

analisi sono gli obblighi di trasparenza per le offerte dei titoli di debito, i conflitti di interesse in caso di offerta di titoli, il ruolo degli amministratori indipendenti e le forme di protezione degli azionisti di minoranza.

L'organizzazione è tornata, recentemente, a concentrare la propria attività sulla cooperazione tra Autorità di vigilanza. Una nuova area di collaborazione è stata aperta con l'adozione di una risoluzione sul sequestro di attivi (*freezing of the assets*) anche su richiesta di un'Autorità estera, al fine di porre ulteriori barriere alle cosiddette frodi transfrontaliere soprattutto da parte di soggetti non autorizzati (*boiler rooms*). La risoluzione non è destinata, allo stato, a diventare parte integrante dell'accordo multilaterale di cooperazione (*Multilateral Memorandum of Understanding* – MMOU) che tutti i membri della Iosco dovranno firmare entro il 2010. Essa tuttavia è destinata a creare nuovi parametri di valutazione (*benchmarks*) nell'ambito dell'assistenza amministrativa. La Consob, che è tra le 35 Autorità firmatarie del MMOU, auspica i cambiamenti normativi necessari per corrispondere anche a questi nuovi standard. Il recepimento della MiFID dovrebbe ampliare le fattispecie nelle quali sarà possibile prestare cooperazione alle Autorità estere.

La cooperazione con i cosiddetti centri *off-shore* è un altro aspetto sul quale si è concentrata l'attività della Iosco anche in collaborazione con il *Financial Stability Forum*. Va detto, tuttavia, che, oltre alla cooperazione, uno degli aspetti critici principali riguarda l'assenza di qualsiasi forma di vigilanza efficace sui soggetti che svolgono esclusivamente attività *off-shore*.

La Consob attribuisce rilevanza a questa materia, poiché più volte, in casi di particolare importanza, non è stato possibile reperire, in tutto o in parte, informazioni atte ad assicurare un adeguato controllo sul mercato italiano.

1.4 La competitività della Piazza finanziaria italiana

Il nuovo assetto istituzionale del mercato europeo dei servizi finanziari pone in evidenza il problema della competitività dei sistemi nazionali.

L'adozione pressoché integrale delle misure previste nel Piano d'Azione europeo per i servizi finanziari (FSAP) ha comportato cambiamenti profondi nel quadro normativo italiano e di altri paesi europei, in uno sforzo senza precedenti di armonizzazione delle regole, funzionale all'eliminazione delle barriere all'integrazione dei mercati.

Non sempre le soluzioni adottate in sede europea sono da ritenere ottimali dal punto di vista delle caratteristiche, degli assetti strutturali dei singoli mercati nazionali e di prassi operative consolidate. Va poi aggiunto che la loro attuazione nei diversi ordinamenti comporta spesso costi considerevoli e richiede una forte capacità di adattamento al nuovo contesto normativo.

Per questo è particolarmente importante la fase di recepimento della normativa europea. Da un lato, i tempi di realizzazione, sul cui rispetto vigilano le istituzioni europee, devono tener conto dei costi dei cambiamenti, spesso rilevanti, che le nuove norme possono comportare. Dall'altro, è opportuno che la definizione di norme nazionali coerenti con i principi europei avvenga attraverso adeguate procedure di consultazione e con il coinvolgimento di tutte le parti istituzionali e di mercato interessate. Si possono così ottimizzare i margini di discrezionalità lasciati al legislatore nazionale, in modo coerente sia con le esigenze di tutela degli investitori sia con l'interesse allo sviluppo della piazza finanziaria nazionale.

In Italia, tale approccio assume particolare rilevanza nella fase attuale. Sono infatti in corso di recepimento, in alcuni casi con un certo ritardo rispetto alle scadenze europee, alcune direttive atte a modificare profondamente il quadro normativo e il funzionamento di aspetti cruciali del mercato.

I ritardi nel recepimento delle direttive europee si riflettono negativamente non solo sulla reputazione del Paese, ma anche sugli operatori, su cui possono gravare incertezze normative e disparità di condizioni rispetto ai concorrenti. Si determinano infatti aree grigie nelle quali, da un lato, sorgono dubbi sulla validità di norme nazionali preesistenti, ma in contrasto con le prescrizioni comunitarie, e, dall'altro, si pongono questioni in ordine alla diretta applicabilità di norme della direttiva, ancorché non trasposte nel diritto interno (c.d. norme self-executing, nel senso che non richiedono l'emanazione di atti ulteriori).

Al fine di accelerare il processo di attuazione delle direttive comunitarie e di agevolare la consultazione delle parti interessate, il Ministro dell'Economia e delle Finanze ha assunto – nel marzo 2007 – l'iniziativa di istituire il Comitato per la Piazza finanziaria italiana.

Il Comitato rappresenta una sorta di organismo consultivo dei mercati, cui parteciperanno oltre quaranta componenti, in rappresentanza sia di istituzioni pubbliche che private e tra i quali figurano i più elevati rappresentanti della Consob, della Banca d'Italia e di Borsa Italiana, nonché i presidenti delle associazioni di categoria, alti esponenti del mondo bancario e autorevoli giuristi.

La sua funzione, in analogia con quanto accade in paesi come Francia e Regno Unito, è quella, da un lato, di fungere da sede di confronto e di analisi delle tendenze evolutive del settore e, dall'altro, di consentire una reazione coordinata e tempestiva del sistema nazionale agli orientamenti che emergono nelle sedi internazionali.

Diversi sono i temi strategici sui quali il Comitato potrà delineare linee di indirizzo condivise.

La Consob porterà il proprio contributo con l'obiettivo di ricercare soluzioni che, nel favorire la competitività della Piazza finanziaria, garantiscano adeguate condizioni di tutela dei risparmiatori.

Trovare una strategia comune per guidare le trasformazioni del sistema italiano è particolarmente utile nell'attuale fase di transizione del mercato verso nuovi assetti strutturali e regolamentari.

Un'area prioritaria, anche per l'imminenza delle scadenze comunitarie, riguarda senz'altro le modalità con cui il sistema italiano darà attuazione ai nuovi principi della direttiva MiFID.

L'introduzione di nuove tipologie di soggetti che gestiscono piattaforme di negoziazione, in concorrenza con i mercati regolamentati, pone l'esigenza di definire requisiti e regole in grado di salvaguardare il livello generale di tutela dell'integrità degli scambi. In un sistema più articolato, ad una maggiore competitività corrispondono, infatti, rischi di minor tutela degli investitori derivanti soprattutto dalla frammentazione delle informazioni.

In Italia, l'ampia diffusione tra i piccoli risparmiatori di titoli obbligazionari spesso rischiosi sollecita la previsione di adeguate condizioni di trasparenza delle negoziazioni. Il confronto tra i diversi interessi presenti nel Comitato potrà portare a definire iniziative, anche gradualmente, che valorizzino possibili sinergie tra liquidità e trasparenza del mercato obbligazionario.

Altra questione di grande importanza attiene alle previsioni contenute nelle misure di attuazione della MiFID che vietano in via generale agli intermediari di ricevere o pagare somme di danaro nell'ambito della prestazione dei servizi di investimento da soggetti terzi diversi dai clienti (cosiddetti *inducements*). Il problema principale appare la definizione di criteri applicativi che assicurino che i costi dei servizi siano sempre giustificati dal perseguimento di un beneficio per il cliente.

Il ruolo del Comitato Piazza finanziaria, visto in una prospettiva forse meno urgente ma altrettanto importante, implicherà un impegno su altri temi, quali il rilancio del settore del risparmio gestito, dove occorrono maggiore competitività e più alti livelli di trasparenza; i sistemi di governo societario, dove si pone soprattutto l'esigenza di consolidare le funzioni di controllo sulla gestione nei nuovi modelli societari; lo sviluppo del mercato del capitale di rischio per le piccole e medie imprese, per il quale possono essere promosse e sostenute iniziative mirate a favorire la progressiva apertura degli assetti proprietari; infine, il settore dell'*investor education*, dove è opportuno sviluppare un piano di diffusione della cultura finanziaria in cui svolgano compiti complementari gli operatori del mercato, le Autorità di vigilanza e, in un ambito che coinvolga l'intera collettività sin dalla formazione scolastica, gli stessi organi politici.

Il dialogo tra tutte le parti interessate, che caratterizzerà l'attività del Comitato, è coerente con l'approccio di valutare attraverso procedure di consultazione i costi e i benefici dell'introduzione di nuove regole.

Il tema, peraltro, non è nuovo. Già la riforma del risparmio contiene in nuce una sua prima disciplina prevedendo, per l'adozione di atti regolamentari e generali da parte delle Autorità indipendenti, che i provvedimenti regolamentari o di contenuto generale devono essere motivati con riferimento alle scelte di regolazione adottate e corredati di una relazione illustrativa delle conseguenze sulla regolamentazione, sull'attività delle imprese e degli operatori e sugli interessi dei risparmiatori e investitori.

Inoltre, è previsto che siano poste in essere consultazioni con gli organismi rappresentativi dei soggetti vigilati e degli investitori e che gli atti di regolazione siano sottoposti a una revisione periodica, almeno triennale, al fine di adeguarli all'evoluzione del mercato e degli interessi dei risparmiatori e degli investitori.

Infine, le Autorità devono disciplinare con regolamento l'applicazione dei suddetti principi, indicando anche i casi di necessità e urgenza per i quali è ammesso derogarvi.

Il progetto di riforma delle Autorità indipendenti rappresenta un'ulteriore conferma di tale tendenza evolutiva.

L'azione delle Autorità indipendenti, infatti, viene disegnata in modo tale da valorizzare l'autonomia decisionale dei soggetti abilitati, garantire la proporzionalità delle norme rispetto agli obiettivi e salvaguardare la competitività dell'industria italiana promuovendo l'innovazione e la concorrenza.

In questa direzione si pone il già menzionato intendimento, espresso nella bozza del decreto di recepimento della MiFID, di utilizzare in alcune importanti materie di confine lo strumento del "regolamento unico", da adottare congiuntamente da Consob e Banca d'Italia.

Oltre a facilitare l'accoglimento delle nuove disposizioni da parte del mercato, questo innovativo strumento ha il fine di evitare duplicazioni e quindi di minimizzare gli oneri della regolamentazione per i soggetti vigilati.

2. I principali elementi di evoluzione del quadro economico

2.1 L'andamento dei mercati finanziari

L'evoluzione del quadro macroeconomico e l'andamento del mercato azionario

Nel 2006 l'economia mondiale ha continuato complessivamente a crescere, ma a ritmi significativamente differenti nelle diverse aree geografiche.

L'espansione economica degli Usa è stata frenata dall'andamento negativo del mercato immobiliare e dagli aumenti del prezzo del petrolio.

Nell'area dell'euro la crescita è stata, invece, superiore rispetto a quella degli anni precedenti (la Commissione Europea stima un tasso di crescita del Pil pari al 2,6% nel 2006 contro 1,4% nel 2005) grazie soprattutto all'aumento dei consumi e degli investimenti e al buon andamento del settore produttivo.

In Italia il tasso di crescita positivo del Pil nel 2006, pari all'1,9% sulla base delle stime contenute nella Relazione unificata sull'economia e la finanza pubblica presentata dal Ministro dell'Economia e delle Finanze il 16 marzo 2007, ha permesso di superare la fase di stagnazione economica. L'espansione economica, seppure significativa, è stata inferiore rispetto a quella del resto dell'area dell'euro.

Nel 2006 è proseguita la fase positiva dei principali mercati azionari internazionali. La crescita dei corsi azionari è stata costante ed è stata meno marcata negli Stati Uniti che nell'area dell'euro¹¹. Solo nei mesi di maggio e giugno del 2006, i corsi azionari sono diminuiti sensibilmente soprattutto a causa della crescita del prezzo del petrolio e delle materie prime. Nello stesso periodo l'incertezza prodotta dalla prospettiva di un ulteriore restringimento della politica monetaria e di un rallentamento dell'economia statunitense ha causato un aumento della volatilità implicita su entrambi i mercati.

Sull'andamento dei mercati azionari hanno influito positivamente i favorevoli risultati economici delle principali società quotate nelle principali piazze finanziarie, che hanno registrato tassi di crescita degli utili in media superiori a quelli attesi dagli analisti¹².

La perdurante crescita delle quotazioni ha favorito una decisa ripresa della raccolta di capitale di rischio sulle borse dei principali paesi industrializzati, anche in questo caso più accentuata nei paesi dell'area euro e nel Regno Unito che negli Stati Uniti¹³.

¹¹ L'indice che rappresenta le principali imprese del mercato statunitense (lo S&P500) è cresciuto del 14% a fronte di un aumento del 20% per l'analogo indice riferito alle principali società dell'area dell'euro (il Dow Jones Euro Stoxx).

¹² La crescita degli utili per azione *before goodwill* (ossia senza considerare l'ammortamento dell'avviamento e altre componenti atipiche del reddito) delle società incluse nello S&P500 è stata pari al 15%, superando di circa 2,6 punti percentuali le previsioni effettuate dagli analisti a fine 2005 (*earning surprise*). Nell'area dell'euro, l'*earning surprise* è stato altrettanto rilevante poiché la crescita è stata pari a circa il 13% contro una previsione del 10% a fine 2005. L'aumento degli utili per azione *before goodwill* delle società incluse nel Mib30 è stato conforme ai valori rilevati per l'area dell'euro (12% che è circa il doppio rispetto a quanto previsto a fine 2005).

¹³ Nel 2006, il volume della raccolta di capitale di rischio nei mercati statunitensi è cresciuto del 15% per i collocamenti iniziali, in occasione di nuove ammissioni a quotazione, e del 25% per gli aumenti di capitale. Più rilevante è stato l'aumento delle operazioni di nuova quotazione nei paesi dell'area dell'euro e nel Regno Unito, dove la raccolta azionaria realizzata attraverso offerte pubbliche iniziali è cresciuta rispettivamente di circa il 40 e l'80%. Anche gli aumenti di capitale da parte delle società già quotate sono più che triplicati sulle borse dell'area dell'euro e quasi raddoppiati nel Regno Unito.

La minore velocità di crescita del mercato americano rispetto a quelli europei, che ha cominciato a manifestarsi negli ultimi anni, evidenzia una difficoltà di adeguamento del principale mercato del mondo alle nuove condizioni di competitività tra piazze finanziarie. Sulla capacità competitiva della borsa statunitense sembrano incidere i maggiori costi di quotazione derivanti da condizioni strutturali sul mercato dei servizi di collocamento, che si riflettono in più elevate commissioni, e i maggiori oneri di *compliance* relativi a un sistema di regolamentazione che è stato reso più prescrittivo dal Sarbanes&Oxley Act. Scoraggiano l'entrata di nuovi soggetti sul mercato americano anche i rilevanti costi di uscita dalla quotazione, che assumono una particolare rilevanza nella fase attuale di estremo dinamismo del mercato nella quale, accanto alle nuove quotazioni, cresce il ricorso al fenomeno opposto del *going private*, soprattutto legato al crescente attivismo dei fondi di *private equity*.

Il 2006 è stato un anno positivo per il mercato azionario italiano. L'apprezzamento dell'indice dei principali titoli (lo S&P/Mib) è stato pari al 16% (contro il 14% del 2005), che costituisce il quarto risultato positivo consecutivo.

La capitalizzazione delle società domestiche quotate sul mercato Mercato Telematico Azionario (Mta) è aumentata sia in valore assoluto (768 miliardi di euro contro i 669 del 2005) che in percentuale rispetto al Pil (52,8 nel 2006 rispetto a 48,8 nel 2005). È cresciuta anche la dimensione del Mercato Expandi, che ospita imprese di minore dimensione con la funzione di accompagnarne la crescita in vista di un futuro approdo al mercato ufficiale (la capitalizzazione è passata da 7,3 miliardi di euro nel 2005 a 10,3 nel 2006).

Si conferma l'elevato grado di liquidità del mercato azionario italiano. Il volume degli scambi sul Mta, con riferimento alle azioni solo delle società domestiche, è aumentato del 21% passando da 893 a 1.079 miliardi di euro e soprattutto il rapporto fra valore degli scambi e quello della capitalizzazione (*turnover velocity*) è cresciuto da 1,3 a 1,4, un valore superiore a quello degli altri principali mercati europei.

Il listino delle società domestiche quotate non ha subito, tuttavia, variazioni particolarmente rilevanti nel 2006 e continua a rappresentare scarsamente il sistema economico italiano¹⁴.

Le 25 nuove ammissioni a quotazione realizzate nel 2006 rappresentano comunque un segnale di ripresa del ricorso al mercato azionario, sia per il loro numero (ben superiore a quello medio degli ultimi 5 anni e in linea con quello degli anni della bolla speculativa della fine degli anni '90), sia per le caratteristiche delle società neo-quotate. Molte di esse,

¹⁴ Il numero delle imprese è aumentato di sole 9 unità (da 275 a 284) in virtù di 25 nuove quotazioni (17 sul mercato Mta e 8 sul Mercato Expandi) contro 16 revoche sul mercato Mta. Delle 25 nuove ammissioni a quotazione di società domestiche, 21 sono dovute a offerte pubbliche finalizzate alla quotazione (*Initial Public Offerings*), contro le 15 del 2005.

infatti, rappresentano realtà economiche indipendenti dai gruppi già quotati e sono società di media dimensione operanti nei settori industriali “tradizionali”, che costituiscono un bacino di alimentazione della borsa finora poco sfruttato.

Il volume di capitali raccolti nelle nuove quotazioni è stato pari a circa 3,7 miliardi di euro, con un aumento di oltre il 150% rispetto al 2005¹⁵.

Il volume degli aumenti di capitale da parte di società già quotate si è, invece, più che dimezzato rispetto all’anno precedente.

Nel 2006 è stato introdotto un nuovo segmento nel mercato Mta (denominato *Mta International*) per le società di diritto estero già quotate su un altro mercato regolamentato europeo da più di 18 mesi. Le ammissioni alle negoziazioni su *Mta International*, che sono avvenute su iniziativa della stessa società di gestione del mercato o su domanda di un soggetto terzo, sono state 21. Considerando anche tali società e quelle di diritto estero quotate sull’Mta, complessivamente il listino delle società quotate ha raggiunto un totale di 311 unità che costituisce un massimo storico per la borsa Italiana.

Gli scambi di strumenti derivati e il mercato obbligazionario

Un elemento che caratterizza in misura sempre più rilevante l’evoluzione dei mercati di strumenti finanziari è rappresentato dalla crescita del ruolo degli strumenti derivati, sia di quelli quotati su mercati regolamentati (cosiddetti *exchange traded*) sia di quelli negoziati su circuiti alternativi (cosiddetti *over the counter* o Otc).

Sulla base di una indagine della Banca dei Regolamenti Internazionali per i Paesi del G10, il valore nozionale dei derivati su strumenti finanziari ammontava a giugno 2006 a circa 350.000 miliardi di dollari Usa per gli strumenti negoziati Otc (con un incremento del 25% circa rispetto a dicembre 2005) e a circa 85.000 miliardi di dollari per quelli quotati su mercati regolamentati (con un incremento di quasi il 50% circa rispetto a dicembre 2005). Per entrambe le categorie di derivati la componente preponderante è rappresentata da strumenti su tassi di interesse che rappresentano circa il 90% del totale.

Un analogo fenomeno di crescita si riscontra per il mercato dei derivati sul rischio di credito (*credit default swap*)¹⁶.

¹⁵ I collocamenti hanno incontrato un positivo riscontro nella domanda sia degli investitori istituzionali, cui è stato destinato circa l’80% del controvalore totale, sia degli investitori *retail*, con un rapporto tra numero di azioni domandate e numero di azioni assegnate pari a 6,5, che è superiore a quello del 2005 (2,1) e del 2004 (5).

¹⁶ Il valore nozionale dei *credit default swap*, secondo l’indagine effettuata dalla Banca dei Regolamenti Internazionali, è aumentato del 50% nei primi sei mesi del 2006, arrivando a quasi 20 miliardi di dollari Usa. La quota preponderante dei *credit default swap* è

Anche in Italia il mercato dei derivati è cresciuto in maniera significativa, sebbene a tassi nettamente inferiori rispetto a quanto rilevato complessivamente nell'insieme dei Paesi del G10.

Sulla base dell'indagine semestrale effettuata dalla Banca d'Italia (relativa all'operatività di un campione di gruppi bancari maggiormente rappresentativi del comparto) alla fine del primo semestre 2006 il controvalore nozionale dei derivati Otc era pari a 4.851 miliardi di euro, con un aumento del 5% rispetto a dicembre 2005. Inoltre il valore nozionale dei contratti aperti sull'Idem (Mercato Italiano dei Derivati gestito da Borsa Italiana Spa) è cresciuto del 20% passando da 28 a 33 miliardi di euro circa.

Anche il mercato dei *credit default swap* è cresciuto in Italia in misura inferiore rispetto a quanto rilevato nei Paesi del G10 (+23% nel primo semestre del 2006) portando il controvalore nozionale di tali strumenti a 121 miliardi di euro.

In forte crescita è risultato nel 2006 il mercato delle emissioni obbligazionarie negli Stati Uniti e nei principali paesi europei. Il miglioramento della qualità del credito degli emittenti (conseguente alla positiva congiuntura economica e misurato dalla riduzione dei differenziali di rendimento tra le obbligazioni di emittenti non finanziari e i titoli di Stato in euro), ha favorito il ricorso al mercato obbligazionario per sostenere politiche di crescita nell'ambito di una generalizzata ripresa delle attività di fusione e acquisizione¹⁷.

In Italia, invece, l'evoluzione del mercato obbligazionario evidenzia una difficoltà di ripresa di un settore che è stato ampiamente coinvolto nei casi di crisi degli anni passati, anche se non si sono verificati nuovi episodi critici nel periodo più recente¹⁸.

Anche il tasso di concentrazione delle emissioni delle imprese italiane resta superiore a quello delle imprese degli altri principali paesi europei.

Nel 2006 è stata, invece, molto intensa la raccolta obbligazionaria delle banche italiane sull'euromercato (ossia presso investitori istituzionali). Le emissioni lorde sono

composta da derivati su un singolo debitore, che costituiscono il 70% del valore nozionale totale.

¹⁷ Le emissioni sono aumentate del 34% in Germania, del 22% in Francia e del 54% nel Regno Unito. Il comparto con il maggiore tasso di crescita è quello delle emissioni con *rating* speculativo per le quali la riduzione del differenziale di rendimento è stato più marcato.

¹⁸ In Italia, nel 2006 il numero delle imprese che hanno emesso obbligazioni è rimasto esiguo (10) e il 90% delle emissioni obbligazionarie è riconducibile alle prime 5 società, anche se si riscontrano segnali di ripresa delle emissioni di obbligazioni ad alto rendimento o prive di *rating*. Nel 2006 il peso dei primi 5 emittenti sul totale delle emissioni è stato pari al 63% in Germania, al 43% nel Regno Unito, al 32% in Francia. Le emissioni lorde di obbligazioni da parte di società non finanziarie italiane si sono ridotte nel 2006 (da 11,4 a 9,4 miliardi di euro) e quelle nette (date dalla differenza fra obbligazioni emesse e quelle scadute) sono state negative per 1,1 miliardi di euro.

state pari a 67 miliardi di euro circa (contro i 46 miliardi di euro del 2005: +45%), mentre le emissioni nette si sono più che raddoppiate passando da 23 a 55 miliardi di euro. A fine 2005 lo *stock* di obbligazioni emesse da banche italiane risultava composto per circa il 50% da titoli strutturati, spesso con caratteristiche molto complesse, quota che si è lievemente ridotta a settembre 2006 (45% circa).

Modesta appare la negoziazione di obbligazioni private sui mercati regolamentati italiani, in cui il volume degli scambi è aumentato del 7% circa (da 2.193 a 2.341 miliardi di euro).

Un circuito di negoziazione di una certa rilevanza per le obbligazioni è invece rappresentato, nella realtà italiana, dai sistemi di scambi organizzati (SSO), gestiti per lo più da intermediari bancari e aperti anche ai piccoli investitori. Su tali sistemi vengono negoziate prevalentemente obbligazioni bancarie italiane spesso emesse dallo stesso gruppo di appartenenza del soggetto che gestisce il sistema di scambi. Modesto è il peso degli scambi su obbligazioni emesse da soggetti non finanziari in gran parte riferibile a società estere.

Si riscontra peraltro una contrazione dell'operatività di tali sistemi, che si è accentuata nel secondo semestre del 2006¹⁹.

La dinamica del settore dei sistemi di scambi organizzati, e in particolare l'attuale tendenza alla contrazione della loro attività, potrebbe essere influenzata dai mutamenti radicali che il recepimento della direttiva MiFID comporterà in generale per tutte le attività del mercato secondario degli strumenti finanziari. In vista di tali cambiamenti, gli intermediari bancari sono impegnati in un processo di ridefinizione delle strategie di offerta dei servizi di negoziazione che comporterà profonde revisioni anche nella organizzazione e gestione dei sistemi di scambi organizzati che potrebbero o trasformarsi, come previsto dalla direttiva, in piattaforme multilaterali di negoziazione (*Multilateral*

¹⁹ Nel 2006 negli oltre 300 sistemi di scambi organizzati sono stati conclusi oltre 1,4 milioni di contratti su quasi 20.000 titoli obbligazionari bancari italiani, che rappresentavano l'87% dei titoli negoziati e il 47% dei contratti conclusi su tali sistemi. Il numero dei contratti conclusi è diminuito (da 763.236 nel secondo semestre 2005 a 756.082 nel primo semestre 2006 per poi scendere a 647.379 a fine 2006). Gli scambi su obbligazioni di imprese non finanziarie rappresentano solo il 6% dei contratti conclusi sugli SSO e il 4% in termini di numero di titoli negoziati; inoltre, quota preponderante di questi titoli è riferibile a soggetti esteri. Per quanto riguarda le obbligazioni corporate italiane, nella seconda metà del 2006 sono stati scambiati 71 titoli emessi da società appartenenti a 27 gruppi diversi. Gli scambi su tali titoli continuano a subire una marcata contrazione sia in termini di numero di contratti (passati dagli oltre 123 mila contratti del secondo semestre 2003, primo periodo per il quale sono disponibili i dati, ai 16 mila del secondo semestre 2006) che in termini di controvalori (da 2.6 miliardi di euro nella seconda metà del 2003 ai 382 milioni di euro del secondo semestre del 2006).

Trading Facilities) o in internalizzatori sistematici, o tornare a offrire servizi individuali di negoziazione alla clientela.

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

Il perdurare anche nel 2006 di una positiva evoluzione del quadro economico a livello internazionale ha favorito il mantenimento di un quadro complessivo favorevole per la stabilità del sistema finanziario.

Gli effetti sull'inflazione della crescita economica su scala mondiale, degli alti prezzi dei fattori energetici e della riduzione delle scorte sono stati contenuti attraverso politiche monetarie moderatamente restrittive che non hanno sostanzialmente alterato le favorevoli condizioni per i prestiti degli ultimi anni.

La crescente attenzione, dedicata dalle Autorità monetarie e dalle principali organizzazioni di cooperazione internazionale nel settore finanziario, all'analisi dei principali fattori di rischio per la stabilità del sistema ha contribuito a mantenere un buon clima di fiducia sui mercati.

Fattori di rischio possono comunque emergere in conseguenza di un eventuale peggioramento delle condizioni macroeconomiche con un connesso aumento dei tassi di interesse o in relazione alla creazione di perturbazioni sul mercato dei cambi, dove potrebbero accentuarsi fenomeni di riequilibrio dei tassi di cambio di alcune delle principali valute.

Elementi di tensione sui mercati hanno cominciato a manifestarsi a partire dalla seconda metà di febbraio del 2007, producendo un'accentuazione della volatilità dei corsi azionari. Non appaiono al momento chiaramente definite le cause di tali tensioni né se queste possano influire in maniera significativa sulle aspettative che sembrano comunque mantenere un orientamento positivo. L'andamento di questo periodo può rappresentare una fisiologica fase di assestamento di una prolungata crescita delle quotazioni, che soprattutto in alcuni paesi emergenti avevano raggiunto livelli eccezionali, ma in parte può riflettere l'emergere di alcune difficoltà in settori, quali quello immobiliare e del credito ipotecario, che possono incidere in maniera significativa sull'orientamento della congiuntura economica e sui mercati finanziari.

L'aumento della correlazione tra i rendimenti di diverse classi di attività e di diverse strategie di investimento ha diminuito la dispersione dei rischi, riducendo la possibilità di diversificazione dei portafogli a scopo di copertura. In tale quadro, l'emergere di tensioni potrebbe essere amplificato a danno soprattutto dei soggetti più esposti all'indebitamento con possibili effetti a catena su altre componenti del sistema finanziario. Inoltre i mercati finanziari stanno diventando sempre più complessi rendendo più articolati e meno prevedibili anche i meccanismi di trasmissione degli eventuali *shocks*, rispetto ai quali possono rivelarsi inadeguati sia i modelli di gestione dei rischi adottati dai singoli operatori

sia i sistemi di analisi impiegati dalle Autorità di vigilanza per monitorare la stabilità complessiva del sistema.

Lo sviluppo degli hedge funds

Alcuni dei fattori che hanno favorito la positiva evoluzione dei mercati possono tradursi in meccanismi di amplificazione dei rischi qualora le positive condizioni del contesto economico complessivo dovessero deteriorarsi o qualora dovessero manifestarsi singoli episodi critici di grandi dimensioni.

Tra questi fattori, particolare attenzione merita la crescente importanza dei cosiddetti “fondi speculativi” (*hedge funds*).

La ridotta volatilità dei mercati e la riduzione generalizzata dei rendimenti dei prodotti tradizionali ha indotto alla creazione di forme innovative di investimento a più alto contenuto di rischio, quali gli *hedge funds*, volti a soddisfare la domanda di maggiori rendimenti. Questi strumenti possono contribuire a diversificare i portafogli degli operatori e ad aumentare l'ampiezza e la profondità dei mercati finanziari, ma le possibili difficoltà nel liquidare posizioni rilevanti su tali strumenti, e più in generale nel valutarne le componenti di rischio, possono produrre gradi di esposizione non facilmente prevedibili e misurabili.

In tale quadro, per le Autorità di vigilanza si pone l'esigenza di mantenere un adeguato livello di attenzione sull'evoluzione del ruolo degli *hedge funds*, in particolare con riferimento a 3 aree di attenzione:

- i rischi per la stabilità sistemica;
- i rischi per l'integrità dei mercati;
- la protezione degli investitori.

Preoccupazioni in merito ai possibili effetti dello sviluppo degli *hedge funds* sulla stabilità complessiva del sistema finanziario sono emerse in seguito al fallimento di uno dei più importanti *hedge funds* alla fine degli anni '90, nel quale si erano manifestati i rischi dovuti all'assunzione di posizioni di grandissime dimensioni e “unidirezionali” sul mercato, soprattutto quando queste posizioni sono assunte con un elevato ricorso al credito per finanziarle.

Gli *hedge funds* presentano infatti caratteristiche peculiari rispetto ad altri operatori del mercato che pure sono in grado di assumere posizioni di grandi dimensioni, come le banche d'investimento, le *securities firms* e le stesse *holdings* di partecipazioni. Queste categorie di soggetti sono infatti generalmente legate da un complesso di relazioni e di interessi con gli emittenti e più in generale con il mercato in cui operano e sono quindi più propense ad avere portafogli più diversificati e con posizioni di rischio maggiormente compensate. Ne deriva una loro maggiore propensione a salvaguardare l'equilibrio del

mercato. Gli *hedge funds*, invece, hanno una strategia più concentrata sull'unico obiettivo di massimizzare i rendimenti della loro operatività e sono quindi meno influenzati, rispetto agli altri soggetti, da condizionamenti di sistema, con la conseguenza che possono adottare comportamenti più aggressivi nei confronti del mercato.

Dalla tendenza a una maggiore concentrazione degli investimenti degli *hedge funds* deriva anche un loro possibile coinvolgimento nella *corporate governance* delle società quotate. Molti *hedge funds* hanno inserito nella definizione delle strategie di gestione dei fondi una politica di "attivismo", con una costante pressione nei confronti del *management* delle società partecipate volta al miglioramento dei risultati. In alcuni casi, l'assunzione di partecipazioni rilevanti consente agli *hedge funds* di esercitare un'influenza, a volte decisiva, nella definizione delle linee strategiche e nella realizzazione di operazioni di fusione e acquisizione. In tal modo, il ruolo degli *hedge funds* viene ad avvicinarsi a quello dei fondi di *private equity*, il cui impatto sul mercato, e in particolare sulla dinamica degli assetti di controllo delle società quotate, ha assunto dimensioni importanti.

Anche questo aspetto merita particolare attenzione. A fronte dei possibili benefici dell'attivismo degli *hedge funds* e dei fondi di *private equity* nel rendere più dinamico il mercato del controllo societario, il loro orientamento prevalentemente speculativo può favorire un'eccessiva attenzione ai risultati di breve periodo, ostacolando la realizzazione di strategie di investimento di medio-lungo periodo, in particolare da parte di società che svolgono funzioni che creano rilevanti economie esterne per il sistema.

Ulteriori elementi di rischio per la stabilità sistemica derivano dalla 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, potrebbero influenzare la stabilità complessiva del sistema.

Inoltre, 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 soddisfare la domanda degli investitori.

Gli stessi fattori sono alla base dei possibili rischi derivanti dall'operare degli *hedge funds* sull'integrità dei mercati, in quanto questi vengono spesso ad assumere un potere di mercato assai rilevante che può (sia direttamente che tramite l'effetto traino che tali fondi esercitano su altri operatori) favorire il verificarsi di fenomeni manipolativi o comunque di perturbazione del regolare andamento dei mercati.

Per quanto riguarda il profilo della protezione degli investitori, fino a ora è prevalso un approccio che, in considerazione della tipologia dei soggetti che hanno accesso a tali

fondi, ha fatto ritenere che essi disponessero di strumenti e incentivi adeguati per effettuare la valutazione dei rischi connessi a tali strumenti. Profili critici, che potrebbero spingere verso una esigenza di maggiore trasparenza, cominciano però a emergere in considerazione del crescente coinvolgimento tra i clienti degli *hedge funds* di investitori istituzionali che gestiscono fondi anche di piccoli investitori e della diffusione di fenomeni di “discriminazione informativa” che i gestori degli *hedge funds* realizzano nei confronti di diverse categorie di clienti (fenomeno delle cosiddette “*side letters*”).

È in atto un intenso dibattito, sia in ambito nazionale che nelle sedi di coordinamento internazionale, sulla possibilità di sottomettere gli *hedge funds* a nuove forme di regolamentazione che consentano di limitare i rischi sopra evidenziati.

Allo stato sembra emergere un orientamento che punta a mantenere un elevato livello di attenzione sulla loro evoluzione, nella convinzione che siano soprattutto le forze di mercato a poter predisporre i comportamenti più efficaci per il contenimento di tali rischi.

Il timore è che forme di regolamentazione non adeguatamente calibrate possano indurre nel mercato una illusione di sicurezza riguardo a questi strumenti, riducendo la percezione e la valutazione dei rischi sia da parte degli investitori che da parte dei soggetti finanziatori degli *hedge funds* che potrebbero essere portati a rilassare le condizioni di credito e a ridurre i margini di copertura dell'esposizione verso questi soggetti.

2.3 L'evoluzione degli assetti istituzionali e proprietari delle società di gestione dei mercati regolamentati

Nel quadro di accresciuta competizione nell'industria dei servizi di negoziazione si collocano le iniziative in atto delle società di gestione del mercato, volte al mantenimento e all'eventuale potenziamento della propria posizione competitiva attraverso progetti che vedono la quotazione dei propri titoli ovvero strategie di consolidamento/integrazione con altri soggetti.

La riforma del risparmio ha previsto espressamente la possibilità di ammettere alle negoziazioni strumenti finanziari emessi da una società di gestione in un mercato da essa gestito. La quotazione è subordinata all'adeguamento del regolamento adottato dalla società-mercato alle modifiche che la Consob ha indicato come necessarie per assicurare la trasparenza, l'ordinato svolgimento delle negoziazioni e la tutela degli investitori, nonché per regolare le ipotesi di conflitto di interessi.

Le modifiche al regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana, una volta recepite le indicazioni della Consob²⁰, sono state approvate dalla Commissione in data 27 Febbraio 2007.

Sul fronte delle iniziative di integrazione fra borse, Borsa Italiana ha esaminato, nel corso del 2006, diversi progetti. Nel luglio 2006, la società in un comunicato stampa ha confermato l'avvenuto esame da parte del consiglio di amministrazione della proposta dell'amministratore delegato "di un progetto di borsa federale europea basato su un modello industriale che tenga conto delle esigenze di tutti i mercati potenzialmente coinvolti" e ha comunicato di aver invitato l'amministratore delegato, coadiuvato da un Comitato Ristretto, ad avviare un confronto con le borse interessate per verificarne la fattibilità.

I principali progetti all'esame di Borsa Italiana hanno portato a contatti con Euronext e Deutsche Börse.

Le trattative relative a entrambi i progetti non sono andate a buon fine, per motivazioni diverse. Le trattative fra Borsa Italiana e Deutsche Börse – per un'aggregazione che avrebbe dovuto estendersi anche a Euronext – si sono interrotte nel novembre 2006, per il mancato accordo sulla *governance* della società che avrebbe detenuto la partecipazione di controllo nelle 3 società di gestione (Borsa Italiana, Deutsche Börse e Euronext).

Nel frattempo, a dicembre, l'assemblea di Euronext ha esaminato e approvato una proposta di aggregazione avanzata dal New York Stock Exchange (NYSE). In proposito, va ricordato che questa operazione può avere effetti sugli assetti di controllo della società di gestione del mercato dei titoli di Stato Mts Spa, attualmente controllata congiuntamente da Euronext e Borsa Italiana. In caso di variazioni dell'assetto di controllo delle due società controllanti, infatti, l'altro soggetto ha la facoltà di acquistare la totalità delle azioni di Mts. A seguito di tali eventi, che hanno interrotto le iniziative di alleanze e integrazioni prospettate a livello internazionale, Borsa Italiana ha proseguito il progetto di quotazione.

²⁰ La nota trasmessa alla Società indicava la necessità di adeguare i propri sistemi di *corporate governance* agli *standard* più elevati, sia di natura regolamentare che fissati dal Codice di autodisciplina, nonché di recepire tempestivamente le nuove disposizioni introdotte nel TUF dalla legge n. 262 del 2005 in materia di amministrazione e controllo. Con particolare riferimento alle attività di gestione e vigilanza del mercato aventi ad oggetto gli strumenti finanziari emessi da Borsa Italiana, la nota trasmessa alla Società indicava cinque principali aree di intervento sul regolamento: (a) la gestione dell'informativa continua e degli altri obblighi informativi a carico degli emittenti; (b) la gestione delle sospensioni; (c) le variazioni nella classe di negoziazione del titolo; (d) la politica di gestione degli errori; (e) la disciplina sanzionatoria per le violazioni del regolamento del mercato da parte di emittenti, *sponsor*, specialisti e operatori.

II – I SETTORI DI ATTIVITÀ DELLA CONSOB

1. L'attività di vigilanza in relazione alle vicende di maggior rilievo del 2006

Nel corso del 2006 non si sono verificate sul mercato crisi paragonabili, per dimensioni e valenza sistemica, a quelle che hanno caratterizzato gli anni precedenti, richiedendo la concentrazione delle attività di vigilanza su fenomeni di straordinaria gravità.

Su molte di queste vicende, sono proseguite anche nel 2006 le attività necessarie per gli accertamenti e gli eventuali procedimenti sanzionatori, che la Consob ha condotto e sta conducendo in stretta collaborazione e cooperazione con altre Autorità di vigilanza e con l'Autorità Giudiziaria.

Nello svolgimento delle attività di competenza sono stati utilizzati i nuovi poteri e strumenti attribuiti dalle riforme intervenute, prima tra tutte quella sugli abusi di mercato.

La nuova disciplina ha affiancato agli illeciti penali di manipolazione del mercato e di abuso di informazione privilegiata, ipotesi di illecito amministrativo, prevedendo sanzioni pecuniarie di elevato ammontare. Questa tendenza è stata ulteriormente accentuata dalle modifiche apportate dalla riforma del risparmio, che ha quintuplicato la misura della sanzione amministrativa pecuniaria portando il massimo edittale a 25 milioni di euro, con facoltà di aumento fino al triplo o fino al maggiore importo di 10 volte il prodotto o il profitto conseguito dall'illecito.

L'estremo rigore nella reazione sanzionatoria, rafforzata anche dalla previsione di sanzioni accessorie di tipo interdittivo e ablatorio, assume una funzione altamente deterrente di condotte che ledono la fiducia nel regolare e trasparente funzionamento dei mercati finanziari, rendendo i comportamenti irregolari più difficili e svantaggiosi.

La prima delibera sanzionatoria adottata dalla Consob in applicazione della nuova disciplina sugli abusi di mercato è del febbraio 2007 e ha riguardato la valutazione della correttezza delle informazioni diffuse al pubblico in merito al titolo Fiat. In particolare, sono state oggetto di verifica le informazioni contenute nei comunicati con i quali, il 24 agosto 2005, 2 società del gruppo di controllo della Fiat avevano dichiarato di non aver intrapreso né studiato alcuna iniziativa in merito alla scadenza di un prestito "convertendo".

Ai responsabili delle violazioni accertate sono state irrogate sanzioni amministrative pecuniarie per un ammontare complessivo pari a 16 milioni di euro e sanzioni amministrative accessorie, di carattere interdittivo, per complessivi 12 mesi.

Le sanzioni sono state comminate al termine di una complessa e articolata attività di vigilanza, nel corso della quale la Consob ha effettuato anche numerose audizioni.

Nell'ambito degli accertamenti condotti, sono stati esaminati, in particolare, l'andamento del titolo Fiat nel periodo compreso tra il 20 aprile e il 20 settembre 2005 e le evidenze documentali relative alle iniziative studiate e intraprese dalle società del gruppo di controllo della Fiat con l'obiettivo di mantenere al 30% la partecipazione in Fiat.

Già a fine 2005 la Consob aveva fornito, corrispondendo a richieste dell'Autorità Giudiziaria, un'informativa preliminare, ai sensi e per gli effetti dell'art. 187-*decies* TUF, concernente lo stato degli accertamenti svolti con riferimento all'andamento registrato dal titolo Fiat nel corso dello stesso anno.

Parallelamente la Consob, in relazione alle ipotesi di abuso di mercato, ha avviato una richiesta di cooperazione internazionale per l'acquisizione di documenti e informazioni relativi ad attività svolte da intermediari esteri in riferimento a contratti di *equity swap* stipulati su azioni Fiat e alla loro operatività su tali azioni nel periodo oggetto dell'indagine. La cooperazione internazionale è proseguita durante tutto il 2006, sulla base di ulteriori richieste avanzate dalla Consob per acquisire altre informazioni e chiarimenti. Nell'ambito della cooperazione la Consob ha anche provveduto all'audizione, presso sedi di Autorità estere, di rappresentanti degli intermediari coinvolti.

Nel febbraio del 2006 la Consob ha contestato alle società Giovanni Agnelli & C. Sapa e Ifil Investments Spa, nonché a 3 esponenti aziendali delle stesse società, l'illecito amministrativo di abuso di mercato previsto dall'art. 187-*ter* del TUF e ha trasmesso all'Autorità Giudiziaria competente una segnalazione concernente un'ipotesi di illecito penale di manipolazione del mercato, con riguardo ai comunicati diffusi al pubblico il 24 agosto 2005 da società del Gruppo Agnelli attestanti l'inesistenza di piani allo studio per il mantenimento al 30% della partecipazione di Ifil in Fiat.

L'attività istruttoria della Consob è proseguita con l'esame degli atti difensivi prodotti e dell'ulteriore documentazione pervenuta in relazione ai fatti contestati.

All'esito dell'istruttoria, la Consob ha ritenuto accertato che i comunicati diffusi in data 24 agosto 2005 contenevano una rappresentazione falsa della situazione all'epoca esistente, idonea a fornire al pubblico degli investitori indicazioni fuorvianti.

Ciò in quanto era stato studiato ed era già in corso di attuazione, a quella data, il progetto finalizzato a conservare al 30% la partecipazione di Ifil in Fiat, contestualmente all'esecuzione dell'aumento di capitale sociale al servizio del "convertendo" con le banche, sulla base di un contratto di *equity swap*, avente ad oggetto 90 milioni di azioni Fiat, stipulato il 26 aprile 2005 tra Merrill Lynch International e la società Exor Group Sa, anch'essa facente parte del gruppo Agnelli.

In conseguenza di tale accertamento, la Consob ha provveduto a comminare le menzionate sanzioni relative alle irregolarità già rilevate. La Corte d'Appello di Torino ha all'esame i ricorsi presentati dai soggetti sanzionati.