

degli investitori proponendo fondi a strategia protetta; scarsa appare la capacità di assicurare più bassi livelli dei costi di gestione per ampliare il mercato italiano dei fondi.

Tali caratteristiche attenuano la pressione concorrenziale, accrescono i rischi di conflitti di interesse e, da ultimo, costituiscono una barriera allo sviluppo del settore e alla tutela del risparmiatore.

L'esistenza di assetti regolamentari diversi per prodotti finanziari percepiti come fungibili non ha consentito la costruzione di un "campo di gioco" competitivo, che producesse incentivi positivi sul comportamento delle reti di vendita. Il nuovo quadro normativo delineato dalla legge sul risparmio dovrebbe consentire di uniformare gli obblighi di informativa di intermediari finanziari e assicurativi.

L'opera di armonizzazione coordinata dalla Commissione Europea per ridurre le barriere di ingresso ai mercati nazionali ha contribuito ad accrescere la presenza in Italia di prodotti del risparmio gestito di diritto estero. Tale fenomeno è alimentato dalla sempre maggiore integrazione dei mercati, che induce a rivedere le strategie 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. Una spinta ulteriore verrà dall'attuazione della direttiva MiFID, che è destinata a mutare le modalità operative dei gestori e delle reti distributive italiane.

D'ausilio alla maggiore competitività del settore potrebbe essere l'eliminazione delle differenze esistenti nel trattamento fiscale dei fondi italiani rispetto a quelli di altri paesi e, più in generale, l'uniformità del regime fiscale applicabile a prodotti omogenei.

Le linee di sviluppo della vigilanza della Consob, in continuità con l'orientamento degli ultimi anni, si concentrano sulla verifica dell'adeguatezza dei meccanismi organizzativi adottati dalle Sgr. Particolare attenzione è dedicata alla prevenzione e gestione dei conflitti di interesse e alla presenza di adeguati sistemi di governo societario che tutelino, rispetto al gruppo di appartenenza, l'indipendenza delle Sgr nella definizione delle strategie produttive e commerciali.

Sarà, inoltre, portata a conclusione l'iniziativa di vigilanza, avviata lo scorso anno, sulle attività delle Sgr che gestiscono fondi immobiliari, con particolare riguardo alle politiche di investimento e alle modalità di valorizzazione dei patrimoni dei fondi. La crescita sostenuta dei valori degli immobili negli ultimi anni e l'affacciarsi sul mercato delle società di investimento immobiliare quotate inducono a prestare particolare attenzione al disinvestimento dei beni da parte dei fondi immobiliari.

Infine, dopo aver completato la regolamentazione sui prospetti delle polizze a contenuto finanziario di imprese di assicurazione, verrà assunta un'iniziativa di vigilanza volta all'adozione di regole uniformi per gli annunci pubblicitari, anche al fine di una migliore comparazione con prodotti omogenei.

2.2 La vigilanza sugli emittenti

La riforma del risparmio assegna alla Consob il compito di stabilire con regolamento le modalità con le quali viene svolto l'esame sulle informazioni contenute nei documenti resi pubblici, ai sensi di legge, da emittenti quotati, al fine di *“assicurare che l'informazione fornita al mercato sia sempre, nel suo complesso, regolarmente aggiornata e corrispondente all'attuale situazione della società.”*

L'esigenza di rafforzare gli strumenti di vigilanza sulla qualità dell'informazione societaria degli emittenti quotati, anche al fine di una tempestiva individuazione di eventuali sintomi di difficoltà, aveva già portato la Consob ad avviare lo sviluppo di un modello di vigilanza basato su metodi di valutazione dei rischi, in linea con gli sviluppi emersi in ambito internazionale. In particolare, il Cesr ha elaborato, con un apporto della Consob di particolare impegno e qualità, alcuni documenti relativi all'attività di vigilanza sull'informazione finanziaria, nei quali sono indicati i principi a cui le Autorità dovrebbero uniformarsi ai fini dello svolgimento dell'attività di *enforcement* sugli emittenti.

Con la pubblicazione del regolamento richiesto dalla legge sul risparmio, il modello di vigilanza sull'informazione societaria assumerà una funzione ufficiale, contribuendo a favorire una maggiore consapevolezza da parte del mercato in merito alle politiche di vigilanza della Consob.

In linea con gli orientamenti emanati dal Cesr, il modello di vigilanza che la Consob sta sviluppando prevede che il controllo dei documenti venga effettuato su base selettiva. Per assicurare un'adeguata rappresentatività delle società analizzate, in termini di copertura del mercato, la Consob ritiene che l'insieme degli emittenti i cui documenti verranno sottoposti a controllo dovrebbe essere almeno pari al 20% degli emittenti quotati.

La selezione delle società, le cui informazioni vengono assoggettate a verifica, viene effettuata utilizzando tecniche basate su metodi misti, caratterizzati da una combinazione di criteri basati sul rischio (*risk-based approach*), per l'80% dell'insieme, e criteri rotativi e/o campionari, per il restante 20%.

Nella parte del modello basata sui criteri di rilevazione del rischio, assume particolare rilevanza la determinazione dei parametri da utilizzare per la selezione e valutazione degli indicatori di potenziale criticità rispetto alla completezza e alla correttezza dell'informazione societaria. Sulla base dell'esperienza passata e tenendo conto delle indicazioni provenienti dalle organizzazioni internazionali, la Consob ha individuato una serie di aree informative, dalle quali possono essere tratti insieme più ristretti e mirati di dati e informazioni da utilizzare nella costruzione dei parametri di valutazione. Le aree informative che assumono particolare rilievo a tale scopo sono:

- i dati economico-patrimoniali e finanziari delle società interessate;
- le segnalazioni ricevute dall'organo di controllo interno e dal revisore dell'emittente;

- l'andamento delle negoziazioni sui titoli dell'emittente (con particolare riguardo a eventuali anomalie nei prezzi e nei volumi);
- le informazioni significative ricevute da altre amministrazioni o soggetti interessati.

Nella concreta individuazione dei parametri, la Consob ritiene opportuno mantenere un certo grado di elasticità, al fine, da un lato, di tenere conto dell'evoluzione del mercato, da cui possono emergere fenomeni nuovi o particolarmente critici che mutano il quadro di riferimento, dall'altro, di consentire un progressivo affinamento delle metodologie di analisi, sulla base dei risultati dell'esperienza.

Al fine di garantire efficacia al principio di trasparenza delle politiche di vigilanza, i parametri utilizzati per la determinazione del rischio saranno resi noti ogni anno.

A supporto del modello di vigilanza definito dal regolamento, la Consob ha anche avviato un progetto di analisi finanziaria degli emittenti quotati, specificatamente volto all'individuazione di segnali di rischio, in particolare di natura finanziaria.

Tale sistema, denominato Sistema di analisi finanziaria e rating (Safir), la cui costruzione è stata avviata nel 2005, dota la Consob, fra le prime Autorità di controllo dei paesi del G7, di un sistema di analisi finanziaria definito espressamente a fini di vigilanza pubblica sugli emittenti. Esso si fonda sull'utilizzo incrociato di dati finanziari, economici, di mercato, nonché su simulazioni e sistemi di verifica (*stress test*).

Gli elementi informativi utilizzati dal sistema provengono da una pluralità di fonti, ma sono tutti dati già disponibili al pubblico. Pertanto la sua attuazione non comporta alcun onere informativo aggiuntivo per emittenti, intermediari e società di gestione del mercato.

Le indicazioni elaborate dall'applicazione di tale sistema di analisi finanziaria forniranno utili *input* per la definizione dei parametri del modello di vigilanza sull'informazione societaria. Il sistema Safir consentirà, a partire dal prossimo autunno, un primo test di efficacia dei parametri utilizzati nel definire il piano di vigilanza preventiva annuale basato su elementi di rischio.

Le numerose innovazioni introdotte dalla riforma del risparmio comporteranno un'evoluzione del ruolo di vigilanza della Consob sui meccanismi di governo societario, avendo allargato l'area della regolamentazione a fenomeni e istituti prima lasciati all'autonomia statutaria o al funzionamento del mercato.

La vigilanza sulle nuove regole sarà particolarmente complessa, ma l'esperienza applicativa, soprattutto in aree innovative per il funzionamento dei meccanismi di governo societario, fornirà utili indicazioni anche per eventuali interventi più calibrati rispetto alle concrete condizioni di mercato e più efficaci per il raggiungimento degli obiettivi della normativa.

Importanti nuovi compiti di vigilanza sono attribuiti alla Consob sugli organi di controllo interno delle società quotate (collegio sindacale, consiglio di sorveglianza o comitato per il controllo sulla gestione), tra i quali la possibilità di dichiarare la decadenza per incompatibilità dei loro membri e la facoltà di applicare sanzioni amministrative in caso di mancato rispetto dei doveri previsti. L'applicazione dei nuovi poteri, in un'ottica non meramente punitiva, avrà l'obiettivo di affermare principi di "migliore prassi" (*best practice*) nello svolgimento delle funzioni di controllo sull'amministrazione.

Un'area di particolare rilevanza e profondamente innovativa, anche rispetto alle esperienze internazionali, è quella della vigilanza sulla adesione delle società quotate ai codici di comportamento.

L'analisi periodica condotta dall'associazione delle società di capitali (Assonime) sull'attuazione del codice di autodisciplina del Comitato per la *corporate governance* promosso da Borsa Italiana mostra come, a fronte di un crescente grado di adesione sia sotto il profilo numerico che qualitativo, permangano alcune aree di opacità e di non omogenea applicazione di alcuni principi fondamentali, quali quelli sui requisiti di indipendenza degli amministratori.

La Consob dedicherà particolare attenzione alla vigilanza sulla trasparenza delle scelte adottate dalle società e degli effettivi comportamenti seguiti, anche attraverso una maggiore standardizzazione delle informazioni fornite. A tale scopo potrà contribuire la definizione, da parte dei soggetti promotori del codice, di criteri per la redazione della relazione che le società quotate devono pubblicare sulle modalità di adesione alle indicazioni del codice stesso.

Per le linee di sviluppo della vigilanza sulle società di revisione assume particolare rilevanza l'adozione della nuova direttiva in materia di revisione legale dei conti annuali e dei conti consolidati (2006/43/CE), che abroga la vecchia ottava direttiva, e la cui adozione dovrà compiersi entro la fine di giugno 2008.

La materia della revisione contabile è stata disciplinata a livello europeo da un sistema completo di nuove regole, teso ad armonizzare i numerosi aspetti legati alla revisione: la disciplina dell'accesso alla professione, i principi etici e d'indipendenza, i principi tecnici di svolgimento della revisione, i sistemi di controllo esterno della qualità e di controllo pubblico sulla professione contabile, disposizioni speciali riguardanti la revisione delle entità di interesse pubblico e infine la cooperazione tra le Autorità di controllo in ambito europeo e con i paesi terzi.

Estremamente innovativo è il tema del controllo pubblico indipendente su tutta la categoria professionale dei revisori, siano essi persone fisiche o società di revisione, che dovrà trovare applicazione per tutte le attività di revisione obbligatorie per legge, a prescindere dai soggetti nei confronti dei quali tale attività sia svolta (entità di interesse pubblico, come le società quotate, o altre entità). Il controllo pubblico dovrà essere

esercitato da un organo di vigilanza indipendente, che sarà responsabile di tutte le attività di controllo indicate dalla direttiva. Lo svolgimento diretto di tali attività potrà anche essere affidato, in tutto o in parte, a diverse “Autorità competenti” che opereranno sotto il controllo dell’organo di vigilanza indipendente. Risulterà quindi possibile affidare parte di tali attività alla professione, consentendo in tal modo il permanere di spazi auto-regolamentati, sebbene monitorati dal sistema pubblico.

Il modello sinteticamente descritto presenta indubbi elementi di novità rispetto a quello attualmente esistente a livello nazionale, che opera su due ambiti: la Consob esercita la vigilanza sulle società di revisione iscritte all’albo speciale e il Ministero della Giustizia, attraverso la Commissione centrale per i revisori contabili (di cui è membro anche un rappresentante della Consob), esercita la vigilanza sui revisori e sulle società iscritti al Registro dei revisori contabili.

Peraltro, già con la legge 262/2005 e successive modifiche alcuni contenuti della nuova direttiva in materia di revisione sono stati accolti nella normativa nazionale, rafforzando ulteriormente il ruolo della Consob nel sistema di controllo. Può quindi affermarsi che, allo stato, i poteri assegnati per legge alla Consob già consentono di esercitare l’attività di vigilanza, secondo le modalità previste dalla direttiva, sulle società di revisione iscritte all’albo speciale. Resta invece da rafforzare la vigilanza esercitata sui soggetti iscritti al Registro dei revisori contabili.

La creazione di un sistema di vigilanza in linea con la normativa europea e teso a innalzare il livello qualitativo generale della revisione, mediante il riconoscimento di pari dignità a tutte le attività di revisione, rende necessario raccordare e rendere omogenei i due ambiti della vigilanza.

In uno scenario così in divenire, resta fermo l’interesse istituzionale della Consob a svolgere un ruolo nella vigilanza sull’attività di revisione posta in essere nei confronti delle “entità di interesse pubblico”. Ciò potrà essere favorito da interventi su aree di fondamentale importanza, quali l’emanazione dei principi di revisione, la pianificazione e la valutazione dei risultati dei controlli di qualità, nonché dallo svolgimento di istruttorie di vigilanza su specifici incarichi caratterizzati da profili di criticità.

2.3 La vigilanza sui mercati

L’evoluzione in atto nel settore dell’organizzazione e della gestione delle attività di negoziazione di strumenti finanziari influisce sulle condizioni di trasparenza dei mercati e sull’efficacia di aspetti importanti della regolamentazione a tutela dell’integrità degli scambi.

L’accresciuta competizione tra diverse tipologie di piattaforme e modalità di negoziazione (*trading venues*) caratterizza tutti i principali mercati internazionali e subirà un’accelerazione in ambito europeo con l’adozione della direttiva MiFID, a seguito della

apertura dell'attività di negoziazione a soggetti e forme alternative ai mercati regolamentati.

Le tendenze di lungo periodo che sottendono tale evoluzione sono connesse alla trasformazione delle società di gestione dei mercati da un modello mutualistico verso forme organizzative e societarie orientate al profitto, che hanno anche indotto strategie di crescita basate su alleanze e processi di consolidamento tra mercati di diversi paesi e aree geografiche.

Ne deriva una tendenza alla delocalizzazione dei mercati di strumenti finanziari, tradizionalmente legati alla dimensione nazionale, in quanto le società di gestione sono sempre più orientate a perseguire economie di scala e di scopo su un piano compatibile con la crescente globalizzazione dei flussi e delle attività finanziarie.

Si allentano in tal modo i legami tra i sistemi di regolamentazione, che restano vincolati all'ambito nazionale, e i soggetti, che tendono a operare in uno spazio finanziario internazionale.

In tale contesto, le pressioni competitive possono comportare l'assunzione di maggiori rischi finanziari e strategici da parte delle società di gestione e produrre maggiori conflitti di interessi tra gli obiettivi di massimizzazione del profitto e i compiti di regolamentazione e di vigilanza svolti da tali soggetti.

Inoltre l'accresciuta competizione tra diverse categorie di *trading venues*, con l'affermarsi di modelli ibridi tra mercati e intermediari, può comportare una maggiore frammentazione delle negoziazioni, soprattutto in alcuni comparti del mercato, con possibili effetti negativi sulla trasparenza e sull'efficienza dei meccanismi di formazione dei prezzi (*price discovery*).

Con la frammentazione degli scambi possono anche aprirsi maggiori spazi per fenomeni manipolativi e può diventare più complessa l'attività di vigilanza sugli abusi di mercato, anche per la maggiore difficoltà nel garantire l'efficacia di sistemi di trasparenza delle informazioni, sia sugli emittenti che sulle negoziazioni, in grado di coprire adeguatamente i partecipanti alle diverse *trading venues*.

L'intensità e l'ampiezza dei cambiamenti in atto richiedono alle Autorità di vigilanza un notevole sforzo di adeguamento degli strumenti di controllo del mercato e, più in generale, un allargamento degli ambiti di supervisione, con riferimento agli strumenti finanziari trattati, ai luoghi di negoziazione, ai soggetti coinvolti negli scambi.

In particolare nel contesto italiano, con l'attuazione della direttiva MiFID, la Consob dovrà dotarsi di strumenti e meccanismi di vigilanza adeguati per il raggiungimento degli obiettivi di trasparenza e di integrità dei sistemi di negoziazione.

Con riguardo alla trasparenza delle negoziazioni, la direttiva consente agli intermediari l'utilizzo di diversi canali di diffusione delle informazioni sia nelle fasi

precedenti che successive alle negoziazioni, potendo essi ricorrere ai mercati regolamentati, ai sistemi multilaterali di negoziazione ovvero all'impiego di appositi sistemi proprietari, quando operano in qualità di internalizzatori sistematici. La flessibilità concessa per l'adempimento degli obblighi informativi, coerente con la liberalizzazione delle forme di negoziazione, richiede all'Autorità di vigilanza una specifica e nuova attività di controllo sull'adeguatezza e sull'efficacia dei canali utilizzati rispetto agli obiettivi di assicurare la trasparenza necessaria per la tutela degli investitori.

La Consob, nell'obiettivo di realizzare un nuovo sistema per la segnalazione delle transazioni e per lo scambio delle informazioni con Autorità estere, ha già da tempo avviato un confronto con l'industria al fine di individuare la soluzione tecnica che possa far convergere le esigenze degli intermediari e le necessità dell'Istituto⁹.

Un problema aperto riguarda l'esclusione dal regime di trasparenza previsto dalla direttiva MiFID delle negoziazioni su strumenti finanziari diversi dalle azioni e in particolare su titoli di debito.

La direttiva prevede comunque la facoltà degli Stati membri di introdurre un regime di trasparenza su tali strumenti, ma la mancanza di un quadro armonizzato a livello europeo rende questa scelta particolarmente delicata con riferimento ai possibili effetti sulla tutela degli investitori, da un lato, sulla competitività degli operatori e più in generale della piazza finanziaria, dall'altro.

L'attuale quadro normativo italiano prevede livelli di trasparenza sulle negoziazioni di strumenti obbligazionari superiori a quelli prevalenti nei principali paesi europei¹⁰. Nel valutare un eventuale allineamento al livello minimo della direttiva vanno attentamente valutate le peculiarità del sistema italiano, che vede una diffusione di strumenti obbligazionari tra i piccoli risparmiatori superiore a quella degli altri principali paesi

⁹ In tale nuovo quadro, la Consob riceverà informazioni dalle imprese di investimento italiane sulle transazioni, ovunque effettuate, su strumenti finanziari ammessi alla negoziazione su un mercato regolamentato europeo. La Consob riceverà, inoltre, dalle competenti Autorità estere informazioni in merito all'operatività delle imprese d'investimento estere su strumenti finanziari per i quali un mercato regolamentato italiano rappresenta *"il mercato più pertinente in termini di liquidità"*. Allo stesso tempo, la Consob dovrà fornire alle Autorità competenti estere informazioni in merito all'operatività delle imprese di investimento italiane su strumenti finanziari per i quali il mercato regolamentato estero rappresenta *"il mercato più pertinente in termini di liquidità"*.

¹⁰ L'attuale regime di trasparenza in Italia vede la presenza di disposizioni nel TUF e nella Comunicazione Consob sui sistemi di scambi organizzati, cui si aggiunge quella contenuta nel Regolamento Consob 11768 in materia di trasparenza post-negoziazione per le operazioni concluse al di fuori dei mercati regolamentati. L'ambito di applicazione della disciplina in Italia ha per oggetto tutti gli strumenti finanziari negoziati, pur definendo regole differenziate in funzione delle peculiarità dei diversi strumenti finanziari.

europei. Inoltre, le caratteristiche delle obbligazioni in circolazione, negoziate per lo più al di fuori dei mercati regolamentati, determinano spesso profili di rischio di difficile valutazione, in ragione della diffusa presenza di clausole complesse che incidono sul rendimento e sullo stesso rimborso del capitale.

Anche l'attività di rilevazione di possibili abusi di mercato diventerà più complessa.

Con l'entrata in vigore dei regolamenti attuativi delle norme di recepimento della direttiva europea sugli abusi di mercato, si è comunque allargata l'area degli obblighi informativi e delle misure organizzative che varie categorie di operatori devono attuare, al fine di rafforzare gli strumenti di prevenzione della realizzazione di abusi.

Il flusso di informazioni sulle operazioni compiute su strumenti finanziari da parte dei soggetti che svolgono funzioni rilevanti all'interno degli emittenti, che il legislatore italiano ha esteso anche agli azionisti di controllo e a quelli che detengono più del 10% del capitale, costituisce una fonte importante di "segnali" per il mercato e per la Consob. La rilevanza quantitativa del fenomeno indica l'importanza di sviluppare specifici modelli di analisi di tali operazioni.

Assai rilevante è anche l'obbligo di segnalazione alla Consob di "operazioni sospette", cioè di operazioni ragionevolmente riconducibili ad abusi di mercato, da parte di quanti effettuano professionalmente operazioni su strumenti finanziari. Si tratta di un'innovazione importante che può avere un rilevante impatto sugli intermediari, a motivo dell'elevato numero di operazioni da sottoporre a scrutinio e della complessità degli elementi da valutare per desumere la natura "sospetta" delle operazioni. La Consob ha al riguardo indicato l'opportunità che gli intermediari si dotino di adeguate procedure, anche informatiche.

La Consob ha già avviato un'attenta analisi delle segnalazioni pervenute, che evidenzia un notevole sforzo di adeguamento da parte degli intermediari nel garantire significatività alla loro attività di selezione. L'analisi ha anche l'obiettivo di fornire indicazioni utili per un ulteriore perfezionamento delle procedure adottate.

2.4 L'organizzazione interna e il potenziamento delle risorse umane

La realizzazione della strategia di sviluppo dell'attività istituzionale secondo le linee di indirizzo indicate nei paragrafi precedenti ha richiesto e richiede che la Consob si dotasse e continui a dotarsi di un assetto organizzativo atto a garantire efficacia e flessibilità alle funzioni di vigilanza e in grado di valorizzare la qualità delle risorse e degli strumenti utilizzati.

In tale prospettiva la Consob, dopo una lunga elaborazione e un intenso confronto con le Organizzazioni Sindacali, ha portato a compimento nei primi mesi del 2007 una profonda revisione della propria struttura organizzativa, secondo le seguenti linee:

- mantenimento dell'esistente tripartizione delle funzioni istituzionali di vigilanza, secondo le aree di competenza definite dal TUF (intermediari, emittenti e mercati), e creazione di nuove unità dedicate allo svolgimento degli ulteriori compiti attribuiti dalle recenti riforme normative;
- sviluppo di maggiori capacità di analisi dell'evoluzione dei mercati, al fine di individuare tempestivamente la presenza di fenomeni nuovi e di interpretarne i possibili impatti sulle strategie di vigilanza;
- sviluppo di strumenti, sempre più sofisticati, di individuazione preventiva dei rischi di comportamenti in contrasto con le norme, secondo un modello (*risk-based approach*) che consenta di identificare le attività su cui focalizzare l'azione di vigilanza, ottimizzando l'uso delle risorse umane e degli strumenti disponibili;
- crescita dell'intensità della partecipazione all'attività di regolamentazione internazionale con l'obiettivo di aumentare la capacità di incidere sul processo normativo, al fine di perseguire al meglio le esigenze di tutela del mercato italiano nonché di favorire la convergenza degli standard comportamentali a livello europeo e internazionale.

Dall'applicazione di tali principi è derivata una revisione dell'organizzazione caratterizzata dalle seguenti innovazioni.

Sono state rafforzate e articolate le funzioni di coordinamento per favorire la complementarità tra le funzioni svolte nei diversi settori di attività della vigilanza, garantendo una visione il più possibile unitaria dei fenomeni critici e un costante monitoraggio dell'efficienza operativa. A tal fine, sono state introdotte la qualifica di vice direttore generale e la nuova figura di segretario generale, previste anche dal decreto legislativo 29 dicembre 2006, n. 303 e sono stati ampliati i compiti dei funzionari generali, incaricati del coordinamento di attività che richiedono il contributo di unità organizzative diverse.

Sono stati potenziati gli strumenti operativi di vigilanza. È stata creata un'unità organizzativa specializzata nelle attività ispettive, il cui ambito è stato esteso e reso più penetrante dalle recenti riforme, a supporto delle attività di *enforcement* nei diversi settori di competenza dell'Istituto. Sono state istituite nuove unità organizzative dedicate allo sviluppo di modelli di analisi dei rischi, basati su metodologie statistico-quantitative e sull'analisi degli scenari macroeconomici e di settore, con l'obiettivo di contribuire a elaborare i criteri di selezione e di indirizzo delle attività di vigilanza in una logica preventiva.

È stata poi istituita una specifica funzione per le attività di analisi di impatto della regolamentazione. Essa fornirà il proprio contributo sia nella fase preliminare di elaborazione di ipotesi di regolamentazione da sottoporre alla pubblica consultazione, sia nella fase di verifica sistematica della adeguatezza della regolamentazione vigente. In quest'ultimo ambito saranno analizzati gli effetti dell'applicazione delle regole sul mercato

e sugli obiettivi di tutela, allo scopo di procedere al tempestivo adattamento delle regole rivelatesi inadeguate (*better regulation*).

È stato infine rafforzato il ruolo della Consob nella promozione e nella realizzazione di attività di *investor education*, la cui importanza è destinata a crescere in un contesto di maggior complessità e maggior rischio per i risparmiatori, in particolare laddove potranno venir meno tutele derivanti dall'applicazione di norme di comportamento da parte degli intermediari (come nel caso del servizio di *execution only*).

La riforma organizzativa in atto beneficia, tra l'altro, del potenziamento dell'organico assicurato dalle recenti riforme normative. Nel corso del 2006 sono proseguite le non brevi procedure di reclutamento di nuove 165 risorse, assegnate dalla legge di recepimento della direttiva sugli abusi di mercato (che ha disposto l'incremento del personale da 450 a 600 unità) e dal decreto legge 14 marzo 2005, n. 35, convertito con legge 14 maggio 2005, n. 80 (che ha previsto un ulteriore incremento di 15 unità, da assumere con contratto a tempo determinato mediante chiamata diretta, per far fronte a indifferibili esigenze di servizio).

Al 31 dicembre 2006 risultavano in servizio 459 dipendenti; nei primi mesi del 2007, grazie al completamento di due procedure di concorso e di due pubbliche selezioni avviate nell'anno precedente nonché di una assunzione per chiamata diretta, si è concretizzata l'immissione in servizio di 44 nuove risorse, che hanno portato l'organico effettivo, tenuto anche conto delle cessazioni dal servizio intervenute nello stesso periodo, a 499 dipendenti. Sono in fase di avvio ulteriori procedure concorsuali e selettive per l'assunzione di 97 nuove risorse; altre ne seguiranno, pur se sono da risolvere problemi di ordine logistico.

Nel definire il programma di assunzioni, la Consob ha tenuto presenti non solo le esigenze quantitative derivanti dalla riforma organizzativa, ma anche la necessità di reclutare personale con alte qualifiche professionali richieste per l'attuazione delle nuove disposizioni e la realizzazione di nuove forme di vigilanza.

Particolarmente preziosa, in un contesto di continui cambiamenti normativi e tecnici, è diventata l'attività di formazione del personale. L'addestramento e l'aggiornamento sono necessari non solo per favorire un inserimento veloce delle nuove risorse nell'attività di vigilanza, ma anche per fronteggiare nuove impegnative competenze su fenomeni di particolare complessità.

Il nuovo modello di vigilanza basato sull'analisi dei rischi richiede la formazione e l'aggiornamento di competenze matematiche e statistiche e lo sviluppo dell'uso di tecnologie informatiche. La Commissione ha già approvato un progetto di informatizzazione di tutti i principali processi dell'Istituto. Tra le finalità del progetto vi è anche l'agevolazione, grazie all'utilizzo di canali informatici, degli adempimenti cui sono tenuti i soggetti vigilati e della diffusione delle informazioni al pubblico. L'attuazione del progetto è già in fase di avanzata sperimentazione in materia di raccolta delle segnalazioni

relative ai bilanci delle società quotate, alle operazioni su azioni proprie da parte dell'emittente nonché alle segnalazioni di vigilanza degli intermediari. Di tali nuove modalità di adempimento di obblighi informativi si è tenuto conto anche nell'attività di regolamentazione secondaria in corso, coerentemente con l'obiettivo di ridurre il più possibile i nuovi oneri posti a carico degli operatori.

L'ampliamento dei compiti assegnati all'Istituto, il conseguente potenziamento dell'organico e lo sviluppo degli strumenti informatici comportano un aumento del fabbisogno finanziario.

Per il 2007 non ci sono stati impatti sul gettito contributivo a carico del mercato, che è rimasto sostanzialmente stabile rispetto all'anno precedente, pur in presenza di una riduzione del trasferimento statale passato da 13,14 a circa 11 milioni di euro.

Un sistema di finanziamento misto trova riscontro nelle funzioni svolte dalla Consob: la quota a carico del bilancio dello Stato è infatti posta a fronte del beneficio che l'intera collettività trae dal complesso delle attività svolte dalla Consob, mentre la quota di contribuzione a carico del mercato fornisce copertura ai costi che la Consob sostiene per svolgere l'attività di vigilanza sulle diverse categorie di soggetti operanti nell'ordinamento mobiliare. Il mantenimento del sistema misto, che purtroppo negli anni ha visto una progressiva, sensibile riduzione del contributo a carico dello Stato, è coerente con il ruolo svolto dalla Consob nell'ordinamento.

La presente relazione al Ministro dell'Economia e delle Finanze, che ne curerà la trasmissione al Parlamento con le proprie osservazioni, costituisce un momento importante del rapporto istituzionale della Consob con il Parlamento e il Governo.

Tale occasione di dialogo, prescritta dalla legge istitutiva della Consob, si arricchisce durante l'anno di ulteriori momenti di confronto attraverso la partecipazione ad audizioni parlamentari e ad attività del Parlamento e del Governo finalizzate all'elaborazione di interventi legislativi e all'esame di questioni di interesse generale.

Con intenti di piena collaborazione, la Consob ha partecipato a Commissioni ministeriali istituite per la predisposizione di atti normativi delegati; di rilievo, per la valenza tecnica della materia, risulta anche la collaborazione con il Ministero della Giustizia in merito alla definizione dei modelli organizzativi previsti dal decreto legislativo 8 giugno 2001, n. 231 riguardante la responsabilità amministrativa delle persone giuridiche, delle società e delle associazioni anche prive di personalità giuridica, soprattutto con riguardo agli illeciti di abuso di mercato. La Consob è stata chiamata a portare il proprio contributo anche nella Commissione, istituita dal Ministro della Giustizia e dal Ministro dell'Economia e delle Finanze, per lo studio e la proposta di riforme in materia di sanzioni pecuniarie da reato, applicate in base al citato decreto, e di gestione dei beni confiscati e sequestrati, nonché in materia di contrasto alla criminalità economica degli enti, prevista dalla stessa legge.

Anche la collaborazione fra le stesse Autorità indipendenti, che risulta ampliata dalla legge sul risparmio e ancor più dal progetto di riforma delle Autorità indipendenti, è un mezzo per accrescere l'efficienza del sistema di tutela. La Consob condivide pienamente tale impostazione e intende fornire la massima collaborazione, nella convinzione che l'apporto indipendente e trasparente delle rispettive competenze realizzi al meglio l'interesse generale, costituzionalmente protetto, alla tutela del risparmio.

B

L'EVOLUZIONE DEL QUADRO DI RIFERIMENTO

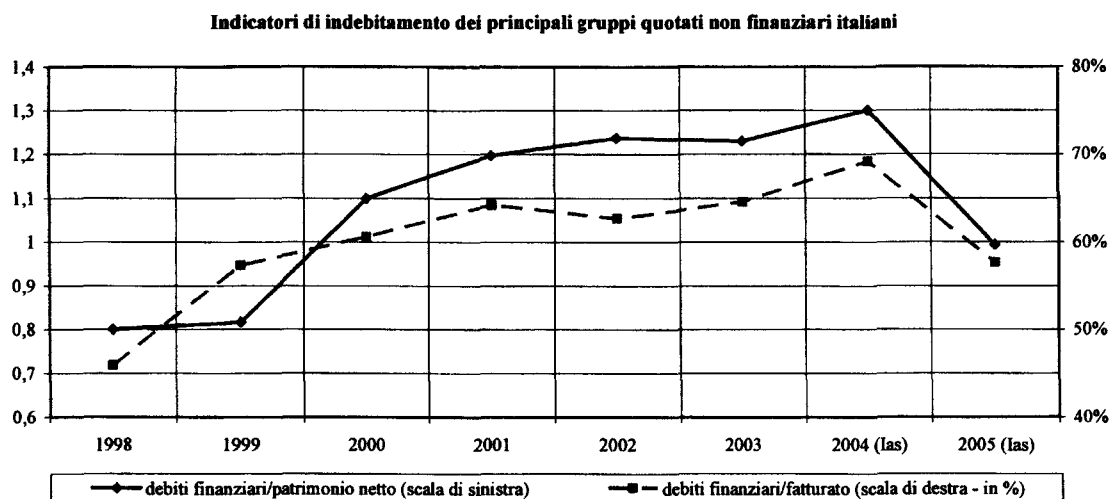
PAGINA BIANCA

I – LE SOCIETÀ

1. La struttura finanziaria e la redditività

Nel 2005 si è registrata una sensibile riduzione del livello di indebitamento dei principali gruppi quotati non finanziari: la leva finanziaria (rapporto fra debiti finanziari e patrimonio netto) calcolata sulla base degli Ias/Ifrs è scesa da 1,3 a circa 1 fra il 2004 e il 2005, mentre il rapporto fra debiti finanziari e fatturato è sceso dal 70 al 58% circa (Fig. B1.1). I debiti finanziari aggregati si sono ridotti di circa il 4% (-7 miliardi di euro in valore assoluto), mentre il patrimonio netto aggregato è cresciuto del 26% (+ 33 miliardi di euro circa).

Fig. B1.1

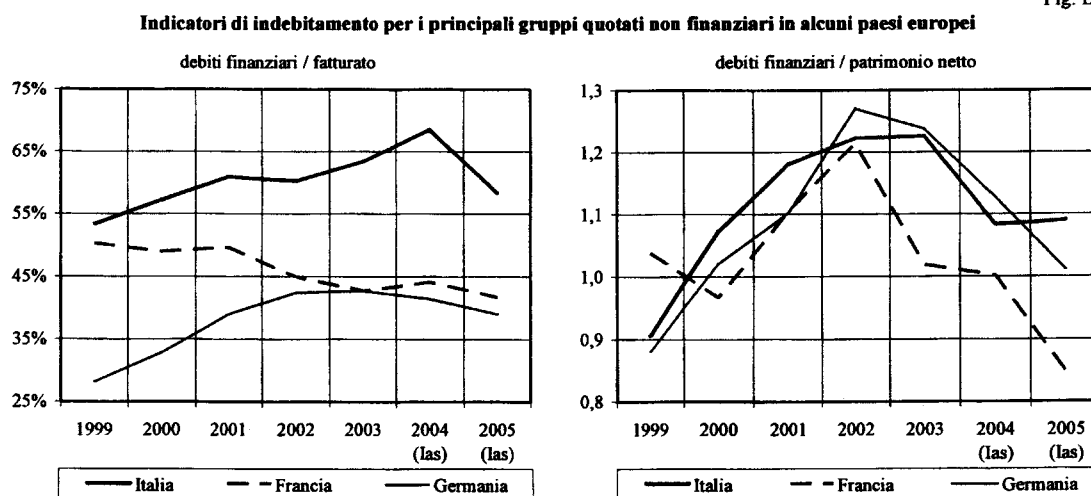


Fonte: elaborazioni su bilanci riclassificati R&S. Confronta Note metodologiche.

Il confronto con le principali imprese non finanziarie quotate in Francia e Germania indica che il livello di indebitamento dei grandi gruppi quotati italiani, ancorché in diminuzione, rimane elevato. Il rapporto debiti su fatturato dei gruppi italiani supera di circa 15 punti percentuali quello delle imprese francesi e tedesche; la leva finanziaria dei gruppi italiani è largamente superiore a quella dei gruppi francesi, mentre il divario rispetto alle imprese tedesche è più contenuto (Fig. B1.2).

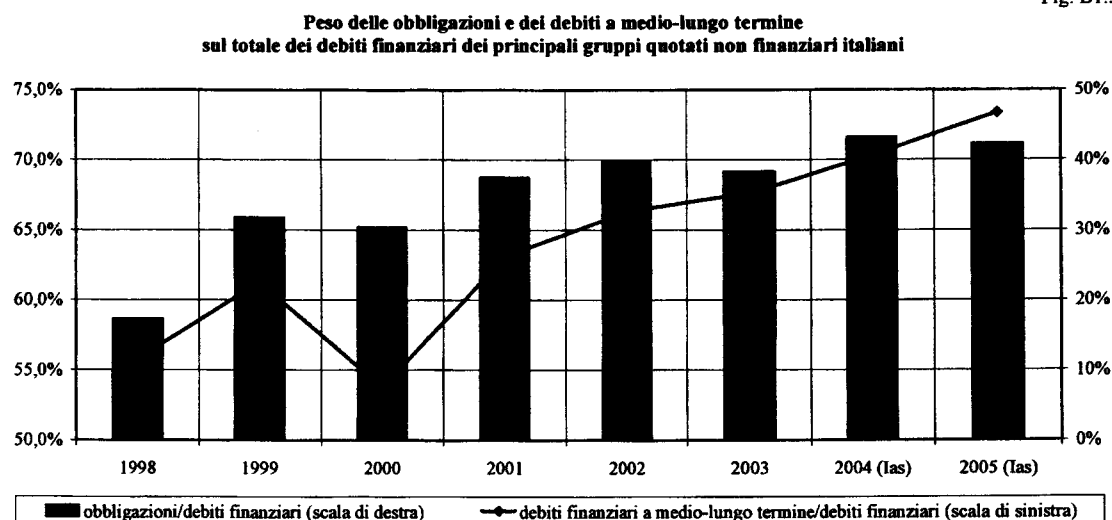
Il peso delle obbligazioni sul totale dei debiti finanziari risulta stabile intorno al 40% circa, mentre la quota dei debiti a medio e lungo termine sul totale dei debiti finanziari è cresciuta dal 70 al 74% circa (Fig. B1.3).

Fig. B1.2



Fonte: elaborazioni su dati Worldscope. Confronta Note metodologiche.

Fig. B1.3



Fonte: elaborazioni su bilanci riclassificati R&S. Confronta Note metodologiche.

La composizione dei debiti finanziari dei principali gruppi quotati italiani non ha subito modificazioni di rilievo. Fra il 2004 e il 2005 i debiti bancari e l'indebitamento obbligazionario sono rimasti praticamente invariati in valore assoluto, mentre vi è stata una sensibile riduzione della voce "altri debiti finanziari" (diminuita di circa 6 miliardi di euro; -21% circa) (Fig. B1.4).

I dati di flusso sul periodo 2003-2005 rivelano una tendenza dei gruppi quotati a ridurre l'indebitamento bancario (-4 miliardi di euro circa) e sostituirlo in parte con il debito obbligazionario (+6 miliardi di euro circa), mentre la dinamica degli altri debiti finanziari riflette le nuove modalità di valorizzazione di alcune poste di bilancio introdotte dagli Ias/lfrs.