3	36	19,0	219	100,0
2004	134	32,7	22	27,2	26	15,1	37	25,0	219	100,0
2005	124	22,8	28	30,6	24	16,5	44	30,1	220	100,0
Mtax										
2000	14	51,1	8	32,4	13	14,6	4	1,9	39	100,0
2001	15	42,0	7	36,3	9	12,7	13	9,0	44	100,0
2002	12	43,4	9	33,2	10	13,3	12	10,1	43	100,0
2003	10	18,5	10	33,3	3	2,0	18	46,3	41	100,0
2004	9	19,1	8	23,4	6	8,5	14	49,0	37	100,0
2005	10	17,8	6	21,8	5	9,6	15	50,8	36	100,0

Fonte: archivio Consob sulla trasparenza proprietaria. Confronta Note metodologiche. ¹ L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. ² Rapporto in percentuale tra la capitalizzazione del capitale ordinario delle società riferibili a ciascun modello di controllo e capitalizzazione del capitale ordinario di tutte le società quotate in Borsa/Mta e Mtax (già Nuovo Mercato).

Tav. A.8

Partecipazioni rilevanti nelle società italiane quotate in Borsa/Mta e Mtax¹
(situazione al 31 dicembre)

Soggetto dichiarante									
Soggetti esteri	Assicurazioni	Banche	Fondazioni	Investitori istituzionali	Società di capitali	Stato e enti locali	Persone fisiche	Totale	
Mta									
1996	4,5	1,9	4,3	3,8	0,8	8,2	32,5	5,5	61,5
1997	5,0	2,2	5,1	3,1	0,1	14,4	12,1	4,8	46,8
1998	5,9	2,5	4,8	5,2	0,1	12,6	8,8	3,8	43,6
1999	6,2	1,5	5,3	4,5	0,2	19,4	10,6	4,5	52,2
2000	6,5	3,2	5,9	5,0	0,3	17,2	10,2	4,9	53,1
2001	5,6	1,8	4,4	4,9	0,1	18,2	11,1	5,0	51,1
2002	4,9	1,1	3,4	4,5	0,7	16,8	12,3	5,1	48,8
2003	6,7	1,2	3,9	3,6	--	12,3	11,2	6,2	45,1
2004	7,3	1,4	3,5	3,3	0,1	13,7	10,7	5,7	45,7
2005	8,9	1,6	4,5	4,0	0,1	9,6	9,6	5,9	44,2
Mtax									
2000	14,2	--	0,7	--	1,1	4,2	--	50,4	70,7
2001	16,7	--	0,6	0,1	0,5	4,8	--	42,7	65,5
2002	12,1	--	0,3	0,2	0,8	4,8	--	43,6	61,8
2003	7,7	--	1,0	--	0,2	4,8	--	41,7	55,6
2004	5,9	0,2	0,3	--	0,3	8,0	0,1	40,0	54,8
2005	5,2	0,1	0,4	--	0,8	10,1	0,1	31,9	48,5

Fonte: archivio Consob sulla trasparenza proprietaria. Confronta Note metodologiche. ¹ Partecipazioni superiori al 2 per cento del capitale votante. Rapporto in percentuale tra valore di mercato delle partecipazioni calcolato sul capitale ordinario e capitalizzazione del capitale ordinario di tutte le società quotate in Borsa/Mta e Mtax (già Nuovo Mercato). L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti.

Tav. A.9

Indicatori dei mercati azionari gestiti da Borsa Italiana spa
(valori monetari in miliardi di euro)

Borsa ¹										Mercato Expandi			Nuovo Mercato			
Capitalizzazione ²	Capitalizzazione (% del Pil)	Scambi di titoli azionari	N° società quotate (domestiche)	N° società neoquotate (domestiche)	N° società cancellate (domestiche)	Variazione del MIB storico ³	Rapporto dividendi – prezzi ³	Rapporto utili – prezzi ³		Capitalizzazione ²	Scambi di titoli azionari	N° società quotate (domestiche)	Capitalizzazione ²	Scambi di titoli azionari	N° società quotate (domestiche)	Variazione dell'indice NM ³
1996	199	20,3	81	213	14	18	13,1	2,1	6,9	3	..	31	—	—	—	—
1997	310	30,2	174	209	14	18	58,2	1,7	4,6	5	1	26	—	—	—	—
1998	484	44,8	423	219	25	15	41,0	1,6	3,9	4	2	20	—	—	—	—
1999	714	64,4	503	241	28	6	22,3	1,5	3,4	5	1	17	7	4	6	536 ⁴
2000	790	67,8	839	237	16	20	5,4	2,1	4,5	6	1	15	22	30	39	-25,5
2001	575	47,3	637	232	13	18	-25,1	2,8	6,0	5	..	12	13	21	44	-45,6
2002	447	35,7	562	231	11	12	-23,7	3,8	5,9	5	..	13	6	10	44	-50,1
2003	475	36,6	567	219	9	21	14,9	3,4	6,4	5	..	11	8	14	41	27,3
2004	569	42,2	641	219	7	7	17,5	3,4	6,0	5	..	13	7	19	37	-17,5
2005	669	48,8	893	257	13	12	13,9	3,0	5,2	7	1	18	—	—	—	—

Fonte: Borsa Italiana Spa, Consob, Thomson Financial. ¹ Dal 2005 Mta/Mtax. ² Il dato sulla capitalizzazione è riferito alle società domestiche.
³ Valori in percentuale rilevati a fine anno. ⁴ Dal 17 giugno 1999 al 30 dicembre 1999.

Tav. A.10

Scambi di titoli obbligazionari su mercati regolamentati italiani¹
(miliardi di euro)

	Mts	Bondvision	Mercato all'ingrosso delle obbligazioni non governative	Mot ²	Euro Mot	Tlx ³	Totale
2000	2.020	—	..	154	..	—	2.174
2001	2.324	18	12	136	1	—	2.491
2002	2.205	100	24	159	2	—	2.490
2003	2.160	176	23	142	4	2	2.507
2004	1.949	339	31	147	4	8	2.478
2005	1.596	448	19	123	—	7	2.193

Fonte: elaborazione Consob su dati Mts spa, Borsa Italiana spa e Tlx spa. ¹ L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. ² Dal 2005 include gli scambi su obbligazioni, titoli di Stato, euro-obbligazioni, Abs. ³ Mercato attivo dal 20 ottobre 2003.

Tav. A.11

Numero e controvalore delle emissioni di Abs effettuate ai sensi della legge n. 130/1999 per tipologia di credito sottostante
(valori monetari in milioni di euro)

	Crediti in sofferenza	Crediti in bonis	Altri crediti e obbligazioni	Crediti di soggetti pubblici	Crediti da canoni leasing	Credito al consumo	Covered bond	Altro	Totale
Numero									
1999	3	1	1	1	--	--	--	--	6
2000	6	3	6	1	5	3	--	1	25
2001	17	16	7	4	7	7	--	2	60
2002	3	12	4	4	12	4	--	2	41
2003	3	15	2	8	6	4	--	2	40
2004	--	10	5	8	7	6	--	3	39
2005	1	11	3	12	8	2	2	--	39
<i>Totale</i>	<i>33</i>	<i>68</i>	<i>28</i>	<i>38</i>	<i>45</i>	<i>26</i>	<i>2</i>	<i>10</i>	<i>250</i>
Controvalore¹									
1999	3.235	275	360	4.650	--	--	--	--	8.521
2000	2.959	1.510	3.514	1.350	971	1.756	--	25	12.086
2001	7.142	8.085	2.230	7.510	4.303	3.399	--	1.300	33.967
2002	1.301	6.578	4.093	9.888	6.925	1.606	--	215	30.606
2003	978	8.871	1.297	12.941	3.225	2.129	--	699	30.141
2004	--	7.417	2.810	12.091	8.766	2.556	--	1.388	35.028
2005	88	9.850	2.056	15.556	7.024	1.823	4.000	--	40.397
<i>Totale</i>	<i>15.703</i>	<i>42.587</i>	<i>16.358</i>	<i>63.987</i>	<i>31.215</i>	<i>13.269</i>	<i>3.627</i>	<i>4.000</i>	<i>190.746</i>

Fonte: elaborazioni Consob su dati Securitisation.it. ¹ L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti.

Tav. A.12

Sim: cancellazioni dall'Albo¹

	Motivazioni								
	Crisi dell'intermediario ²	Fusioni e scissioni	Liquidazione volontaria - Variazione dell'attività	Trasformazione in banca	Trasformazione in Sgr	Trasformazione da fiduciaria a sim	Non operativa ⁶	Mancato esercizio servizi autorizzati	Totale
1992-1997	37	29	100	5	—	2	38	--	211
1998	2	7	16	4	--	--	—	1	30
1999	1	9 ³	4	--	4	2	—	--	20
2000	1	3	11	3	7	1	—	1	27
2001	1	3	6	10 ⁴	3 ⁵	--	—	--	23
2002	--	3	5	4	--	1	—	2	15
2003	2	21	8	1	1	--	—	--	33
2004	--	10	8	2	--	1	—	--	21
2005	--	3	6	1	--	--	1	--	11

Fonte: Consob. ¹ Il dato si riferisce al numero totale delle delibere di cancellazione dall'Albo e include anche i provvedimenti relativi alla sezione speciale dell'Albo riguardante le società fiduciarie. ² Sono inclusi i decreti del Ministero dell'economia e delle finanze, i provvedimenti Consob, i fallimenti e le liquidazioni coatte amministrative. ³ È inclusa una Sim che ha ceduto il ramo d'azienda a una società del gruppo. ⁴ In 3 casi si tratta di operazioni di fusione per incorporazione in banche. ⁵ Si tratta di 3 operazioni di fusione per incorporazione in Sgr. ⁶ Al momento dell'entrata in vigore del d.lgs. 415/1996 (art. 60).

Tav. A.13

Patrimonio gestito dai fondi comuni di investimento in alcuni paesi dell'Unione Europea e negli Stati Uniti¹
(valori percentuali)

	Austria	Belgio	Danimarca	Finlandia	Francia	Germania	Grecia	Irlanda	Italia	Lussemburgo	Olanda ²	Portogallo	Regno Unito	Spagna	Svezia	Totale	Patrimonio gestito Unione Europea ³	Patrimonio gestito Usa ⁴
2000	1,8	2,2	1,0	0,4	22,4	7,4	0,9	4,3	13,2	23,2	2,9	0,5	12,2	5,4	2,4	100,0	3.419	7.390
2001	1,8	2,2	1,1	0,4	23,2	7,0	0,8	6,2	11,7	24,7	2,6	0,5	10,4	5,2	2,1	100,0	3.444	7.824
2002	2,0	2,2	1,0	0,5	25,3	6,3	0,8	7,5	11,3	24,1	2,5	0,6	8,7	5,4	1,7	100,0	3.179	6.482
2003	2,2	2,3	1,1	0,6	25,0	6,2	0,8	7,8	10,6	24,0	2,0	0,6	9,1	5,6	1,9	100,0	3.637	5.870
2004	2,2	2,3	1,2	0,7	24,8	5,5	0,8	8,5	9,3	25,3	1,8	0,6	9,3	5,8	2,0	100,0	4.052	5.952
2005 ⁴	2,2	2,1	1,2	0,8	24,3	5,4	0,6	9,0	8,0	27,0	1,6	0,5	9,8	5,5	2,1	100,0	4.809	7.132

Fonte: Fefsi. ¹ Valori in percentuale del totale del patrimonio gestito in Europa. L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. ² Dati riferiti all'anno precedente a quello di riferimento. ³ Valori in miliardi di euro. ⁴ Dati al 30 settembre.

Tav. A.14

Struttura del mercato degli Oicr in Italia: operatori di diritto nazionale¹
(valori monetari in miliardi di euro)

	Azionari	Bilanciati	Obbligazionari	Liquidità	Flessibili	Totale
Numero fondi operativi²						
1996	235	57	239	—	—	531
1997	277	53	296	—	—	626
1998	321	57	325	—	—	703
1999	356	61	344	33	29	823
2000	448	98	395	36	38	1.015
2001	535	139	417	37	58	1.186
2002	569	145	404	39	60	1.217
2003	534	158	392	40	71	1.195
2004	499	151	383	39	84	1.156
2005	424	143	360	42	88	1.057
Raccolta netta						
1996	-2	-1	33	—	—	30
1997	15	3	55	—	—	74
1998	24	12	125	—	—	162
1999	32	16	4	7	3	61
2000	41	20	-69	1	5	-2
2001	-18	-15	-6	22	-1	-17
2002	-9	-10	-20	27	-1	-12
2003	-4	-4	2	13	2	8
2004	-6	-2	-10	-9	3	-25
2005	-9	1	-2	-11	6	-14
Patrimonio²						
1996	18	7	77	—	—	102
1997	40	11	138	—	—	190
1998	74	29	269	—	—	372
1999	140	51	257	21	5	475
2000	157	75	194	23	8	458
2001	113	56	192	48	7	416
2002	74	40	175	77	5	372
2003	76	37	174	97	7	392
2004	75	38	172	84	10	378
2005	79	42	174	74	17	386

Fonte: Assogestioni. Confronta Note metodologiche. ¹ Fino al 1999 i dati riportati comprendono i fondi comuni di investimento mobiliari aperti e le Sicav armonizzati. A partire dal 2000, i dati includono anche i fondi aperti non armonizzati (cosiddetti fondi riservati) e i fondi di fondi. L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. ² Dati di fine periodo.

Tav. A.15

Struttura del mercato degli Oicr in Italia: operatori di diritto estero¹
(situazione al 31 dicembre)

	Sede legale							Totale	Fondi comparti commercializzati in Italia
	Lussemburgo	Irlanda	Francia	Germania	Austria	Gran Bretagna	Belgio		
1996	53	1	9	1	--	--	--	64	446
1997	65	1	9	1	--	--	2	78	603
1998	86	4	9	1	--	--	2	102	833
1999	104	5	10	1	1	--	2	123	1.134
2000	105	7	8	1	1	--	2	124	1.534
2001	127	12	7	1	1	1	--	149	2.132
2002	159	15	7	2	1	2	--	186	2.730
2003	158	31	8	1	1	1	1	201	2.791
2004	155	19	8	2	1	3	--	188	2.818
2005	158	31	10	2	1	3	--	205	2.773

Fonte: archivio Consob sui prospetti informativi e archivio Luxor - FIDATA. ¹ Società che offrono al pubblico in Italia parti di organismi di investimento collettivo rientranti nell'ambito di applicazione delle direttive comunitarie.

Tav. A.16

Ricorsi contro gli atti adottati o proposti dalla Consob presentati avanti al giudice amministrativo negli anni 2003-2005

			Esito al 31 dicembre 2005	
Tipologia ricorrenti	Ricorsi	Oggetto atto	Ricorso al Tar	Appello al Consiglio di Stato
ANNO 2003				
Promotori	5	radiazione	respinta sospensiva (3) respinto (2)	in corso (2)
Promotori	2	sospensione sanzionatoria	respinto (1) in corso (1)	
Promotori	1	sospensione cautelare	accolta sospensiva (1)	
Promotori	1	cancellazione	rinunciato (1)	
Sim	2 ¹	sanzione pecuniaria	respinta sospensiva (1) rinunciato (1)	
Esponenti aziendali Sim	3 ²	sanzione pecuniaria	respinta sospensiva (1) respinto (1) rinunciato (1)	
Agenti di cambio	1	cancellazione dal ruolo	in corso (1)	
Società gestione mercato regolamentato	1 ³	approvazione regolamento di mercato	rinunciato (1)	
Società quotata	2	delibera Consob su patto di sindacato	in corso (2)	
Azionisti società quotata	1	diniego accesso atti	in corso (1)	
Partecipanti società quotata e società quotata	2	risposta a quesito su esercizio del diritto di voto	in corso (2)	
Partecipanti società quotata e società quotata	1	diniego accesso atti	in corso (1)	
Esponenti società quotata	7 ⁴	contestazioni ex art. 195 Tuf	respinta sospensiva (7)	
Società non quotata	1	divieto sollecitazione	in corso (1)	
Altri	1	cancellazione contratti Fib30	in corso (1)	
Totale		31		

--- Segue ---

--- Seguito Tav. A.16 ---

			Esito al 31 dicembre 2005	
Tipologia ricorrenti	Ricorsi	Oggetto atto	Ricorso al Tar	Appello al Consiglio di Stato
ANNO 2004				
Promotori	4	radiazione	respinta sospensiva (3) respinto (1)	
Promotori	2	sospensione sanzionatoria	respinta sospensiva (1) in corso (1)	
Promotori	3	sospensione cautelare	respinta sospensiva (1) in corso (2)	
Promotori	3	cancellazione	respinta sospensiva (1) respinto (1) in corso (1)	
Promotori	1	mancato superamento esame di idoneità	in corso (1)	
Esponenti aziendali Sim	1 ⁵	scioglimento organi amministrativi	respinta sospensiva (1)	
Dipendenti agenti di cambio	1	sanzione pecuniaria	in corso (1)	
Società di revisione e revisore	1	diniego accesso atti	accolto parzialmente (1)	
Società di revisione e revisore	4	intimazione di non avvalersi di socio	respinta sospensiva (1) respinto (1) in corso (2)	
Società di revisione	1	cancellazione dall'Albo	in corso (1)	
Società quotate	1	sospensione quotazione	in corso (1)	
Società non quotate	5	divieto sollecitazione	respinta sospensiva (4) in corso (1)	
Emittenti strumenti finanziari diffusi	1	iscrizione elenco strumenti finanziari diffusi	in corso (1)	
Altri	1	diniego accesso atti	respinto (1)	
Totale		29		
Ricorso straordinario al Capo dello Stato				
Azionista società quotata	1	nulla-osta Opa	in corso (1)	
Obbligazionista società non quotata	1	decadenza Opsc	in corso (1)	
Totale		2		

--- Segue ---

--- Seguito Tav. A.16 ---

			Esito al 31 dicembre 2005	
Tipologia ricorrenti	Ricorsi	Oggetto atto	Ricorso al Tar	Appello al Consiglio di Stato
ANNO 2005				
Promotori	2	sospensione cautelare	respinta sospensiva (1) accolta sospensiva (1)	
Banche	1	diniego accesso atti	parzialmente accolto (1)	in corso (1)
Sgr	1	diniego accesso atti	respinto (1)	
Società quotata	1	provvedimenti ex art. 114 Tuf	respinta sospensiva (1)	
Società quotata	1	accertamento interposizione di persona ⁶	in corso (1)	
Società non quotata	2	divieto sollecitazione	in corso (2)	
Controllante società quotata	1	fissazione prezzo Opa residuale	accolto (1)	
Esponenti società quotata	1	accertamento patto occulto ⁷	in corso (1)	
Esponenti società quotata esponenti società non quotata società non quotata	1	qualificazione offerta e risarcimento danni	in corso (1)	
Azionisti società quotata	7	accertamento patto occulto ⁸	in corso (7)	
Azionista società quotata	1	documento Opa	in corso (1)	
Azionista società quotata	1	sospensione Opa e Opac	in corso (1)	
Azionista società quotata	1	fissazione prezzo Opa residuale	respinto (1)	
Associazione consumatori	1	documento Opac	respinta sospensiva (1)	
Associazione consumatori	1	rifiuto diffida Opac	respinto (1)	
Associazione consumatori	1	diniego sospensione Opac	respinta sospensiva (1)	
Gestore estero di fondi	1	accertamento interposizione di persona ⁹	in corso (1)	
Società di revisione	1	diniego accesso atti	respinto (1)	
Totale		26		

¹ Una Sim ha impugnato il medesimo provvedimento sanzionatorio anche avanti alla competente Corte d'Appello ai sensi dell'art. 195 del d.lgs. 58/1998. ² I ricorrenti sono in totale 22. In un caso, il ricorso è stato presentato, con autonomo atto, anche dalla Sim di appartenenza dei ricorrenti. In due casi la medesima impugnazione è stata presentata anche avanti alla competente Corte d'Appello ai sensi dell'art. 195 del d.lgs. 58/1998.

³ Successivamente all'instaurazione del giudizio è stata depositata istanza di rinuncia agli atti. ⁴ Si tratta di sette ricorsi presentati da altrettanti esponenti di una medesima società quotata. Le medesime impugnazioni sono state presentate anche avanti alla competente Corte d'Appello ai sensi dell'art. 195 del d.lgs. 58/1998. ⁵ Il ricorso è stato presentato congiuntamente da cinque esponenti di una Sim. ⁶ La medesima delibera è stata impugnata, con autonomo ricorso, anche da un gestore estero di fondi di investimento. ⁷ Avverso la medesima delibera sono stati presentati anche sei ricorsi da parte di azionisti di una società quotata. ⁸ Avverso il medesimo provvedimento hanno presentato ricorso, con un unico atto, 17 esponenti di una società quotata. ⁹ La medesima delibera è stata impugnata anche da una società quotata.

Tav. A.17

Ricorsi contro atti adottati o proposti dalla Consob presentati avanti al giudice ordinario negli anni 2003 – 2005

Tipologia ricorrenti	Ricorsi	Autorità adita	Tipologia sanzione	Esito al 31 dicembre 2005	
				Primo grado	Ricorso in Cassazione
ANNO 2003					
Promotori	1	Tribunale (1)	pecuniaria (1)	respinto (1)	
Sim	2 ¹	Corte d' Appello (2)	pecuniaria (2)	accolto (1)	in corso (1)
				respinto (1)	
Esponenti aziendali Sim	11 ²	Corte d' Appello (11)	pecuniaria (11)	accolto (6)	in corso (5)
				ridotta sanzione (3)	
				respinto (2)	
Banche	1	Corte d' Appello (1)	pecuniaria (1)	accolto (1)	in corso (1)
Esponenti aziendali banche	19 ³	Corte d' Appello (19)	pecuniaria (19)	accolto (15)	in corso (15)
				accolto parzialmente (2)	in corso (2)
				respinto (2)	in corso (2)
Agenti di cambio	1	Corte d' Appello (1)	pecuniaria (1)	respinto (1)	
Sgr	1	Corte d' Appello (1)	pecuniaria (1)	respinto (1)	
Esponenti Sgr	6 ⁴	Corte d' Appello (6)	pecuniaria (6)	accolto (4)	in corso (4)
				accolto parzialmente (2)	
Esponenti gestori dei sistemi di scambi organizzati	3 ⁵	Corte d' Appello (3)	pecuniaria (3)	respinto (3)	
Società non quotate	6	Corte d' Appello (6)	pecuniaria (6)	respinto (6)	in corso (1)
Partecipanti società quotate	3	Corte d' Appello (3)	pecuniaria (3)	respinto (2)	
				accolto (1)	
Esponenti società quotata e società quotate	8 ⁶	Corte d' Appello (8)	pecuniaria (8)	accolto (8)	in corso (8)
Totale	62				
ANNO 2004					
Promotori	2	Tribunale (2)	radiazione (2)	accolto (1)	
				respinto (1)	
Esponenti aziendali Sim	1 ⁷	Corte d' Appello (1)	pecuniaria (1)	respinto (1)	
Esponenti aziendali banche	42 ⁸	Corte d' Appello (42)	pecuniaria (42)	accolto (6)	in corso (6)
				ridotta sanzione (6)	in corso (1)
				respinto (30)	in corso (8)
Agenti di cambio	2	Corte d' Appello (2)	pecuniaria (2)	respinto (2)	in corso (1)
Dipendenti agenti di cambio	2	Corte d' Appello (2)	pecuniaria (2)	respinto (2)	in corso (1)
Esponenti Sgr	7 ⁹	Corte d' Appello (7)	pecuniaria (7)	accolto (1)	in corso (1)
				accolto parzialmente (1)	in corso (1)
				respinto (5)	
Esponente controllante società quotate	1	Corte d' Appello (1)	pecuniaria (1)	respinto (1)	in corso (1)
Esponenti società quotate	3	Corte d' Appello (3)	pecuniaria (3)	accolto (3)	in corso (3)
Esponenti emittenti titoli diffusi	1	Corte d' Appello (1)	pecuniaria (1)	accolto (1)	
Totale	61				

--- Segue ---

--- Seguito Tav. A.17 ---

Tipologia ricorrenti	Ricorsi	Autorità adita	Tipologia sanzione	Esito al 31 dicembre 2005	
				Primo grado	Ricorso in Cassazione
ANNO 2005					
Promotori	2	Tribunale (2)	radiazione (2)	in corso (2)	
Promotori	4	Tribunale (4)	sospensione sanzionatoria (4)	respinto (2)	
				ridotta sanzione (1)	
				in corso (1)	
Promotori	1 ¹⁰	Tribunale (1)	sospensione cautelare (1)	respinto (1)	
Banche	6	Corte d'Appello (6)	pecuniaria (6)	respinto (4)	
				in corso (2)	
Esponenti aziendali banche	121 ¹¹	Corte d'Appello (121)	pecuniaria (121)	respinto (34)	
				accolto (2)	
				ridotta sanzione(4)	
				in corso (81)	
Esponente società quotata	1	Corte d'Appello (1)	pecuniaria (1)	in corso (1)	
Società non quotata	2	Corte d'Appello (2)	pecuniaria (2)	respinto (1)	
				in corso (1)	
Esponente società non quotata e società non quotata	1	Corte d'Appello (1)	pecuniaria (1)	in corso (1)	
Totale 138					

¹ Una Sim ha impugnato il medesimo provvedimento sanzionatorio anche avanti al Tar. ² Gli opposenti sono in totale 81. Un'impugnazione è stata presentata congiuntamente da 29 esponenti di una Sim e da quest'ultima. Tre opposizioni sono state presentate dai sindaci di una medesima Sim. In due casi, l'impugnazione è stata presentata, con autonomo atto, anche dalla Sim di appartenenza degli opposenti. In altrettanti casi, la medesima impugnazione è stata presentata anche avanti al Tar. ³ Gli opposenti sono in totale 42. Tre opposizioni sono state presentate, complessivamente, da 25 esponenti di una medesima banca, costituitasi in tutti e tre giudizi. In altri due casi, l'impugnazione è stata presentata, in unico atto, anche dall'intermediario di appartenenza degli opposenti. Quindici opposizioni sono state individualmente presentate da altrettanti esponenti di un istituto di credito, anch'esso autore di un'autonoma impugnazione. ⁴ Gli opposenti sono in totale 27. In un caso, l'opposizione è stata presentata congiuntamente da 11 esponenti e dalla Sgr di appartenenza; un ulteriore esponente della medesima Sgr ha presentato un autonomo gravame. Due opposizioni sono state presentate da altrettanti esponenti di una medesima Sgr. ⁵ Le tre opposizioni sono state presentate dai sindaci di un medesimo intermediario gestore di un sistema di scambi organizzati. ⁶ In sette casi, l'impugnazione è stata presentata anche al Tar. ⁷ L'opposizione è stata presentata da 9 esponenti di una Sim, unitamente a quest'ultima. ⁸ Gli opposenti sono in totale 118, appartenenti a otto istituti di credito; due di essi hanno impugnato il medesimo provvedimento sanzionatorio avanti a due diverse Corti d'Appello. In 4 casi, l'opposizione è stata presentata congiuntamente alle persone fisiche, anche dalla banca di appartenenza. ⁹ Gli opposenti sono in totale 27. In un caso, l'opposizione è stata presentata congiuntamente da 11 esponenti e dalla Sgr di appartenenza; un ulteriore esponente della medesima Sgr ha presentato un autonomo gravame. Due opposizioni sono state presentate da altrettanti esponenti di una medesima Sgr. ¹⁰ Il medesimo ricorso è stato presentato anche al Tar del Lazio. ¹¹ Gli opposenti sono in totale 574; tra essi figurano anche 18 banche, che hanno proposto opposizione congiuntamente a propri esponenti aziendali e dipendenti; 2 banche e 33 persone fisiche, autrici di 13 opposizioni, hanno impugnato il medesimo decreto sanzionatorio avanti a due Corti d'Appello.

Tav. A.18

Azioni contro la Consob per risarcimento danni¹

1996	1997	1998	1999	2000 ²	2001	2002	2003 ³	2004	2005	Motivi	Esito al 31 dicembre 2005
Cliente di intermediario											
1	1	4	9	1	--	--	29	59	125	Omissione attività di controllo	In corso; 27 sentenze 1° grado favorevoli; 2 sentenze sfavorevoli - proposto appello
--	1	--	1	--	2	--	--	--	--	Omissione attività di controllo - citazione ex art. 185, comma 2, c.p.	In corso ⁴ ; 1 sentenza favorevole
--	2	--	--	--	--	--	--	--	--	Diffamazione	In corso
Fallimento Sim											
--	1	--	--	--	--	--	--	--	--	Omissione attività di controllo	Sospeso
Sim											
--	1	--	--	--	--	--	--	1	--	Omissione attività di controllo - chiamata in causa ex art. 106, c.p.c.	In corso
--	1	--	--	--	--	--	--	--	1	Diniego estensione autorizzazione/iscrizione Albo Sim	In corso
--	--	--	--	--	--	--	--	2	--	Comportamento illegittimo nell'attività di vigilanza	In corso
Azionista di società quotata											
1	--	--	--	--	--	--	--	--	--	Illegittimità dell'esonero Consob dall'obbligo di promuovere Opa	Respinta domanda di risarcimento in 2° grado
1	--	--	--	--	2	1	--	1	--	Omissione attività di controllo	In corso ⁵ ; 1 sentenza 1° grado favorevole
Cliente di agente di cambio											
1	--	--	--	--	--	--	--	--	--	Fatto illecito dipendente - citazione ex art. 185, comma 2, c.p.	Respinta domanda di risarcimento in 2° grado - proposto ricorso in Cassazione
--	--	--	3	1	--	--	--	1	1	Omissione attività di controllo	In corso
Fallimento agente di cambio											
--	--	--	--	--	--	--	1	--	1	Omissione attività di controllo	In corso
Cliente di agente di cambio e Sim											
1	--	--	--	--	--	--	--	--	1	Omissione attività di controllo	In corso
Comitato azionisti											
--	--	1	--	--	--	--	--	--	--	Interdizione attività di abusiva sollecitazione	In corso
Cliente di società fiduciaria											
--	--	--	2	--	1	--	--	--	--	Omissione attività di controllo	In corso; respinta una domanda di risarcimento
Cliente di promotore											
--	--	--	--	--	--	5	--	--	--	Omissione attività di controllo	In corso; respinta una domanda di risarcimento
Promotore											
--	--	--	--	--	--	5	--	--	--	Illegittima cancellazione	In corso; respinta una domanda di risarcimento

--- Segue ---

--- Seguito Tav. A.18 ---

1996	1997	1998	1999	2000 ²	2001	2002	2003 ³	2004	2005	Motivi	Esito al 31 dicembre 2005
Consulente di società quotata											
--	--	--	--	--	--	--	--	1	--	Omissione attività controllo — chiamata in causa ex art. 106 c.p.c.	In corso
Altro											
--	--	--	--	--	--	--	--	1	--	Comportamento illegittimo nell'attività di accertamento ex art. 185 Tuf	In corso
Totale											
5	7	5	15	2	6	7	30	66	129		

¹ Alle azioni riportate si aggiunge un ricorso ex art. 700 c.p.c. promosso da un intermediario al fine di ottenere l'inibitoria dell'attività sanzionatoria avviata dalla Consob. Inoltre, nel corso del 1999, è stato proposto appello avverso 3 sentenze che hanno respinto 3 domande di risarcimento proposte nel 1994 e nel 1995 da clienti di intermediari. ² Con riguardo a 3 contenziosi, rispettivamente instaurati nel 1999 e 2000, promossi innanzi al giudice amministrativo le Sezioni Unite della Cassazione hanno dichiarato la giurisdizione del giudice ordinario avanti al quale gli stessi sono stati riassunti. ³ Nel corso del 2003 la Cassazione ha respinto il ricorso presentato avverso la favorevole sentenza emessa nel 2000 dalla Corte d'Appello di Milano, che aveva rigettato un'azione di risarcimento danni formulata nel 1994 dal cliente di una Sim. ⁴ In un caso la Consob si è a sua volta costituita parte civile nei confronti degli imputati. ⁵ Due delle domande presentate nei confronti della Consob nel corso del 2002 non contengono richieste di risarcimento, bensì formulano al giudice civile una richiesta di condanna dell'Istituto, ad un facere, consistente nell'adozione di provvedimenti amministrativi. Sempre nel corso del 2002 è stato proposto appello avverso 2 sentenze che hanno respinto altrettante domande di risarcimento proposte, rispettivamente nel 1996 da un intermediario e nel 1997 dai clienti di un intermediario.

NOTE METODOLOGICHE

Avvertenze

Nelle tavole del testo e dell'Appendice sono adoperati i seguenti segni convenzionali:

- rilevazione quantitativa nulla;
- fenomeno non esistente;
- fenomeno esistente ma dati non noti;
- .. i dati non raggiungono la cifra significativa dell'ordine minimo considerato.

Fonte dei dati: se la fonte non è espressamente citata, i dati riportati nelle tavole si intendono acquisiti dalla Consob nell'ambito dell'esercizio delle attività istituzionali di vigilanza.

Figg. 1-7

I grandi gruppi quotati sono rappresentati da un campione "chiuso" di 30 gruppi per i quali è disponibile una serie ininterrotta di bilanci dal 1998 al 2004 e censiti nell'annuario R&S 2005 di Mediobanca. A fine 2004 tali gruppi abbracciavano circa 50 società quotate che rappresentavano l'80 per cento circa della capitalizzazione complessiva delle società non finanziarie quotate. Si tratta quindi di un'analisi che copre quasi tutto il panorama del listino di borsa per ciò che riguarda i settori dei servizi e dell'industria. I gruppi considerati sono i seguenti (tra parentesi sono indicate le principali quotate consolidate nel bilancio): Enel (Terna), Eni (Snam Rete Gas, Saipem), Autostrade, Telecom (Tim), Ifi (Ifil, Fiat, Juventus), Edizione Holding (Autogrill, Benetton), Aurelia (Autostrada TO-MI, Sias TO-MI), Italmobiliare (Italcementi), Luxottica, Alitalia, Aem, Fininvest (Mondadori, Mediaset), Edison, Erg, Acea, Pirelli & C., Cofide (Cir, L'Espresso, Sogefi), Buzzi Unicem, Marzotto (Linificio), Tenaris-Dalmine, Impregilo, Gim (Smi), Rcs MediaGroup, Finmeccanica, Caltagirone (Cementir, Vianini industrie, Vianini lavori), Indesit-Merloni, Bulgari, Davide Campari, Snia (dal 2004 viene presa in considerazione Sorin, nata da uno scorporo da Snia). Per rendere omogenea la serie storica dei bilanci del gruppo Telecom è stata considerato anche il gruppo Seat Pagine Gialle (prima consolidato in Telecom). In alcuni casi Mediobanca prende in considerazione il bilancio consolidato della *holding* capogruppo anche se non quotata (in particolare, per Fininvest, Edizione Holding e Aurelia).

I dati relativi agli altri gruppi di imprese sono rielaborati sulla base delle informazioni contenute in alcune indagini periodiche curate da Mediobanca. Per le grandi imprese italiane la fonte è "*Dati cumulativi di 2007 società italiane*", edizione 2005, che copre praticamente l'universo delle società industriali di grandi dimensioni (con più di 500 addetti), mentre per le medie imprese italiane la fonte è "*Le medie imprese industriali italiane*", edizione 2005 (in collaborazione con Unioncamere) e si riferisce a società con un numero di addetti compreso fra 50 e 500 (e a un campione di circa 3.800 imprese). Le multinazionali industriali europee sono censite nella pubblicazione R&S "*Dati cumulativi di 280 multinazionali*", edizione 2005, e per l'Europa sono analizzati 135 gruppi multinazionali. Queste indagini sono riferite a campioni

“chiusi”, cioè in cui il numero di imprese osservate è fisso negli anni, così come quello relativo ai grandi gruppi quotati.

Fig. 16

I dati sono tratti dallo studio *“The evolution of initial public offerings in Italy”*, Borsa Italiana, Bit Notes n. 14, giugno 2005.

Figg. 20, 21, Tav. 5, Tavv. A.6, A.7, A.8

L'Archivio Consob sulla trasparenza proprietaria è costituito dalle comunicazioni inviate ai sensi dell'art. 120 del Tuf, in base al quale tutti coloro che partecipano in una società quotata italiana, in misura superiore al 2 per cento del capitale rappresentato da azioni con diritto di voto, devono darne comunicazione scritta alla società stessa e alla Consob, che diffonde tali informazioni al mercato.

Per partecipazione rilevante si intende il possesso di quote azionarie superiori al 2 per cento del capitale rappresentato da azioni con diritto di voto (art. 120 Tuf).

I dati riportati nelle tavole si riferiscono alle partecipazioni calcolate sul capitale ordinario delle società.

Fig. 21, Tav. A.7

La definizione dei modelli di controllo è la seguente:

- di diritto: quando un singolo azionista detiene più del 50 per cento dei diritti di voto esercitabili in assemblea ordinaria;
- di fatto: quando un soggetto, che non controlla di diritto la società, è in grado di esercitare un'influenza dominante sull'assemblea ordinaria;
- patto di sindacato: quando la quota aggregata dei diritti di voto detenuta dagli aderenti ad un patto di sindacato di voto è superiore al 50 per cento dei diritti di voto esercitabili in assemblea ordinaria o consente di esercitare un controllo di fatto.

Tavv. 1, 2, 3, 4, Tav. A.3

Per la trattazione delle offerte finalizzate all'ammissione a quotazione vengono adottati i seguenti criteri:

- non vengono considerate le offerte effettuate da parte di società estere;
- i dati relativi all'ammontare delle offerte sono riferiti agli esiti dei collocamenti comprensivi delle azioni eventualmente allocate agli investitori istituzionali, alla chiusura dell'offerta, nell'ambito dell'*over allotment*. Si prescinde, pertanto, dalla circostanza che nei 30 giorni successivi all'offerta, in seguito all'esercizio dell'attività di stabilizzazione da parte dei collocatori, la *green shoe* possa non essere esercitata, del tutto o in parte;
- i dati relativi all'evoluzione della struttura proprietaria sono tratti dai prospetti informativi e tengono

conto dell'esito dell'offerta comprensivo dell'eventuale effettivo esercizio della *green shoe*; nel caso di riduzione del numero di azioni offerte in vendita rispetto alla previsione contenuta nel prospetto informativo, e in mancanza di specifica indicazione in merito, il computo delle quote *post* offerta di ogni singolo azionista venditore viene effettuato operando una ripartizione della vendita risultante proporzionale a quella prevista;

- la determinazione della quota dell'azionista di controllo segue un criterio di natura sostanziale che tiene conto di tutte le azioni detenute dai membri di uno stesso nucleo familiare, delle azioni detenute da diverse società facenti capo a un unico soggetto, delle azioni non conferite in eventuali patti di sindacato da parte di soggetti aderenti ai relativi patti; in mancanza di un azionista di controllo, alla voce azionista di controllo viene indicato il primo azionista;
- le azioni proprie vengono detratte dal capitale sociale dell'emittente ai fini del calcolo delle quote degli azionisti rilevanti e della capitalizzazione.

Tav. 4

Sono compresi anche i rapporti creditizi e partecipativi esistenti alla data dell'offerta fra le società ammesse a quotazione e i soggetti controllanti o controllati dagli *sponsor* o dai soggetti collocatori che hanno curato l'operazione.

Nell'ambito dei rapporti creditizi non si considerano le operazioni relative a crediti commerciali, nonché quelle in cui non è stato possibile determinare la quota dei finanziamenti erogati; solo in alcuni casi, particolarmente rilevanti, si è tenuto conto del dato relativo ad affidamenti non utilizzati.

Non si considerano le opzioni per l'acquisto o la sottoscrizione di azioni detenute dai predetti soggetti ai fini della rilevazione dei rapporti partecipativi.

Tav. A.2

I dati riguardano le società quotate al momento dell'operazione di cessione della partecipazione. Il controvalore complessivo comprende i soli ricavi da cessione, al lordo degli oneri e delle spese di cessione, e non include anche gli eventuali debiti finanziari trasferiti.

Figg. 35 - 42, Tav. 24

I primi 10 gruppi bancari italiani sono i primi 10 per totale attivo a fine 2004 e, a tale data, coprivano il 64,0 per cento del totale attivo del sistema bancario italiano e il 64,3 per cento del risparmio gestito.

Fig. 35

Il margine di interesse include il saldo delle operazioni in derivati di copertura su tassi di interesse, i dividendi su partecipazioni e gli utili o perdite delle partecipazioni valutate al patrimonio netto. I ricavi da intermediazione mobiliare comprendono i profitti o le perdite da operazioni finanziarie e le commissioni nette per servizi di investimento e gestioni collettive (inclusa la negoziazione di valute, la consulenza, la custodia e l'amministrazione titoli, i servizi di banca depositaria e il collocamento di prodotti e servizi assicurativi). I ricavi da servizi bancari comprendono le commissioni nette per garanzie rilasciate e derivati

su crediti, per servizi di incasso e pagamento, per servizi di esattorie e ricevitorie e di *servicing* su operazioni di cartolarizzazione, commissioni nette su conti correnti, carte di credito e Bancomat.

Fig. 36

I ricavi da gestione del risparmio comprendono le commissioni nette derivanti dalle gestioni individuali e collettive e le commissioni da banca depositaria. I ricavi da collocamento comprendono le commissioni nette da collocamento titoli e altri prodotti finanziari e assicurativi (inclusa l'offerta fuori sede). I ricavi da negoziazione in conto terzi comprendono le commissioni nette da negoziazione titoli e valute e le commissioni nette da raccolta ordini. Gli altri ricavi comprendono essenzialmente le commissioni nette da consulenza e da custodia e amministrazione titoli.

Fig. 46, Tavv. 25, 26, 27, Tav. A.14

Per gestione individuale si intende quanto disposto dall'art. 1, comma 5, lett. d), del Tuf. Per Oicr si intendono gli organismi di investimento collettivo del risparmio. Il dato relativo ai fondi comprende anche le Sicav.

Tav. 23

L'analisi degli assetti proprietari è stata effettuata considerando non solo gli azionisti diretti delle società di gestione, ma risalendo al detentore ultimo delle partecipazioni; è stato utilizzato, nella classificazione del soggetto controllante, un criterio di "attività prevalente".

Per le società di gestione che non sono caratterizzate né da un controllo di diritto, né da un accordo parasociale, si è cercato di individuare l'eventuale esistenza di relazioni "di coalizione" che, pur non sfociando in accordi parasociali, permettano comunque di attribuire il controllo a un determinato gruppo di soggetti, caratterizzati da un'elevata omogeneità sia per quanto riguarda la natura o forma giuridica, sia per quanto riguarda l'attività svolta.

Per "*joint venture*" si intende una società in cui l'azionariato sia diviso in due quote, del 50 per cento ciascuna, detenute da soggetti non omogenei.

Per "intermediari finanziari non bancari" si intende una categoria residuale, che riguarda il caso in cui il controllo sia esercitato da una società finanziaria non quotata, che non svolga attività né bancaria né assicurativa, e per la quale non sia possibile risalire a una persona fisica.

Tav. A.14

Le categorie dei fondi sono state individuate sulla base delle classificazioni Assogestioni vigenti alle date di riferimento.

Tav. 37

Le tipologie di giudizio che possono essere rilasciate dalla società di revisione sono le seguenti:

- 1) *Giudizio con rilievi*. Il revisore esprime un giudizio con rilievi qualora accerti: significative mancanze di conformità alle norme che disciplinano il bilancio; significativi disaccordi con gli amministratori rispetto ai criteri contabili; errori nella loro applicazione o inadeguatezza dell'informazione; significative limitazioni al procedimento di revisione per impedimenti tecnici o restrizioni imposte dagli amministratori; presenza di una situazione di incertezza significativa non adeguatamente descritta in bilancio o laddove le azioni poste in essere dagli amministratori appaiano non condivisibili.
- 2) *Giudizio negativo*. Il revisore esprime un giudizio negativo qualora gli effetti dei rilievi concernenti significative mancanze di conformità alle norme che disciplinano il bilancio, ovvero significativi disaccordi con gli amministratori rispetto ai criteri contabili, errori nella loro applicazione o inadeguatezza dell'informazione, sono così rilevanti da compromettere l'attendibilità e la capacità informativa del bilancio considerato nel suo insieme.
- 3) *Impossibilità a esprimere il giudizio per gravi limitazioni*. Il revisore si dichiara impossibilitato a esprimere un giudizio qualora i possibili effetti delle limitazioni alle procedure di revisione sono così rilevanti da far mancare gli elementi indispensabili per un giudizio.
- 4) *Impossibilità a esprimere un giudizio per incertezze*. In presenza di più situazioni di incertezza o di un'incertezza che pone in discussione l'attendibilità complessiva del bilancio o la continuità aziendale, il revisore dichiara l'impossibilità di esprimere un giudizio quando ritiene che le azioni intraprese dagli amministratori si basino su presupposti fortemente opinabili.

Tavv. 63, 64

La carriera direttiva superiore comprende le qualifiche di Direttore generale, Funzionario generale, Condirettore centrale, Direttore principale, Direttore e Condirettore. La carriera direttiva inferiore comprende le qualifiche di Primo funzionario, Funzionario di 1^a, Funzionario di 2^a. La carriera operativa comprende la qualifica di Coadiutore principale, Coadiutore, Assistente superiore, Assistente e vice Assistente.