



CONSOB
COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETA' E LA BORSA

RELAZIONE PER L'ANNO 2004

ROMA, 31 MARZO 2005

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 2004

DISCORSO DEL PRESIDENTE DELLA CONSOB AL MERCATO FINANZIARIO

RELAZIONE AL MINISTRO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE

L'EVOLUZIONE DEL QUADRO DI RIFERIMENTO

Le società

I mercati

Gli intermediari

L'ATTIVITÀ DELLA CONSOB

La vigilanza sulle società

La vigilanza sui mercati

La vigilanza sugli intermediari

I provvedimenti sanzionatori e cautelari

L'attività regolamentare e interpretativa e gli sviluppi internazionali

Le relazioni internazionali

I controlli giurisdizionali sull'attività della Consob

La gestione interna e le relazioni con l'esterno

APPENDICE STATISTICA

DISCORSO

DEL PRESIDENTE DELLA CONSOB

AL MERCATO FINANZIARIO

*Il testo che segue è stato letto il 15 luglio
2005 dal Presidente della Consob presso la
Borsa Italiana.*

Signor Presidente della Repubblica, Autorità, Signore e Signori,

la Consob desidera innanzitutto esprimere il suo sentito ringraziamento al Presidente della Repubblica che con la Sua presenza massimamente onora l'incontro con il mercato finanziario che sin dal 1997 annualmente si rinnova in Milano.

Sentimenti di gratitudine la Commissione esprime anche alle Autorità civili, militari e religiose e a tutti i partecipanti. La Loro presenza ci rende ancor più consapevoli dell'obbligo di adempiere ai nostri compiti con piena aderenza alle leggi e ai principi sui quali il nostro Ordinamento si fonda. La Consob opera con neutrale linearità, senza omissioni né tentennamenti, con pieno rispetto e spirito collaborativo verso tutti coloro che a ogni titolo al mercato partecipano, consapevole che un non adeguato operare può provocare nocimento specie ai soggetti più deboli e ai risparmiatori in particolare.

La Consob esprime il suo vivo ringraziamento alla città di Milano e al suo Sindaco, alla cui sensibile disponibilità è anche da attribuire la realizzata possibilità di disporre di una nuova, funzionale sede in via Broletto nel prestigioso palazzo Carmagnola, splendidamente restaurato.

La Commissione esprime infine sentimenti di gratitudine alla Borsa Italiana per la rinnovata ospitalità anche quest'anno offerta per la più idonea realizzazione di questo incontro.

La Commissione, come è noto, continua a operare dal novembre 2003 in composizione incompleta in attesa della nomina del previsto quinto commissario.

Il sistema italiano dopo le crisi

Le gravi crisi che hanno segnato il sistema finanziario italiano negli ultimi due anni hanno significativamente mutato il quadro di riferimento nel quale l'Autorità di vigilanza svolge le proprie funzioni, finalizzate in particolare alla tutela del risparmio e all'integrità del mercato. I casi Parmalat e Cirio, che hanno assunto grande rilevanza anche internazionale, hanno rappresentato un punto di svolta nella storia del mercato mobiliare italiano. A questi si sono aggiunti altri fenomeni critici, tra i quali si ricordano le obbligazioni argentine e la vendita di prodotti complessi (My Way – 4 You) di Banca 121, nonché le vicende Bipop Carire e Giacomelli.

Sono emersi problemi radicati nel profondo dei meccanismi di controllo societario e delle relazioni tra intermediari e investitori. Di questi problemi il sistema italiano è stato chiamato a farsi carico, per assicurare una adeguata protezione ai risparmiatori e non compromettere le condizioni di fiducia che sono la base necessaria per il funzionamento di ogni mercato mobiliare.

Dalla rivelazione dei principali casi di crisi, novembre del 2002 per il caso Cirio e dicembre 2003 per il caso Parmalat, l'attività di vigilanza ha subito una intensificazione straordinaria, che ha dato i suoi frutti nel corso del 2004 e nei primi mesi di quest'anno.

Le iniziative di vigilanza nei confronti di intermediari, esponenti aziendali e società di revisione non hanno precedenti nella storia della Consob, per numero di soggetti coinvolti e per importo di sanzioni comminate.

La non ancora prevista possibilità di irrogare direttamente sanzioni amministrative e la valenza penale di molte vicende, con la connessa esigenza di attiva collaborazione con l'Autorità Giudiziaria, hanno inciso sui tempi della risposta pubblica, facendola apparire non adeguatamente rapida.

L'esiguità delle sanzioni irrogabili e la facoltà di oblazione prevista per molti tipi di violazione hanno concorso, anch'esse, a configurare un sistema non connotato da adeguata deterrenza. Inoltre, il sistematico, pur se legittimo, ricorso al contenzioso da parte dei soggetti sanzionati - che appare comunque eccedere i limiti di una fisiologica dialettica tra le parti - contribuisce ad aumentare costi e tempi dei procedimenti. Il tasso di impugnazione dei decreti sanzionatori nei confronti degli intermediari e dei loro organi sociali ha sfiorato in recenti vicende di crisi il cento per cento.

Con l'atteso recepimento della direttiva sugli abusi di mercato (Direttiva n. 2003/6/CE), attuato con la legge 18 aprile 2005, n. 62 (Legge comunitaria 2004), è stata data una prima consistente risposta alle esigenze di potenziamento degli strumenti di vigilanza e dei poteri sanzionatori della Consob.

Alla Consob, oltre alla potestà punitiva in sede amministrativa, è stata riconosciuta una serie di poteri di indagine, esercitabili "nei confronti di chiunque possa essere informato sui fatti" e non solo perciò di chi è soggetto a vigilanza. Tali poteri vanno dalla richiesta di notizie, dati, documenti e registrazioni

telefoniche sino al sequestro di beni soggetti a confisca, ispezioni e perquisizioni (in alcuni casi previa autorizzazione del procuratore della Repubblica), oltre che all'accesso ai dati della Centrale dei rischi.

All'ampliamento delle funzioni è corrisposto il necessario potenziamento delle risorse di personale, per oltre 150 unità.

La Consob si è tempestivamente attivata per rendere operative le nuove disposizioni nel più breve tempo possibile.

Sono state sottoposte a consultazione le rilevanti e numerose modifiche regolamentari richieste in attuazione della legge ed è attualmente in corso l'analisi dei contributi e dei commenti pervenuti al fine di una rapida approvazione.

Con apposite disposizioni procedurali sono state disciplinate le modalità per l'esercizio dei poteri di vigilanza, adeguatamente valutando la particolare incisività di alcuni dei poteri di indagine di nuova attribuzione. In relazione al potere di comminare direttamente le sanzioni amministrative è stata data attuazione al principio, stabilito dalla legge, di separazione fra funzioni istruttorie e funzioni decisorie⁽¹⁾.

Sono in fase di definizione modalità e tempi di procedure di consultazione del mercato in occasione dell'emanazione di norme regolamentari. Saranno così formalizzate prassi già in atto e sarà istituito un apposito Comitato consultivo, aperto alla rappresentanza dei consumatori, oltre che dei soggetti vigilati.

È in corso di definizione una convenzione per disciplinare, in termini coerenti con i nuovi compiti di vigilanza attribuiti alla Consob, efficaci forme di collaborazione con la Guardia di Finanza.

L'Istituto si è già avvalso delle nuove possibilità offerte dalla legge, attivando una specifica collaborazione con l'Autorità Giudiziaria per l'acquisizione di atti utili al più efficace esercizio della vigilanza.

Regole e prassi di collaborazione sono peraltro da tempo operanti tra le due Autorità.

Lo testimonia la collaborazione fornita nel corso di indagini preliminari a uffici di Procura relativamente a ben 132 richieste di dati, informazioni e documenti.

Nel corso del 2004, in ottemperanza agli obblighi di legge, la Consob ha inoltre inviato 120 rapporti alla Magistratura per ipotesi di violazioni di rilevanza penale.

La piena cooperazione tra le due Autorità risulta apprezzabile in relazione ai differenti esiti – giudizi immediati, abbreviati, patteggiati; rinvii a giudizio – e agli sviluppi di indagine relativi ai casi Bipop Carire, Banca 121, Parmalat, Giacomelli, Cirio. In alcuni di questi processi la Consob si è costituita parte civile.

Anche gli interventi integrativi alla riforma del diritto societario, realizzati nel 2004, hanno colmato lacune normative evidenziate dalle crisi societarie. In particolare sono state introdotte, per le società che ricorrono al capitale di rischio, regole di trasparenza e di correttezza per le "operazioni

con parti correlate”, che consentiranno una disciplina più compiuta di quella, di mera trasparenza, che la Consob ha potuto sinora applicare. Sono state disciplinate le emissioni obbligazionarie, allo scopo di evitare l’aggiramento dei limiti attraverso l’utilizzo di veicoli societari appositamente costituiti all’estero. Sono stati imposti obblighi informativi, aggiuntivi rispetto a quelli già previsti, nei casi in cui obbligazioni, inizialmente collocate presso investitori professionali in esenzione dagli obblighi di prospetto, siano successivamente rivendute in Italia a piccoli investitori.

Il più ampio progetto di riforma, contenuto nel disegno di legge sul risparmio, risultato di un approfondito e difficile lavoro preparatorio e di estese indagini conoscitive del Parlamento, non ha ancora completato il suo *iter*.

Benché sulla diagnosi delle principali criticità emerse si sia determinato un diffuso consenso, condiviso anche nelle sedi internazionali, non si è realizzata quella prontezza di risposta sul piano legislativo, diffusamente richiesta, che ha caratterizzato di contro qualche altro paese coinvolto da problemi di non minore gravità.

L’attività legislativa di questi ultimi giorni fa, però, ben sperare ed è lecito attendersi che possa giungersi in tempi brevi alla approvazione di una normativa che, oltre a colmare rilevanti lacune del nostro ordinamento, sia dotata di una visione organica e strategica che un disegno di riforma di tale rilevanza necessariamente postula.

È da considerare opportuna una attenta e ponderata valutazione degli interessi coinvolti che eviti i rischi di un eccesso di reazione sui costi degli operatori e sull’attrattività della piazza finanziaria. Tuttavia l’esigenza di una maggiore tutela dei risparmiatori e le forti attese anche a livello internazionale richiedono una non procrastinabile risposta legislativa adeguata alla gravità dei problemi emersi.

L’architettura del sistema di vigilanza deve diventare coerente con la crescente integrazione dei tradizionali segmenti dell’intermediazione finanziaria, nonché con i nuovi compiti che le Autorità di vigilanza sono chiamate a svolgere. È necessaria una compiuta ripartizione di competenze tra le diverse Autorità, sulla base del criterio delle finalità di vigilanza: stabilità; trasparenza e correttezza; concorrenza. A una chiara definizione normativa di tale ripartizione è opportuno che si aggiunga una convinta attuazione da parte delle Autorità, anche attraverso efficaci meccanismi di collaborazione.

La dialettica societaria deve essere rafforzata: tra le funzioni di gestione e di controllo; tra le diverse categorie di portatori di interessi nella società, in particolare tra azionisti di controllo e azionisti di minoranza.

L’evoluzione del rapporto tra banche e imprese vede un crescente intreccio negli assetti proprietari e di controllo dal quale possono derivare conflitti di interesse a volte anche di particolare acutezza.

Anche nella distribuzione di prodotti finanziari e nella prestazione di servizi d’investimento i conflitti di interesse e le

asimmetrie informative appaiono enfatizzati dal ruolo predominante delle banche. In tutte le principali crisi è emersa una sistematica sottovalutazione dei rischi e degli interessi degli investitori, a fronte di un crescente contributo positivo dato ai bilanci da servizi diversi dalla tradizionale attività creditizia.

Dalla capacità di dare un'efficace risposta a questi problemi a cui ciascuno deve concorrere deriva la ricostruzione di un adeguato, necessario livello di fiducia nei risparmiatori italiani e internazionali.

La crescente globalizzazione dei mercati e delle attività finanziarie richiede inoltre che si tengano sempre a mente le esigenze di coordinamento internazionale. Queste hanno avuto un forte impulso nell'ultimo anno proprio in risposta alle dimensioni globali delle crisi. L'esperienza maturata dalla Consob ha dato un apporto significativo nelle sedi internazionali – in particolare presso l'*International Organization of Securities Commissions* (IOSCO) e il *Committee of European Securities Regulators* (CESR) – per una migliore comprensione dei problemi e per lo sviluppo di principi più adeguati nelle politiche di regolazione e di vigilanza.

Il rispetto di questi principi è oggetto di verifica da parte di organismi internazionali, primo tra essi il Fondo Monetario Internazionale. Buoni voti possono rappresentare un elemento competitivo per un sistema nell'attrazione di flussi di investimenti e delle attività degli operatori.

Il Fondo Monetario ha recentemente concluso una approfondita verifica della

rispondenza del sistema italiano agli standard internazionali di regolamentazione e vigilanza. L'assetto regolamentare e le prassi di vigilanza sono risultati in linea con gli standard internazionali e, in alcuni casi, più stringenti rispetto a quelli richiesti dalla normativa europea. Sono stati anche evidenziati margini di miglioramento della regolamentazione a tutela degli azionisti di minoranza e dell'incisività dell'azione di vigilanza, oggi in parte colmati con il recepimento della direttiva sugli abusi di mercato.

Ma è soprattutto l'Unione Europea l'ambito nel quale collocare l'evoluzione del sistema finanziario italiano, sia sotto il profilo della definizione del quadro regolamentare, sia per le strategie di sviluppo dei mercati e dei soggetti che vi operano.

Moneta unica e mercato unico per i servizi finanziari costituiscono le strutture portanti per la realizzazione di uno spazio finanziario europeo, adeguato alle esigenze di crescita delle economie.

L'importanza del sistema finanziario italiano nella costruzione del mercato europeo è testimoniata dal rilievo assunto dalle operazioni di aggregazione che stanno coinvolgendo importanti operatori del sistema bancario italiano, in alcuni casi come soggetto aggregante, in altri come potenziale componente di processi guidati da soggetti europei di maggiori dimensioni.

Allo sviluppo della piazza finanziaria italiana è da ritenere che concorrano più le condizioni di efficienza e di capacità strategica degli operatori che la nazionalità dei loro assetti proprietari.

Le attuali difficoltà nell'attuazione delle riforme istituzionali dell'Unione Europea possono rendere più complessa e comunque rallentare la realizzazione di alcuni ulteriori passi nell'integrazione dei sistemi nazionali. Occorrerà persistere nel ricercare soluzioni anche pragmatiche che preservino l'integrazione fino a oggi raggiunta e non ne compromettano l'evoluzione.

L'evoluzione dell'attività di vigilanza a partire dai casi di crisi

Le principali aree di debolezza nella tutela dei risparmiatori emerse nei casi di crisi riguardano: l'affidabilità dell'informazione societaria e dei meccanismi di controllo interni ed esterni agli emittenti; la correttezza del comportamento degli intermediari nella prestazione dei servizi d'investimento e in particolare nella vendita di strumenti finanziari con maggiori profili di rischio.

L'attività di prevenzione e repressione in tali aree, che ha impegnato gran parte delle risorse della Consob nell'anno trascorso, assume perciò rilevanza strategica.

Le lacune dei controlli societari riscontrate nelle crisi di emittenti quotati hanno rappresentato un elemento decisivo nel compromettere la qualità e l'affidabilità dell'informazione per il mercato e, con esse, la capacità del sistema dei controlli di cogliere tempestivamente i segnali di rischio.

Il coinvolgimento degli organi sociali nella ripetuta violazione delle regole ha portato la Consob a un'intensa attività di indagine. Le evidenze raccolte hanno consentito alla

Commissione di proporre, già nel 2003, azioni di impugnativa dei bilanci per le società Parmalat, Cirio e Giacomelli e di fornire utili elementi nell'ambito dei procedimenti giudiziari legati alle ipotesi di rilevanza penale riscontrate.

L'attività di controllo sulla correttezza contabile delle società quotate è proseguita intensamente anche nel 2004 e nei primi sei mesi del 2005, con l'impugnazione dei bilanci di sei società, tra cui una società di calcio, per la quale eventi successivi hanno fatto venir meno l'interesse a proseguire il giudizio, pur rimanendo immutata la valutazione negativa sulla correttezza di alcune poste contabili.

Particolari criticità sono state rilevate nell'attività delle società di revisione, tenute a concorrere in modo determinante ad assicurare l'affidabilità complessiva dell'informazione contabile.

La Consob è intervenuta nel 2004 nei confronti di due società di revisione, impegnate nei gruppi Cirio e Parmalat, per valutare le procedure di controllo della qualità, in ottemperanza al relativo principio di revisione⁽²⁾.

A seguito delle indagini ispettive e documentali, a una società la Consob ha vietato di avvalersi, per il periodo massimo previsto dalla legge, pari a due anni, del *partner* incaricato della revisione; un'altra è stata cancellata dall'albo⁽³⁾.

Queste vicende hanno rafforzato la convinzione di dover proseguire nel potenziamento della vigilanza sulla qualità dell'attività di revisione, peraltro in linea con la proposta di direttiva sulla revisione legale

dei conti, che riprende e amplia i contenuti di una Raccomandazione europea già emanata.

La qualità dell'informazione contabile e la sua confrontabilità su scala europea sono destinate a migliorare con l'introduzione dei nuovi principi contabili. La Consob nell'aprile 2005 ha fornito linee-guida per la transizione verso la loro adozione e per facilitare la valutazione dei dati economico-finanziari da parte del mercato nel periodo transitorio.

L'entrata in vigore dei nuovi principi contabili comporta un mutamento radicale nella redazione dei bilanci delle società quotate, introducendo nelle rendicontazioni societarie informazioni che riflettono i valori di mercato dei beni aziendali, tra cui gli strumenti derivati. Ciò è particolarmente importante per le imprese non finanziarie che fanno un crescente ricorso a tali strumenti, come anche documentato da un'analisi condotta dalla Consob e presentata nel corso di un'audizione presso la Commissione Finanze della Camera nel gennaio 2005.

L'esigenza di rafforzare gli strumenti di vigilanza volti alla individuazione dei sintomi di crisi di emittenti quotati ha portato la Consob a intensificare la frequenza dell'informazione al mercato sulla situazione di società che presentano elementi di rischio per la continuità aziendale. Il numero di società soggette a obblighi di informazione su base mensile è sensibilmente aumentato negli ultimi 18 mesi, passando dalle 16 di fine 2003 alle 21 società di fine giugno 2005.

Tra queste ci sono due società calcistiche, per le quali le difficoltà sono enfatizzate dalla presenza di elementi di squilibrio patrimoniale e reddituale tipici del settore, la cui rappresentazione è attenuata da norme che ne hanno differenziato il trattamento rispetto alle altre società quotate. Tale situazione potrebbe però essere ulteriormente modificata da provvedimenti legislativi in corso connessi a interventi comunitari. Da tale anomala vicenda deriva la constatazione che anche le norme riguardanti le società sportive – se quotate – devono essere in linea con i principi dell'ordinamento⁽⁴⁾.

Particolari esigenze sotto il profilo della completezza e comprensibilità dell'informazione da fornire ai risparmiatori sono emerse in occasione dell'operazione che ha portato alla quotazione della nuova Parmalat. La quotazione della società rappresenta un passo importante verso il ritorno a una situazione di "normalità" organizzativa e gestionale del gruppo. L'istruttoria della Consob ha richiesto un esame impegnativo e approfondito dell'informazione da fornire al mercato, in presenza di una situazione estremamente complessa sotto il profilo patrimoniale e gestionale e in pendenza di una procedura concorsuale, riferita a un gruppo interessato da numerosi giudizi in Italia e all'estero.

Per un buon esito della vicenda appare cruciale che i nuovi azionisti, che includeranno una parte significativa del sistema creditizio nazionale, tengano in debito conto l'esigenza di mantenere o individuare vertici aziendali di

elevata e riconosciuta professionalità, che procedano con determinazione e senza soluzioni di continuità all'attuazione del programma di ristrutturazione con tanto impegno già avviato e comunicato al mercato.

Altrettanto rilevanti sono stati gli interventi di vigilanza della Consob sul comportamento degli intermediari che hanno contribuito all'ampia diffusione tra i risparmiatori di titoli di aziende coinvolte in scandali.

L'analisi della condotta degli intermediari è stata ampliata da ulteriori vicende che hanno coinvolto risparmiatori italiani nella vendita di titoli rivelatisi ad alto rischio, quali le obbligazioni argentine, o di prodotti "complessi", che all'elevato rischio aggiungevano caratteristiche del tutto inadeguate a clientela non qualificata, quali quelli strutturati emessi da Banca 121⁽⁵⁾.

Anche sulla base di numerosi esposti degli investitori, la Consob ha attivato indagini ispettive sugli intermediari risultati più attivi, in alcuni casi con la collaborazione della Banca d'Italia. I gruppi cui appartengono tali intermediari coprono gran parte (oltre il 65 per cento) dell'attività di "amministrazione" di titoli attraverso depositi o gestioni patrimoniali individuali svolta dall'intero sistema bancario italiano.

Le indagini, seppure originate da singole vicende, hanno consentito non solo di rilevare specifiche violazioni comportamentali, ma soprattutto di valutare, su un piano generale, l'idoneità della struttura dell'intermediario al

rispetto delle regole di diligenza, correttezza e trasparenza a tutela dei risparmiatori.

In esito a tali indagini, la Commissione ha proposto al Ministro dell'Economia sanzioni per 474 esponenti aziendali di 12 intermediari, appartenenti ai principali gruppi creditizi italiani⁽⁶⁾. L'importo complessivo delle sanzioni è stato pari a circa 14 milioni di euro, a fronte di circa 10 milioni di euro complessivi nel quinquennio precedente.

Accanto ai procedimenti sanzionatori è stata avviata un'azione volta alla eliminazione per il futuro delle carenze procedurali riscontrate. Tali interventi assumono un rilievo e un'efficacia ben più rilevante delle stesse sanzioni, in quanto riguardano la capacità complessiva dell'intermediario di offrire servizi di investimento garantendo il necessario grado di tutela dei risparmiatori.

Le debolezze individuate possono essere acute dall'intensità dell'innovazione finanziaria, che genera costantemente prodotti connotati da profili di rischio-rendimento di difficile percezione; tra questi, i vari tipi di obbligazioni strutturate. La Consob ha avviato un'attività di educazione degli investitori che ha contribuito a ridurre la diffusione dei prodotti più opachi, aventi maggiori componenti di rischio non esplicitamente rappresentate.

Sarà proseguita con impegno crescente l'attività di vigilanza sugli intermediari, secondo un criterio selettivo fondato su indicatori qualitativi e quantitativi attraverso i quali individuare le aree prioritarie di indagine e gli intermediari a maggior rischio di infrazione.

La vicenda delle obbligazioni argentine, per la quale sono in corso diversi procedimenti giudiziari, ha richiesto l'intervento della Consob anche in occasione dell'offerta di scambio promossa in Italia dalla Repubblica Argentina⁽⁷⁾, nell'ambito del programma di ristrutturazione complessiva del debito. La Consob ha svolto l'istruttoria in costante contatto con le competenti Autorità estere⁽⁸⁾ e con le Autorità di governo italiane. Sono state richieste numerose integrazioni e modifiche al documento d'offerta, allo scopo di chiarire i termini di una proposta contrattuale altamente sofisticata e di consentire ai portatori delle obbligazioni di pervenire a un fondato giudizio circa la determinazione da assumere, comunque difficile. È peraltro noto che non rientra tra i compiti della Commissione – i contenuti e i limiti dei quali sono fissati dalla legge – quello di esprimere un giudizio di merito sulla validità di un'operazione.

La vigilanza della Consob nei mutamenti del controllo nelle società quotate

Un'intensa attività di vigilanza ha impegnato la Consob in relazione a operazioni che coinvolgono gli assetti di controllo di società quotate. La diffusione di notizie o aspettative di mutamenti del controllo di importanti società, soprattutto a partire dalla fine del 2004, ha determinato una forte incertezza sul mercato, accompagnata da pressioni sul volume degli scambi e sui prezzi.

Il riferimento è, in particolare, al lancio di offerte pubbliche di acquisto su Banca Antonveneta e Banca Nazionale del Lavoro e all'evoluzione degli assetti proprietari di altre

società, tra le quali RCS Mediagroup. Tali vicende hanno come elemento comune la presenza di uno o più patti parasociali, costituiti o in scadenza nel 2004.

Nella vicenda Antonveneta è emersa una forte competizione tra differenti offerte pubbliche di acquisto che hanno progressivamente determinato problemi complessi di natura interpretativa e di vigilanza, con ricorsi presentati alla Magistratura civile e amministrativa e con interventi determinati anche dell'Autorità Giudiziaria⁽⁹⁾.

Dall'inizio del 2005, la Consob ha svolto un'intensa attività sulla vicenda. Sono state formulate, non appena rilevate le prime anomalie sul mercato, numerose richieste di diffusione di informazione al pubblico, al fine di ripristinare o mantenere la parità informativa.

Il 10 maggio 2005 la Consob, sulla base di una articolata attività istruttoria che ha portato alla rilevazione di elementi ritenuti probanti, ha accertato formalmente l'avvenuta stipulazione di un patto parasociale occulto tra la Banca Popolare di Lodi e altre persone fisiche e giuridiche per l'acquisto concertato di azioni della banca e l'esercizio anche congiunto di un'influenza dominante. In conseguenza, la Consob ha imposto ai partecipanti al patto occulto di effettuare un'offerta pubblica di acquisto obbligatoria, per un controvalore che, determinato ai sensi di legge, è risultato essere pari a 24,47 euro in contanti.

La Consob ha impugnato la deliberazione assembleare del 30 aprile con la

quale erano stati nominati il nuovo consiglio di amministrazione e il nuovo collegio sindacale e ne ha conseguentemente richiesto al Tribunale di Padova l'annullamento, previa sospensione cautelare. Ciò in quanto i soggetti tra i quali era stata accertata la stipulazione del patto non avrebbero potuto esercitare il diritto di voto, risultato decisivo.

Ulteriori accertamenti sono ancora in corso, anche sulla base di esposti presentati dalle parti, circa la presenza di abusi di mercato nelle transazioni che hanno interessato il titolo Antonveneta nei mesi più recenti e con riguardo a possibili violazioni della disciplina sulle offerte pubbliche di acquisto.

La verifica di questi elementi ha richiesto l'utilizzo di diversi strumenti: accertamenti ispettivi, richiesta di dati e informazioni, audizioni, anche ripetute, di numerosi soggetti, analisi della documentazione e dell'operatività di mercato, ricorso alla cooperazione internazionale. Gli accertamenti hanno anche riguardato le modalità e i tempi dei finanziamenti ricevuti dai soggetti che hanno operato sui titoli Antonveneta, la relativa operatività in acquisto e vendita e le modalità di voto nell'assemblea che ha portato al rinnovo del consiglio di amministrazione della banca. Gli acquisti effettuati dagli offerenti sono stati oggetto di analisi al fine di verificare il rispetto della regola del "miglior prezzo".

La Consob si è avvalsa di tutti i poteri disponibili nell'allora vigente quadro legislativo. I cambiamenti introdotti con il recepimento della direttiva sugli abusi di

mercato, grazie alla prevista collaborazione con l'Autorità Giudiziaria e la Guardia di Finanza e ai nuovi poteri di accertamento, stanno consentendo e consentiranno alla Consob, anche con riferimento agli elementi emersi o in corso di emersione, un'azione di indagine più penetrante ed efficace.

Nella vicenda della Banca Nazionale del Lavoro l'interesse del mercato è stato sollecitato dalla presenza di diversi schieramenti contrapposti per il controllo della società, riuniti in distinti patti parasociali⁽¹⁰⁾. All'annuncio dell'offerta di acquisto da parte di un soggetto aderente a un patto parasociale, i partecipanti ad altri patti hanno manifestato l'intenzione di non aderire. Si sono poi diffusi *rumor* sul mercato in merito al possibile lancio di un'offerta concorrente o al verificarsi delle condizioni per il lancio di un'Opa obbligatoria.

Anche in questo caso la vigilanza della Consob si è soffermata sull'analisi dell'andamento delle negoziazioni e sulla regolarità dei comportamenti dei soggetti coinvolti, avvalendosi di ogni possibile strumento di vigilanza, audizioni comprese.

Le due vicende che riguardano le società bancarie sono emblematiche della complessa attività di vigilanza della Consob nel caso di operazioni che coinvolgono diverse normative di settore e diverse Autorità di vigilanza. La natura bancaria delle società "bersaglio" comporta infatti 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. Inoltre, gli stessi offerenti possono essere

soggetti alle valutazioni di vigilanza degli effetti dell'eventuale acquisizione sulla loro stabilità patrimoniale.

La tutela del buon funzionamento del mercato e della parità di trattamento delle parti coinvolte richiede che le Autorità adottino provvedimenti tempestivi e il più possibile sincroni, nel rispetto dei rispettivi ambiti di competenza e delle diverse finalità cui risponde il loro operato, tenendo conto delle esigenze informative e delle aspettative del mercato.

Il coordinamento delle disposizioni sui tempi attualmente previsti dalle diverse normative di settore, per le autorizzazioni o per la concessione di nulla osta, consentirebbe di ridurre le fasi di incertezza del mercato nelle operazioni di cambiamento del controllo e le conseguenti anomalie nell'andamento delle quotazioni e degli scambi. La Commissione per quanto di sua competenza si è impegnata per ridurre al minimo i propri tempi di reazione.

Sull'incertezza incide peraltro anche il frequente ricorso a esposti, opposizioni e ricorsi, che riflette l'intensità della contesa tra opposti schieramenti.

Profili critici per l'integrità del mercato e la completezza informativa sono emersi in questi ultimi mesi in merito all'evoluzione degli assetti di controllo di altre società, in particolare di RCS Mediagroup⁽¹¹⁾.

La Consob è ripetutamente intervenuta, anche in questo caso, per ridurre le asimmetrie informative e verificare la correttezza dei

comportamenti. La Commissione ha riconosciuto l'applicabilità della disciplina sui patti parasociali a un nuovo accordo volto a mantenere, in caso di offerta pubblica d'acquisto (Opa), le partecipazioni nella cerchia degli aderenti a un preesistente patto. L'assoggettamento alla disciplina dei patti parasociali comporta anche per questo accordo il diritto di recesso senza preavviso, in caso di offerta pubblica d'acquisto.

In tutti i mercati i cambiamenti degli assetti di controllo delle società quotate, soprattutto quando assumono una natura non consensuale e competitiva, si manifestano come processi complessi e articolati, con tempi di realizzazione solitamente non brevi. La contrapposizione di interessi divergenti rende particolarmente delicata la funzione di garanzia dell'integrità del funzionamento dei mercati e della simmetria informativa.

In questo contesto la Consob esercita i suoi poteri con neutralità, equidistanza verso gli interessi in gioco e con il preciso obiettivo di assicurare il rispetto della normativa a tutela degli investitori e dell'efficienza e trasparenza del mercato del controllo societario.

Tali finalità sono perseguite con ferma determinazione e l'impegno profuso è anche testimoniato dall'entità degli interventi sinora svolti, che nella sola vicenda Antonveneta hanno di molto superato il numero di 100.

Di fronte ai cambiamenti del controllo, il quadro normativo, nel definire le regole di tutela, stabilisce i confini dei comportamenti

dei soggetti coinvolti, attraverso obblighi informativi e norme di condotta predeterminati e omogenei.

Le “regole del gioco” sono volte a contemperare diverse, e talora contrapposte, esigenze: informare adeguatamente e tempestivamente il mercato, da un lato; non disincentivare chi intraprende operazioni, anche ostili, dall’altro, favorendo la contendibilità delle società quotate.

Nel difficile equilibrio tra queste esigenze, sono espressamente previste per il mercato alcune aree di opacità informativa, tra le quali le soglie e i tempi di comunicazione dell’acquisizione di partecipazioni rilevanti. Nel sistema italiano le aree di opacità sono più contenute rispetto a quelle previste in altri principali mercati⁽¹²⁾. Ampi sono anche gli obblighi informativi sui patti parasociali.

In tale sistema la Consob può peraltro intervenire, come ripetutamente ha fatto, con richieste *ad hoc*, volte ad aumentare la trasparenza degli assetti proprietari, qualora ritenga l’esigenza informativa particolarmente pressante per la migliore funzionalità del mercato; tuttavia, con la vigente disciplina, la diffusione al pubblico di tali informazioni è subordinata al consenso del soggetto cui viene fatta la richiesta.

In presenza di scalate, l’incertezza del mercato può essere acuita dalla poca trasparenza delle intenzioni dei soggetti coinvolti, ai quali la normativa non pone peraltro obblighi in tal senso, come avviene ad esempio negli Stati Uniti e in Francia. Può questa essere un’area di riflessione per eventuali modifiche normative. Andranno però

attentamente valutati gli effetti che una regola di trasparenza delle intenzioni potrebbe avere sulla già scarsa dinamicità del mercato del controllo in Italia. Andrà anche verificata la possibilità di ottenere utili risultati da un’attività di vigilanza rivolta ad accertare il rispetto di un tale obbligo.

Dalle vicende in corso sono emersi problemi specifici e complessi derivanti dalla competizione tra offerte pubbliche concorrenti, mai presentatisi insieme nell’esperienza passata. Si combinano infatti più elementi: la natura volontaria od obbligatoria dell’operazione, i meccanismi di determinazione della contropartita offerta, il tipo di contropartita (monetaria e/o in titoli), i tempi di realizzazione delle operazioni. Di particolare importanza appaiono gli effetti della disciplina sulla determinazione del prezzo delle offerte obbligatorie che prevede che esso tenga conto del prezzo di mercato di un determinato periodo precedente l’offerta. Questa modalità di determinazione del prezzo delle offerte obbligatorie ha dato nell’applicazione concreta risultati non sempre coerenti, con possibili effetti distorsivi sulla competizione per il controllo. Il problema sarà superato con il recepimento della direttiva europea sulle offerte pubbliche d’acquisto (Direttiva 2004/25/CE), che individua il prezzo dell’offerta in quello più alto pagato dall’offerente sia prima che durante l’offerta.

L’attività di vigilanza della Consob sull’applicazione della disciplina sulle offerte pubbliche di acquisto trova ulteriori elementi di complessità nella rilevazione dei

presupposti per l'obbligatorietà del lancio di un'offerta.

La Consob è più volte intervenuta con comunicazioni interpretative, per valutare specifiche situazioni nelle quali variazioni nella composizione o negli equilibri di patti parasociali non determinavano mutamenti della partecipazione vincolata rilevanti per l'applicabilità degli obblighi di Opa. L'obbligo è stato riconosciuto nei casi in cui le variazioni alla struttura del patto, in presenza di acquisti da parte di suoi aderenti, influivano in misura sostanziale sugli assetti di controllo della società. La Consob, nell'agosto 2004, ha invece escluso l'applicabilità dell'obbligo di Opa in seguito alle ipotizzate modifiche al patto parasociale su RCS Mediagroup, in quanto non ricorrevano i presupposti necessari, in particolare per la tempistica degli acquisti effettuati dai nuovi aderenti al patto.

Il Testo Unico della Finanza (Tuf) prevede inoltre alcuni casi di esenzione dall'obbligo di Opa quando il mero verificarsi dei presupposti porterebbe a una applicazione della disciplina non conforme alla finalità di tutelare gli azionisti di minoranza in presenza di cambiamenti degli assetti di controllo di una società quotata. Nell'esaminare le singole situazioni la Consob non dispone di un potere discrezionale che consenta di valutare caso per caso la concessione delle esenzioni, come previsto ad esempio negli ordinamenti inglese e francese, ma applica i criteri stabiliti preventivamente con Regolamento riguardo alle tipologie di operazioni definite dal Tuf⁽¹³⁾.

Legata all'evoluzione degli assetti di controllo di società quotate è stata anche

l'attività svolta dalla Consob nel caso di un recente accordo tra *Electricité de France Service National S.A.* ("EDF") e AEM Spa, già Azienda Elettrica Milanese, per l'acquisizione congiunta del controllo di Edison. La Consob, rispondendo a numerosi quesiti, ha fornito le indicazioni necessarie per la valutazione degli effetti finanziari delle varie opzioni e per la migliore organizzazione dell'operazione. Anche a seguito delle sue pronunce, i problemi legati agli assetti proprietari delle società hanno trovato compiuta definizione nelle sedi politiche e istituzionali. Il completamento dell'operazione contribuirà alle prospettive di sviluppo anche tecnologico delle aziende italiane operanti nel settore energetico.

Gli assetti proprietari delle società quotate

Nel 2004 si sono consolidate alcune tendenze di fondo nell'evoluzione degli assetti proprietari e di controllo delle società quotate.

La riduzione della concentrazione proprietaria si è manifestata attraverso un aumento della quota di capitale diffusa sul mercato e una maggiore dispersione della proprietà tra gli azionisti rilevanti. Sta proseguendo la semplificazione della struttura organizzativa di alcuni importanti gruppi quotati, con una riduzione dell'uso del gruppo piramidale come strumento di controllo. Alla maggiore diffusione della proprietà corrisponde un crescente ricorso alle coalizioni per controllare le società quotate⁽¹⁴⁾.

La presenza di coalizioni solleva problemi rilevanti per la trasparenza informativa e per l'efficienza del mercato del

controllo societario. Le coalizioni presentano infatti una strutturale opacità dei loro meccanismi organizzativi interni e dei processi decisionali. Non sempre è agevole assicurare un'adeguata informazione sulla loro nascita e sulla loro evoluzione, soprattutto qualora non siano formalizzate in accordi scritti.

In presenza di coalizioni, è più difficile per il mercato esprimere una valutazione sulla contendibilità delle società, che viene a dipendere da un complesso intreccio di relazioni tra azionisti, interni ed esterni alla coalizione. Ad esempio, laddove gli aderenti a un patto di una società oggetto di Opa partecipino congiuntamente a patti parasociali in altre società quotate, le decisioni in merito all'esercizio del diritto di recesso previsto dal Tuf possono essere influenzate da equilibri più generali, non necessariamente in linea con gli interessi degli azionisti delle società coinvolte.

Nella rete di relazioni che caratterizzano gli assetti proprietari e di controllo delle società quotate sta assumendo notevole rilevanza il rapporto tra banche e imprese.

Al maggior coinvolgimento di soggetti non finanziari negli assetti proprietari di banche corrisponde un accresciuto ruolo di queste ultime nei gruppi industriali⁽¹⁵⁾, spesso derivante da operazioni di salvataggio di particolare importanza per l'economia nazionale o dal finanziamento di piani di espansione industriale.

Il frequente ricorso al credito per finanziare l'acquisizione di partecipazioni in società bancarie accresce l'intreccio tra banche e imprese.

In tale quadro, assume maggiore rilevanza la qualità dei sistemi di governo societario.

Le società italiane hanno ampi margini di libertà e conseguenti responsabilità nel configurare gli assetti organizzativi ritenuti più adeguati. Margini ampliati considerevolmente dalla riforma del diritto societario.

È importante che il mercato vigili sui comportamenti, richiedendo una maggiore trasparenza e coerenza con i principi affermati e rendendo i codici di autoregolamentazione uno strumento incisivo e non solo d'immagine.

La trasparenza delle scelte, condizione necessaria perché il mercato valuti la qualità dei sistemi adottati, sta migliorando⁽¹⁶⁾.

Restano peraltro aree di opacità, in particolare su alcuni aspetti chiave dell'articolazione dei poteri e delle responsabilità. Permangono difficoltà a valorizzare adeguatamente la funzione degli amministratori indipendenti, a fronte di una crescita del loro numero. Si rilevano aree di ambiguità e di disomogeneità nella valutazione dei loro requisiti di indipendenza.

Sulla figura degli amministratori indipendenti grava peraltro, in un contesto di assetti proprietari concentrati, l'essere scelti dagli stessi soggetti che nominano gli amministratori esecutivi. Miglioramenti potrebbero venire da meccanismi di elezione che valorizzino il ruolo delle minoranze, dalla definizione di più rigorosi requisiti di neutralità, ma anche di professionalità e di oggettiva disponibilità di tempo, nonché dalla previsione di un adeguato sistema di remunerazione della loro funzione.

Maggiore attenzione meriterebbero i meccanismi di determinazione della remunerazione degli amministratori esecutivi e in particolare l'attribuzione e le condizioni di esercizio delle *stock option*. Si tratta di un'area di grande rilevanza, sia per la definizione di adeguati sistemi di incentivo, sia per evitare fenomeni di abuso a danno della società.

Le recenti raccomandazioni europee sui temi degli amministratori indipendenti e della remunerazione degli amministratori esecutivi forniscono utili indicazioni. Questi temi sono presi in considerazione anche dal disegno di legge sul risparmio.

L'industria dei servizi finanziari e la struttura dei mercati

L'attuale panorama dell'industria dei servizi di negoziazione risulta caratterizzato da una nuova dinamica competitiva.

La concorrenza di meccanismi di scambio alternativi incentiva l'innovazione nella produzione dei servizi e può costituire un fattore di riduzione dei costi. D'altra parte, la frammentazione degli scambi ha un impatto sfavorevole sul processo di formazione dei prezzi e sul loro valore segnaletico.

Con il potenziale venir meno della centralità dei mercati regolamentati, aumenta il rischio che si riduca l'interesse degli intermediari a preservarne l'integrità. La progressiva riduzione dei margini di redditività dell'attività di negoziazione in conto terzi, a vantaggio di quelli derivanti dall'operatività in conto proprio, può favorire gli intermediari/internalizzatori, su cui gravano

strutturali conflitti di interesse e può mettere in discussione la stessa sopravvivenza di molti operatori indipendenti.

Gli intermediari sono chiamati ad assumere maggiori responsabilità: nello svolgimento dei servizi, con l'offerta alla clientela di prezzi in linea con quelli che si formano nei mercati di riferimento; nella tutela dell'integrità dei mercati, adottando comportamenti in linea con le "migliori pratiche".

La trasparenza delle informazioni sui contratti conclusi attraverso gli intermediari, prevista dalla direttiva sui mercati di strumenti finanziari (Direttiva MiFID 2004/39/CE), consentirà alle Autorità una più efficace vigilanza sulla qualità dei servizi resi ai risparmiatori nei diversi sistemi di negoziazione.

L'industria del risparmio gestito in Italia sta attraversando una fase delicata. Il mercato italiano risulta ancora poco concentrato e mancano operatori di dimensioni comparabili ai grandi gestori europei.

I dati sulla struttura di costo delle società di gestione del risparmio (Sgr) italiane evidenziano forti economie di scala, che probabilmente non si sono ancora esaurite. Nonostante il livello di concentrazione del mercato sia ancora relativamente basso vi sono spazi per rendite di posizione⁽¹⁷⁾.

La Consob è intervenuta per assicurare maggiore trasparenza sulle misure di retrocessione delle commissioni di gestione

alle reti distributive; fenomeno del quale il risparmiatore non aveva una chiara percezione.

La diffusione del risparmio gestito in Italia è oggi notevolmente inferiore rispetto a quella degli altri principali paesi europei e mostra ancora significativi margini di sviluppo⁽¹⁸⁾.

La crescente apertura del mercato della gestione del risparmio, favorita dalla strategia di liberalizzazione e armonizzazione dell'Unione Europea, offre nuove opportunità riguardo alle scelte di localizzazione, al grado di specializzazione dell'offerta, al perseguimento di economie di scala e di scopo, alla articolazione dei canali distributivi. Gli intermediari italiani dovranno essere pronti ad adeguare gli obiettivi, le strategie, le organizzazioni, le procedure al fine di essere competitivi nella capacità di offrire servizi che creino valore per l'investitore.

La competitività della piazza finanziaria italiana dipende in maniera cruciale dalla possibilità che crescano ulteriormente il peso e il ruolo dei mercati regolamentati⁽¹⁹⁾.

Si prefigurano mutamenti strutturali rilevanti, che si inseriscono in un più ampio processo di concentrazione sia di tipo orizzontale, cioè tra soggetti che producono le stesse tipologie di servizi, sia di tipo verticale, cioè tra soggetti che forniscono servizi di natura complementare.

La recente acquisizione della società che organizza e gestisce il mercato all'ingrosso di titoli di Stato (MTS Spa) da parte di Borsa Italiana ed Euronext denota la propensione

delle società-mercato ad adottare strategie di aggregazione per fronteggiare la pressione concorrenziale. Il perseguimento di strategie di integrazione può essere favorito dalla quotazione della società di gestione del mercato. La Consob auspica, come già detto in passato, che venga creata la cornice giuridica che consenta di realizzare l'apertura al mercato degli assetti proprietari delle società di gestione.

Lo sviluppo del mercato obbligazionario e le criticità che sono emerse hanno messo in luce aspetti strutturali e tendenze evolutive che devono essere attentamente valutati. Le caratteristiche delle obbligazioni sono estremamente variegata e la loro struttura è diventata più complessa; il ruolo degli investitori non qualificati è sensibilmente aumentato; la grande maggioranza delle negoziazioni avviene fuori dai mercati regolamentati.

Si pone l'esigenza di definire un efficace regime di trasparenza che consenta di ridurre l'opacità dei mercati obbligazionari senza comprometterne l'efficienza.

La Consob ha avviato un'intensa attività di analisi dei Sistemi di Scambi Organizzati, sui quali appare aver luogo una quota importante delle transazioni sui titoli obbligazionari. La dimensione del fenomeno giustifica l'attivazione di incisive forme di vigilanza⁽²⁰⁾.

Nella direttiva MiFID e nel parere del CESR per le misure di attuazione, nonostante le istanze più volte rappresentate dalla Consob, non si è ritenuto di fissare regole di

trasparenza per la negoziazione dei titoli obbligazionari.

Il contesto internazionale e l'integrazione dei mercati finanziari europei

Le crisi che hanno coinvolto i mercati internazionali negli anni passati non hanno arrestato il processo di globalizzazione⁽²¹⁾.

La sempre maggiore integrazione e la crescita nei mercati internazionali di operatori e strumenti, quali gli *hedge fund* e i prodotti derivati, caratterizzati da elevate componenti di rischio, richiedono il rafforzamento del coordinamento e della cooperazione tra le Autorità sia nella fase di regolamentazione che nell'esercizio della vigilanza.

La trasparenza informativa può essere inefficace nel caso in cui ai risparmiatori vengano offerti strumenti e prodotti emessi o autorizzati in paesi con minori livelli di regolamentazione.

Anche l'“esternalizzazione” di funzioni connesse alla prestazione di servizi di investimento e all'organizzazione contabile⁽²²⁾ presso soggetti stabiliti in paesi non cooperativi e con standard di regolamentazione non elevati può compromettere l'efficacia dell'attività di vigilanza.

La IOSCO, a seguito di una raccomandazione della *Task Force* sulle frodi finanziarie istituita dopo il caso Parmalat e copresieduta dalla Consob e dalla *Securities and Exchange Commission* (SEC) statunitense, ha adottato una risoluzione che obbliga tutte le Autorità aderenti a sottoscrivere entro il 2010

l'Accordo Multilaterale di Cooperazione, di cui la Consob è stata uno dei primi firmatari e che ha consentito lo scambio di determinanti informazioni nel caso Parmalat.

Il rafforzamento della cooperazione internazionale è anche al centro delle iniziative del *Financial Stability Forum*, ai cui lavori la Consob partecipa attivamente.

Nell'Unione Europea, la libera circolazione di strumenti finanziari e di operatori, limitabile solo in casi eccezionali, rende particolarmente pressante l'esigenza di una intensa cooperazione e di uno stretto coordinamento delle normative e dell'attività di vigilanza.

Il completamento del programma previsto dal Piano d'Azione sui Servizi Finanziari comporterà per l'Italia una ulteriore significativa revisione del Tuf.

Modifiche dovranno essere introdotte per recepire la direttiva MiFID e le relative misure attuative. Anche il recepimento della direttiva sulle Opa comporterà importanti innovazioni in materia di determinazione del prezzo e di ricorso a misure difensive in caso di scalate ostili. Per quanto riguarda la direttiva sui prospetti (Direttiva 2003/71/CE), la Consob sta sopperendo, per quanto possibile, al non ancora intervenuto recepimento, previsto per il 1° luglio scorso, con modifiche regolamentari che consentiranno di dare attuazione al principio del passaporto europeo per i prospetti di sollecitazione e di quotazione.

L'adeguamento dei sistemi nazionali al nuovo quadro europeo richiede uno sforzo notevole, sia alle Autorità di vigilanza sia agli operatori.

Talora la regolamentazione a livello europeo è frutto di compromessi che possono privilegiare modelli diversi da quelli prevalenti sul mercato italiano e che non necessariamente assicurano lo stesso livello di tutela delle norme nazionali.

Le Autorità nazionali di vigilanza sui mercati mobiliari, attraverso il CESR, svolgono un ruolo rilevante nella definizione tecnica delle misure attuative dei principi stabiliti nelle direttive e nella elaborazione di linee guida e di standard volti a favorire la convergenza delle prassi applicative nei contesti nazionali.

Tale modello è risultato efficace nell'attuazione della direttiva sugli abusi di mercato e di quella sul prospetto⁽²³⁾. Difficoltà sembrano emergere per l'attuazione della direttiva MiFID, laddove alcune sedi istituzionali europee esprimono orientamenti che si discostano in misura rilevante dal parere espresso dal CESR, riducendo il ruolo a esso attribuito nel processo normativo europeo.

Emerge anche la necessità di rafforzare il coordinamento degli interventi di vigilanza. L'assenza di un assetto giuridico che affidi al CESR competenze specifiche può tradursi nella tendenza a individuare in singole

Autorità nazionali il ruolo di Autorità *leader*. Può derivarne una più limitata protezione dei risparmiatori non residenti nel paese del regolatore *leader*.

Anche a fronte di violazioni derivanti da fenomeni sostanzialmente unitari ma che interessano diversi mercati europei, l'esigenza di ridurre la moltiplicazione di procedimenti sanzionatori non può ignorare l'esistenza di diversi regimi nazionali, né limitare in alcun modo il ruolo che i singoli ordinamenti assegnano all'Autorità Giudiziaria. Ad esempio, nel caso dell'operatività anomala di Citigroup sui mercati all'ingrosso dei titoli di stato europei e dei derivati legati a tali titoli, le differenze degli ordinamenti nazionali si sono tradotte in diverse qualificazioni giuridiche della condotta e in diversi esiti dei procedimenti nazionali. Di tale vicenda in Italia si sta interessando anche l'Autorità Giudiziaria.

La tensione tra diversi approcci di vigilanza, che possono essere caratterizzati da diversi equilibri tra gli obiettivi di protezione degli investitori e di sviluppo della piazza finanziaria nazionale, emerge chiaramente nell'ambito del gruppo di lavoro permanente del CESR sui gestori di fondi presieduto dal Presidente della Consob.

È auspicabile che il CESR diventi la sede nella quale condividere al massimo grado possibile soluzioni unitarie di fronte a divergenze tra le diverse Autorità nazionali.

Signor Presidente della Repubblica, Autorità, Signore e Signori,

Gli effetti delle crisi societarie sull'andamento del mercato mobiliare e sul sistema finanziario sono stati contenuti.

L'andamento della borsa italiana è stato ampiamente positivo per tutto il 2004 (+ 17,5 per cento), con risultati superiori a quelli degli altri principali mercati. Nei primi sei mesi del 2005, la crescita delle quotazioni ha subito un rallentamento, pur rimanendo di segno positivo (+ 5,1 per cento)⁽²⁴⁾.

Le difficoltà di crescita dell'economia nazionale non hanno avuto effetti di particolare rilevanza sulle quotazioni. Si tratta di un riflesso della limitata rappresentatività del mercato mobiliare rispetto all'economia reale, soprattutto per quanto riguarda il comparto industriale, dove maggiori appaiono le difficoltà competitive⁽²⁵⁾.

La dimensione complessiva del mercato, in rapporto all'economia reale e al totale delle attività finanziarie del Paese, resta inferiore a quella degli altri principali paesi industrializzati⁽²⁶⁾; nonostante una certa dinamicità del listino e un generale miglioramento della sua qualità, il numero di società italiane quotate resta limitato; scarso è l'afflusso di nuove società alla quotazione, in particolare di quelle operanti nei settori innovativi; preponderante resta il peso sulla capitalizzazione del settore finanziario e del settore dei servizi⁽²⁷⁾.

Il debole stato di salute dell'economia nazionale richiede uno sforzo corale e condiviso, finalizzato ad una ripresa economica progressiva e duratura, che non può prescindere dallo sviluppo di un mercato dei capitali efficiente. Economia reale e mercato dei capitali rappresentano i due assi di uno stesso "binario di eccellenza".

L'Italia possiede uno *stock* di risparmio considerevole. Si tratta di un punto di forza da valorizzare, soprattutto dopo le note crisi aziendali, favorendo la ripresa di fiducia dei risparmiatori e l'aspettativa di poter operare in un "contesto ad alta protezione".

Occorre poi che l'industria finanziaria italiana, che può contare su una rilevante e consolidata esperienza professionale, sia in grado di trasformare in occasioni di sviluppo le sfide che vengono dall'apertura dei mercati e dall'integrazione europea. Sono necessarie strategie che puntino su servizi a maggiore valore aggiunto e a più elevato contenuto innovativo. In tal modo si potrà essere produttori di beni e servizi competitivi e non solo distributori e consumatori degli stessi.

Qualora prevalessero la difesa di nicchie di mercato e la massimizzazione delle rendite di posizione, si avrebbero maggiori costi e minori offerte di investimento per i risparmiatori italiani e anche una minore capacità di sostegno alle esigenze di crescita qualitativa e dimensionale del settore produttivo.

Ciascuna componente del sistema, nello svolgimento delle proprie funzioni, può concorrere alla coerenza del percorso, consapevole che l'interdipendenza tra i fenomeni economici e finanziari estende le conseguenze negative di singoli errori all'intero sistema.

Al Legislatore si segnala l'esigenza di attuare in tempi brevi la riforma del quadro legislativo attinente alla tutela del risparmio, definendo in primo luogo una chiara e netta ripartizione di compiti per finalità, ma anche garantendo la coerenza del disegno complessivo e colmando le principali lacune dell'attuale sistema. Occorre altresì recepire tempestivamente le direttive comunitarie per garantire il costante allineamento dell'ordinamento italiano agli standard europei e consentire al mercato di adeguarsi progressivamente al nuovo contesto competitivo.

Le Autorità di vigilanza e controllo devono dimostrare flessibilità e capacità strategiche per assicurare efficacia e tempestività alla loro azione, tutelando i risparmiatori e l'integrità del mercato attraverso una combinazione di adeguate misure preventive e di incisivi strumenti di repressione.

Per concorrere alla ripresa e allo sviluppo di un mercato dei capitali efficiente, la Consob – nel rispetto dei ruoli e dei limiti fissati dal Legislatore – intende sviluppare il suo impegno lungo tre direttrici:

- esercitare i propri compiti con chiarezza e determinazione, ma con spirito amichevole verso tutti coloro che operano nel mercato;

- proseguire nella stretta collaborazione con le Autorità nazionali ed estere per meglio assicurare la tutela del risparmio anche oltre i confini del mercato domestico;
- sviluppare la propria capacità di “ascoltare il mercato”, potenziando gli strumenti di analisi dei segnali e dei fenomeni, al fine di fare emergere possibili elementi di crisi e di migliorare la difesa *ex ante* dell'ambiente finanziario.

L'incontro di oggi rappresenta l'occasione per la Consob di presentare e sottoporre al giudizio di tutti coloro che operano nel mercato le linee guida del suo operare e i risultati dell'attività svolta.

È anche l'occasione per riaffermare l'intendimento di continuare a operare, quale autorità consapevolmente indipendente, nell'interesse della collettività in tutte le sue componenti – in primo luogo i risparmiatori – svolgendo le sue funzioni, secondo un impegno già assunto, “*nec spe nec metu*”.

L'indipendenza delle Autorità costituisce il presupposto necessario per la tutela degli interessi di rilievo costituzionale ad esse affidati. E' perciò da considerare l'opportunità che il loro ruolo trovi esplicito riconoscimento nella Costituzione stessa, valorizzandone la rilevanza istituzionale e al contempo la responsabilità verso la collettività e verso il Parlamento. L'indipendenza, come riconosciuto nei principi internazionali della IOSCO, presuppone anche che l'ordinamento giuridico assicuri alle Autorità di vigilanza e a chi vi opera adeguata protezione in relazione all'attività svolta *bona fide* nell'esercizio dei

propri compiti istituzionali, ferma restando la sindacabilità delle decisioni secondo i principi costituzionali.

Nella prospettiva di un rafforzamento del dialogo istituzionale con il Parlamento, la Consob è grata ai Presidenti delle Camere per l'indirizzo alle Commissioni parlamentari volto a favorire una più proficua interlocuzione con le Autorità indipendenti.

Un vivo ringraziamento è rivolto all'Avvocatura dello Stato e a tutte le

Magistrature con le quali sempre più intensa si è rivelata l'attività di collaborazione, esprimendo peraltro l'auspicio che a queste ultime si faccia ricorso quale ultimo rimedio e non quale unico rimedio.

La Commissione esprime i suoi sentimenti di forte gratitudine ai dirigenti e al personale tutto che nella Consob operano con elevata professionalità, con dedizione e impegno non comuni e, specie negli ultimi anni, con spirito di sacrificio senza pari.

NOTE DEL DISCORSO

⁽¹⁾ Le funzioni istruttorie di valutazione dei fatti e di ogni deduzione difensiva degli interessati sono attribuite alla esclusiva competenza delle unità operative, mentre le funzioni decisorie sono deferite alla Commissione, con il supporto di una unità organizzativa costituita ad hoc.

⁽²⁾ Si tratta del principio di revisione 220 emanato dalla professione e raccomandato dalla Consob. I controlli hanno avuto per oggetto in particolare il controllo di qualità in materia di assegnazione degli incarichi e di accettazione e mantenimento della clientela, di direzione, supervisione e riesame del lavoro, di monitoraggio dell'operatività delle procedure.

⁽³⁾ La Consob ha disposto la cancellazione dall'albo di una società di revisione per la sistematicità delle irregolarità compiute, verificate in particolare nell'attività svolta nei gruppi Cirio e Parmalat.

⁽⁴⁾ La Commissione Europea, in riferimento alla prossima obbligatoria applicazione dei principi contabili IAS/IFRS, ha recentemente raggiunto con il Governo italiano un accordo di principio che prevede la legittimità del differimento della svalutazione dei diritti sportivi dei calciatori, a condizione che i tempi attualmente previsti dall'articolo 18/bis della legge 91/1981 siano dimezzati dagli attuali dieci a cinque esercizi. Si è ora in attesa degli interventi legislativi atti ad adeguare conseguentemente il citato articolo 18/bis della legge 91/1981.

⁽⁵⁾ Tali prodotti prevedevano due macrotipologie di operazioni: i cosiddetti "piani finanziari", che contemplavano l'erogazione da parte della banca di un finanziamento al cliente finalizzato all'acquisto di strumenti finanziari; i cosiddetti "prodotti compositi", che si traducevano per i clienti nell'acquisto di titoli di stato e nella vendita di opzioni put.

Le analisi condotte hanno rilevato che tali operazioni risultavano caratterizzate da un'elevata complessità e opacità, tali da poter ingenerare nella clientela difficoltà di comprensione degli effettivi profili di rischio e di rendimento. Inoltre, le operazioni potevano essere considerate adatte, per le loro caratteristiche, a una clientela particolarmente sofisticata e propensa al rischio. Di contro, le politiche commerciali dell'intermediario sono risultate particolarmente "aggressive".

⁽⁶⁾ Le ipotesi di violazione includono: inidoneità delle procedure, mancata conoscenza dei titoli, mancata informazione alla clientela, inadeguatezza delle operazioni proposte e conflitto di interesse.

⁽⁷⁾ Tale offerta ha fatto parte di un più vasto "Invito Globale" comprendente analoghe offerte effettuate contestualmente in altri paesi (Argentina, Stati Uniti, Germania, Lussemburgo, Danimarca, Paesi Bassi e Spagna).

⁽⁸⁾ La collaborazione con le Autorità estere è stata particolarmente intensa con la *Securities and Exchange Commission* (SEC) degli Stati Uniti e con la *Commission de Surveillance du Secteur Financier* (CSSF) del Lussemburgo.

⁽⁹⁾ Il forte interesse da parte degli investitori ha ricevuto ulteriore impulso dal mancato rinnovo del patto parasociale che raggruppava poco più del 30 per cento del capitale e dal progressivo emergere di due interessi contrapposti finalizzati all'ottenimento del controllo della società. Nel periodo compreso tra i primi di novembre 2004 e la fine di aprile 2005, l'andamento del titolo Antonveneta ha evidenziato un incremento superiore al 50 per cento, accompagnato da scambi rilevanti, pari al 150 per cento del capitale, e con una forte concentrazione di operatività in acquisto, riconducibile a un solo intermediario. Il 30 marzo 2005 ABN Amro ha lanciato un'offerta pubblica di acquisto volontaria sul titolo a 25 euro. Il 29 aprile la Banca

Popolare di Lodi, che nel frattempo aveva portato la sua partecipazione al 29,9 per cento da poco più del 2 per cento di inizio gennaio 2005, ha lanciato un'offerta pubblica concorrente di acquisto e scambio al valore dichiarato di 26 euro. Il 10 giugno 2005 ABN ha rivisto la propria offerta, portandola a 26,5 euro in contanti, mentre il 16 giugno 2005 la BPL ha corretto al rialzo il valore della propria offerta di acquisto e scambio a 27,5 euro.

⁽¹⁰⁾ Dopo un rilevante aumento di capitale eseguito dalla BNL lo scorso novembre 2004, a cui hanno aderito i partecipanti ai vari patti, si è registrata una notevole crescita dell'interesse del mercato per tale società. Inoltre, nel marzo 2004 il Banco de Bilbao, che faceva parte di uno dei patti, ha annunciato un'offerta pubblica di scambio sul 100 per cento delle azioni della BNL, autorizzata dalla Consob il 3 aprile.

⁽¹¹⁾ A partire dal mese di aprile 2005 si è assistito a un sostenuto incremento dei volumi negoziati sul titolo RCS e le relative quotazioni hanno fatto registrare in un solo mese una crescita di circa il 35 per cento. Le tensioni sul mercato hanno seguito l'incremento della partecipazione, prima oltre il 2 per cento e quindi fino a poco più del 18 per cento, detenuta da un singolo azionista non partecipante al patto parasociale di blocco e consultazione che riunisce circa il 58 per cento del capitale, stipulato nell'agosto 2004 e valido fino al 30 giugno 2007.

⁽¹²⁾ La soglia minima del 2 per cento per l'"emersione" delle partecipazioni rilevanti è la più bassa in Europa. I cinque giorni di mercato aperto per la comunicazione sono un termine inferiore a quelli attualmente in vigore nei principali paesi e dovrà essere ridotto a quattro, in fase di recepimento della nuova disciplina europea (Direttiva 2004/109/CE). Con l'entrata in vigore delle modifiche al regolamento emittenti richieste dalla legge comunitaria del 2004 sarà rafforzata la trasparenza sulle operazioni compiute da chiunque detenga azioni in misura almeno pari al 10 per cento del capitale sociale.

⁽¹³⁾ In occasione di un quesito presentato in merito all'operazione di salvataggio delle società Generale Industrie Metallurgiche Spa (Gim) e Società Metallurgica Italiana Spa (SMI) appartenenti al medesimo gruppo, la Consob, nel febbraio 2005, ha riconosciuto l'applicabilità dell'esenzione, in quanto il superamento della soglia rilevante avveniva in una situazione di crisi delle società quotate coinvolte e nell'ambito di un piano di ristrutturazione del debito. La Commissione ha anche richiesto che il mercato fosse informato sullo stato di attuazione del piano con cadenza mensile.

⁽¹⁴⁾ A partire dal 2002, il peso del capitale flottante rispetto alla capitalizzazione del mercato è stato stabilmente superiore al 50 per cento. La quota detenuta dal primo azionista si è ridotta di circa dieci punti percentuali dal 2001 al 2004, passando dal 42,2 al 32,5 per cento. Nello stesso periodo è cresciuta la quota detenuta dagli azionisti rilevanti diversi dal primo, passata dal 9,8 al 12,9 per cento. Alla fine del 2004 più di 50 società, un quarto della capitalizzazione del mercato, sono controllate da un patto di sindacato: in 16 casi, il patto ha per oggetto una società non quotata che controlla la quotata, con l'effetto di sterilizzare la disposizione del Testo Unico sulla Finanza sulla decadenza degli accordi in caso di offerta pubblica di acquisto.

⁽¹⁵⁾ La struttura proprietaria delle banche quotate ha subito una profonda trasformazione nel corso degli ultimi quindici anni, con una riduzione particolarmente accentuata della concentrazione proprietaria e un maggiore peso di fenomeni coalizionali. Mutato è anche il peso delle diverse tipologie di azionisti rilevanti; alla scomparsa dello Stato, che all'inizio degli anni '90 deteneva quasi il 40 per cento della proprietà delle banche quotate, corrisponde un aumento del peso di soggetti esteri e di soggetti non finanziari. Alla fine del 2004, due terzi delle banche quotate, oltre il 90 per cento della capitalizzazione del settore, risultano non controllate di diritto o di fatto da un singolo azionista. In forte aumento è il peso dei soggetti non finanziari, passato dal 5,5 per cento del 2000 al 10,6 per cento del 2004.

Inoltre, a fine 2004 le banche sono presenti in patti di sindacato riguardanti 13 società quotate non finanziarie, che rappresentano il 30 per cento della capitalizzazione del mercato.

⁽¹⁶⁾ Il Codice di autodisciplina in materia di *corporate governance* della Borsa Italiana – in questo momento in via di rivisitazione – ha contribuito ad accrescere il grado di trasparenza sulle scelte adottate dalle società quotate in tale ambito. L'Associazione delle società per azioni ha elaborato linee guida per la redazione delle relazioni sulla *corporate governance* e produce annualmente un'Analisi dello stato di attuazione del Codice di autodisciplina. L'associazione di categoria dell'industria del risparmio gestito ha continuato la propria azione di stimolo nelle assemblee delle principali società quotate, ma alla pressione morale esercitata non sembra abbia sinora corrisposto analogo impegno da parte delle società di gestione del risparmio nel sostenere tale spinta con il peso delle loro partecipazioni azionarie.

La limitata presenza delle Sgr nelle assemblee delle principali società quotate tenutesi nel 2004 e nei primi sei mesi del 2005 conferma questa evidenza, pur indicando un lieve incremento rispetto agli anni precedenti. Nelle assemblee delle società appartenenti all'indice Standard & Poor/Mib tenutesi nei primi 5 mesi del 2005 la quota di diritti di voto rappresentati dalle Sgr è stata pari allo 0,7 per cento del totale presente, a fronte dello 0,4 per cento del 2004. Particolarmente bassa è la partecipazione nelle assemblee delle società bancarie, per le quali la minore concentrazione proprietaria e la particolare fase di vivacità negli assetti di controllo aprono spazi per un maggiore attivismo.

⁽¹⁷⁾ Presi singolarmente i primi operatori nel mercato francese, svizzero o tedesco del risparmio gestito hanno un patrimonio gestito pari alla somma di quello dei primi 4-5 gruppi italiani.

Da analisi condotte dalla Consob si ha evidenza di un aumento dei costi dei fondi comuni di investimento italiani, cresciuti fra il 2001 e il 2003 dall'1,01 all'1,18 per cento del patrimonio, a fronte di una riduzione della massa gestita, e di un livello delle commissioni che non riflette i risparmi di costo connessi alla scala produttiva.

⁽¹⁸⁾ Le famiglie italiane mostrano alcuni segnali di disaffezione nei confronti dei fondi comuni italiani, mentre appare stabile il ricorso ad altri prodotti del risparmio gestito. L'incidenza dei fondi comuni sulla ricchezza complessiva delle famiglie è scesa dall'11,3 al 9,7 per cento fra il 1999 e il 2004 mentre il peso delle gestioni patrimoniali individuali e dei prodotti assicurativi è rimasto invece stabile su valori intorno al 20 per cento. Hanno contribuito politiche di distribuzione che hanno privilegiato la vendita di forme di investimento, quali i prodotti assicurativi a forte contenuto finanziario, caratterizzati da un minor livello di trasparenza.

⁽¹⁹⁾ Le iniziative di Borsa Italiana, volte all'adozione di indici borsistici che utilizzano metodologie di composizione e di calcolo allineate a quelle dei principali mercati internazionali e alla razionalizzazione della struttura dei segmenti del listino, possono contribuire a migliorare la rappresentatività e ad aumentare la competitività internazionale del mercato azionario italiano.

⁽²⁰⁾ I dati relativi a 331 sistemi di scambi organizzati rilevano che nel corso del 2004 sono stati scambiati titoli denominati in euro per un controvalore di oltre 85 miliardi di euro. Di questi, gli scambi relativi a titoli obbligazionari, soprattutto emessi da banche, ammontano a circa 46 miliardi di euro (il 53 per cento degli scambi complessivi sugli SSO), riferiti a 21.091 titoli. In particolare, sono state scambiate obbligazioni bancarie per un controvalore pari a 32,5 miliardi di euro, obbligazioni societarie non bancarie per 9,6 miliardi di euro e obbligazioni emesse da organismi internazionali per 3,5 miliardi di euro.

⁽²¹⁾ Gli indicatori dell'integrazione finanziaria mostrano una costante crescita. Negli ultimi 20 anni il peso delle attività e passività finanziarie verso l'estero sul Pil, per i principali paesi industrializzati, è quasi triplicato, passando da circa l'80 al 220 per cento.

(22) A seguito dell'attuazione della direttiva MiFID tale facoltà sarà consentita anche in Italia.

(23) È importante anche che tutte le parti interessate contribuiscano al processo normativo attraverso le consultazioni organizzate a livello europeo e nazionale, dove è auspicabile una maggiore partecipazione degli investitori e delle associazioni dei consumatori.

(24) L'indice Mibtel è cresciuto nel 2004 del 17,5 per cento, valore quasi doppio rispetto all'incremento degli indici delle principali piazze finanziarie. Nei primi sei mesi dell'anno la variazione positiva è stata pari a circa il 5 per cento, a fronte di variazioni di poco superiori nei principali mercati europei e di risultati negativi negli Stati Uniti. La crescita dell'indice S&P/MIB è invece pari a circa il 15 per cento nel 2004 e al 4,7 per cento nei primi sei mesi del 2005.

(25) Il peso, in termini di occupati, dei gruppi quotati sul complesso dell'economia italiana è modesto e appare in tendenziale riduzione. La riduzione negli ultimi dieci anni è stata particolarmente marcata per l'industria in senso stretto, per la quale il peso si è quasi dimezzato. È invece aumentata la rappresentatività dei gruppi quotati del settore dei servizi, soprattutto finanziari.

(26) Negli ultimi dieci anni si sono quotate circa 200 società, cui era riferibile a fine 2004 oltre la metà della capitalizzazione complessiva del mercato, e un numero sostanzialmente analogo di società è uscito dal listino. Le nuove società quotate esprimono per una larga parte realtà economiche precedentemente non presenti sul mercato: si tratta per lo più di imprese industriali non facenti parte di gruppi in cui era già presente una società quotata, prevalentemente operanti nel settore industriale. La parte preponderante della capitalizzazione delle nuove società quotate è tuttavia riferibile a società privatizzate operanti nel settore dei servizi.

Il rapporto tra capitalizzazione della Borsa Italiana e Pil, pari a fine 2004 a circa il 40 per cento, è inferiore alla media dei mercati dell'area euro, dove raggiunge il 60 per cento, e soprattutto ai valori dei mercati anglosassoni, dove è stabilmente superiore al 100 per cento.

(27) Il numero di società italiane quotate era pari a 269 a fine aprile 2005 con una riduzione di circa 20 unità rispetto al massimo registrato nel 2000. Nel 2004 si sono quotate 9 nuove società. Il peso del settore finanziario e del settore dei servizi sulla capitalizzazione complessiva era pari a fine 2004, per ciascuno di essi, a quasi il 40 per cento.

RELAZIONE AL MINISTRO
DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE

La relazione che segue, riferita all'anno 2004, è stata predisposta dalla Commissione ai sensi dell'art. 1/1, comma 13, della legge 7 giugno 1974, n. 216, che prevede la trasmissione al Ministro dell'Economia e delle Finanze, entro il 31 marzo di ciascun anno, di una relazione sull'attività svolta dall'Istituto, sulle questioni in corso e sugli indirizzi e le linee programmatiche che intende seguire.

Le questioni in corso e le linee di indirizzo

IL CONTESTO ECONOMICO E ISTITUZIONALE

Introduzione

Il quadro di riferimento all'interno del quale le Autorità di vigilanza svolgono la funzione di tutela del risparmio è stato profondamente segnato, in Italia come in altri importanti paesi, dalle gravi crisi verificatesi negli ultimi anni nelle società quotate e nel rapporto fra intermediari e investitori.

Si sono manifestate nuove criticità in aree-chiave del mercato finanziario e, in particolare, nei sistemi di governo societario, nell'esercizio delle funzioni di controllo, nei rapporti tra intermediari e investitori, nella crescente globalizzazione delle attività delle imprese e degli intermediari stessi.

Ne è derivata una crescente domanda di tutela e una diffusa esigenza di ridefinire obiettivi e priorità dell'attività di vigilanza, anche attraverso un rafforzamento dei loro poteri e strumenti.

In Europa la risposta alle crisi è stata articolata. In particolare nei paesi dell'Europa continentale, l'approccio alla riforma ha privilegiato l'analisi sistemica dei problemi piuttosto che la reazione a specifiche carenze osservate nel funzionamento del mercato. A questo approccio ha contribuito il fatto che i mercati europei sono stati colpiti dalle crisi nel mezzo di una profonda trasformazione dei propri equilibri tradizionali e di un complesso processo di integrazione.

La natura globale delle crisi ha maturato la consapevolezza di dover promuovere un migliore coordinamento internazionale, con

riguardo alle attività transfrontaliere degli intermediari finanziari, all'articolazione multinazionale delle strutture societarie e finanziarie dei gruppi e al ruolo dei cosiddetti paradisi fiscali e/o legali. I problemi emersi sono sempre meno affrontabili nell'ambito di regole e strumenti di vigilanza di matrice nazionale. Le iniziative di coordinamento e di cooperazione internazionale si sono di conseguenza rafforzate, sia su scala "regionale" che globale, soprattutto con la finalità di salvaguardare gli interessi degli investitori, anche attraverso la definizione di *standard* comuni di regolamentazione e vigilanza.

La dimensione globale esalta la sensibilità delle singole scelte all'evoluzione del contesto internazionale, pur lasciando a volte margini di flessibilità nelle politiche regionali e nazionali. I singoli paesi devono migliorare gli *standard* di tutela e, al tempo stesso, evitare disallineamenti rispetto agli *standard* internazionali, che potrebbero svantaggiare gli operatori nazionali e ridurre l'attrattiva delle singole piazze finanziarie.

In Italia è emersa con chiarezza l'esigenza di effettuare interventi profondi e tempestivi sull'assetto legislativo con riferimento all'articolazione, ai compiti e agli strumenti delle funzioni di vigilanza, al sistema di governo societario e al rapporto tra intermediari e investitori. Una riforma articolata contribuirebbe a ripristinare il necessario tasso di fiducia negli investitori e ad assicurare al sistema-paese un maggior

livello di affidabilità e competitività nella comunità internazionale.

L'esperienza maturata nella gestione delle crisi ha stimolato, anche nelle sedi internazionali, una maggiore condivisione dei problemi e l'analisi dell'adeguatezza degli *standard* di regolamentazione esistenti, allo scopo di prevenire nuove situazioni di crisi e di reprimere i comportamenti scorretti o illeciti. La Consob ha co-presieduto con la *Securities and Exchange Commission* (Sec) americana una speciale *Task Force* nell'ambito della *International Organisation of Securities Commissions* (Iosco), che ha rassegnato le proprie conclusioni in data 1 marzo 2005, individuando le aree della regolamentazione che richiedono un ripensamento o una maggior efficacia degli *standard* vigenti in ambito internazionale, per prevenire e fronteggiare le frodi finanziarie.

Si è determinata una forte aspettativa nelle sedi internazionali a che il sistema italiano realizzi le riforme necessarie e colmi le carenze emerse. Ulteriori ritardi potrebbero essere sanzionati dai mercati, penalizzando le borse, gli operatori e gli emittenti italiani, e costituire oggetto di rilievi da parte degli organismi internazionali. Il Fondo Monetario Internazionale, al termine di una approfondita verifica della rispondenza del sistema italiano agli *standard* internazionali di regolamentazione e vigilanza sui mercati finanziari, ha espresso un giudizio sostanzialmente positivo sulla regolamentazione di settore e sull'attività della Consob, ma ha anche evidenziato l'esistenza di significativi margini di miglioramento nella regolamentazione a tutela degli azionisti di

minoranza e nell'incisività del sistema sanzionatorio.

La Commissione nel 2004 si è trovata a fronteggiare situazioni assai complesse sul piano internazionale, dove ha assicurato una presenza costante e fattiva, soprattutto in ambito europeo, dove partecipa ai lavori tecnici del *Committee of European Securities Regulators* (Cesr) legati all'attuazione delle numerose Direttive europee. In particolare la Consob ha presieduto il Gruppo di esperti sulle gestioni collettive: il Gruppo ha già prodotto le Linee-guida per l'attuazione delle misure transitorie previste nella cosiddetta Direttiva sugli organismi di investimento collettivo (cosiddetta Direttiva UCITS) e ha pubblicato per consultazione il parere di livello 2 in materia di investimenti ammissibili per i gestori collettivi.

Inoltre la Commissione è impegnata in un'intensa attività di cooperazione bilaterale con Autorità estere, soprattutto nell'ambito di indagini riguardanti casi di frode finanziaria di portata internazionale. Per il solo caso Parmalat, la Consob è stata impegnata in attività di cooperazione internazionale con le Autorità di nove paesi.

Anche sul piano interno, la Commissione ha vissuto un anno di intensa e proficua collaborazione istituzionale sia con il Parlamento, sia con il Ministro dell'Economia e delle Finanze, che con l'Autorità Giudiziaria.

Dall'inizio del 2004 ad oggi, la Consob ha svolto dinanzi al Parlamento otto audizioni su argomenti diversi, tra i quali la vicenda Parmalat, la crisi delle società di calcio, l'utilizzo dei derivati, le politiche di

privatizzazione e le obbligazioni pubbliche argentine.

Al Ministro dell'Economia e delle Finanze la Commissione ha presentato proposte di sanzione sulle vicende più delicate di crisi societarie o finanziarie: Parmalat, Cirio, Giacomelli, Argentina, Banca 121. All'esito dei procedimenti di vigilanza, sono stati sanzionati 516 esponenti aziendali di 22 intermediari, per un totale di circa 14 milioni di euro, e tre società di revisione, una delle quali è stata cancellata dall'albo.

L'attività di supporto all'Autorità Giudiziaria è stata particolarmente intensa. Collaborazione è stata fornita in ordine alle numerose richieste informative e documentali (139 nel corso del 2004) formulate nel corso delle indagini preliminari dalla medesima Autorità Giudiziaria o da organi di polizia giudiziaria da essa delegati. Crescente è anche il numero di audizioni di funzionari della Consob, in qualità di persone informate dei fatti. La Commissione ha trasmesso numerosi rapporti (120 nel 2004) per ipotesi di violazione di legge ritenute di rilevanza penale, tra le quali 8 relative a ipotesi di false comunicazioni sociali e di ostacolo all'attività di vigilanza e 21 a ipotesi di *insider trading* o aggio. Sono stati inoltre impugnati i bilanci di quattro società quotate.

L'impossibilità per la Commissione di irrogare direttamente sanzioni amministrative e la valenza penale di molte delle fattispecie oggetto di vigilanza (come l'*insider trading* e la manipolazione o l'esercizio abusivo delle attività di intermediazione) richiedono un'intensa e impegnativa attività di

collaborazione con altre Autorità che potrebbe incidere sulla tempestività ed efficacia dell'azione di vigilanza di fronte a comportamenti scorretti o illeciti.

L'esiguità delle sanzioni irrogabili e la facoltà di oblazione si aggiungono ai fattori sopra descritti nel disegnare un sistema sanzionatorio connotato da scarsa deterrenza.

I progetti legislativi attualmente all'esame del Parlamento e l'accelerazione dell'attività di coordinamento regolamentare e di vigilanza a livello europeo e internazionale mirano a fronteggiare almeno in parte i fattori di debolezza evidenziati.

I principali elementi di evoluzione del quadro economico

La definizione delle linee di indirizzo dell'attività istituzionale della Consob deve tener conto dell'evoluzione del quadro di riferimento nel quale si collocano i comportamenti e i fenomeni oggetto delle attività di regolamentazione e di vigilanza. La loro crescente complessità, la velocità dei cambiamenti nel funzionamento dei mercati finanziari e nelle interdipendenze all'interno dei vari comparti condizionano infatti l'attività dell'Autorità di controllo, influenzando sulla selezione degli obiettivi e sulla determinazione delle priorità.

L'analisi delle principali linee evolutive del quadro macroeconomico, dell'andamento dei mercati finanziari e dei comportamenti degli investitori costituisce la base di partenza per individuare le aree di rischio, dalle quali possono derivare situazioni critiche per la

tutela degli investitori, nonché per definire e rendere trasparenti le linee di indirizzo adottate per fronteggiare tali rischi.

Le principali Autorità di controllo sui mercati finanziari stanno adottando un approccio di vigilanza basato sull'analisi strategica dei rischi che consenta di anticipare, quanto più possibile, l'evoluzione del mercato e l'emergere di fattori di criticità. Tale approccio consente anche di indirizzare l'utilizzo delle risorse, oggettivamente limitate, verso le situazioni più rilevanti ai fini della tutela del mercato.

Tale orientamento è già seguito da importanti Autorità estere, quali la *Financial Services Authority* (FSA) inglese. Anche la Consob sta andando in questa direzione.

Accanto alla costruzione di modelli di analisi che consentano alle Autorità di controllo di individuare *ex-ante* gli elementi essenziali per la selezione degli obiettivi e la definizione delle priorità, lo sviluppo della strategia di regolamentazione richiede anche una attenta analisi degli effetti delle misure adottate sui comportamenti dei soggetti coinvolti, al fine di valutarne i costi, sia diretti, derivanti dall'adeguamento alle nuove regole, sia indiretti, derivanti dall'impatto sulle condizioni di competitività dei mercati, ad esempio in termini di ostacoli alla concorrenza e all'innovazione.

La stabilità finanziaria a livello internazionale e la globalizzazione dei mercati

Il sistema finanziario internazionale ha mostrato una notevole capacità di "resistenza"

in termini di stabilità complessiva ai vari tipi di *shock* che si sono manifestati negli ultimi anni.

Gli effetti a breve sono stati contenuti soprattutto grazie allo sviluppo di strumenti di sorveglianza dei mercati che hanno minimizzato gli effetti "a catena" e di contagio. Le Autorità di vigilanza e le società di gestione dei mercati hanno infatti sviluppato e armonizzato gli strumenti di intervento in presenza di "tensioni" indotte da eventi esterni.

Alla stabilità finanziaria nel più lungo periodo hanno invece contribuito diversi fattori. In primo luogo, la crescente integrazione internazionale delle attività finanziarie, ha favorito il prevalere di un effetto di "dispersione" delle tensioni, rispetto a quello di diffusione del contagio. In secondo luogo, il mantenimento di condizioni macroeconomiche internazionali complessivamente favorevoli, sotto il profilo della crescita economica e dell'andamento dell'inflazione, ha consentito di gestire una difficile fase di rientro dal surriscaldamento dell'economia e dalla sopravvalutazione del dollaro della fine degli anni '90, conservando un livello di tassi di interesse particolarmente basso. Ciò ha contribuito in misura rilevante a contenere gli effetti sui mercati finanziari dello sgonfiamento della bolla speculativa e a sostenere la domanda internazionale.

Questi elementi dovrebbero continuare nel prossimo futuro ad assicurare una buona protezione dai rischi sistemici per la stabilità. I miglioramenti degli strumenti di controllo delle instabilità e gli effetti positivi della

integrazione rappresentano risultati stabilmente acquisiti. L'evoluzione del quadro macroeconomico rappresenta, al contrario, un elemento di rischio, dipendendo dalla interazione di una rete complessa di elementi e di fenomeni sia di mercato che di politica economica.

La situazione macroeconomica internazionale presenta infatti alcuni elementi di debolezza strutturale. Elementi di rischio potrebbero derivare dall'accelerato aumento dei tassi di interesse e da un'accentuata svalutazione del dollaro, che provocherebbero una maggiore volatilità dei rendimenti attesi. Conseguenze critiche potrebbero in particolare emergere con riguardo ai fondi di investimento "speculativi" (*hedge fund*) e all'uso di strumenti finanziari derivati. Gli *hedge fund* potrebbero assorbire risorse crescenti per i maggiori margini di profitto ottenibili in condizioni di accresciuta volatilità, con un possibile aumento dei rischi soprattutto a causa del loro elevato ricorso all'indebitamento. L'uso di derivati potrebbe essere incentivato per coprirsi dai maggiori rischi di interesse e di cambio, e potrebbe influenzare la stabilità di particolari comparti dell'intermediazione finanziaria, ripercuotendosi anche sugli investitori, soprattutto quelli non qualificati (*retail*).

La crescente integrazione dei mercati influisce positivamente sulla efficienza dei meccanismi allocativi dei flussi finanziari, riducendo il costo del capitale e i costi di intermediazione. Per i principali paesi industrializzati, l'integrazione finanziaria, misurata dal peso della somma delle attività e passività finanziarie verso l'estero sul PIL, è

quasi triplicata negli ultimi 20 anni, passando dall'80 al 220 per cento. Le restrizioni ai movimenti di capitali, ancora presenti alla fine degli anni '80, sono praticamente scomparse.

In tale contesto, l'attività di vigilanza si trova a fronteggiare nuovi problemi legati all'esigenza di garantire: un'adeguata trasparenza informativa su scala globale, la vigilanza su operatori e mercati fortemente internazionalizzati, l'armonizzazione degli *standard* a livello sovranazionale e la cooperazione nell'individuazione e repressione di comportamenti scorretti.

Inoltre, la globalizzazione favorisce la tendenza a "delocalizzare" le funzioni di intermediazione finanziaria su piazze che favoriscono il conseguimento di economie di scala e l'ottimizzazione dei regimi fiscali e regolamentari, determinando un profondo mutamento degli assetti di mercato e delle strutture che vi operano, soprattutto con riferimento all'offerta di servizi di intermediazione mobiliare e di gestione del risparmio.

L'apertura dei sistemi di negoziazione alla competizione tra diverse piattaforme e modalità di negoziazione

Nel corso dell'ultimo decennio si è consolidata la tendenza alla creazione di sistemi di negoziazione su base elettronica alternativi ai mercati ufficiali. Tali sistemi hanno attratto quote significative e crescenti di ordini soprattutto da parte di investitori istituzionali.

Il processo è in accelerazione soprattutto in ambito europeo, in conseguenza del nuovo approccio adottato dalla Direttiva sui mercati di strumenti finanziari (MiFID), che favorisce la competizione tra diverse strutture di intermediazione mobiliare. Ai mercati regolamentati si affiancano, infatti, sia i sistemi multilaterali di negoziazione (*multilateral trading facilities*, MTF) sia i cosiddetti intermediari internalizzatori, che concludono direttamente con i clienti i contratti a prezzi precedentemente pubblicizzati.

L'apertura alla competizione tra diverse strutture di negoziazione (*trading venues*) spinge verso un miglioramento dell'efficienza dei meccanismi di negoziazione, attraverso l'introduzione di innovazioni tecnologiche e funzionali e la riduzione dei costi di intermediazione. Inoltre, per quanto riguarda le negoziazioni di titoli non quotati o per i quali sono tradizionalmente prevalse modalità di negoziazione fuori dai mercati regolamentati, quali le obbligazioni societarie, lo sviluppo di sistemi organizzati di negoziazione può favorire la trasparenza degli scambi e la liquidità del mercato.

Per i titoli tradizionalmente scambiati, in via esclusiva o prevalente, sui mercati regolamentati, il venir meno della concentrazione degli scambi può comportare una maggiore frammentazione delle informazioni sui prezzi e sulle negoziazioni, con potenziali effetti negativi sulla liquidità dei mercati stessi, sull'efficienza informativa e, in ultima analisi, sulla qualità dei prezzi espressi.

Ne deriva quindi l'esigenza di ridefinire gli strumenti normativi e organizzativi della vigilanza sull'attività di negoziazione, per far sì che gli investitori, in particolare quelli non qualificati (*retail*), possano beneficiare dei vantaggi derivanti dalla maggiore concorrenzialità.

Infine, la "disintermediazione" dei mercati regolamentati potrebbe far emergere ulteriori rischi per la stabilità complessiva dei sistemi finanziari, considerato l'ammontare crescente degli scambi che avvengono su sistemi alternativi di negoziazione, nei quali potrebbero non essere presenti adeguati strumenti di sorveglianza e di intervento in presenza di *shock* esterni. A tal fine è necessario assicurare l'affidabilità di tali sistemi e rafforzare il quadro regolamentare all'interno del quale essi operano.

L'evoluzione delle strutture di gestione dei mercati regolamentati verso modelli orientati al profitto

La maggior parte dei principali paesi ha realizzato un processo di privatizzazione dei mercati regolamentati, passando dall'originaria struttura mutualistica, alla quale si accompagnava l'attribuzione di funzioni di natura regolamentare, a strutture orientate al profitto (*for profit*). In molti casi, le società di gestione hanno anche diffuso la proprietà attraverso la quotazione delle azioni, spesso sul mercato da esse stesse gestito.

Tale trasformazione è stata indotta principalmente dall'esigenza di fronteggiare la concorrenza dei sistemi alternativi di negoziazione nonché la progressiva

divaricazione degli interessi tra la struttura di mercato e i suoi membri, i quali si sono progressivamente posti in potenziale competizione con i servizi offerti dal mercato stesso.

La demutualizzazione sta favorendo anche processi di aggregazione “orizzontale”, cioè in ambito internazionale tra soggetti che prestano la stessa tipologia di servizi, e “verticale”, cioè tra soggetti che forniscono servizi complementari. I primi hanno lo scopo di aumentare le economie di scala e la copertura geografica nell’offerta dei servizi; i secondi di aumentare le economie di scopo nella filiera del processo di intermediazione mobiliare.

L’adozione di assetti societari e organizzativi che consentono una maggiore capacità competitiva ha favorito il miglioramento dell’efficienza dei servizi di negoziazione ma soprattutto ha consentito il mantenimento della centralità del ruolo dei mercati regolamentati nei meccanismi di intermediazione mobiliare. Tale ultimo aspetto appare di particolare importanza, considerata la funzione primaria che i mercati regolamentati svolgono nell’architettura del funzionamento dell’intermediazione finanziaria e dei sistemi di regolazione a tutela degli investitori, non soltanto nel fornire efficienti e ordinate strutture di negoziazione ma anche nel realizzare alcune importanti attività di regolazione e di fornitura di beni e funzioni di interesse pubblico.

Nel mutato contesto, tuttavia, emergono nuovi problemi legati ai conflitti di interessi che società di gestione orientate al profitto

incontrano nel realizzare alcune delle funzioni essenziali per il buon funzionamento del mercato, con particolare riferimento alla ammissione di titoli alla quotazione e di intermediari alle negoziazioni. L’obiettivo di massimizzare le fonti di reddito può indurre a rendere meno rigorosi i requisiti per l’entrata. Inoltre, esiste il rischio di un’offerta non adeguata di servizi di interesse generale che comportano di norma costi elevati a fronte di benefici reputazionali che tendono a manifestarsi soprattutto nel medio-lungo periodo.

La spinta verso una maggiore convergenza dei sistemi di governo societario degli emittenti

Le crisi societarie verificatesi negli ultimi anni, che hanno coinvolto società caratterizzate da diversi modelli di governo societario, hanno evidenziato la presenza di alcune aree critiche comuni riguardanti: l’adeguatezza dei meccanismi di controllo interno, la qualità dell’informazione contabile e dell’attività delle società di revisione, la tutela degli interessi degli azionisti, in particolare di quelli di minoranza, la protezione dai conflitti di interessi nelle operazioni con parti correlate, la trasparenza delle strutture finanziarie complesse adottate dai grandi gruppi.

Nelle sedi internazionali è emersa l’opportunità di una maggiore convergenza dei sistemi di governo societario verso alcuni principi guida che consentano di prevenire le crisi e di orientare la gestione delle società alla massimizzazione del valore per gli azionisti.

L'Ocse ha approvato nel 2004 una nuova versione dei principi di governo societario (*corporate governance*). Anche la Iosco, nelle conclusioni della *Task Force* sulle frodi internazionali, co-presieduta dalla Consob e dalla Sec, ha individuato nell'area del governo societario uno dei punti-chiave su cui sviluppare, in collaborazione con l'Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico (Ocse), l'attività di definizione di *standard* internazionali e di metodologie di verifica del loro stato di attuazione, con specifica attenzione al ruolo degli amministratori indipendenti.

Tali *standard* potrebbero divenire il parametro di riferimento per la valutazione della qualità dei sistemi nazionali da parte delle Istituzioni Finanziarie Internazionali (Banca Mondiale e Fondo Monetario Internazionale).

I sistemi di governo societario continuano però a presentare forti connotazioni nazionali. Con la parziale eccezione dei principi contabili, resta infatti una forte disomogeneità sia a livello di regole che di prassi, dovuta soprattutto al "radicamento" del diritto societario all'interno dei singoli sistemi giuridici. I tentativi di "esportazione" di regole nazionali, come nel caso del *Sarbanes Oxley Act* americano, hanno suscitato forti resistenze.

Anche sotto il profilo degli assetti proprietari e di controllo, la tendenza ad una

convergenza verso modelli più aperti al mercato e verso una maggiore contendibilità si manifesta con molta gradualità e senza mettere in discussione le caratteristiche di fondo che differenziano le società ad azionariato diffuso (*public companies*) anglosassoni dalle società a proprietà più concentrata dei mercati dell'Europa continentale e del Giappone. Entrambi i modelli stanno comunque attenuando alcuni degli elementi che maggiormente li hanno differenziati, soprattutto sotto la spinta degli investitori istituzionali, interessati ad una maggiore omogeneità dei modelli di controllo.

Problema comune ai diversi sistemi di governo societario è garantire un migliore equilibrio all'interno della gestione societaria, attraverso una maggiore dialettica tra i poteri di controllo (esercitati dai manager nelle *public companies* e dagli azionisti di riferimento negli altri sistemi) e i diritti della proprietà. Emerge l'esigenza non solo di un quadro normativo che definisca adeguatamente i rispettivi poteri e responsabilità, ma anche di un sistema di incentivi che favorisca un maggior attivismo degli investitori, soprattutto istituzionali. Questioni da affrontare in quest'ambito sono rappresentate dai conflitti di interessi che gravano sugli investitori istituzionali, spesso inseriti in gruppi finanziari polifunzionali, e gli ostacoli e i costi ancora presenti per l'esercizio del diritto di voto, specie su base transfrontaliera.

I SETTORI DI ATTIVITÀ DELLA CONSOB

L'intermediazione del risparmio, la struttura e il funzionamento dei mercati

L'intermediazione mobiliare e la struttura dei mercati

Negli ultimi anni si è riscontrata un'intensa attività da parte delle maggiori borse, tendente a realizzare processi di integrazione dai quali sono nati nuovi soggetti dotati di una maggiore massa critica, in termini di capitalizzazione, in grado di operare in un contesto internazionale. Verso il consolidamento ha spinto anche l'esigenza di integrare piattaforme di negoziazione di prodotti diversi, quali ad esempio azioni, obbligazioni e strumenti derivati, nell'ambito del processo di innovazione finanziaria.

Al fine di garantire la competitività della piazza finanziaria italiana e il contenimento dei costi per gli investitori, è importante che i mercati regolamentati italiani possano essere in condizione di partecipare al processo di consolidamento in corso. Sotto questo aspetto, le norme, contenute nell'attuale versione del d.d.l. sul risparmio, che attribuiscono alla Consob funzioni di ammissione, esclusione e sospensione dalle negoziazioni per gli strumenti finanziari emessi dalla società di gestione di un mercato regolamentato, contribuiranno a superare gli attuali ostacoli normativi alla loro quotazione, favorendo il processo di consolidamento. Anche per le società di gestione dei mercati, la presenza e l'applicazione di efficaci regole di governo societario restano comunque un presidio

rilevante per la gestione dei potenziali conflitti di interessi che possono derivare anche dalla loro composizione azionaria.

Il processo di integrazione ha anche riguardato, sia nel contesto internazionale che in quello italiano, i cosiddetti servizi *post-negoziazione* (*post trading*), che rivestono notevole importanza per la crescita di una piazza finanziaria. Un processo di liquidazione sicuro, efficiente e offerto a prezzi competitivi contribuisce, infatti, ad accrescere la liquidità dei mercati, ne garantisce l'integrità, agevola la diversificazione internazionale del portafoglio e riduce i rischi di contagio e di instabilità macro-sistemica.

I processi di integrazione descritti sollevano importanti, e spesso nuove, problematiche a livello regolamentare e di vigilanza. In primo luogo, è fondamentale che il consolidamento tra mercati non si traduca nella presenza di posizioni dominanti in determinati contesti o per determinati prodotti finanziari. In particolare, occorre che il risparmio di costo derivante dalle integrazioni si traduca in condizioni migliori per gli investitori, e quindi in mercati efficienti, trasparenti e competitivi. Questo obiettivo richiede l'esercizio di un'attività di vigilanza e di regolamentazione efficace, da parte delle Autorità di controllo sui mercati finanziari e, se necessario, di quelle sulla concorrenza.

Inoltre, con riferimento ai servizi di *post-negoziazione*, quando il processo d'integrazione verticale si accompagna alla

“demutualizzazione” delle società di gestione cresce il rischio di condotte distorsive della concorrenza, attraverso l'applicazione di un'unica tariffa per i servizi di negoziazione (*trading*) e *post-trading* anche allo scopo di sussidiare in via incrociata le diverse attività del gruppo.

Il consolidamento delle piattaforme di negoziazione e delle strutture di *post-negoziazione* a livello europeo pone il problema dell'adeguatezza degli strumenti legislativi vigenti ad assicurare una vigilanza appropriata su detti soggetti in assenza di un'Autorità di vigilanza unica europea. Il sistema previsto dalle Direttive attuali, incentrate sul principio del paese di origine, potrebbe comportare che un'unica Autorità nazionale di vigilanza sia la sola responsabile in Europa per la correttezza e trasparenza del mercato e per la stabilità stessa del mercato europeo, posto che la gestione dei servizi di *post-negoziazione* comporta un possibile rischio sistemico.

Si tratta di un problema di cui si è parzialmente tenuto conto nella Direttiva MiFID, la quale prevede che le Autorità competenti dello Stato membro di origine e quelle dello Stato membro ospitante di un mercato regolamentato possano concludere accordi di collaborazione. Detti accordi sono, tuttavia, lasciati alla discrezionalità delle Autorità dei diversi Stati coinvolti.

Lo sviluppo dei mercati OTC e gli scambi organizzati

La crescente diversificazione degli scambi di strumenti finanziari su diverse

piattaforme e sistemi di negoziazione porta a creare una definizione “integrata” di mercato, dato dall'insieme di borse, sistemi multilaterali di negoziazione (*multilateral trading facilities*, o MTF), e intermediari “internalizzatori” che eseguono ordini dei clienti negoziando per conto proprio in modo organizzato, frequente e sistematico.

In tale quadro, gli obiettivi della regolamentazione sono quelli di realizzare un piano di competizione armonizzato (*level playing field*) per assicurare la trasparenza e l'efficienza dei mercati e, in particolare, la liquidità e la qualità del processo di formazione dei prezzi.

Inoltre, assume un ruolo sempre più importante il controllo sul rispetto delle regole di condotta e sull'adeguatezza delle procedure adottate dagli intermediari, in quanto si accrescono le situazioni di conflitto di interessi, con potenziali ricadute non solo sui singoli clienti dell'intermediario, ma anche sul mercato nel suo complesso, considerato che gli internalizzatori possono avere, in determinate circostanze, un interesse a porre in essere sistemi di negoziazione meno efficienti e caratterizzati da differenziali tra prezzi di domanda e offerta (*bid-ask spread*) più ampi.

Con riferimento alla situazione italiana, gli scambi di strumenti finanziari al di fuori dei mercati regolamentati hanno finora riguardato in larghissima parte titoli non quotati sui mercati regolamentati, soprattutto a causa dell'obbligo di concentrazione nei mercati regolamentati degli scambi su strumenti finanziari quotati, tuttora vigente,

destinato ad essere eliminato con il recepimento della Direttiva MiFID.

Un volume significativo di tali transazioni è avvenuto all'interno dei cosiddetti sistemi di scambi organizzati (SSO), disciplinati dall'art. 78 del Tuf e dalla normativa di attuazione emanata dalla Consob. In particolare, la disciplina nazionale attuale opera una distinzione tra sistemi "multilaterali", caratterizzati dalla presenza di una molteplicità di operatori, e sistemi "bilaterali", in cui un solo operatore espone le proprie proposte. Tutti i sistemi di scambi organizzati, a partire dal 2003, sono assoggettati a obblighi di trasparenza sui prodotti negoziati, sul volume delle transazioni e sui meccanismi di formazione dei prezzi.

Il confronto con il mutato contesto normativo europeo determinerà la necessità di adeguare la vigente disciplina nazionale, riconducendo i sistemi di scambi organizzati alle categorie previste dalla Direttiva MiFID (che regola separatamente da un lato i sistemi multilaterali gestiti da intermediari autorizzati o società di gestione del mercato e, dall'altro lato, gli intermediari internalizzatori) e preservando gli *standard* informativi e di trasparenza previsti nella normativa italiana.

Dai dati esaminati dalla Consob emerge la rilevanza quantitativa della negoziazione di strumenti finanziari su tali sistemi. Si tratta di prevalenza di obbligazioni bancarie (circa la metà di tipo "strutturato" nella definizione dei rendimenti e/o nelle clausole di rimborso) e titoli di Stato, ma si rileva anche una presenza significativa di obbligazioni emesse da società finanziarie. Circa il 60 per cento del totale

delle obbligazioni emesse da gruppi italiani alla fine di giugno 2004 è stato infatti oggetto di negoziazione nei sistemi di scambi organizzati. Le transazioni su tali titoli non presentano generalmente un sufficiente livello di liquidità, tale da garantire un meccanismo di formazione dei prezzi efficiente e trasparente. Anche il grado di informativa societaria risulta spesso carente, in conseguenza del fatto che tali titoli non sono quotati o lo sono su mercati esteri caratterizzati da requisiti informativi poco stringenti.

Le caratteristiche dei titoli negoziati nei sistemi di scambi organizzati, prevalentemente strumenti finanziari diversi dalle azioni e comunque non quotati in Italia, pongono un'ulteriore importante questione regolamentare in quanto la Direttiva MiFID si applica, per quanto attiene alla trasparenza *pre* e *post*-negoziazione, ai soli strumenti finanziari di tipo azionario, quotati su mercati regolamentati. Ciò posto, essendo tuttavia consentito agli Stati membri di riferire tali norme anche a strumenti finanziari diversi dalle azioni, potrebbe risultare opportuno estendere le disposizioni sulla trasparenza *pre* e *post* negoziazione anche alle transazioni su titoli obbligazionari.

Con riferimento all'attività di vigilanza sulle negoziazioni avvenute nei singoli sistemi di scambi organizzati, la Consob ha riscontrato l'esistenza di criticità soprattutto nel caso di sistemi gestiti da soggetti diversi dagli intermediari abilitati allo svolgimento dei servizi di investimento, in considerazione della disciplina meno stringente applicabile a tali soggetti. La Consob ha finora esercitato i propri poteri di sospensione e divieto, previsti

dall'art. 78 del Tuf, in cinque casi di sistemi gestiti da soggetti diversi dagli intermediari.

Una possibile soluzione potrebbe consistere nel prevedere, in linea con i contenuti della Direttiva MiFID e alla luce delle criticità emerse, che la possibilità di gestire sistemi multilaterali di negoziazione sia limitata ai soli intermediari abilitati e gestori dei mercati regolamentati.

L'integrità dei mercati

La Direttiva sugli abusi di mercato, della quale si attende il recepimento per il tramite della Legge comunitaria, rappresenta un importante passo avanti nella definizione di un sistema di regolamentazione adeguato all'evoluzione delle caratteristiche e delle fonti dell'informazione rilevante per il mercato.

L'attuazione della Direttiva comporterà rilevanti innovazioni rispetto al sistema vigente e potenzierà compiti e risorse della Consob. La normativa di recepimento prevede, infatti, in linea con quanto richiesto dal legislatore comunitario, un importante incremento dei poteri di indagine della Commissione ed introduce un sistema sanzionatorio amministrativo per fattispecie che, allo stato, sono perseguite soltanto in sede penale.

L'attribuzione alle Autorità di vigilanza in ambito europeo del potere di comminare sanzioni amministrative pone l'esigenza di rivedere la struttura organizzativa del procedimento sanzionatorio. In particolare, dette Autorità devono realizzare una stretta

separazione fra "funzione istruttoria" e "funzione decisoria" (o giudicante).

Occorrerà inoltre intervenire a livello regolamentare per adeguare agli *standard* europei alcuni obblighi di informazione al mercato, attualmente previsti dalla normativa italiana o dall'autoregolamentazione (ad esempio quello riferito ai soggetti che esercitano responsabilità di direzione presso un emittente, attualmente previsto da una disposizione regolamentare emanata da Borsa Italiana Spa).

Tra le ulteriori previsioni della Direttiva sugli abusi di mercato si segnala il maggiore coinvolgimento degli attori del mercato, attraverso la definizione delle prassi accettate e l'obbligo di denuncia delle operazioni sospette da parte degli operatori.

A completamento della normativa sopra descritta la Commissione Europea ha manifestato l'intenzione di voler riconsiderare gli orientamenti assunti in materia di agenzie di valutazione del merito di credito (*rating*). La considerazione di alcune criticità, emerse dai recenti casi di crisi societarie in ambito italiano e internazionale, che hanno evidenziato una difficoltà dei giudizi di *rating* ad "anticipare" la segnalazione di tali crisi, ha indotto infatti ad una riflessione in ambito internazionale, che sta portando ad iniziative di riforma dell'attuale quadro regolamentare che appare carente (soprattutto nei paesi europei) o inadeguato (negli Stati Uniti).

In ambito Iosco, sono stati approvati nel 2003 i "Principi per l'attività delle agenzie di *rating*" e, nel 2004, gli "Elementi essenziali per i codici di condotta" che costituiscono

rispettivamente norme “di alto livello” e regole di dettaglio che le agenzie di *rating* devono rispettare.

Il Cesr, su mandato della Commissione Europea, ha istituito una *Task Force*, cui la Consob ha partecipato, che ha presentato alla Commissione stessa un parere tecnico sui possibili sviluppi futuri di una regolamentazione in materia.

Il Parlamento ha introdotto, all'interno della Legge comunitaria 2004, un esplicito riferimento alle valutazioni del merito di credito elaborate dalle agenzie di *rating*, affidando alla potestà regolamentare della Consob la fissazione di norme in materia di corretta presentazione delle valutazioni e indicazioni degli eventuali conflitti di interessi delle agenzie di *rating*. Detta normativa secondaria potrà determinare un primo ambito di individuazione di una regolamentazione sul *rating*, che dovrà tenere conto delle affinità ma anche delle differenze esistenti tra le raccomandazioni di investimento e i giudizi di *rating*, come evidenziato anche in sede di definizione della Direttiva sugli abusi di mercato e dei provvedimenti collegati.

Le priorità dell'attività della Consob sugli intermediari e sui mercati

L'attività di vigilanza sui mercati

Il quadro di riferimento all'interno del quale si svolge l'attività di vigilanza della Consob sull'integrità dei mercati, volta ad evitare asimmetrie informative e fenomeni di abusi di mercato e a garantire un funzionamento corretto e trasparente degli

scambi, sta mutando profondamente sulla spinta dell'evoluzione della struttura competitiva e della regolamentazione, soprattutto di matrice europea.

Gli elementi più rilevanti che emergono da tale evoluzione sono:

- la frammentazione dei luoghi e delle modalità di realizzazione degli scambi, che si riflette in una maggiore complessità del meccanismo di formazione dei prezzi;
- la trasformazione del ruolo degli intermediari, che da esecutori di ordini stanno passando ad una funzione sempre più rilevante nell'organizzazione e nella gestione dei sistemi di negoziazione sia nella forma di sistemi aperti (sistemi multilaterali di negoziazione) che nella forma di sistemi interni di incrocio di ordini (internalizzazione);
- la crescente importanza dell'informazione “derivata” (cioè non prodotta direttamente dall'emittente ma da “intermediari professionali dell'informazione”, quali analisti e società di *rating*) che appare in grado di influenzare l'opinione prevalente (*sentiment*) del mercato e la cui correttezza può essere condizionata dai conflitti di interessi che possono coinvolgere i soggetti che la producono;
- l'accorciamento degli orizzonti temporali delle strategie di investimento, soprattutto da parte degli intermediari, che hanno accentuato l'operatività in contro proprio, e degli investitori istituzionali, che si riflette in una maggiore volatilità di breve periodo;

- l'aumento dell'importanza degli strumenti derivati, di cui si rileva peraltro una crescente complessità e articolazione.

Nel quadro che si va delineando, l'azione di vigilanza della Consob deve adeguarsi alle nuove condizioni, rafforzando in particolare la capacità di raccolta e di analisi delle informazioni, che si presentano sempre più frammentate, sia per la diversificazione delle modalità e delle forme di negoziazione sia per il moltiplicarsi delle fonti informative. Tale attività è volta ad individuare tempestivamente le asimmetrie informative e le anomalie di mercato, per poter intervenire con immediatezza per ristabilirne la regolarità, e a cogliere con tempestività i segnali riguardo a possibili situazioni di crisi societarie.

In tale ottica, la Consob ha individuato aree di attività sulle quali è emersa la necessità di approfondire il controllo e l'analisi al fine di costruire "sistemi di allerta" che, sulla base della rilevazione di comportamenti o di dati che presentano un determinato grado di "anomalia", consentano di orientare l'attività per ristabilire la simmetria informativa.

In particolare, con specifico riferimento all'attività di sorveglianza sull'integrità dei mercati, la Consob ha sviluppato, a partire dall'anno 2003, un Sistema Automatico Integrato di Vigilanza sui Mercati (S.A.I.Vi.M) che, in base all'analisi dell'andamento di alcune variabili relative agli scambi sul mercato e all'operatività degli intermediari, genera automaticamente segnali di allerta in merito a potenziali abusi di mercato. Tale sistema è sottoposto ad una continua attività di aggiornamento nell'ambito

della quale, nel corso del 2004, è stata rafforzata la capacità di analisi del comportamento degli intermediari, attraverso la predisposizione di appositi indicatori di concentrazione della loro attività. È attualmente allo studio l'ipotesi di integrare i dati analizzati con ulteriori flussi informativi riguardanti le valutazioni dei titoli da parte di analisti e l'operatività dell'emittente e dei soggetti che esercitano responsabilità di direzione nell'emittente stesso.

Un'area che sta assumendo un'importanza crescente nell'ambito dell'attività di vigilanza della Consob riguarda le operazioni realizzate su sistemi di negoziazione, diversi dai mercati regolamentati, spesso aperti alla clientela "non qualificata". Con il venir meno dell'obbligo di concentrazione, conseguente al recepimento della Direttiva MiFID, l'area delle contrattazioni al di fuori dei mercati regolamentati si estenderà anche alle azioni quotate.

Al fine di rafforzare la capacità di monitoraggio su tali transazioni la Consob sta sviluppando un sistema di sorveglianza sul funzionamento dei sistemi di scambi organizzati (SSO), per i quali è stata già avviata dal 2004 un'attività sistematica di raccolta dei dati sulla loro operatività. All'interno di tale sistema, basato sul consolidamento delle informazioni proveniente dai diversi SSO e dal loro incrocio con le altre informazioni a disposizione della Consob sulle caratteristiche dei titoli negoziati, saranno predisposti meccanismi di allerta volti alla identificazione di anomalie e di altri segnali funzionali alle attività istituzionali

della Commissione. In particolare, oltre che per la rilevazione di situazioni lesive della tutela degli investitori che possono portare alla sospensione degli scambi, tale sistema potrà fornire utili *input* per la rilevazione di abusi di mercato, per la identificazione di sollecitazioni abusive, per la individuazione di violazioni alle regole di comportamento degli intermediari e di casi di potenziale “instabilità” finanziaria degli emittenti.

La Consob ha inoltre allo studio iniziative per migliorare la trasparenza del funzionamento dei sistemi di scambi organizzati, sia attraverso una maggiore informazione agli investitori sulle caratteristiche di organizzazione e funzionamento dei sistemi stessi, sia attraverso una maggiore trasparenza sulla loro operatività.

Peraltro, la Direttiva MiFID, per assicurare un’adeguata vigilanza sull’integrità dei mercati, obbliga gli intermediari a trasmettere all’Autorità di vigilanza del paese di origine i dati di tutte le transazioni da essi concluse aventi ad oggetto titoli ammessi alle negoziazioni su un qualsiasi mercato regolamentato europeo. L’Autorità di vigilanza del paese di origine dell’intermediario dovrà, a sua volta, trasmettere le informazioni ricevute all’Autorità di vigilanza del mercato più liquido. Una volta recepita la Direttiva la Consob disporrà dei dati di tutte le transazioni avvenute sul territorio dell’Unione Europea e per i quali l’Italia costituisce il mercato più liquido.

L’attività di vigilanza sugli intermediari

L’obiettivo primario della regolamentazione e della vigilanza sulla prestazione di servizi di investimento è di assicurare che il rapporto tra l’investitore, in particolare *retail*, e gli intermediari si svolga in piena trasparenza e nel rispetto di canoni di correttezza, oltrechè di diligenza.

Alla vigilia del recepimento delle disposizioni introdotte dalla Direttiva MiFID, sia l’industria che le Autorità di vigilanza si trovano dinnanzi a innovazioni di non poco momento, che richiederanno una riconsiderazione dei modelli aziendali nella prestazione dei servizi e delle modalità di controllo sulla correttezza, trasparenza e diligenza di tali attività.

L’impianto normativo definito dalla nuova Direttiva introduce importanti innovazioni di carattere sostanziale, tra cui spicca l’introduzione dell’attività di consulenza fra i servizi di investimento. Inoltre, accanto alle tradizionali attività di negoziazione o ricezione e trasmissione degli ordini dei clienti viene prevista una nuova modalità di prestazione di tali servizi (cosiddetti *execution only services*), per il cui svolgimento non sarà più richiesto all’intermediario di procedere ad una valutazione dell’adeguatezza delle operazioni richieste dalla clientela né di fornire informazioni dettagliate sullo strumento finanziario oggetto dell’operazione.

L’esercizio dei connessi poteri regolamentari e sanzionatori (*enforcement*) si inquadra in un contesto di forte innovazione finanziaria dal lato dell’offerta, per soddisfare

le mutate preferenze degli investitori individuali che appaiono oggi orientati verso strumenti di debito e prodotti strutturati (finanziari e assicurativi) caratterizzati da un profilo di rischio “presuntivamente” non elevato. Le caratteristiche strutturali della domanda di prodotti finanziari in Italia sono state infatti profondamente influenzate dalla crisi dei mercati azionari del 2000-2001 e dai dissesti (*default*) societari e della Repubblica Argentina.

Il crescente bisogno di “sicurezza” da parte dei risparmiatori si è manifestato in un cambiamento della struttura di portafoglio e in un atteggiamento di minore autonomia decisionale, che ha visto il sistema bancario quale principale canale distributivo/informativo.

Le modalità di risposta e di reazione degli intermediari a tale bisogno costituiranno oggetto di attenta vigilanza della Consob. Inoltre, le innovazioni introdotte dal nuovo scenario disegnato dalla Direttiva e dalle misure di attuazione richiederanno un forte impegno all'industria e alle Autorità di vigilanza, al fine di garantire una transizione al nuovo regime che consenta di cogliere le nuove opportunità di offerta di servizi/prodotti finanziari, ma, al pari, preservi gli interessi degli investitori e la fiducia di questi nel sistema finanziario e nel “valore aggiunto” apportato dagli intermediari professionali. In tale contesto, potrà risultare utile indagare la struttura di remunerazione delle reti di vendita per la prestazione del servizio di collocamento, al fine di individuare eventuali meccanismi di incentivo atti a favorire comportamenti non

corretti nello svolgimento di tali attività (cosiddetto *misselling* di prodotti finanziari).

Con particolare riguardo al risparmio gestito, la tutela dell'interesse dei sottoscrittori dei fondi comuni passa attraverso una ricognizione delle procedure, poste in essere dalle società di gestione del risparmio (Sgr), di individuazione, monitoraggio e gestione delle varie situazioni di conflitti di interessi.

Nello specifico, per la Consob sarà prioritario l'accertamento della natura dei rapporti economici tra le Sgr e le cosiddette parti correlate e dei meccanismi organizzativi interni (sistema di governo societario e presidi procedurali) volti a garantire il rispetto dell'obbligo di non gravare i patrimoni gestiti da oneri “*altrimenti evitabili*” o di non escluderli dalla “*percezione di utilità ad essi spettanti*”. Ciò in quanto la struttura del mercato italiano dei fondi comuni è caratterizzata da un elevato grado di integrazione verticale tra gestore e collocatore, che assume anche la veste di principale negoziatore (*broker*) e di banca depositaria. La predetta soluzione organizzativa, adottata anche in relazione alla caratterizzazione degli assetti proprietari, consente agli intermediari-gestori efficienze di costo ed economie di scala, limitando tuttavia i livelli di concorrenzialità tra i diversi attori di mercato e i potenziali benefici per gli investitori.

In un'ottica più generale gli obiettivi di tutela degli investitori potranno essere perseguiti attraverso l'adozione di un approccio di vigilanza:

- orientato all'osservazione dei comportamenti operativi ed organizzativi

- degli intermediari vigilati sulla base di un sistema oggettivo di analisi e valutazione;
- flessibile, per cogliere le innovazioni di processo e di prodotto e finalizzato a valutarne l’impatto sul “benessere” dei risparmiatori;
 - improntato ad assicurare una progressiva “calibratura” degli *standard* di comportamento, anche mediante una regolazione trasparente ed efficace del flusso informativo da e verso gli attori del mercato;
 - utile a supportare le decisioni di regolamentazione per il rispetto sostanziale dei profili di correttezza, trasparenza e diligenza, in un’ottica di economicità dell’intervento amministrativo.

In tal senso, l’azione amministrativa sarà mirata in primo luogo alla verifica dell’idoneità delle procedure interne adottate dagli operatori che consentono alla vigilanza di avere un quadro di sintesi, ma estremamente significativo e caratterizzante, della correttezza del soggetto. Le procedure, infatti, costituendo la formula attraverso la quale l’intermediario si predispone al rispetto delle regole di condotta, individuano il suo “modo d’essere”, a prescindere dalla tipologia specifica dello strumento finanziario trattato.

Inoltre, la Commissione intende attuare un’intensa consultazione con i soggetti vigilati al fine di favorire l’adozione degli assetti organizzativi e procedurali più idonei a supportare l’operatività tipica nel nuovo scenario. L’Autorità potrà così rappresentare un valido ausilio, pur nel rispetto dei rispettivi ruoli e competenze, nella fase di pianificazione

degli onerosi interventi strutturali che il progressivo ampliamento della competizione e il mutamento delle regole del gioco richiederanno.

L’attività di piena sensibilizzazione degli intermediari sul piano delle procedure da adottare per la prestazione dei servizi di investimento consentirà di orientare l’azione di vigilanza ad obiettivi di prioritaria utilità per il sistema e di focalizzare gli sforzi dell’industria entro un quadro di riferimento certo, garantendo un’analisi equilibrata dei costi/benefici attesi.

Il governo societario e l’informazione societaria

I controlli societari e l’informativa

Dall’esperienza degli ultimi anni è emersa, in Italia come in tutti gli altri principali paesi industrializzati, l’esigenza di un’evoluzione dei modelli di governo societario verso il rafforzamento delle funzioni di controllo interno e della dialettica societaria.

In generale, il problema che si pone all’interno di tutti i principali sistemi è quello di assicurare un ruolo più ampio ed efficace del risparmio diffuso all’interno della dialettica societaria.

Gli strumenti di controllo interno e l’informazione al mercato svolgono una funzione complementare nel definire modelli di governo societario adeguati alle esigenze di sviluppo delle imprese e di tutela degli investitori.

Sul piano degli assetti organizzativi delle funzioni di direzione e controllo la riforma del diritto societario ha offerto alle società quotate italiane una serie di opzioni tra diversi modelli societari. Ciò dovrebbe consentire alle società quotate una maggiore flessibilità nel definire l'articolazione delle funzioni e la combinazione dei diversi interessi, favorendo una maggiore capacità di adattamento alle diverse caratteristiche degli assetti di controllo. Per il momento, però, la facoltà di adottare modelli societari diversi da quello tradizionale è stata utilizzata solo da pochissime società quotate, confermando una scarsa propensione ad utilizzare l'autonomia statutaria, come già dimostrato nei confronti delle possibilità offerte dal Tuf di prevedere misure ulteriori, rispetto a quelle definite a livello legislativo, in materia di poteri degli azionisti di minoranza.

La progressiva estensione nell'adozione del Codice di Autodisciplina delle società quotate adottato dalla Borsa Italiana sta offrendo una maggiore trasparenza dei meccanismi di governo societario e delle modalità di attuazione da parte delle società dei principi definiti nel Codice. Ciò favorisce la possibilità per il mercato di conoscere e valutare l'adeguatezza delle scelte organizzative e la "qualità" dei sistemi adottati.

Il processo di "strutturazione" delle funzioni di governo societario, attraverso l'adozione di istituti e di modalità che garantiscano la trasparenza dei meccanismi decisionali e una adeguata dialettica all'interno del consiglio di amministrazione tra le funzioni di gestione e quelle di controllo, procede con una certa lentezza: in particolare,

le relazioni sul governo societario di numerose società quotate continuano a presentare informazioni insufficienti su alcuni aspetti chiave dell'articolazione dei poteri e delle responsabilità, quali l'attribuzione delle deleghe operative e la definizione dei criteri per l'identificazione delle operazioni significative e/o con parti correlate. Anche il ruolo dei comitati previsti dal codice di autodisciplina appare sottovalutato da molte società, in quanto essi non sono stati istituiti o hanno avuto una ridotta attività. Infine la funzione di controllo interno, che dovrebbe avere un ruolo fondamentale nel monitorare l'efficienza e l'affidabilità della gestione aziendale, non sempre ha avuto una organizzazione e una valorizzazione adeguata.

Una crescente importanza nel definire sistemi di governo societario efficaci e adeguati alle esigenze di tutela degli investitori è attribuita al ruolo degli amministratori indipendenti che dovrebbero svolgere un ruolo determinante nelle funzioni di controllo dell'operato dei dirigenti esecutivi. In tutti i principali paesi industrializzati, il compito degli amministratori indipendenti è stato enfatizzato dalle varie iniziative di autoregolamentazione, sul modello dei Codici di comportamento degli emittenti, mentre solo in pochi paesi è stato oggetto di interventi normativi. La materia è stata discussa in dettaglio nel rapporto della citata *Task Force* della Iosco sulle frodi internazionali.

Nella realtà italiana, in assenza di specifiche previsioni normative, con la parziale eccezione delle previsioni sul cosiddetto modello monistico, la figura e il ruolo degli amministratori indipendenti sono

previste dal Codice di Autodisciplina delle società quotate. L'esperienza di applicazione del Codice mostra che, a fronte di una crescente presenza di amministratori definiti indipendenti dai consigli di amministrazione, i criteri di identificazione della natura di "indipendente" mostrano ancora forti disomogeneità e vaste aree di ambiguità.

In sede europea la Commissione ha emanato due Raccomandazioni in materia di governo societario, di remunerazione degli amministratori e di ruolo degli amministratori non esecutivi e indipendenti, nonché sui comitati che si raccomanda vengano istituiti all'interno dei consigli di amministrazione o di sorveglianza.

Le Raccomandazioni della Commissione Europea, ai sensi del Trattato, non costituiscono atti di natura vincolante. La decisione se adeguarsi o meno a dette Raccomandazioni pertiene ai singoli Stati Membri. Ciò nonostante, la Commissione Europea ha indicato un termine, il 30 giugno 2006, entro il quale gli Stati Membri sono invitati ad aderire a quanto previsto nelle raccomandazioni. Successivamente a tale data la Commissione Europea potrà valutare se sia necessario introdurre misure di natura vincolante o assumere altre iniziative.

La Commissione Europea, peraltro, ha già ritenuto di dover introdurre elementi di riforma del governo societario tramite strumenti normativi di natura vincolante. In particolare, la proposta di riforma dell'ottava Direttiva sui revisori prevede l'introduzione obbligatoria del Comitato di controllo interno (*audit committee*) mentre la proposta di

riforma della quarta Direttiva prefigura l'introduzione di norme in materia di responsabilità degli amministratori per quanto concerne i bilanci e l'informazione non finanziaria cosiddetta "fondamentale", nonché di regole in materia di transazioni con parti correlate e disposizioni fuori bilancio, e anche l'obbligo per le società di pubblicare una dichiarazione sulle pratiche di governo societario adottate dalla società.

L'armonizzazione dei principi contabili e l'adozione dei principi IAS

Il passaggio ai nuovi principi contabili IAS/IFRS (*International Accounting Standards /International Financial Reporting Standards*) coinvolgerà circa 8.000 imprese europee quotate e comporterà un mutamento radicale dei sistemi contabili attualmente adottati, con la finalità di armonizzarne la regolamentazione, riducendone le differenze e consentendo un più adeguato confronto in ambito comunitario. L'utilizzo dei principi contabili internazionali richiederà comunque un complesso cambiamento delle procedure e dei processi.

I problemi applicativi derivanti dall'introduzione dei principi IAS/IFRS sono molteplici a motivo soprattutto delle nuove finalità assegnate al bilancio, che diviene uno strumento informativo sulle *performance* attuali e future dell'azienda, nella cui valutazione sono inclusi anche gli utili non realizzati, quali ad esempio quelli rivenienti da tecniche di valutazione.

I principi contabili internazionali consentono l'iscrizione in bilancio anche di

componenti positive e negative di reddito non realizzate, il cui esempio tipico riguarda la valutazione al “valore equo” (*fair value*). Proprio la valutazione a “*fair value*” comporterà significativi cambiamenti nella determinazione dei risultati delle imprese, il cui andamento sarà conseguentemente più strettamente correlato a quello del mercato.

La complessità degli aspetti innovativi dovuti all'introduzione delle nuove regole contabili ha trovato riflesso nell'intenso dibattito intervenuto in sede internazionale, nel cui ambito soprattutto il settore bancario aveva avanzato critiche in sede di omologazione dei principi relativi alla contabilizzazione degli strumenti finanziari. La Commissione Europea, proprio a seguito delle critiche emerse su tale tematica, ha consentito alle imprese europee di non applicare i principi più controversi.

L'uso di strumenti derivati da parte di società non finanziarie

Il mercato degli strumenti derivati ha conosciuto negli ultimi anni tassi di crescita molto elevati, sia a livello internazionale che nel nostro paese. Le famiglie e i piccoli investitori non sono direttamente coinvolti nel mercato dei derivati, se non in misura modesta, ma sempre più frequentemente negoziano strumenti strutturati, emessi da banche e assicurazioni, che implicano l'assunzione di posizioni in derivati.

Si è invece assistito ad una forte crescita della domanda diretta di derivati da parte delle imprese non finanziarie e di altri soggetti, quali gli enti locali e altri enti pubblici.

Un'indagine svolta dalla Consob ha messo in luce diversi aspetti di rilievo circa l'esposizione di questi soggetti e il comportamento delle banche italiane nell'offerta di strumenti derivati. Il crescente ricorso all'utilizzo di strumenti derivati sembrerebbe riconducibile ad un'operatività per finalità di copertura di rischi piuttosto che di tipo speculativo.

L'operatività in derivati assume connotati differenti a seconda della qualificazione della controparte dell'intermediario; a ciò concorre sia il dettato normativo (che richiede un diverso grado di tutela a seconda che la controparte sia un investitore qualificato o meno) sia le politiche interne adottate dalle banche.

La crescita dimensionale del fenomeno dell'uso di strumenti finanziari da parte di imprese non finanziarie è indice di una generale e riconosciuta utilità di strumenti che consentano il trasferimento dei rischi a soggetti in grado di gestirli professionalmente. Tuttavia, affinché tali strumenti producano gli effetti desiderati, è necessaria una piena consapevolezza delle loro caratteristiche e dei rischi potenziali impliciti nel loro utilizzo da parte degli intermediari che li offrono e da parte degli investitori.

Tale consapevolezza è frutto sia delle regole generali adottate dal sistema (regolamentazione) sia della libera disciplina contrattuale stabilita tra le parti. Il problema è quindi trovare il giusto bilanciamento tra norme che siano in grado di tutelare efficacemente chi effettivamente ha bisogno di protezione e allo stesso tempo non vincolino

troppo chi è in grado di tutelarsi autonomamente.

L'attuale sistema normativo riconosce questi principi e a tal fine differenzia, come prima ricordato, tra operatori qualificati e operatori non qualificati, riconoscendo ai primi la possibilità di una negoziazione coperta da regole più "snelle" a fronte della loro maggior capacità di auto-tutela. Peraltro, anche meccanismi di autodisciplina sono all'opera.

La nuova disciplina introdotta dalla Direttiva MiFID non si discosta da questi principi già presenti nell'attuale ordinamento comunitario e nazionale. Essa tuttavia introduce accanto agli investitori qualificati la categoria delle controparti. Per quanto attiene agli operatori qualificati la Direttiva distingue tra coloro che possono essere considerati come operatori qualificati per definizione e coloro che, in quanto rispettano determinati requisiti, possono anch'essi essere considerati come tali. È in ogni caso da rammentare che sia nella disciplina attualmente in vigore, sia nella nuova, resta ferma la possibilità del cliente dell'intermediario di richiedere l'applicazione del massimo livello di protezione assicurato dall'ordinamento, a prescindere dal fatto che egli ricada per definizione nella categoria degli operatori qualificati.

Dal lato delle imprese, una maggiore consapevolezza dei rischi degli strumenti derivati sarà indotta dall'introduzione dei nuovi *standard* contabili internazionali. Questi, infatti, costringeranno le imprese, qualora soggette a tali regole, ad una valutazione ai prezzi di mercato delle posizioni aperte e, quindi, a una più tempestiva

rilevazione degli effetti economico-finanziari dell'operazione e a una esplicitazione degli obiettivi e delle procedure di gestione dei rischi connessi.

Gli assetti proprietari e di controllo

La crescente importanza dei fenomeni coalizionali

Il limitato sviluppo del mercato mobiliare italiano nella duplice funzione di mercato di finanziamento del capitale di rischio delle imprese e di meccanismo allocativo dei diritti di proprietà e di controllo delle società quotate non è stato sostanzialmente intaccato dai pur importanti mutamenti che sono intervenuti e che hanno modificato profondamente il quadro di riferimento: il processo di privatizzazione che ha avuto nella metà degli anni '90 la fase di maggiore intensità; la riforma del quadro normativo, che ha gradualmente coinvolto tutti i principali aspetti del funzionamento dei mercati e del governo delle società; la progressiva integrazione dei mercati finanziari europei e internazionali, soprattutto grazie all'unificazione monetaria europea.

Tali fattori hanno comunque influito in maniera significativa sull'evoluzione degli assetti proprietari e di controllo dei gruppi quotati, anche se i loro effetti non sono stati sempre univoci e omogenei.

L'analisi dell'evoluzione degli assetti proprietari e di controllo negli ultimi dieci anni mostra infatti il permanere di alcuni elementi strutturali che hanno storicamente caratterizzato il "modello proprietario

italiano”, quali l’elevata concentrazione proprietaria e la rilevanza dell’uso della struttura di gruppo per organizzare le attività economiche. Peraltro, entrambi questi aspetti si sono progressivamente attenuati, con un aumento della quota di flottante delle società quotate, soprattutto in quelle di maggiori dimensioni, e una diminuzione della profondità e dell’articolazione dei gruppi quotati che hanno portato ad una riduzione della separazione tra proprietà e controllo realizzata attraverso catene di società quotate.

Si stanno affermando, d’altro canto, alcuni cambiamenti di natura più strutturale riguardanti soprattutto la tipologia dei soggetti proprietari, in particolare con la significativa riduzione del ruolo dello Stato e l’emergere di fenomeni coalizionali come forma di controllo delle società quotate.

Quest’ultimo fenomeno appare particolarmente rilevante in questi ultimi anni, per la concorrenza di diversi fattori: “l’eredità” del processo di privatizzazione, che ha visto, soprattutto per le società privatizzate di maggiore dimensione la cui proprietà è stata ampiamente diffusa sul mercato, un progressivo emergere di coalizioni di azionisti rilevanti; la crisi di alcuni gruppi familiari, che ha portato all’ingresso nella compagine azionaria di altri azionisti rilevanti, tra cui spesso le banche; i processi di espansione societaria attraverso acquisizioni intensamente finanziate con debito, che ha portato all’allargamento degli assetti di controllo a nuovi soci rilevanti, anche qui spesso di natura bancaria.

Al maggior coinvolgimento delle banche nel capitale delle società quotate corrisponde peraltro un parallelo sviluppo del fenomeno opposto, rappresentato dalla crescente presenza di gruppi non finanziari negli assetti proprietari delle banche e, sempre più spesso, nelle coalizioni che le controllano. L’interazione di queste tendenze determina l’emergere di fenomeni di intreccio tra banche e imprese da cui derivano opportunità ma anche rischi. Sono infatti evidenti i rischi derivanti dall’introduzione di elementi di potenziale fragilità sistemica, derivanti dall’accresciuta interdipendenza tra fornitori e prenditori di capitali, e dall’enfaticizzazione delle situazioni di conflitti di interessi, che possono influenzare negativamente i meccanismi di allocazione delle risorse finanziarie.

Il minor ruolo svolto dai gruppi piramidali e il maggiore peso delle coalizioni negli assetti di controllo delle società quotate italiane potrebbero indurre a una maggiore instabilità del controllo e quindi potenzialmente a una maggiore contendibilità.

Tuttavia, la formazione di coalizioni, soprattutto informali, ma anche formalizzate in un patto, pone rilevanti problemi di trasparenza: innanzitutto le coalizioni presentano una strutturale opacità sia rispetto ai loro meccanismi di governo societario sia, soprattutto, rispetto ai processi decisionali; inoltre non sempre è agevole assicurare una adeguata informazione al mercato sulla formazione e sull’evoluzione della composizione delle coalizioni, eventi che il mercato sconta in modo rilevante (in genere con un significativo effetto negativo sul valore

di mercato delle azioni all'annuncio della formazione/rinnovo del patto e uno positivo all'annuncio di scioglimento).

La trasparenza dei patti parasociali

La disciplina introdotta in Italia dal Testo Unico della Finanza in materia di pattuizioni parasociali relative a società quotate è in realtà una normativa molto avanzata tenendo conto che quasi nessun paese europeo o al di fuori dell'UE prevede un regime di pubblicità così dettagliato. In particolare, all'estero le norme relative alla pubblicità dei patti hanno per lo più riguardo al fenomeno come strumento per realizzare un'azione di concerto e sono strettamente connesse alla promozione di un'offerta pubblica di acquisto. In Italia, invece, si prevede:

- la pubblicità del contenuto di tutti i patti parasociali relativi alle quotate e alle loro controllanti (non solo patti di voto, ma anche di mera consultazione, di blocco, di covendita ecc.) a prescindere dalla percentuale di strumenti finanziari vincolati;
- la decorrenza dei termini per la comunicazione alla Consob e al pubblico dalla mera stipula del patto a prescindere dall'efficacia dello stesso, anticipando la pubblicità di patti che, ad esempio, produrranno i loro effetti solo al verificarsi di determinati eventi (acquisti di azioni, fusioni ecc.);
- la previsione di specifici obblighi informativi per ogni variazione del patto,

sia con riguardo al contenuto dello stesso sia con riguardo ai soggetti aderenti e agli strumenti finanziari vincolati.

Accanto al regime di pubblicità dei patti, che consente agli investitori di conoscere l'effettiva contendibilità delle società quotate, è prevista, inoltre, una disciplina che stabilisce un limite massimo alla durata degli accordi parasociali che, insieme alla previsione di un diritto di recesso in caso di promozione di un'offerta pubblica di acquisto, cerca di contemperare l'interesse degli azionisti imprenditori ad organizzarsi in maggioranze stabili con l'esigenza di evitare la cristallizzazione di posizioni di potere nella mani di soci che individualmente non detengono la maggioranza del capitale.

La rilevanza che il fenomeno delle coalizioni sta assumendo come strumento di controllo delle società quotate, anche in contesti dinamici dove più coalizioni si contendono il controllo di una società, enfatizza le esigenze di trasparenza da parte del mercato che si riflettono in una richiesta di maggiore completezza e tempestività informativa.

I tempi per la diffusione al pubblico delle informazioni (cinque giorni per la comunicazione del patto alla Consob; dieci giorni per la pubblicazione di un estratto dello stesso sulla stampa quotidiana e quindici giorni per il deposito presso il registro delle imprese) possono rivelarsi eccessivamente lunghi, soprattutto in situazioni in cui gli assetti proprietari sono in continua evoluzione. Al riguardo, la Consob, con riferimento a società oggetto di particolare attenzione dal

mercato, ha più volte richiesto, in via di “persuasione morale” (*moral suasion*), agli aderenti ai patti di anticipare la pubblicazione dell’estratto rispetto al termine massimo previsto dalla legge.

Nell’ambito del recepimento in Europa della Direttiva sugli obblighi informativi degli emittenti quotati (cosiddetta *Directiva Transparency*), che disciplina tra l’altro l’informazione in materia di assetti proprietari, si potrebbe prevedere una riduzione del termine per l’informativa al mercato sui patti di sindacato, allineandolo a quello previsto per la comunicazione delle partecipazioni rilevanti, pari a 5 giorni di mercato aperto, considerata la forte complementarità delle due tipologie di informazioni. Inoltre, al fine di favorire l’accessibilità degli investitori al contenuto integrale del patto di sindacato, si potrebbero prevedere forme di pubblicità ulteriori rispetto al deposito presso il registro delle imprese.

Un’area particolarmente critica con riferimento alla trasparenza dei patti parasociali riguarda l’eventuale esistenza di patti occulti, per la cui individuazione i poteri attualmente attribuiti alla Consob appaiono insufficienti. Per dimostrare l’esistenza di patti non scritti e non dichiarati occorre, infatti, disporre di penetranti poteri di accertamento per poter acquisire tutti quegli indizi gravi, precisi e concordanti che servono per desumere l’esistenza di un patto in mancanza di dirette prove documentali.

Attualmente la Consob nei confronti degli aderenti a patti di cui all’art. 122 Tuf, come del resto nei confronti degli azionisti

rilevanti ai sensi dell’art. 120 Tuf, dispone esclusivamente del potere di richiedere informazioni e documenti e di assumere notizie mediante audizioni. Non sono previsti poteri ispettivi a meno che gli aderenti al patto parasociale o i presunti aderenti ad un patto occulto non siano anche emittenti quotati.

Ove la Consob disponesse di più incisivi poteri di indagine, analoghi a quelli previsti dalla Direttiva sugli abusi di mercato, la sussistenza di patti occulti potrebbe essere meglio perseguita.

Oltre all’esistenza e ai contenuti degli accordi che costituiscono i patti parasociali, che rientrano negli obblighi informativi relativi alla pubblicazione dell’estratto e del patto e i poteri di indagine sull’eventuale esistenza di patti occulti sopra menzionati, ulteriori esigenze di trasparenza si pongono in merito al ruolo che i patti di sindacato svolgono negli assetti di controllo della società. Attualmente la Consob può chiedere informazioni agli aderenti a patti ai sensi dell’art. 115 Tuf, ma non può richiedere la diffusione delle stesse al pubblico. Sarebbe quindi opportuno, come attualmente previsto dal disegno di legge sul risparmio, che la Consob potesse richiedere agli aderenti a patti parasociali di dare direttamente informazioni al mercato, in presenza di determinati eventi, riguardanti ad esempio decisioni assunte dallo stesso patto, particolarmente rilevanti per la vita della società.

La vigilanza in materia di Opa obbligatoria

L’introduzione da parte del Testo Unico della Finanza del superamento della soglia

fissa del 30 per cento come presupposto per l'applicabilità della disciplina dell'Opa obbligatoria aveva l'obiettivo di ridurre i margini di interpretazione sulla sussistenza di tale presupposto, fornendo al mercato un elemento stabile di valutazione in merito agli effetti sugli azionisti dell'evoluzione degli assetti di controllo di una società quotata.

Tuttavia, l'uso sempre più frequente di veicoli societari e di altre forme coalizionali per l'acquisizione di partecipazioni rilevanti nelle società quotate comporta nuovi elementi di complessità nell'attività di vigilanza sull'Opa obbligatoria.

In particolare, come previsto in via regolamentare dalla Consob, in presenza di partecipazioni superiori alla soglia del 30 per cento possedute da veicoli societari non quotati, l'obbligo di Opa può derivare anche dall'acquisizione del controllo di tale veicolo. Da ciò deriva l'esigenza di monitorare l'evoluzione degli assetti di controllo di società veicolo, attività complessa soprattutto in presenza di articolate catene partecipative e di organizzazioni non societarie di diritto estero (*trust*, fondazioni di diritto estero) o dell'uso strumentale di fondi di diritto estero.

Anche il diffondersi di patti parasociali sempre più articolati nel controllo delle società quotate ha contribuito a rendere più difficile l'attività di vigilanza sulla disciplina dell'Opa obbligatoria. Infatti, in presenza di patti che vincolano partecipazioni superiori alle soglie rilevanti, vi potrebbero essere modifiche sostanziali nella composizione del patto, tali da influire sugli assetti di controllo della quotata, senza che la partecipazione

complessivamente vincolata subisca modificazioni. Per questo la Consob è più volte intervenuta in via interpretativa, con specifiche comunicazioni, per estendere l'ambito di applicabilità dell'Opa obbligatoria ad alcune di tali situazioni.

D'altra parte, ulteriori elementi di complessità nell'applicazione del principio dell'obbligatorietà dell'Opa si presentano nelle situazioni, di natura opposta a quelle prima indicate, nelle quali il mero superamento della soglia porterebbe ad una applicazione della disciplina dell'Opa obbligatoria non conforme alla *ratio* della stessa. Il Testo Unico della Finanza ha infatti previsto alcuni casi di esenzione, delegando la Consob ad individuarne gli specifici presupposti.

Tale disciplina - a differenza di quella francese e di quella inglese che attribuiscono all'Autorità di vigilanza del mercato il potere di valutare caso per caso la concessione di un'esenzione in presenza di determinate fattispecie - non attribuisce alla Consob il potere discrezionale di concedere le esenzioni. Infatti, queste ultime si applicano una volta che si siano verificati i presupposti individuati dalla stessa Consob con regolamento.

Anche la Direttiva europea sull'Opa recentemente approvata prevede che gli Stati Membri, in sede di recepimento, possano introdurre deroghe all'applicazione delle norme della stessa o inserendo tali deroghe nelle norme nazionali, tenendo conto di circostanze di carattere generale, ovvero attribuendo alle Autorità di vigilanza la facoltà di derogare con riguardo alle situazioni specifiche.

In fase di recepimento della Direttiva sarà opportuno prevedere la normazione più idonea ad evitare abili elusioni. In altre materie, quali quelle relative al prezzo, il recepimento della Direttiva comporterà innovazioni rispetto al sistema vigente, mentre un'attenta valutazione dovrà essere operata da tutte le parti interessate per decidere se, e come, esercitare le opzioni consentite per quanto attiene alle misure difensive e all'uso della clausola di reciprocità.

Le priorità dell'attività della Consob sugli emittenti

Le crisi societarie che hanno coinvolto il mercato italiano nel corso del 2003 hanno fatto emergere, per il loro impatto significativo, la necessità di rafforzamento degli strumenti preventivi di rilevazione di possibili difficoltà finanziarie delle imprese quotate, La Consob ha reagito anche intensificando l'attività di vigilanza, che ha portato all'impugnazione del bilancio di talune società.

Parallelamente è stata attivata una intensa e proficua collaborazione con l'Autorità Giudiziaria ogni qualvolta sono state rilevate ipotesi di falsità di dati contabili.

Nel corso del 2004 l'attività di vigilanza è stata condotta dalla Consob effettuando ripetuti interventi nei confronti di quelle società che presentavano situazioni di potenziale rischio per la continuità aziendale. Queste hanno riguardato – oltre alle società calcistiche per le quali il permanere tra l'altro di difficoltà di natura finanziaria ha indotto la Consob a ripetuti interventi nell'ambito dei controlli sulla trasparenza dell'informazione

finanziaria resa al mercato – anche emittenti caratterizzati da operazioni di riassetto societario, che sono stati assoggettati a obblighi di aggiornamento mensile sulla situazione patrimoniale, reddituale e finanziaria.

All'aggiornamento mensile al mercato circa l'evoluzione della situazione societaria e del gruppo di appartenenza vengono assoggettati emittenti quotati che versano in un conclamato stato di crisi aziendale. L'impossibilità ad esprimere un giudizio sulla continuità aziendale da parte delle società di revisione o una situazione di deficit patrimoniale costituiscono i presupposti per l'accesso ad una specifica lista, i cui appartenenti sono sottoposti ad una costante attività di controllo da parte della Consob.

Nel corso del 2004, la Consob ha inoltre selezionato un ulteriore gruppo di emittenti quotati che presentavano una situazione economico-finanziaria tale da suggerire un'analisi particolarmente approfondita della documentazione societaria, soprattutto laddove vi fosse stato un significativo ricorso ai mercati finanziari per il collocamento di obbligazioni o titoli simili. Su tali società è stato ritenuto opportuno acquisire dagli organi sociali e dai revisori ulteriori elementi per comprendere la portata di tali profili di criticità emersi nell'analisi dell'informativa resa al mercato. A seguito degli approfondimenti effettuati, la Consob ha valutato di richiedere alle stesse società di fornire al mercato integrazioni e chiarimenti nella documentazione contabile anche in via di predisposizione.

Coerentemente con le linee di sviluppo strategiche dell'attività di vigilanza delineate per il 2004, che evidenziavano l'importanza di creare tutte le condizioni necessarie per un miglioramento complessivo della qualità dell'attività di revisione, sono stati effettuati i primi controlli presso alcune società di revisione mirati a verificare le modalità operative in essere all'interno di tali realtà, proprio per garantire un adeguato livello di qualità dell'attività svolta. In particolare, è stato oggetto di verifica il sistema procedurale esistente presso tali soggetti, quale strumento per la gestione di fenomeni delicati come quello dell'accettazione e del mantenimento della clientela, quello dell'assegnazione degli incarichi di revisione a personale con adeguata preparazione, nonché quello della direzione, della supervisione e del riesame dei lavori. Di particolare utilità ed interesse a fini di vigilanza è risultato essere l'analisi dell'adeguatezza e dell'efficacia operativa delle procedure di verifica di alcuni lavori di revisione scelti a campione.

È proseguita l'attività di acquisizione di dati gestionali delle società di revisione – afferenti sia il portafoglio clienti sia alcuni aspetti organizzativi – che potranno costituire nel tempo una fonte utile per la programmazione e lo svolgimento di controlli sistematici sulle società di revisione.

Dall'esperienza degli ultimi anni è emersa, in Italia come in altri paesi, l'esigenza

di un'evoluzione dei modelli di vigilanza tenendo conto dell'aumento contestuale della numerosità dei soggetti vigilati, della complessità delle operazioni societarie, del cambiamento dei principi contabili. Non a caso nei principi emanati dal Cesr nel 2003 e nell'aprile 2004 si fa esplicito riferimento alle modalità atte a garantire il rispetto delle norme relative all'informazione finanziaria, quale elemento essenziale per il perseguimento di adeguati *standard* di efficienza del mercato. In particolare, tra le modalità di vigilanza sui soggetti emittenti, l'applicazione di un approccio basato essenzialmente su parametri di rischiosità e su criteri di rotazione dovrebbe consentire il perseguimento di idonei risultati, soprattutto a livello di vigilanza preventiva.

La Consob procederà ad un affinamento del modello di vigilanza attualmente seguito, fondamentalmente già basato su parametri di rischiosità, al fine di ricondurlo alle linee armonizzate dei principi stabiliti dal Cesr.

L'acquisizione delle informazioni dovrebbe avvenire sia attraverso la valorizzazione dell'informativa periodica prodotta dalle società, opportunamente riclassificata, sia attraverso l'attività di quei soggetti ai quali è attribuito il compito di verificare la solidità dei sistemi di controllo e gestione, nonché di quelli ai quali è assegnata la responsabilità di emettere un giudizio sulla correttezza e sulla completezza dell'informativa contabile.

LE RIFORME DEL QUADRO NORMATIVO E IL RUOLO DELLA CONSOB

La riforma del risparmio e il recepimento delle Direttive europee

La riforma del risparmio

Il disegno di legge unificato per la tutela del risparmio, recentemente approvato dalla Camera dei Deputati ed approdato all'esame dell'altro ramo del Parlamento, costituisce il punto di sintesi e di arrivo di un ampio dibattito, non solo parlamentare, che ha preso avvio agli inizi del 2004 con l'indagine conoscitiva delle Commissioni riunite di Camera e Senato sui rapporti tra il sistema delle imprese, i mercati finanziari e la tutela del risparmio. Esso traduce in norme legislative una grande parte delle conclusioni dell'indagine e realizza alcune ipotesi di intervento normativo intensamente caldegiate dalla stessa Consob.

La nuova disciplina, di cui si auspica la più pronta definizione, intende corrispondere alle istanze di rafforzamento della fiducia dei risparmiatori e dei mercati finanziari e individua forme di intervento nei settori che maggiormente hanno evidenziato carenze o inadeguatezze.

Nel campo del diritto societario sono da valutarsi positivamente 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; è disposto inoltre l'ampliamento delle competenze e dei poteri degli organi di controllo, introducendo forme di pubblicità e limiti al cumulo degli incarichi in società che fanno ricorso al capitale di rischio. 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.

Di rilievo risultano anche le modifiche apportate alla disciplina della revisione contabile e, in particolare, quelle volte a limitare i conflitti di interessi. Le nuove norme in materia di incompatibilità dettano misure che incidono sia sulle società di revisione e sui soggetti a queste collegati, sia sulle persone fisiche in esse operanti. Interventi emendativi sul settore della revisione potrebbero prevedere l'introduzione di poteri della Consob di natura cautelare e concentrare i controlli della Consob sui soggetti di maggior rilievo.

Le vicende Cirio e Parmalat, imperniate su una articolazione multinazionale dei gruppi e sull'utilizzo di veicoli esteri, hanno altresì indotto il legislatore ad introdurre norme finalizzate a garantire la trasparenza delle società estere situate nei cosiddetti "paradisi legali", laddove queste siano collegabili ad una società nazionale che ricorre al capitale di rischio ovvero al suo gruppo. L'esercizio dei

nuovi poteri potrebbe però risultare particolarmente impegnativo nel caso di società non quotate né diffuse tra il pubblico o non legate a tali società da rapporti di controllo.

Ricollegabili alle crisi societarie sono anche le disposizioni in materia di circolazione presso il pubblico di strumenti finanziari collocati presso investitori professionali; con esse si estendono limiti previsti dall'art. 2412 del codice civile alle garanzie assunte da emittenti italiani per obbligazioni emesse da altre società, anche estere, e si impongono obblighi di informazione, oltre che la garanzia di solvenza per un anno, nel caso in cui tali strumenti finanziari vengano successivamente diffusi presso il pubblico. Tali disposizioni andrebbero anche coordinate con le norme contenute in materia nel d.lgs. n. 310/04 di modificazione ed integrazione della disciplina di riforma del diritto societario.

Un intero titolo del disegno di 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 ed imprese, è stata prevista una delega al Governo per l'emanazione di norme sui conflitti di interessi nelle gestioni 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. Tale disposizione, apprezzabile nelle sue finalità, suscita tuttavia qualche perplessità se comparata a quanto previsto in sede europea dalle Direttive di settore.

La disposizione relativa all'ammissione alla quotazione di titoli emessi dalle società di gestione dei mercati regolamentati consente di superare gli ostacoli legislativi al perseguimento, da parte di tali società, di strategie di crescita e di governo societario basate sull'apertura del capitale al risparmio diffuso. Non trascurabili difficoltà applicative potrebbe comportare invece la norma secondo cui la società di gestione comunica alla Consob ogni decisione di ammissione, sospensione o esclusione dalle negoziazioni di strumenti finanziari. Infatti, risulterebbe estremamente difficile per la Consob, successivamente alla complessa istruttoria svolta dalla società di gestione, valutare nel termine previsto di cinque giorni l'eventuale contrarietà alle finalità di legge. In forza della vigente disciplina, la Consob può comunque, in caso di necessità e urgenza, adottare in materia i provvedimenti necessari, anche di natura sostitutiva.

La disciplina di riforma interviene sulla ripartizione delle competenze delle Autorità di vigilanza sui diversi settori del mercato finanziario, con notevole impatto sulle funzioni istituzionali della Consob. Il modello di riorganizzazione dei controlli per finalità perseguito dal disegno di legge rafforza il ruolo della Consob quale Autorità competente in materia di trasparenza delle informazioni e di correttezza dei comportamenti nei confronti di tutti i comparti del mercato finanziario.

In tal senso, sono estremamente positivi quegli interventi che hanno rimosso talune carenze del Tuf, in molteplici occasioni e sedi istituzionali lamentate, che attualmente non attribuiscono alla Consob la vigilanza di

trasparenza e correttezza su taluni prodotti bancari e assicurativi aventi connotazione prettamente finanziaria.

È da osservare peraltro che la riforma proposta non porta ancora a compimento il modello di vigilanza per finalità introdotto dal Tuf: le competenze in materia di ripartizione dei rischi e di regolamento di gestione degli Organismi di investimento collettivo del risparmio (Oicr) non sono attribuite alla Consob, benché attinenti a profili di trasparenza e correttezza.

Al contrario, l'ambito delle attribuzioni della Consob, in qualche caso, viene esteso a settori non strettamente coerenti con il suo ruolo (prodotti bancari puri e assicurativi puri).

Il disegno di legge sul risparmio integra e rafforza il potere della Consob di richiedere la diffusione al pubblico di informazioni, estendendolo ai componenti gli organi di amministrazione e di controllo e ai dirigenti di società quotate e delle controllanti, nonché agli azionisti rilevanti e agli aderenti ad un patto parasociale. Qualche limitata estensione è riscontrabile anche con riguardo ai poteri di richiesta e di ispezione esercitabili nei confronti degli emittenti ai sensi dell'art. 115 del Tuf. In relazione alla circostanza che i poteri *ex art. 115* sono destinati a breve ad essere rafforzati ed ampiamente integrati per effetto dell'imminente attuazione della Direttiva sugli abusi di mercato, avrebbe potuto cogliersi – e ciò potrebbe ancora avvenire – l'occasione per ridisegnare in modo organico i poteri e gli strumenti di vigilanza con riguardo a tutte le aree sottoposte ai controlli della Consob, ivi compresa quella

degli intermediari mobiliari, rispetto alla quale la Direttiva MiFID di prossima attuazione prevede l'attribuzione all'Autorità competente di poteri di vigilanza e di indagine analoghi a quelli previsti dalla disciplina degli abusi di mercato.

Fra gli strumenti di indagine, di rilievo appare la facoltà prevista per ogni esigenza di vigilanza, di ricorrere alla collaborazione della Guardia di Finanza, che rimane vincolata al segreto d'ufficio per tutte le notizie, informazioni e dati acquisiti.

Positivi anche gli interventi 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. Oltre a un congruo aumento dell'importo delle sanzioni, è stato previsto che la Consob proceda direttamente alla loro applicazione.

Inoltre, è stato previsto che la responsabilità per violazioni di natura amministrativa faccia direttamente capo alla persona giuridica, con introduzione generalizzata dell'obbligo di rivalsa nei confronti degli esponenti aziendali alla cui condotta siano ascrivibili le violazioni. Tale intervento consentirà alla Consob una significativa semplificazione delle istruttorie – le quali oggi devono tener conto del ruolo di ogni singolo soggetto in realtà organizzative notevolmente complesse e comportano onerose moltiplicazioni di adempimenti formali – e ridurrà drasticamente i tempi di irrogazione delle sanzioni.

Altrettanto positiva è la norma che esclude l'applicazione per le violazioni di maggiore rilevanza delle disposizioni sul pagamento in misura ridotta contenute nell'art. 16 della legge 689/81. Disposizioni che, comportando la conclusione del procedimento sanzionatorio senza l'adozione di un provvedimento di irrogazione della sanzione, non consentono alcuna forma di pubblicità delle violazioni riscontrate.

Infine, il disegno di legge sul risparmio attribuisce all'Istituto compiti di definizione di procedure di conciliazione ed arbitrato nelle controversie tra risparmiatori e intermediari, finalizzate all'indennizzo nel caso di accertato inadempimento. Viene altresì attribuito alla Consob il compito di gestire il fondo di garanzia per l'indennizzo ai risparmiatori dei danni cagionati dalla violazione delle disposizioni in materia di intermediazione, con attribuzione altresì della legittimazione ad agire in giudizio in rappresentanza del fondo per la tutela dei diritti e la rivalsa nei confronti dell'intermediario responsabile.

Tali nuove attribuzioni sono destinate a produrre un impatto significativo sull'operatività della Consob, con qualche rischio di riduzione di efficacia dell'attività di vigilanza. In proposito potrebbe essere opportuno prevedere che la gestione del fondo di garanzia per l'indennizzo sia affidata, in luogo della Consob, ad un soggetto appositamente costituito, anche in coerenza con la gestione dei sistemi di indennizzo già esistenti.

Il recepimento delle Direttive europee

In attesa del completamento dell'*iter* parlamentare del disegno di legge sul risparmio, che dovrebbe ridefinire i perimetri e gli obiettivi delle attività di vigilanza e la regolazione dei principali elementi critici emersi dalle crisi, i maggiori elementi di novità, per quanto riguarda il quadro di riferimento legislativo per l'attività istituzionale della Consob, provengono dal completamento del piano di azione dell'Unione Europea per i Servizi Finanziari e dalla necessità di attuazione delle nuove Direttive europee approvate in tale ambito.

Il Piano d'Azione è stato in gran parte attuato. Oltre il 93 per cento delle misure di natura legislativa sono state realizzate con regole che interessano i diversi settori del mercato mobiliare (emittenti, prestatori di servizi, mercati e Autorità di vigilanza) e che in parte avrebbero già dovuto essere recepite nell'ordinamento interno.

L'impatto di questo complesso processo di ridefinizione delle regole per un mercato unico europeo dei servizi finanziari sarà molto rilevante sia per quanto riguarda la struttura e i funzionamenti dei mercati, sia per quanto riguarda il ruolo e i compiti delle Autorità di controllo.

Le linee portanti sono individuabili in una estesa liberalizzazione dell'accesso ai mercati nazionali attraverso la rimozione delle barriere, di natura regolamentare e strutturale, all'offerta dei servizi di investimento e all'operatività degli intermediari e dei mercati su scala europea.

In questo quadro, si delinea un modello di “competizione armonizzata” che coinvolge i diversi operatori del mercato, ma anche i sistemi nazionali. In tale processo le istituzioni politiche e le Autorità di controllo mantengono un ruolo decisivo sia nelle fasi di definizione delle regole e di successiva verifica e adeguamento nelle sedi europee, sia nella scelta dei “livelli” di adeguamento e delle modalità concrete di recepimento delle norme europee e della loro integrazione con le regolamentazioni nazionali.

È necessario un coordinamento tra le diverse Autorità e istituzioni coinvolte nel processo di normazione europea, in funzione di una strategia comune che valuti soddisfacentemente gli effetti dell’adeguamento normativo sui costi che gli operatori devono sostenere. In questo quadro si dovrà porre notevole attenzione nell’introdurre, laddove le normative europee lascino tale facoltà, disposizioni più stringenti di quanto previsto in sede europea (cosiddetta “*super equivalence*”), limitandosi ai soli casi giustificati da specifiche esigenze di tutela degli investitori nel contesto nazionale e sulla base di una analisi costi-benefici delle misure “aggiuntive”.

È essenziale che alla definizione di strategia contribuisca il mercato attraverso adeguate procedure di consultazione che coinvolgano gli operatori, le associazioni di categoria e le associazioni dei consumatori, al fine di favorire l’emergere e il confronto delle diverse esigenze e dei diversi punti di vista.

In un contesto di mercati globali assume un’importanza centrale la capacità dei singoli

paesi di agire come “sistema”, dove le istituzioni politiche, le Autorità di controllo e i vari soggetti che costituiscono la piazza finanziaria dovrebbero concorrere, nella diversità dei compiti e delle funzioni, a definire una strategia di gestione della progressiva integrazione internazionale che consenta nel contempo di valorizzare le capacità competitive e di sviluppo del sistema economico italiano e di tutelare gli interessi degli investitori.

L’integrazione dei mercati finanziari rappresenta infatti un’opportunità per offrire maggiore qualità ed efficienza nei servizi offerti agli emittenti e agli investitori, in quanto aumenta il grado di concorrenzialità e la diversificazione delle tipologie e delle caratteristiche dei soggetti che li offrono. Nonostante la forte spinta all’internazionalizzazione, permangono infatti elementi di segmentazione nel mercato dei servizi finanziari, soprattutto di quelli offerti alla clientela non qualificata, in conseguenza della forte posizione competitiva rappresentata dalle reti di distribuzione nazionali, essenzialmente basate nell’economia italiana sul ruolo dei gruppi bancari nazionali, sui quali gravano rilevanti conflitti di interessi. La maggiore apertura che si sta realizzando su scala europea, e che subirà una notevole accelerazione con l’attuazione della Direttiva sui mercati degli strumenti finanziari, può rappresentare uno strumento efficace per correggere dette anomalie.

Ciò richiederà un confronto e un coordinamento tra le varie categorie di soggetti coinvolte, sia a livello nazionale che nelle diverse sedi sopranazionali, nella costruzione

del quadro legislativo e regolamentare, nella definizione delle politiche di vigilanza e sanzionatorie, nello sviluppo delle migliori pratiche di mercato (*best practice*).

Il rafforzamento dell'attività di vigilanza e il potenziamento delle risorse della Consob

L'attività istituzionale della Consob si colloca in un contesto istituzionale e di mercato sottoposto a rapida evoluzione. La velocità dei cambiamenti in atto e la permanenza di elementi di indeterminatezza nella definizione del quadro legislativo richiede l'adozione di un approccio di vigilanza e di regolamentazione aperto e flessibile al fine di tener conto delle nuove criticità e delle nuove esigenze che emergono nella tutela dell'integrità del mercato e degli interessi degli investitori.

Particolarmente rilevante appare l'esigenza di adeguare il ruolo della Consob ai mutamenti introdotti dalle normative europee. Sebbene numerose iniziative legislative siano *in itinere*, non si può non rilevare come i ritardi registrati nell'attribuzione all'Autorità di vigilanza dei poteri richiesti dagli *standard* europei ne limitino notevolmente l'azione sollevando, altresì, perplessità sull'autorevolezza della stessa nelle diverse sedi europee.

L'adeguamento del quadro normativo e il rafforzamento dei poteri dell'Autorità di vigilanza rappresenta condizione necessaria pur se non sufficiente per garantire uno sviluppo del mercato finanziario compatibile

con la sua integrazione internazionale e con le specifiche esigenze di tutela degli investitori nella realtà italiana.

Le nuove caratteristiche che i processi di intermediazione finanziaria stanno progressivamente assumendo comportano una maggiore esposizione al rischio per gli investitori e un più complesso rapporto tra fornitori e utenti dei servizi d'investimento anche a causa dell'intensificazione dei conflitti di interessi di soggetti polifunzionali e sempre più internazionalizzati.

Si accentua la criticità e l'importanza del rapporto fiduciario che si deve instaurare fra intermediario e cliente, lungo tutta la catena della fornitura dei servizi di investimento, dalla negoziazione, alla gestione, alla produzione di studi, ponendo l'accento sull'importanza di regole di condotta adeguate a garantire la correttezza di comportamento dei soggetti che si trovano strutturalmente in una posizione di forza nei confronti degli investitori.

Inoltre, dal lato degli emittenti si sta verificando una progressiva, sebbene ancora limitata, apertura al finanziamento da parte del mercato sia del capitale di rischio, con un tendenziale aumento della quota di flottante, sia del capitale di debito, con la crescita delle emissioni obbligazionarie. Da ciò deriva una maggiore esigenza di garantire la presenza di meccanismi di governo societario in grado di assicurare forme di controllo efficaci sulla gestione, nel quadro di una maggiore dialettica tra i diversi interessi coinvolti nella proprietà degli emittenti.

Questi mutamenti strutturali richiedono a tutti i soggetti interessati allo sviluppo del mercato una maggiore assunzione di responsabilità ma anche un maggiore grado di “consapevolezza” da parte dei risparmiatori nell’adozione di strategie di investimento maggiormente esposte al rischio.

L’evoluzione delle scelte d’investimento dei risparmiatori richiede infatti una adeguata “cultura finanziaria” per confrontarsi con un’offerta di prodotti e di servizi finanziari che, insieme a una più ampia possibilità di rispondenza alle esigenze di investimento, comportano una crescente complessità delle combinazioni tra rischio e rendimento che devono essere attentamente comprese e valutate. A tale scopo è opportuno sviluppare un programma serio e incisivo di “alfabetizzazione finanziaria”.

La Consob ha avviato alcune importanti iniziative di educazione degli investitori (*investor education*), attraverso il proprio sito *internet*, tese a fornire nozioni di base in materia di rischi degli investimenti in strumenti finanziari, a illustrare le caratteristiche di alcuni prodotti particolarmente complessi e dei meccanismi di calcolo delle spese relative ad alcuni servizi di gestione. Sarebbe opportuno che le iniziative della Consob fossero integrate da un programma più ambizioso che, attraverso l’acquisizione di un adeguato stanziamento di fondi e di risorse, sia in grado di raggiungere i risparmiatori utilizzando canali di comunicazione più ampi e penetranti.

Il quadro delineato evidenzia con chiarezza il notevole accrescimento dei

compiti dell’Istituto, del numero e del novero dei soggetti vigilati, dei settori presidiati dall’attività di controllo, delle patologie potenziali su cui intervenire, degli impegni internazionali connessi.

Lo sforzo della Consob è diretto in particolare ad aumentare la capacità di cogliere tempestivamente i segnali che si manifestano sul mercato riguardo a situazioni anomale o critiche sotto il profilo della trasparenza, completezza e simmetria informativa e sotto il profilo dell’integrità dei mercati e dell’offerta di servizi di intermediazione.

Ciò comporta un ampliamento dell’area e della tipologia dei fenomeni che devono essere posti sotto osservazione a fronte di una maggiore possibilità di integrazione di flussi complessi e diversificati di informazioni, al fine di costruire modelli di analisi adeguati a supportare una attività di efficace vigilanza. In tale ottica, la Consob sta accentuando la vigilanza su alcuni fenomeni che stanno assumendo una importanza crescente nell’influenzare il funzionamento del mercato e le aspettative degli investitori.

Complementare all’adeguamento del quadro normativo e al rafforzamento degli strumenti di indagine e sanzionatori appare l’esigenza di una evoluzione del “modello di vigilanza” attuato dalle diverse Autorità che sono chiamate a operare sul mercato finanziario.

Per far fronte a tutto ciò occorrono dotazioni di personale e mezzi finanziari adeguati.

Sul piano delle risorse umane, il disegno di Legge comunitaria per il 2004 assegna

all'Istituto 150 unità di personale aggiuntive, portando così la dotazione organica a complessive 600 unità.

L'aumento dell'organico, che la Consob ha in passato più volte richiesto con determinazione, risponde all'esigenza di fronteggiare i compiti derivanti dalla principale missione istituzionale della Consob: vigilare affinché siano prevenuti e sanzionati comportamenti scorretti sul mercato che mettono a repentaglio la tutela degli investitori.

La vigilanza della Consob assume molteplici forme: non solo quelle legate alla definizione di regole e allo svolgimento di istruttorie di autorizzazione (nulla-osta a prospetti informativi, autorizzazioni all'iscrizione agli Albi tenuti dall'Autorità, autorizzazioni alle società di gestione dei mercati), ma soprattutto quelle legate alla valutazione su base continuativa dei complessi *input* informativi, frutto di segnalazioni esterne (esposti, quesiti, dati di vigilanza) e di elaborazioni interne (comprese le richieste di dati e notizie, l'attività ispettiva e la cooperazione con altre Autorità), che consentono all'Istituto di individuare gli elementi di rischio nel comportamento degli operatori (emittenti, intermediari, società di gestione del mercato).

Tale vigilanza è costituita da attività di analisi necessariamente tutelate da un regime di riservatezza, e quindi "invisibili" all'esterno, che assorbono una quota consistente delle risorse assegnate a compiti di vigilanza e portano l'Istituto ad individuare i

presupposti per l'avvio di procedimenti finalizzati all'irrogazione di sanzioni.

Particolarmente rilevante è l'attività di risposta a quesiti relativi a materie di competenza istituzionale, che svolge una funzione importante nel fornire indirizzi interpretativi e applicativi che favoriscono l'omogeneità dei comportamenti e la certezza degli operatori. Tale attività, proprio per la sua natura "para-regolamentare", richiede analisi approfondite e laboriose, in quanto i quesiti fanno spesso riferimento a situazioni e fenomeni innovativi del mercato, il cui inquadramento nell'assetto normativo deve essere valutato con attenzione, al fine di mantenerne la necessaria coerenza. Per contemperare l'esigenza del mercato di poter disporre di tale attività interpretativa con quella di assicurare un efficiente impiego delle limitate risorse professionali a disposizione, la Consob ha definito criteri di selezione *ex ante* dei quesiti da esaminare, dando seguito di norma a quelli inviati dagli operatori del mercato e dai risparmiatori e aventi ad oggetto situazioni non del tutto ipotetiche o astratte.

Analogo impegno è richiesto per la gestione degli esposti inviati da risparmiatori o da altri soggetti che indicano ipotesi di violazioni delle norme in vigore che, pur non costituendo atti che comportano necessariamente l'apertura di procedimenti amministrativi, possono costituire un'utile fonte di informazione e di segnalazione sia in merito a comportamenti individuali che al manifestarsi di "patologie" più sistematiche soprattutto nell'attività di prestazione di servizi finanziari. Anche qui, esigenze di economicità dell'azione di vigilanza,

considerato il numero elevatissimo di esposti inviati, richiedono una attenta selezione *ex-ante*, finalizzata alla individuazione delle informazioni potenzialmente rilevanti per l'apertura di un'istruttoria.

Per i procedimenti ad istanza di parte, quali le richieste di autorizzazione alla prestazione di servizi d'investimento, all'esercizio di un mercato regolamentato o alla pubblicazione di documenti e prospetti informativi, i tempi delle istruttorie derivano da norme di legge e regolamentari e la Consob ne assicura il rigoroso e puntuale rispetto⁽¹⁾.

⁽¹⁾ Con riguardo alla prestazione dei servizi d'investimento da parte delle Sim e delle imprese di investimento extracomunitarie, i tempi di autorizzazione o di eventuale estensione o rinuncia sono fissati dal Regolamento Intermediari della Consob in 120 giorni. Per l'iscrizione all'Albo dei promotori finanziari, il Regolamento Consob sui promotori stabilisce un termine di 30 giorni dal ricevimento della proposta da parte delle Commissioni regionali. Per l'autorizzazione all'esercizio di mercati regolamentati, la tempistica fissata dal Regolamento Consob sui procedimenti è di 120 giorni, che si riducono a 60 giorni nel caso di modifiche al Regolamento del mercato.

Per l'autorizzazione alla pubblicazione di prospetti informativi relativi all'offerta al pubblico di prodotti finanziari, i tempi previsti vanno da 15 giorni (stabiliti dal Tuf nel caso di titoli già quotati o diffusi o nel caso di mutuo riconoscimento) a 40 giorni (fissati dal Regolamento Emittenti della Consob nel caso di prodotti finanziari non quotati né diffusi) che arrivano a due mesi nel caso di contestuale ammissione a quotazione.

Per l'autorizzazione alla pubblicazione del documento informativo nel caso di offerte pubbliche di acquisto e/o scambio la tempistica prevista dal Tuf varia da 15 giorni (nel caso di prodotti finanziari quotati o diffusi) a 30 giorni (nel caso in cui non lo siano).

Per la concessione dell'esenzione dall'obbligo di diffusione al pubblico di informazioni idonee a influenzare sensibilmente il prezzo degli strumenti finanziari (*price-sensitive*), il Tuf stabilisce che la Consob ha 7 giorni per valutare i presupposti per l'esistenza del grave danno per l'emittente.

Per le attività di vigilanza, al contrario, i tempi non possono derivare da disposizioni normative, perché sono il frutto di un "monitoraggio" permanente delle informazioni disponibili, che trova un esito al configurarsi di elementi sufficienti ad avviare veri e propri procedimenti sanzionatori, con l'invio di formali contestazioni di ipotesi di irregolarità ai soggetti vigilati, o d'impugnazione. In tali casi, si avvia un procedimento a rilevanza esterna, per il quale, come noto, la Consob si è data dei tempi massimi di conclusione⁽²⁾ in ossequio alle disposizioni contenute nella legge n. 241/90, assicurando, tra l'altro, tutti i presidi di trasparenza e partecipazione al procedimento previsti dalla legge.

Nella Relazione Annuale della Consob sono pubblicati i dati relativi alle principali attività di vigilanza realizzate nel corso di ogni anno, distinte per fenomeni vigilati e per tipologia di attività svolta, analogamente a quanto fanno le Autorità degli altri principali paesi. Sono inoltre forniti gli elementi informativi e le valutazioni generali riguardo all'evoluzione dei fenomeni rilevanti per la funzione istituzionale che sono alla base dell'individuazione delle linee di indirizzo e delle priorità nella realizzazione delle specifiche attività di vigilanza.

L'Istituto ha inoltre avviato l'applicazione di sistemi di monitoraggio della propria produttività, volti ad assicurare l'efficienza dell'impiego delle risorse della

⁽²⁾ I termini sono fissati in 180 giorni a partire, per i procedimenti sanzionatori, dal termine previsto per la presentazione di deduzioni da parte del soggetto sottoposto al procedimento o, per i procedimenti d'impugnazione, dal primo atto d'impulso della Consob.

Consob e a offrire precisi e tempestivi segnali al mercato su comportamenti lesivi dell'integrità del mercato. È infatti interesse generale, da un lato, garantire un'allocazione delle risorse destinate all'attività di vigilanza coerente con la gravità delle criticità che si manifestano, e dall'altro assicurare rapidità nei tempi che intercorrono tra la rilevazione di elementi di rischio e la conclusione di un procedimento sanzionatorio. A tale riguardo non può non rilevarsi l'incidenza che sui tempi complessivi di applicazione delle sanzioni possono avere il crescente contenzioso presso le diverse sedi giurisdizionali (amministrative, civili e penali) e l'esistenza di una fase amministrativa del procedimento non governata dalla Consob (l'irrogazione delle sanzioni).

La limitatezza delle risorse e le caratteristiche strutturali dell'attività di vigilanza hanno reso necessario adottare strumenti organizzativi atti ad assicurare il migliore svolgimento dell'attività. La Consob ha infatti adottato un sistema di valutazione (*rating*) dei soggetti vigilati, per individuare le situazioni di maggiore rischiosità da sottoporre a specifici controlli.

Il fabbisogno di risorse è strettamente collegato all'opportunità di potenziare l'area di vigilanza testè descritta. È importante che nuovi compiti, che possono derivare dalla normativa comunitaria e dal d.d.l. sul risparmio, siano pertinenti e funzionali al raggiungimento della missione istituzionale della Consob e non sottraggano risorse alla vigilanza per assegnarle ad attività, pur di rilievo, ma che riguardano aree e settori

limitrofi e che potrebbero essere efficacemente svolte da organi di diversa natura.

Sul piano delle risorse finanziarie, alla crescita dei compiti e della dotazione organica non può non corrispondere anche un incremento di mezzi finanziari.

La spesa complessiva risultante dal Bilancio dell'Istituto era pari per il 2001 a 73,01 milioni di euro; per il 2005 assomma a 89,36 milioni di euro (+ 22 per cento). Nello stesso periodo il contributo dello Stato è diminuito da 31 milioni di euro a 25,44 milioni di euro (- 18 per cento). In questo contesto, per l'integrale copertura del fabbisogno finanziario è stato necessario operare un progressivo aumento della contribuzione complessiva a carico del mercato: le entrate contributive sono così salite da 32,5 milioni di euro per il 2001 a 47,13 milioni per il 2005 (+ 45 per cento).

In particolare, il concorso del finanziamento pubblico e di quello del mercato alla copertura dei costi della Consob, che nel 2001 risultava sostanzialmente paritetico, si ripartisce per il 2005 in misura pari, rispettivamente, al 35 per cento e al 65 per cento. In assenza di una inversione della tendenza in atto, il divario esistente potrebbe accentuarsi.

Ulteriore elemento da considerare consiste nel fatto che non è possibile prevedere con buona certezza l'evoluzione delle entrate contributive oltre l'orizzonte temporale di un singolo anno, dal momento che gli stanziamenti triennali del Bilancio dello Stato, di fatto, possono subire di anno in anno, riduzioni impreviste correlate all'andamento della finanza pubblica.

*L'evoluzione
del quadro di riferimento*

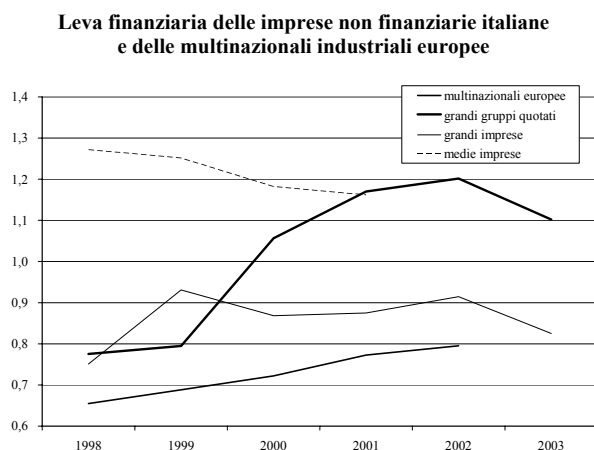
I. LE SOCIETÀ

La struttura finanziaria e la redditività

Negli ultimi anni, il livello e la composizione dei debiti finanziari dei maggiori gruppi non finanziari quotati in borsa hanno registrato modifiche di carattere strutturale.

Il grado di indebitamento, invertendo una tendenza che si era avviata a partire dal 1999, ha registrato una riduzione, come si evince anche dal calo della leva finanziaria (pari al rapporto fra debiti finanziari e capitale netto) che nel 2003 si attestava al valore di 1,1, rispetto all'1,2 del 2002 (Fig. I.1).

Fig. I.1



Fonte: Elaborazioni su dati Mediobanca, R&S, Unioncamere. I grandi gruppi industriali quotati sono quelli censiti nell'annuario R&S 2004 (37 gruppi quotati); le multinazionali industriali europee sono quelle censite nella pubblicazione R&S "Dati cumulativi di 276 multinazionali" e si riferiscono a 137 gruppi europei; le grandi imprese sono quelle censite nella pubblicazione Mediobanca "Dati cumulativi di 1.945 società italiane" e si riferiscono a società con più di 500 addetti; le medie imprese sono quelle censite nella pubblicazione Mediobanca-Unioncamere "Le medie imprese industriali italiane" e si riferiscono a società con un numero di addetti compreso fra 50 e 500 (campione di circa 3.800 imprese). La leva finanziaria è calcolata come rapporto tra debiti finanziari e capitale netto. Il capitale netto è dato dalla somma del capitale sociale, delle riserve e delle rettifiche di consolidamento, delle azioni proprie, del reddito netto e delle perdite riportate.

La leva finanziaria dei maggiori gruppi quotati italiani rimane tuttavia su livelli assai superiori rispetto a quella delle principali imprese multinazionali europee (per le quali gli ultimi dati di bilancio, riferiti a un campione di 137 gruppi industriali, indicano per il 2002 una leva finanziaria pari a 0,8). Il livello di indebitamento delle grandi imprese quotate appare inoltre superiore a quello delle altre grandi imprese non quotate (un campione di 1.945 imprese con più di 500 addetti), per le quali nel 2003 la leva finanziaria risultava pari a circa 0,8. Le medie imprese italiane (un campione di circa 3.800 imprese quasi tutte non quotate e con un numero di addetti compreso fra 50 e 500 unità) mostrano invece una leva finanziaria che nel 2001, ultimo dato disponibile, era simile a quella allora osservabile per i grandi gruppi quotati, ma di gran lunga superiore a quello delle grandi imprese.

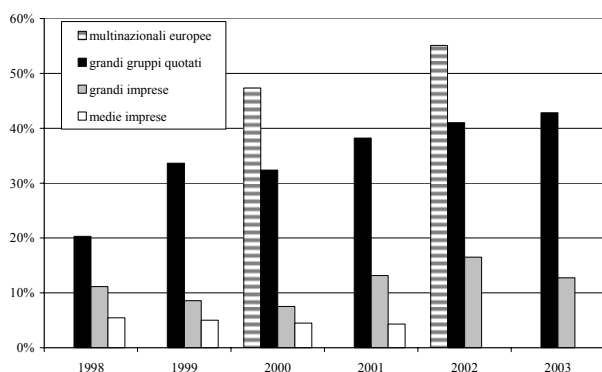
La diminuzione della leva finanziaria e del grado di indebitamento delle grandi imprese quotate si è accompagnata a una radicale modifica della composizione dei debiti finanziari. In primo luogo, si è registrata una forte crescita del peso delle obbligazioni sul totale dei debiti finanziari.

Nel 1998, il peso delle obbligazioni sui debiti finanziari era pari a circa il 20 per cento, per arrivare nel 2003 a circa il 43 per cento (Fig. I.2). Ciò indica che, per i grandi gruppi quotati, la raccolta di capitale di debito attraverso l'emissione di obbligazioni e altri strumenti finanziari assume un peso ormai simile a quello del ricorso all'indebitamento bancario. Tale fenomeno è ancora più marcato per le grandi multinazionali europee, i cui debiti finanziari, nel 2002, erano rappresentati per oltre il 50 per cento

da titoli obbligazionari (47 per cento circa nel 2000). Per le imprese italiane non quotate, invece, il peso delle obbligazioni sui debiti finanziari rimane modesto: per le grandi imprese è leggermente cresciuto negli ultimi quattro anni, attestandosi al 13 per cento circa nel 2000, mentre per le medie imprese il peso delle obbligazioni rimane vicino al 4 per cento circa.

Fig. I.2

Rapporto fra obbligazioni e debiti finanziari delle imprese non finanziarie italiane e delle multinazionali industriali europee

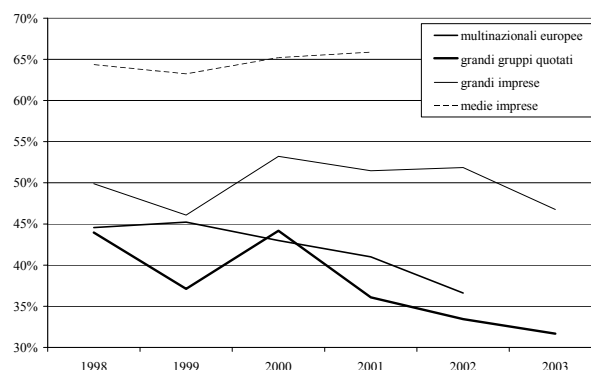


Fonte: Elaborazioni su dati Mediobanca, R&S, Unioncamere. I grandi gruppi industriali quotati sono quelli censiti nell'annuario R&S 2004 (37 gruppi quotati); le multinazionali industriali europee sono quelle censite nella pubblicazione R&S "Dati cumulativi di 276 multinazionali" e si riferiscono a 137 gruppi europei; le grandi imprese sono quelle censite nella pubblicazione Mediobanca "Dati cumulativi di 1.945 società italiane" e si riferiscono a società con più di 500 addetti; le medie imprese sono quelle censite nella pubblicazione Mediobanca-Unioncamere "Le medie imprese industriali italiane" e si riferiscono a società con un numero di addetti compreso fra 50 e 500 (campione di circa 3.800 imprese).

In secondo luogo, l'aumento del peso delle obbligazioni sui debiti finanziari complessivi dei grandi gruppi quotati ha contribuito a determinare una forte contrazione del peso dei debiti a breve (essendo le obbligazioni prevalentemente a medio e lungo termine). Il peso dei debiti a breve termine si è infatti progressivamente ridotto fra il 1998 e il 2003, passando dal 44 al 33 per cento circa (Fig. I.3).

Fig. I.3

Rapporto fra debiti finanziari a breve e debiti finanziari totali delle imprese non finanziarie italiane e delle multinazionali industriali europee



Fonte: Elaborazioni su dati Mediobanca, R&S, Unioncamere. I grandi gruppi industriali quotati sono quelli censiti nell'annuario R&S 2004 (37 gruppi quotati); le multinazionali industriali europee sono quelle censite nella pubblicazione R&S "Dati cumulativi di 276 multinazionali" e si riferiscono a 137 gruppi europei; le grandi imprese sono quelle censite nella pubblicazione Mediobanca "Dati cumulativi di 1.945 società italiane" e si riferiscono a società con più di 500 addetti; le medie imprese sono quelle censite nella pubblicazione Mediobanca-Unioncamere "Le medie imprese industriali italiane" e si riferiscono a società con un numero di addetti compreso fra 50 e 500 (campione di circa 3.800 imprese).

Un trend assai simile si osserva per le grandi multinazionali europee, per le quali il peso dei debiti a breve sul totale dei debiti finanziari si è ridotto dal 45 al 37 per cento circa fra il 1998 e il 2002. Da questo punto di vista, invece, la struttura finanziaria delle altre imprese italiane non ha mostrato particolari segni di mutamento. Per le grandi imprese il peso dei debiti a breve rimane vicino al 50 per cento, mentre per le medie imprese il peso dei debiti a breve rimane vicino al 65 per cento circa (ultimo dato disponibile relativo al 2001).

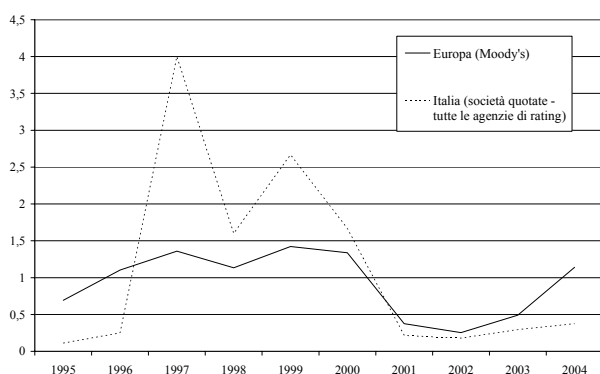
Con riferimento alla qualità del credito delle imprese quotate, un segnale di lieve miglioramento del quadro congiunturale emerge dall'andamento temporale del rapporto fra numero di miglioramenti (*upgrades*) e numero di declassamenti (*downgrades*) del rating, ossia dall'andamento delle revisioni

rispettivamente positive e negative effettuate dalle agenzie indipendenti di valutazione del merito di credito (agenzie di *rating*; Fig. I.4). Tale dinamica riflette, sebbene in maniera assai più debole e volatile, quella che si registra a livello europeo, dove per la prima volta dal 2000 il numero di *upgrades* ha superato il numero di *downgrades*.

Nel 2004, l'attività delle agenzie di *rating* è stata particolarmente intensa e per la maggior parte degli emittenti si è risolta nella conferma del *rating* precedente o nella pubblicazione di valutazioni circa la probabilità di variazioni di *rating* nel medio e breve periodo (cosiddetto *outlook*). Per ciò che riguarda invece le vere e proprie variazioni di *rating*, si sono registrati 8 declassamenti che hanno avuto ad oggetto 4 società quotate (Finmatica, Fiat, Banca Antonveneta e Reno de Medici) e 3 miglioramenti (Banca popolare di Verona e Novara, Banca popolare di Milano e Edison).

Fig. I.4

Rapporto fra il numero di miglioramenti (*upgrades*) e di declassamenti (*downgrades*) del *rating* in Italia e in Europa



Fonte: Elaborazioni su dati Moody's, Standard and Poor's e FitchRating per l'Italia; Moody's "European credit trends: 2004 Review & 2005 Outlook", gennaio 2005, per l'Europa.

Per ciò che riguarda i veri e propri default, in Italia si sono registrati i casi di Finmatica, Fin.part e Tecnodiffusione, fra le quotate, e altri

due casi fra società non quotate (oltre a due casi di ristrutturazione di prestiti obbligazionari), portando il numero di insolvenze complessive del 2004 sul mercato obbligazionario a 5 e il valore nominale complessivo delle obbligazioni in default a quasi 600 milioni di euro. Si tratta naturalmente di un netta inversione di tendenza rispetto al valore dei default del 2002 (Cirio) e del 2003 (Parmalat e Giacomelli).

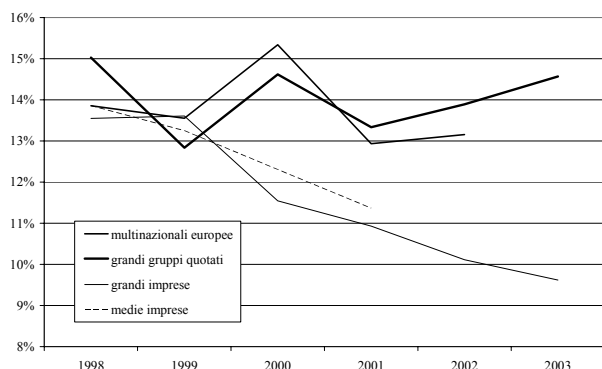
Anche a livello mondiale si registra una forte riduzione del numero e del valore delle insolvenze su titoli obbligazionari, trend iniziato a partire dal 2002. La percentuale di fallimenti su obbligazioni societarie provviste di *rating* è infatti scesa, in termini di numero di emissioni, dall'1,7 per cento nel 2003 allo 0,7 per cento nel 2004, mentre in termini di valore delle emissioni il tasso di default è sceso dall'1 per cento allo 0,4 per cento.

Per ciò che riguarda invece l'andamento dei profitti e della redditività, per i grandi gruppi quotati si osserva una netta risalita della redditività del capitale investito (*return on investments* o *Roi*), misurata dal rapporto fra margine operativo netto più proventi finanziari e capitale investito.

Nel 2003, il *Roi* dei grandi gruppi quotati era pari al 14,6 per cento, dopo essere sceso sotto il 14 per cento nei due anni precedenti (Fig. I.5). L'andamento della redditività dei grandi gruppi quotati risulta sostanzialmente in linea con quella delle grandi multinazionali europee, ma nettamente divergente rispetto alla dinamica che caratterizza le altre imprese italiane. A partire dal 1999, si è registrata infatti una divaricazione fra la redditività delle grandi imprese quotate e quella delle altre imprese, per le quali la redditività si è ininterrottamente ridotta fino ad arrivare a valori inferiori al 10 per cento nel 2003.

Fig. 1.5

Redditività del capitale investito delle imprese non finanziarie italiane e delle multinazionali industriali europee



Fonte: Elaborazioni su dati Mediobanca, R&S, Unioncamere. I grandi gruppi industriali quotati sono quelli censiti nell'annuario R&S 2004 (37 gruppi quotati); le multinazionali industriali europee sono quelle censite nella pubblicazione R&S "Dati cumulativi di 276 multinazionali" e si riferiscono a 137 gruppi europei; le grandi imprese sono quelle censite nella pubblicazione Mediobanca "Dati cumulativi di 1.945 società italiane" e si riferiscono a società con più di 500 addetti; le medie imprese sono quelle censite nella pubblicazione Mediobanca-Unioncamere "Le medie imprese industriali italiane" e si riferiscono a società con un numero di addetti compreso fra 50 e 500 (campione di circa 3.800 imprese). La redditività del capitale investito è calcolata come rapporto fra la somma del margine operativo netto (MON) e dei proventi finanziari e il capitale investito. Il capitale investito, a sua volta, è dato dalla somma del capitale netto e dei debiti finanziari.

La raccolta di capitale di rischio e le quotazioni in borsa

Nel corso del 2004, la raccolta di capitale di rischio nei principali mercati mondiali ha registrato un incremento, interrompendo così la contrazione verificatasi a partire dal 2002.

Per quanto riguarda gli aumenti di capitale, il numero di operazioni effettuate nei mercati statunitensi nel corso del 2004 ha registrato un aumento del 16 per cento rispetto all'anno precedente, passando da 839 a 975; le risorse raccolte ammontano a circa 172 miliardi di dollari Usa, in crescita di 6 punti percentuali circa. In Europa, si rileva una crescita più sostenuta, con

riferimento sia al numero delle operazioni, passate da 861 a 1.201 (+40 per cento circa), sia all'ammontare delle risorse raccolte, che si sono attestate attorno ai 223 miliardi di dollari (+57 per cento).

Con riferimento alle operazioni finalizzate all'ammissione a quotazione, negli Stati Uniti risulta quasi triplicato sia il numero di operazioni (passate da 88 nel 2003 a 245 nel 2004) che il relativo importo (cresciuto da 15 a 44 miliardi di dollari circa). Una tendenza simile si è rilevata anche per l'Europa, sia per il numero di operazioni (pari, rispettivamente, a 143 nel 2003 e 349 nel 2004) che per l'ammontare delle risorse raccolte (rispettivamente 16 e 52 miliardi di euro). In particolare, nei mercati Euronext Paris e Deutsche Börse, che nel 2003 non avevano registrato alcuna operazione di ammissione a quotazione, il numero di operazioni è risultato pari rispettivamente a 16 e 6 per un ammontare pari rispettivamente a oltre 4 e 2 miliardi di euro (nel caso tedesco, l'Ipo di Deutsche Postbank AG ha avuto un peso rilevante risultando pari a 1,5 miliardi); analogo aumento si è verificato nel mercato azionario del Regno Unito, dove il numero di operazioni è passato da 17 a 42, mentre il relativo ammontare è cresciuto da 3 a circa 5 miliardi di euro (Tav. I.1).

Per quanto riguarda l'Italia, nel corso del 2004 la raccolta di capitale di rischio tramite offerte di azioni e obbligazioni convertibili (comprendenti sia le offerte legate a operazioni di ammissione a quotazione sia gli aumenti di capitale di società già quotate) ammonta a 4 miliardi di euro (Tav. I.2).

Le operazioni maggiori, che pesano per il 53 per cento sul totale delle risorse raccolte, sono state effettuate da banche (in particolare, Banca Nazionale del Lavoro, Reti Bancarie Holding e Credito Valtellinese).

Tav. I.1

Ammissioni a quotazione nei principali mercati azionari europei¹
(valori monetari in miliardi di euro)

	Francia (Euronext Paris ²)		Germania (Deutsche Börse ³)		U.K. (London Stock Exchange ⁴)			
	Numero società	Risorse raccolte	Numero società	Risorse raccolte	Numero società		Risorse raccolte	
						di cui investment companies e preference shares		di cui investment companies e preference shares
1996	54	1	20	10	....	....	14	....
1997	63	7	25	3	....	....	11	....
1998	116	7	67	3	84	....	6	....
1999	66	7	134	13	74	42	9	3
2000	77	12	134	26	133	51	18	5
2001	20	13	21	3	85	69	11	5
2002	8	3	5	..	42	25	8	2
2003	--	--	--	--	17	13	3	..
2004	16	4	6	2	42	25	5	2

Fonte: Borse nazionali. Dati relativi alle sole quotazioni tramite offerta (escluse scissioni, fusioni e passaggi da un segmento a un altro) di società domestiche. ¹ Per Francia e Germania i dati in valuta locale antecedenti al 1999 sono convertiti in euro al cambio fisso euro-franco e euro-marco tedesco. Per il Regno Unito i dati sono convertiti al cambio euro-sterlina di fine anno e per gli anni antecedenti al 1999 al cambio euro-sterlina di fine anno calcolato da Thomson Financial Data. ² Escluso *market libre*. ³ Escluso il segmento *Freiverkehr*. ⁴ Escluso il segmento AIM.

Tav. I.2

Collocamento di azioni e obbligazioni convertibili di società quotate italiane¹
(valori in milioni di euro)

	Emissioni di nuovi titoli		Offerte di titoli già in circolazione		Totale	
		di cui Ipo		di cui Ipo		di cui Ipo
1995	4.377	274	3.396	3.396	7.773	3.670
1996	2.306	721	5.611	945	7.917	1.666
1997	5.624	227	18.427	606	24.051	833
1998	9.142	614	11.274	1.231	20.416	1.845
1999	23.172	1.414	25.795	21.606	48.967	23.020
2000	9.525	4.970	7.615	1.933	17.140	6.903
2001	10.688	2.199	4.457	1.736	15.145	3.935
2002	4.783	638	1.857	424	6.640	1.062
2003	9.872	67	2.656	483	12.528	550
2004	4.085	351	12.153	2.300	16.238	2.651

Fonte: Archivio Consob sui prospetti informativi e avvisi di Borsa Italiana Spa. Si veda la sezione Note metodologiche. I dati relativi alle società quotate in Borsa (Mta); sono incluse le operazioni relative alle società quotate sul Mercato Expandi e sul Nuovo Mercato, queste ultime a partire dal 1999.

Tenendo conto delle offerte di vendita di titoli già in circolazione, i collocamenti azionari sul mercato italiano sono risultati pari, nel 2004, a circa 16 miliardi di euro, in crescita del 30 per cento circa rispetto all'anno precedente.

L'importo complessivo dei collocamenti è costituito per il 25 per cento da emissione di nuovi titoli; tale dato risulta in netto calo rispetto al valore rilevato per il 2003 (80 per cento). Tra i soggetti destinatari dell'offerta, la categoria più rilevante è costituita dagli investitori istituzionali, ai quali risultano assegnate azioni e obbligazioni convertibili complessivamente per quasi 9 miliardi di euro (53 per cento dell'offerta totale; Tav. aI.1). Segue la categoria degli azionisti, ai quali sono stati assegnati titoli per un importo complessivo di 4,7 miliardi di euro (29 per cento dell'offerta totale). Rispetto al 2003, è aumentato il peso del pubblico, che risulta assegnatario di azioni e obbligazioni convertibili per 2,7 miliardi di euro circa (16 per cento del totale contro l'8 per cento dell'anno precedente).

Per quanto riguarda le offerte di vendita, particolarmente significativa è stata la vendita di azioni ordinarie Enel da parte del Ministero dell'Economia e delle Finanze, la cui partecipazione nel capitale sociale è scesa dal 50,4 al 31,4 per cento circa (Tav. aI.2). L'offerta globale si è articolata in un'offerta pubblica, pari al 20 per cento dell'intera offerta, e in un'offerta agli investitori istituzionali italiani ed esteri. All'esito dell'offerta sono state raccolte adesioni pari a quasi 3 volte i titoli offerti, per un controvalore di 19 miliardi di euro, che sono state soddisfatte nei limiti del quantitativo massimo offerto comprensivo della percentuale assegnata alla greenshoe, per un controvalore complessivo di 7,6 miliardi di euro.

Tra le offerte di dimensioni rilevanti, si segnalano la vendita di azioni della società Terna, controllata da Enel, per un importo pari a 1,7 miliardi di euro; la cessione del 9,1 per cento di Snam Rete Gas da parte di Eni, con un incasso di 651 milioni di euro; il private placement presso investitori istituzionali di azioni di Autostrade, conseguente alla cessione di una quota di partecipazione da parte di Schemaventotto, per un ammontare di 912 milioni di euro; il private placement di e.Biscom (ora FastWeb) per 290 milioni di euro.

Per quanto riguarda le offerte iniziali di ammissione a quotazione, nel 2004 sono state effettuate 8 offerte pubbliche finalizzate alla quotazione (6 società sul Mercato Telematico Azionario e 2 sul Mercato Expandi, mentre non vi è stata nessuna offerta finalizzata alla quotazione sul Nuovo Mercato; Tav. I.3). L'ammontare complessivo delle risorse raccolte si è ragguagliato attorno ai 2,6 miliardi di euro. Si è dunque interrotta la contrazione delle operazioni di *Initial Public Offering* (Ipo) avviatasi a partire dal 2000. Tale dato riflette verosimilmente anche la ripresa dei mercati azionari manifestatasi già alla fine del 2003.

L'ammontare di mezzi freschi raccolti mediante le operazioni di offerta di sottoscrizione di nuovi titoli finalizzate all'ammissione a quotazione, pari a 351 milioni di euro, risulta tuttavia modesto e rappresenta il 13 per cento dell'offerta complessiva (sottoscrizione e vendita). Rispetto alla capitalizzazione post offerta, l'offerta aggregata di sottoscrizione e di vendita è risultata pari al 40 per cento circa, valore sostanzialmente stabile rispetto al dato rilevato nel 2003.

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	
Borsa (Mta) e Mercato Expandi						
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	21	65.069	1.187	21.567	22.754	33,6
2000	13	14.296	1.130	1.379	2.509	16,3
2001	13	7.820	2.078	1.722	3.800	36,1
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
Nuovo Mercato						
1999	6	719	227	39	266	27,9
2000	31	14.012	3.840	554	4.394	24,6
2001	5	372	121	14	135	27,3
2002	--	—	—	—	—	—
2003	--	—	—	—	—	—
2004	--	—	—	—	—	—

Si veda la sezione 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 relativi alla Borsa non comprendono Eni nel 1995, Enel nel 1999, Snam Rete Gas nel 2001 e Terna nel 2004.

Gli assetti proprietari delle società ammesse a quotazione in Borsa e al Mercato Expandi nel 2004 risultano in linea con i valori rilevati gli anni precedenti (Tav. al.4). In particolare, la quota media degli azionisti di controllo prima della quotazione era pari all'85,6 per cento; tale dato sale a poco più del 99 per cento qualora si includano gli azionisti con una partecipazione superiore al 2 per cento. Dopo l'offerta, la quota detenuta dagli azionisti di controllo è scesa al 56 per cento; tale valore si porta al 64 per cento circa se riferito a tutti gli azionisti con partecipazioni rilevanti.

Gli esiti delle offerte finalizzate alla quotazione riflettono i segnali di ripresa che,

nel corso del 2004, hanno caratterizzato l'andamento dei mercati azionari. Il rapporto tra domanda e offerta, confermando una tendenza emersa sia pure in misura contenuta nel 2003, ha infatti registrato un aumento che interrompe l'andamento negativo che dal 2000 ne aveva connotato l'evoluzione (Tav. al.5). In particolare, tale rapporto è salito, rispettivamente, a 2 per l'offerta pubblica (1,8 nel 2003) e a 3,1 per l'offerta istituzionale (1,6 nel 2003).

La distribuzione dei titoli azionari offerti tra le varie categorie di soggetti assegnatari risulta sensibilmente modificata rispetto a

quella rilevata nel 2003. In particolare, la quota riferita al pubblico è diminuita, passando dal 40 al 21 per cento circa; è altresì sensibilmente calata la quota assegnata agli investitori istituzionali italiani, portatasi dal 45 a poco più del 26 per cento. Risulta invece quasi quadruplicata la quota attribuita agli investitori istituzionali esteri, pari al 53 per cento a fronte del 15 per cento circa nel 2003.

Tav. I.4

Sconto alla quotazione			
	N° offerte ¹	Sconto medio ²	Sconto mediano ²
Borsa (Mta) e Mercato Expandi			
1995	10	9,3	8,3
1996	11	8,9	8,7
1997	9	5,3	8,8
1998	15	5,7	2,7
1999	17	13,2	-0,8
2000	9	0,9	4,9
2001	11	-1,3	-1,1
2002	4	2,3	4,8
2003	2	-4,1	-4,1
2004	7	3,0	..
Nuovo Mercato			
1999	6	26,9	14,1
2000	31	15,6	8,8
2001	5	4,5	5,1
2002	—	—	—
2003	—	—	—
2004	—	—	—

Fonte: Elaborazioni Consob su dati Datastream. Si veda la sezione Note metodologiche. ¹ Non sono state incluse le offerte relative a società privatizzate e quelle relative a società controllate da fondazioni o enti pubblici. ² Differenza percentuale tra prezzo di mercato del primo giorno di quotazione e prezzo di offerta, corretta per la variazione dell'indice di Borsa (Mib storico, indice storico del Mercato Expandi e, a partire dall'anno 2000, indice del Nuovo Mercato).

Il confronto tra i prezzi di offerta e i prezzi di mercato del primo giorno di quotazione mostra

uno sconto pari mediamente al 3 per cento, in contrasto con il premio rilevato per il 2003 (poco significativo, tuttavia, in quanto riferito a un numero esiguo di operazioni) e con la tendenza alla riduzione dello sconto emersa a partire dal 2000 (Tav. I.4).

In alcuni casi le società di nuova quotazione sono legate agli intermediari collocatori da rapporti creditizi e partecipativi.

Il 50 per cento delle società aveva un'esposizione debitoria nei confronti dei soggetti collocatori, ovvero di altri soggetti dello stesso gruppo e i finanziamenti erogati ammontavano in media al 47 per cento del totale dei debiti finanziari per tali società: tale dato risulta sensibilmente superiore rispetto a quello rilevato negli anni precedenti, sebbene in linea con il valore registrato nel 2002 (Tav. I.5). In 2 casi uno degli intermediari collocatori deteneva una partecipazione prima dell'ammissione a quotazione, pari mediamente all'11 per cento circa.

Nel corso dell'anno, il grado di concentrazione nel comparto dell'*investment banking* relativo alle ammissioni a quotazione sul mercato italiano ha esibito un incremento rispetto al 2003 (Tav. al.6).

La quota di mercato del primo intermediario e dei primi 3 soggetti che hanno svolto il ruolo di global coordinator è risultata pari rispettivamente al 42 e all'87 per cento (in crescita di circa 12 e 5 punti percentuali rispetto all'anno precedente); è invece diminuita di circa 5 punti percentuali quella relativa ai primi 5 intermediari. La presenza di soggetti esteri si è riscontrata in 3 casi, ossia nel 40 per cento circa delle operazioni (25 per cento nel 2003).

Tav. I.5

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

Fonte: Consob e elaborazioni su dati di Borsa Italiana Spa. Si veda la sezione Note metodologiche. ¹ Si fa riferimento ai rapporti creditizi e partecipativi esistenti tra le società ammesse a quotazione (in Borsa - Mta, sul Mercato Expandi e sul Nuovo Mercato) 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.

Tav. I.6

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			
Borsa (Mta) e Mercato Expandi					
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	6	28,6	1,7	20,1	5,4
2000	4	30,8	2,0	26,9	15,6
2001	5	38,5	1,6	32,6	15,0
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
Nuovo Mercato					
1999	3	50,0	2,7	42,3	19,9
2000	14	45,2	2,9	25,6	16,4
2001	1	20,0	1,0	5,0	3,6
2002	—	—	—	—	—
2003	—	—	—	—	—
2004	—	—	—	—	—

Si veda la sezione 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.

La partecipazione di investitori istituzionali (fondi comuni di tipo chiuso, società di *venture capital*, banche commerciali e di investimento) alla compagine azionaria delle neoquotate ha riguardato 4 delle 8 società ammesse a quotazione (Tav. I.6). Il numero medio degli investitori è sostanzialmente stabile rispetto al 2003 (2,3 a fronte di 2), mentre il divario tra la quota prima dell'offerta (29 per cento circa) e la quota dopo l'offerta (10 per cento circa) presenta un incremento di 7 punti percentuali rispetto al valore registrato nel 2003.

Con riferimento alle offerte pubbliche realizzate da società non aventi titoli quotati su mercati regolamentati italiani, nel corso del 2004, sono state effettuate 4 operazioni di emissione di azioni, per un ammontare complessivo pari a circa 52 milioni di euro. Tale dato, sebbene assai modesto in valore assoluto, risulta in forte crescita rispetto al 2003 (Tav. aI.7).

Le operazioni sono state promosse da banche e hanno riguardato l'emissione di azioni ordinarie. In due casi l'offerta pubblica di sottoscrizione è stata finalizzata alla costituzione e avvio all'attività bancaria delle società interessate.

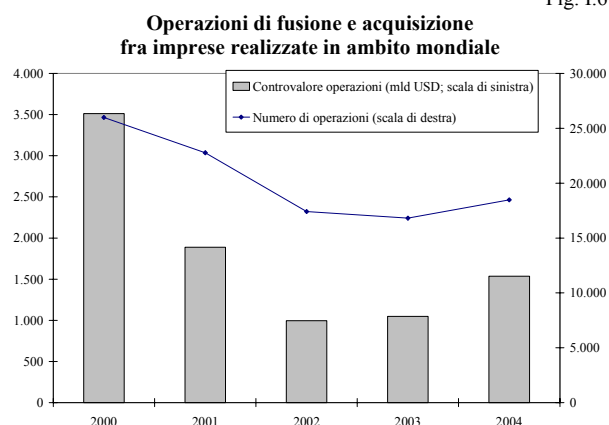
In particolare, NordEst Banca ha effettuato un'offerta pubblica di sottoscrizione per un controvalore complessivo pari a 8,4 milioni di euro; la Cassa di Risparmio di San Miniato ha promosso un'offerta per un controvalore pari a circa 17 milioni; la Banca Popolare delle Province Molisane, che ha finalizzato l'operazione all'avvio dell'attività bancaria, ha raccolto attorno ai 7 milioni; l'ultima offerta pubblica, finalizzata alla costituzione di una banca, è stata promossa dalla Banca Attiva e ha avuto un controvalore di 20 milioni di euro.

Le operazioni di acquisizione e fusione

Nel 2004 l'attività di acquisizioni e fusioni (M&A) sul mercato italiano ha subito un sensibile rallentamento rispetto all'anno precedente.

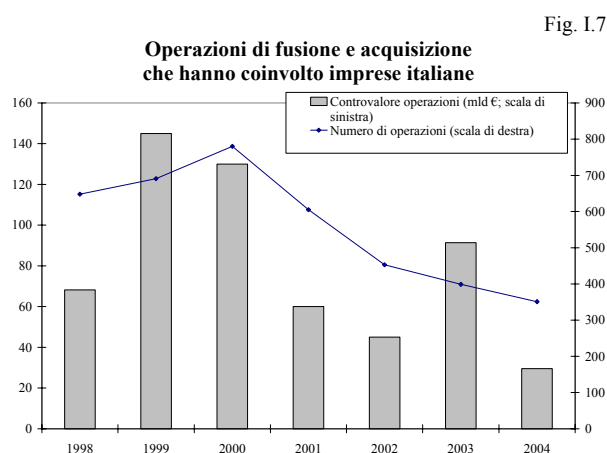
A livello mondiale, il controvalore complessivo delle operazioni di fusione e acquisizione completate nel corso del 2004 è stato pari a oltre 1.500 miliardi di dollari USA, contro i circa 1.000 miliardi del 2003; il numero di operazioni è pure cresciuto da circa 16.800 a oltre 18.000 (Fig. I.6). Sembra dunque essersi invertita la tendenza alla contrazione del mercato iniziata a partire dal 2000.

Fig. I.6



Fonte: Dealogic e KPMG Corporate Finance

In Italia, il controvalore delle operazioni di acquisizione e fusione è sceso dai circa 90 miliardi di euro nel 2003 a meno di 30 miliardi di euro nel 2004; la flessione in termini di numero di operazioni è stata invece più lieve (da 400 a 350 circa; Fig. I.7). La tendenza del mercato italiano è da ascrivere essenzialmente al venire meno di operazioni di grandi dimensioni, quali quelle che avevano invece caratterizzato il 2003. Nel 2003, infatti, le operazioni di riorganizzazione dei grandi gruppi quotati (in particolare, Olivetti-Telecom, Seat e Autostrade) avevano contribuito per circa 40 miliardi di euro al volume complessivo delle operazioni realizzate nell'anno.



Fonte: KPMG Corporate Finance

Anche nel 2004, così come nell'anno precedente, le maggiori operazioni di acquisizione e fusione sono riconducibili all'operatività dei principali gruppi o società quotate (STMicronics, Sirti, FastWeb, Enel e Edison); si segnalano anche importanti operazioni di *spin-off* immobiliare (Enel e San Paolo Imi). L'attività di acquisizioni all'estero da parte di imprese italiane risulta la più bassa dal 1998, con 38 operazioni concluse nel 2004 (69 nel 2003). Gli investimenti diretti di imprese estere in Italia sono invece in lieve aumento (80 operazioni contro le 71 del 2003).

Nel nostro paese, così come a livello mondiale, si conferma la crescente importanza del ruolo dei fondi chiusi e del cosiddetto private equity nel settore delle fusioni e acquisizioni; nel 2004 sono state concluse 40 operazioni che hanno coinvolto tali soggetti (pari a circa il 10 per cento dell'intero mercato italiano).

Coerentemente con il quadro congiunturale di rallentamento dell'attività di M&A nel nostro paese, anche le offerte pubbliche di acquisto (Opa) e le acquisizioni di società quotate hanno mostrato una forte flessione rispetto al 2003. Il controvalore

complessivo delle Opa su società quotate realizzate nel 2004, pari a circa 500 milioni di euro, è il più basso degli ultimi dodici anni, mentre il numero complessivo di Opa (pari a 18) è il più basso degli ultimi 10 anni dopo quello del 1998 (14 offerte; Tav. al.8).

Nel 2004, i trasferimenti di controllo di società quotate sono avvenuti esclusivamente tramite cessioni concordate del pacchetto di controllo, seguite da Opa successive obbligatorie, mentre non si sono registrate Opa preventive o ostili. Le Opa successive hanno avuto ad oggetto 10 società quotate (10 anche nel 2003) per un controvalore pari a circa 290 milioni di euro (contro i circa 800 milioni di euro del 2003).

Il 72 per cento circa del controvalore delle Opa successive eseguite nel 2004 è riferibile all'offerta lanciata da Giro Investimenti sulle azioni ordinarie Saeco International Group (il cui controvalore è stato pari a 210 milioni di euro); l'offerta consegue all'acquisizione, da parte dell'offerente, del 67 per cento circa del capitale sociale dell'emittente finalizzata al delisting della società.

In una circostanza (l'operazione Sintesi-Bastogi), l'offerta ha dato luogo all'applicazione dell'Opa cosiddetta "a cascata". L'acquisto dell'intero capitale di Sintesi ha comportato l'acquisto indiretto di più del 30 per cento delle azioni ordinarie Bastogi, nonché di Brioschi, determinando così l'obbligo di promuovere un'offerta pubblica totalitaria ai sensi dell'art. 106 del Tuf sulle azioni Bastogi e un'offerta "a cascata" sulle azioni Brioschi (società controllata da Bastogi il cui patrimonio è costituito in via prevalente dalla partecipazione posseduta in Brioschi).

Sempre con riferimento alla cessione del pacchetto di controllo di società quotate (e escludendo per semplicità le Opa “a cascata”), nel periodo 2000-2004 in media la differenza fra il prezzo dell’Opa e il prezzo di mercato, alla data in cui avviene lo scambio del

pacchetto di controllo, è stata pari al 6,4 per cento, mentre la media della differenza fra il prezzo di acquisto del pacchetto di controllo e il prezzo di mercato (alla stessa data) è stata pari al 10,1 per cento (Tav. I.7).

Tav. I.7

Premi di controllo nelle Opa successive
(2000 - 2004)

Titoli oggetto dell’offerta	Data offerta	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
Bastoni	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
Media				10,1	6,4
Mediana				2,7	1,0

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.

Si può quindi stimare che il meccanismo di determinazione del prezzo dell'Opa, calcolato sulla base della disciplina del Tuf, abbia determinato in media una riduzione del premio di controllo riconosciuto agli azionisti di minoranza di circa 4 punti percentuali rispetto a quanto sarebbe accaduto con l'applicazione della previgente disciplina (legge 149/1992), disciplina che in sostanza parametrava il prezzo dell'Opa al prezzo di acquisto del pacchetto di controllo.

Gli assetti proprietari

Nel corso del 2004 l'evoluzione della struttura proprietaria e degli assetti di controllo delle società quotate ha confermato talune tendenze emerse negli ultimi anni, senza tuttavia determinare sensibili cambiamenti degli indicatori di concentrazione proprietaria. L'assenza di cambiamenti significativi riflette anche la contrazione delle operazioni di fusione e acquisizione che ha connotato il mercato italiano nel 2004 e l'assenza di rilevanti operazioni di privatizzazione (se si eccettua la cessione della quota di partecipazione del Ministero dell'economia e delle finanze in Enel).

È proseguita, in particolare, la riduzione della quota media del primo azionista delle società quotate sul Mercato Telematico Azionario (Borsa), passata dal 33,5 al 32,7 per cento, e la crescita della quota degli altri azionisti rilevanti (ossia con partecipazioni superiori al 2 per cento dei diritti di voto), passata da 11,6 al 13 per cento; risulta sostanzialmente stabile la quota del mercato (cioè dei soggetti con partecipazioni inferiori al 2 per cento dei diritti di voto) passata dal 54,9 al 54,3 per cento (Tav. I.8). Le quote medie del primo azionista e degli altri azionisti rilevanti si collocano al livello più basso tra quelli registrati

dopo la realizzazione delle privatizzazioni e delle cessioni di partecipazioni di società a controllo pubblico.

Tav. I.8

**Concentrazione proprietaria
delle società quotate in Borsa e sul Nuovo Mercato¹**
(situazione al 31 dicembre 2004)

	Concentrazione		
	Primo azionista	Altri azionisti rilevanti	Mercato
Borsa			
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
Nuovo Mercato			
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

Fonte: Archivio Consob sulla trasparenza proprietaria. Si veda la sezione Note metodologiche. ¹ In percentuale sulla capitalizzazione del capitale ordinario di tutte le società quotate in Borsa e sul Nuovo Mercato. L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti.

Gli indicatori di concentrazione proprietaria appaiono sostanzialmente stabili anche con riferimento alle società quotate sul Nuovo Mercato. La quota del primo azionista si è infatti attestata al 36,3 per cento, a fronte del 36,2 per cento dell'anno precedente. È lievemente calata la quota degli azionisti rilevanti, dal 19,4 al 18,6 per cento, a favore della quota del mercato salita dal 44,4 al 45,2 per cento.

La distribuzione delle società quotate in Borsa per modello di controllo ha confermato,

nel corso del 2004, la contrazione, già emersa l'anno precedente, del peso in termini di capitalizzazione delle società controllate di diritto, mentre è invece salito il peso delle società controllate di fatto. Tale dato non trova rispondenza, tuttavia, nell'evoluzione del numero delle società riferibili ai vari modelli di controllo (Tav. I.9).

In particolare, sebbene il peso sulla capitalizzazione complessiva della Borsa riferibile alle società controllate da un singolo azionista di diritto (ossia con una quota di diritti di voto esercitabili in assemblea ordinaria superiore al 50

per cento del totale) sia diminuito dal 40,2 al 32,7 per cento, il relativo numero di società è salito da 130 a 134. Il peso delle società controllate di fatto (ossia da un singolo azionista ma con una quota di diritti di voto esercitabili in assemblea ordinaria inferiore al 50 per cento) è invece cresciuto dal 25,5 al 27,2 per cento anche se il numero di società è calato di 3 unità (da 25 a 22). È invece rimasto stabile il peso delle società controllate da patto (poco più del 15 per cento), sebbene il numero di società sia diminuito di 2 unità. Si attesta, infine, attorno ai 6 punti percentuali l'incremento del peso delle società non controllate, passato dal 19 al 25 per cento.

Tav. I.9

Modelli di controllo delle società quotate in Borsa e sul Nuovo Mercato¹
(situazione al 31 dicembre 2004)

	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
Borsa										
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
Nuovo Mercato										
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

Fonte: Archivio Consob sulla trasparenza proprietaria. Si veda la sezione 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 e sul Nuovo Mercato.

Per quanto riguarda il Nuovo Mercato, sia il numero che il peso delle società controllate di diritto risultano sostanzialmente in linea con i valori rilevati per il 2003. Si registra viceversa una sensibile diminuzione del peso delle società controllate di fatto (da 33,3 al 23,4 per cento) a fronte di un calo pari a 2 unità. Si rileva, inoltre, uno spostamento verso il modello del controllo coalizionale essendo cresciuto di circa 7 punti percentuali (da 2 a 8,5 per cento) il peso delle società controllate da patto, e raddoppiato il loro numero (da 3 a 6).

Alla fine del 2004, poco più di un quinto delle società quotate in Borsa era caratterizzato dalla presenza di un patto di sindacato, che in 39 casi (su un totale di 56) prevedeva clausole relative sia all'esercizio del diritto di voto che alla trasferibilità delle azioni (cosiddetti patti globali; Tavv. aI.9 e aI.10). In 22 casi, i patti di sindacato hanno riguardato società (non quotate) che controllano società quotate (Tav. aI.11).

Per quanto riguarda le società del Nuovo Mercato, alla fine del 2004 i patti di sindacato assumevano prevalentemente la forma di patti globali (7 su 11), mentre sono calati i patti di voto (pari a 4).

La sostanziale stabilità del grado di concentrazione proprietaria e degli assetti di controllo si riflette anche nella distribuzione delle partecipazioni rilevanti per tipologia di azionista nelle società quotate (Tav. aI.12).

Con riferimento alle società quotate in Borsa, si rileva il lieve incremento della quota sulla capitalizzazione di mercato delle società di

capitali (da 12,3 a 13,7 per cento) e della quota dei soggetti esteri (da 6,7 a 7,3 per cento); registrano una modesta diminuzione, invece, i valori relativi ai soggetti pubblici (da 11,2 a 10,7 per cento) e alle persone fisiche (da 6,2 a 5,7 per cento).

Le società del Nuovo Mercato continuano a esibire talune caratteristiche distintive rispetto alle società quotate in Borsa. Il peso delle persone fisiche rimane il più consistente tra gli azionisti rilevanti, sebbene esso abbia registrato un leggero calo (da 41,7 a 40,0 per cento) in linea con la tendenza emersa già negli anni precedenti. Si è ridotto, rispetto alle società quotate in Borsa, il divario rilevato rispetto alla quota delle società di capitali, passata da 4,8 a 8 punti percentuali.

La distribuzione delle partecipazioni rilevanti per tipologia di azionista e settore di appartenenza delle società quotate presenta taluni cambiamenti soprattutto per le società industriali e di servizi (Tav. I.10).

Con riferimento a tali settori, infatti, si rileva una variazione delle partecipazioni rilevanti riferibili a soggetti esteri, che sono rispettivamente aumentate per le società industriali (passando dal 4 al 7,3 per cento) e diminuite nelle società di servizi (passando dal 4 all'1,7 per cento). Il peso delle partecipazioni dello Stato e degli enti locali si è parimenti ridotto in entrambi i settori, sebbene la contrazione sia più accentuata per le società di servizi (per le quali il dato è calato dal 23,5 al 20 per cento) rispetto a quella registrata per le società industriali (da 15,9 al 14,8 per cento). Si segnala, infine, la diminuzione delle quote detenute da persone fisiche (rispettivamente, da 8,7 a 7,6 per le società del settore industriale, e da 7,4 a 5,9 per le società del settore dei servizi).

Partecipazioni rilevanti nelle società quotate in Borsa¹

	2003			2004		
	Settore delle società partecipate			Settore delle società partecipate		
	Finanziario	Industriale	Servizi	Finanziario	Industriale	Servizi
Soggetti dichiaranti						
Soggetti esteri	11,1	4,0	4,0	11,3	7,3	1,7
Assicurazioni	2,8	0,1	0,2	3,0	0,6	0,2
Banche	9,1	0,2	0,2	8,6	0,1	0,1
Fondazioni	8,8	--	--	8,1	--	0,1
Investitori istituzionali	--	--	--	0,1	0,1	0,1
Società di capitali	6,0	11,2	24,8	6,9	12,3	24,9
Stato e enti locali	0,9	15,9	23,5	0,9	14,8	20,0
Persone fisiche	4,0	8,7	7,4	4,1	7,6	5,9
<i>Totale</i>	<i>42,7</i>	<i>40,1</i>	<i>60,4</i>	<i>43,0</i>	<i>42,7</i>	<i>52,9</i>
Numero società	78	97	44	76	97	46
Peso²	42,4	30,2	27,4	39,9	32,2	27,9

Fonte: Archivio Consob sulla trasparenza proprietaria. Si veda la sezione 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.

Gli organi societari

La partecipazione degli azionisti alle assemblee delle società quotate italiane è risultata, come nei precedenti anni, fortemente correlata con la dimensione e la struttura proprietaria.

Per le società di grandi e medie dimensioni (in particolare, quelle che compongono gli indici S&P/Mib e Midex) il numero medio di partecipanti alle assemblee tenutesi nel 2004 (per l'approvazione del bilancio 2003) è stato pari a 190 (Tav. I.11), valore simile a quello riscontrato nel 2003. Per 21 società su 51 (41,2 per cento) il numero di partecipanti è stato inferiore a 50, e solo per 4 società è stato superiore a 500. Per le

società di più piccole dimensioni (in particolare quelle del segmento Star del Mercato telematico azionario di Borsa) il numero medio di partecipanti è pari a 21 (16 nel 2003).

Per le società di medie e grandi dimensioni la quota degli azionisti rilevanti (cioè con una quota dei diritti di voto superiore al 2 per cento) che hanno partecipato alle assemblee del 2004 è stata pari in media al 52 per cento circa del capitale sociale complessivo con diritto di voto e al 90 per cento circa di quello rappresentato in assemblea; dati simili si sono riscontrati anche nel 2003 (Tav. I.12). Tali valori risultano lievemente più elevati per le società del segmento Star (rispettivamente, 59 e 93 per cento circa).

Tav. I.11

**Distribuzione delle società quotate in Borsa per numero di partecipanti alle assemblee
(2002-2004)**

Numero di partecipanti	Mib30 e Midex		S&P/Mib e Midex	Star	
	2002	2003	2004	2003	2004
< 50	18	19	21	36	39
tra 50 e 100	5	6	6	1	1
tra 100 e 500	21	20	20	--	1
> 500	5	5	4	--	--
<i>Totale</i>	<i>49</i>	<i>50</i>	<i>51</i>	<i>37</i>	<i>41</i>
Numero medio di partecipanti¹	178	184	190	16	21

Fonte: Verbali delle assemblee di approvazione dei bilanci 2001, 2002 e 2003 relativi alle società quotate facenti parte del Mib30 (S&P/Mib per il 2004) e del Midex e verbali delle assemblee di approvazione dei bilanci 2002 e 2003 relativi alle società quotate del segmento Star. ¹ Media aritmetica semplice.

Tav. I.12

**Quota dei diritti di voto detenuta dagli azionisti rilevanti e dagli investitori istituzionali
nelle assemblee delle società quotate
(valori percentuali)**

	Assemblee 2002		Assemblee 2003		Assemblee 2004	
	Quota sul capitale sociale totale con diritto di voto	Quota sul capitale sociale rappresentato in assemblea	Quota sul capitale sociale totale con diritto di voto	Quota sul capitale sociale rappresentato in assemblea	Quota sul capitale sociale totale con diritto di voto	Quota sul capitale sociale rappresentato in assemblea
Mib30 e Midex						
Azionisti rilevanti¹						
Media	49,7	89,2	52,4	90,7	52,3	89,4
Min	7,2	50,6	24,1	58,6	17,1	49,0
Max	17,5	100,0	83,7	99,6	81,5	99,9
Investitori istituzionali non rilevanti¹						
Media	2,9	5,8	2,2	4,3	2,4	4,5
Min	--	--	--	--	--	--
Max	9,7	26,7	8,0	16,1	6,3	14,5
Star						
Azionisti rilevanti¹						
Media	--	--	58,9	93,8	59,2	92,6
Min	--	--	19,8	7,7	--	--
Max	--	--	76,5	100,0	77,4	100,0
Investitori istituzionali non rilevanti¹						
Media	--	--	1,1	1,9	0,5	1,0
Min	--	--	--	--	--	--
Max	--	--	8,6	12,1	4,8	10,6

Fonte: Verbali delle assemblee di approvazione del bilancio 2001, 2002 e 2003 relativi alle società quotate facenti parte del Mib30 (S&P/Mib per il 2004) e del Midex. ¹ Per azionista rilevante (non rilevante) si intende un soggetto con una quota azionaria superiore (inferiore) al 2 per cento del capitale rappresentato da azioni con diritto di voto (art. 120 del Tuf).

Quota dei diritti di voto detenuta dagli investitori istituzionali non rilevanti nelle assemblee 2004 delle società quotate per tipologia di soggetto¹
(medie semplici; valori percentuali)

	S&P/Mib e Midex		Star	
	Quota sul capitale sociale totale con diritto di voto	Quota sul capitale sociale rappresentato in assemblea	Quota sul capitale sociale totale con diritto di voto	Quota sul capitale sociale rappresentato in assemblea
Sgr italiane	0,2	0,4	--	0,1
Fondi pensione italiani	0,2	0,4	--	--
Banche e assicurazioni italiane	0,6	1,0	0,1	0,2
Fondi esteri	1,2	2,3	0,3	0,6
Banche e assicurazioni estere	0,2	0,2	0,1	0,1
<i>Totale</i>	<i>2,4</i>	<i>4,5</i>	<i>0,5</i>	<i>1,0</i>

Fonte: Verbali delle assemblee di approvazione del bilancio 2003 relativi alle società quotate facenti parte del S&P/Mib, del Midex e del segmento Star. ¹ Per investitore non rilevante si intende un soggetto con una quota azionaria inferiore al 2 per cento del capitale rappresentato da azioni con diritto di voto (art. 120 del Tuf).

Il ruolo e la partecipazione alle assemblee degli investitori istituzionali (Sgr, banche, assicurazioni e fondi pensione) non rilevanti (cioè con quote inferiori al 2 per cento) risulta invece marginale. Per le società di grandi e medie dimensioni, gli investitori istituzionali non rilevanti che hanno preso parte alle assemblee 2004 detenevano complessivamente il 2,4 per cento del capitale complessivo con diritto di voto e il 4,5 per cento del capitale rappresentato in assemblea; per le società del segmento Star, tali valori risultano ancora più contenuti (rispettivamente, 0,5 e 1 per cento).

Fra gli investitori istituzionali non rilevanti, il peso maggiore, in termini di diritti di voto rappresentati in assemblea, è da ascrivere ai fondi esteri, che avevano in media il 2,3 per cento circa del capitale sociale rappresentato nelle assemblee delle società di grande e media dimensione e lo 0,6 per cento del capitale rappresentato nelle assemblee delle società del segmento Star (Tav. I.13). Marginale risulta invece il ruolo delle Sgr italiane.

Con riferimento ai consigli di amministrazione, si rileva una correlazione tra la numerosità dei componenti, la struttura proprietaria e il settore industriale di appartenenza.

In particolare, il numero di amministratori risulta sensibilmente più elevato nelle società non controllate (in media 12,4 componenti) e nelle società controllate da patti di sindacato (in media 12,6 componenti) (Tav. I.14); ciò sembra in parte legato a una maggiore presenza di amministratori esecutivi (pari in media a 4,7 nelle società non controllate o controllate da patti, e a circa 3 nelle società controllate di diritto o di fatto).

Numero medio di amministratori delle società quotate in Borsa nel 2004 per modello di controllo

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

¹ L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti.

Tav. I.15

Distribuzione delle società quotate in Borsa nel 2004 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	--	11,1	33,3	55,6	100,0
Bancario	--	19,4	32,3	48,4	100,0
Finanziario	11,1	52,8	27,8	8,3	100,0
Industriale	15,5	58,8	22,7	3,1	100,0
Servizi	4,4	55,6	35,6	4,4	100,0

¹ L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti.

La dimensione del consiglio di amministrazione risulta, inoltre, sensibilmente più elevata per le banche e le assicurazioni. Il 48 per cento circa delle assicurazioni e il 56 per cento circa delle banche ha infatti un consiglio di amministrazione composto da più di 15 membri, contro solo il 3 per cento circa delle società industriali e il 4 per cento circa delle società di servizi (Tav. I.15).

Il fenomeno del cumulo delle cariche da parte degli amministratori (cosiddetto *interlocking*) continua a rappresentare un tratto distintivo delle società quotate italiane, anche se in parziale attenuazione.

Nel 2004, le società quotate in Borsa interessate dal fenomeno dell'*interlocking* sono state 179, contro le 191 del 2003, pari a circa l'80

per cento del numero complessivo delle società quotate in Borsa a fine 2004 (Tav. I.16). Sono 100 le società quotate in cui oltre la metà dei componenti del consiglio di amministrazione ricopre cariche in altre società quotate (59 nel 2003).

Tav. I.16

Società quotate in Borsa interessate da *interlocking* nel 2004

Quota dei componenti del consiglio di amministrazione con più di una carica	Numero di società
< del 25 per cento	66
dal 25 al 50 per cento	13
dal 51 al 75 per cento	64
> del 75 per cento	36
<i>Totale</i>	179
<i>in percentuale del totale delle società quotate</i>	81,7

II. I MERCATI

I mercati azionari

Nel 2004, è proseguito il miglioramento della congiuntura internazionale già avviatosi nel corso dell'anno precedente. La ripresa ha conosciuto quasi ovunque tassi di sviluppo maggiori nel primo trimestre dell'anno, avendo subito un rallentamento nei mesi successivi anche a causa del rincaro dei prezzi dell'energia. Il tasso di crescita aggregato dei paesi dell'area dell'euro è stato contenuto, sebbene superiore a quello registrato nell'anno precedente; l'Italia si è collocata tra i paesi a più basso sviluppo.

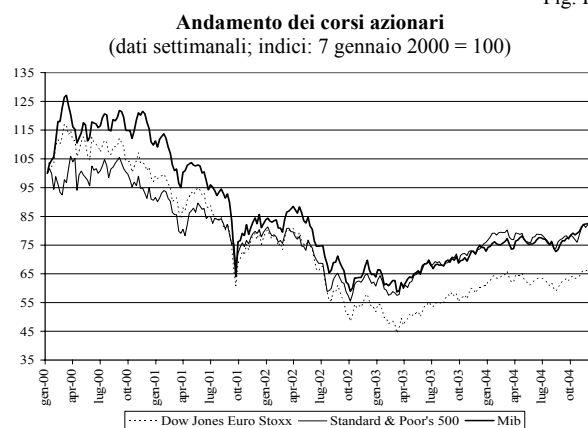
Le prospettive di ripresa, sebbene disomogenee tra le varie aree geografiche, hanno contribuito a sostenere i corsi azionari nei mercati dei principali paesi avanzati e a ridurre il livello di volatilità. La tendenza alla crescita dei corsi è emersa soprattutto negli ultimi mesi dell'anno, anche a seguito della diminuzione del prezzo del petrolio e del miglioramento della redditività delle imprese.

Le stime elaborate da IBES (società che raccoglie ed elabora le previsioni degli analisti sulle principali voci di bilancio delle imprese) confermano, sia per i paesi dell'area dell'euro sia per gli Stati Uniti, l'andamento crescente delle attese sugli utili aziendali a 12 mesi che si era manifestato già a partire dall'ultimo trimestre del 2003. Il miglioramento interessa anche l'Italia, sebbene a fine 2004 risulti accresciuto il divario tra le aspettative di crescita dei profitti relative alle società europee (in particolare quelle incluse

nell'indice Msci Europe) e a quelle italiane (in particolare quelle incluse nell'indice Mib30).

L'apprezzamento dei corsi azionari è stato comunque inferiore a quello rilevato per il 2003. In particolare, l'indice Dow Jones Euro Stoxx relativo alle azioni delle maggiori società europee appartenenti all'area dell'euro è cresciuto di circa il 9 per cento a fronte del 12 per cento circa nell'anno precedente (Fig. II.1). Per l'indice Standard & Poor's 500, riferito alle maggiori società quotate sul mercato statunitense, il differenziale tra i tassi di crescita registrati nel 2004 e nel 2003 risulta ancora maggiore (essendo questi ultimi pari, rispettivamente, al 9 e al 21 per cento circa).

Fig. II.1



Fonte: Thomson Financial.

I prezzi delle azioni italiane si sono evoluti in direzioni differenti a seconda del mercato di riferimento. In linea con le tendenze internazionali, l'indice Mib storico, relativo al Mercato Telematico Azionario (Borsa), è cresciuto del 18 per cento circa (+15 nel 2003). L'indice relativo al Nuovo Mercato, viceversa, dopo aver esibito nel 2003 un aumento pari al 27 per cento circa, che

interrompeva il calo registrato a partire dal 2000, ha nuovamente registrato una flessione pari a quasi il 18 per cento.

I profili strutturali del mercato azionario italiano con particolare riferimento alle dimensioni del listino non hanno subito, nel corso del 2004, sostanziali variazioni rispetto agli anni precedenti. Rimane contenuto, infatti, il numero di società quotate domestiche che a fine anno si è portato complessivamente a 269, registrando un calo pari a 2 unità rispetto al 2003 (Tav. aII.1). Le nuove ammissioni di società italiane sono state 9, di cui 7 riguardano la Borsa e 2 il Mercato Expandi. Le revoche dalle quotazioni sono state complessivamente 11, rispettivamente 7 in Borsa e 4 sul Nuovo Mercato.

La capitalizzazione delle società domestiche è risultata pari, a fine anno, a 581 miliardi di euro, registrando così una crescita di 19 punti percentuali rispetto al valore rilevato a fine 2003. In particolare è cresciuta la capitalizzazione relativa alla Borsa, passata da 475 a 569 miliardi di euro circa, e quella relativa al Mercato Expandi, da 4,6 a 5,3 miliardi di euro; viceversa, si è registrato un calo per il Nuovo Mercato, da 8,3 a 6,7 miliardi. La capitalizzazione della Borsa in percentuale del Pil a fine anno si è attestata al 42 per cento (+5 punti percentuali circa rispetto al valore rilevato a fine 2003).

Il controvalore complessivo degli scambi si è portato a circa 660 miliardi di euro (+14 per cento circa rispetto al 2003). Il *turnover* degli scambi, ossia il rapporto tra il controvalore degli stessi e la capitalizzazione media dell'anno, si è attestato su valori

superiori all'unità sia per la Borsa che per il Nuovo Mercato.

I dati ricevuti dalla Consob sugli scambi su azioni quotate effettuati dallo stesso emittente o da altre società del gruppo dell'emittente mettono in evidenza, oltre all'importanza del fenomeno dei buy back, alcune specificità del mercato italiano legate anche alla struttura proprietaria delle imprese (Riquadro 1).

Il tasso di crescita delle emissioni di azioni quotate nei paesi dell'area dell'euro rilevato nel corso dell'anno è risultato assai contenuto e pressoché invariato rispetto a quello del 2003.

Con riferimento all'Italia, nel corso dell'anno sono state effettuate 23 operazioni di aumento di capitale a pagamento e 8 operazioni finalizzate all'ammissione a quotazione, per un ammontare pari complessivamente a circa 3,6 miliardi di euro (a fronte, rispettivamente, di 30 operazioni effettuate e 9,8 miliardi di euro raccolti nel 2003).

Nel 2004, gli acquisti netti di azioni quotate italiane mostrano un saldo positivo, ma più che dimezzato rispetto a quello rilevato alla fine dell'anno precedente (Tav. II.1), riflettendo il valore delle emissioni nette prima citato. Le banche, sebbene fino a settembre abbiano fornito un contributo complessivo positivo, sono stati acquirenti netti solo nei primi cinque mesi dell'anno; i fondi comuni hanno prevalentemente disinvestito nel corso di tutto l'anno, a differenza del 2003. Gli operatori non residenti, interrompendo la tendenza rilevata nel quadriennio precedente, risultano viceversa acquirenti netti per circa 13 miliardi di euro.

Riquadro 1

Gli scambi su azioni quotate originati dall'emittente o da società del gruppo

Nel 2004, 133 titoli azionari negoziati sui mercati regolamentati gestiti da Borsa Italiana Spa sono stati oggetto di operatività riconducibile alla stessa società emittente (*buy back*) o a società dello stesso gruppo, per un controvalore complessivo di circa 2,9 miliardi di Euro (di cui oltre 1,5 miliardi riferibili a *buy back*). Tali operazioni, nel loro complesso, hanno presentato un saldo positivo per circa 289 milioni di euro. Tale saldo si deve interamente alle operazioni di *buy back* (con un saldo positivo di poco superiore ai 290 milioni) mentre l'operatività posta in essere dai soggetti capogruppo e da altre società del gruppo è stata praticamente bilanciata. Si rileva, inoltre, che, con riguardo ai *buy back*, circa un terzo dell'operatività è legata alla realizzazione di piani di *stock-option*.

Gli scambi effettuati al di fuori dei mercati regolamentati (blocchi e fuori mercato) risultano invece fortemente sbilanciati dal lato delle vendite e sono stati pari ad un controvalore di poco inferiore a quello degli scambi sul mercato (circa 2,5 miliardi di euro); essi, tuttavia, hanno avuto ad oggetto un numero assai circoscritto di titoli.

Distribuzione del numero di titoli oggetto di operatività dell'emittente o di società del gruppo per frequenza e rilevanza dell'operatività

Numero di mesi con operatività dell'emittente o di società del gruppo nel 2004	Percentuale di mesi in cui l'operatività dell'emittente o di società del gruppo ha superato la soglia del 25% del totale degli scambi sul mercato				Totale
	0	1 - 25	26 - 99	100	
1	17	--	--	4	21
2 - 3	20	--	2	1	23
4 - 11	50	4	15	1	70
12	11	3	3	2	19
<i>Totale</i>	98	7	20	8	133

Fonte: Consob.

Nonostante la crescente rilevanza quantitativa delle operazioni di *buy-back*, permane ancora un forte divario tra le deliberazioni di autorizzazione all'acquisto di azioni proprie e l'effettiva operatività dei soggetti quotati. Infatti, in oltre il 45 per cento dei casi all'assunzione della delibera di autorizzazione non segue poi nei fatti alcuna attività sui titoli. Anche quando vi è una effettiva operatività, solo in meno del 25 per cento dei casi tale operatività si avvicina ai limiti previsti dalle deliberazioni assembleari di autorizzazione. La diffusa scarsa corrispondenza tra intenzioni annunciate e operatività effettivamente posta in essere comporta il rischio di una riduzione della significatività dell'effetto segnaletico per il mercato dell'assunzione di delibere di acquisto di azioni proprie. Infine, nei casi in cui l'operatività su azioni proprie assume costantemente un peso consistente rispetto al totale degli scambi, sembrano prevalere forme di sostegno alla liquidità dei titoli, le cui modalità devono essere attentamente valutate al fine di salvaguardare l'integrità del mercato e la significatività dei prezzi.

Sebbene, a livello aggregato, il peso degli scambi originati da società del gruppo dell'emittente o dall'emittente stesso sia modesto se rapportato agli scambi complessivi in borsa sugli stessi titoli (circa l'1 per cento), in alcuni casi tale peso risulta significativo. In 35 casi, in almeno un mese del 2004 l'operatività dell'emittente o del gruppo ha superato il 25 per cento del controvalore complessivo scambiato sul mercato, mentre per 8 titoli tale rapporto è stato superato in tutti mesi del 2004.

Acquisti netti di azioni quotate italiane¹
(milioni di euro)

	Sottoscrittori						Totale
	Banca d'Italia UIC	Fondi comuni ²	Banche	Compagnie di assicurazione	Altri investitori ³	Eestero	
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 ⁴	36	-133	236	....	3.059	13.189	3.197

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. Il dato relativo alle banche è al 30 settembre, mentre quello relativo al settore estero è a ottobre 2004.

Il mercato degli strumenti derivati

Il mercato dei derivati, OTC e *exchange traded*, ha conosciuto tassi di crescita notevolissimi negli ultimi anni sia a livello mondiale che in Italia.

I dati pubblicati dalla Banca dei Regolamenti Internazionali (BRI) danno un'indicazione, con riferimento ai paesi del G-10, della dimensione e del tasso di crescita del mercato. A fine dicembre 2003, la BRI ha rilevato posizioni in derivati OTC per un valore nozionale pari a circa 197.000 miliardi di dollari e derivati *exchange traded* per un valore nozionale pari a circa 37.000 miliardi di dollari (Tav. II.2). Rispetto alla consistenza a fine 2001, pari a 111.000 miliardi di dollari, i derivati OTC hanno dunque registrato un tasso di crescita annuo del 33 per cento circa; nello stesso periodo, i derivati *exchange traded*, pari a circa 24.000 miliardi di dollari a fine

2001, hanno registrato un tasso di crescita annuo del 24 per cento circa.

A livello mondiale, i derivati OTC hanno un peso preponderante sul mercato complessivo dei derivati (pari a circa l'84 per cento). All'interno dei derivati OTC, la componente principale è rappresentata dai derivati sui tassi di interesse (con un valore nozionale pari a circa 142.000 miliardi di dollari, pari al 72 per cento dell'intero mercato dei derivati OTC), mentre i derivati sui tassi di cambio pesano per il 12 per cento del mercato dei derivati OTC, i derivati su azioni e indici azionari pesano per il 2 per cento circa e il rimanente 14 per cento è costituito da derivati su merci e altre tipologie di strumenti.

Anche fra i derivati *exchange traded* si rileva una forte preponderanza dei derivati (opzioni e *futures*) sui tassi di interesse, e in particolare sui titoli di Stato, che a fine 2003 pesavano per circa il 92 per cento dell'intero mercato.

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

	2001		2003	
	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
Su tassi di cambio	16.748	15,1	24.475	12,4
Su azioni	1.881	1,7	3.787	1,9
Su altri strumenti	14.981	13,5	26.914	13,7
<i>Totale OTC (A)</i>	<i>111.178</i>	<i>100,0</i>	<i>197.167</i>	<i>100,0</i>
<i>di cui in contropartita con enti non finanziari</i>	<i>10.704</i>		<i>23.714</i>	
Derivati Exchange Traded				
Futures				
Su tassi di interesse	9.269	39,0	13.123	35,7
Su tassi di cambio	66	0,3	80	0,2
Su azioni	334	1,4	502	1,4
Opzioni				
Su tassi di interesse	12.493	52,6	20.793	56,6
Su tassi di cambio	27	0,1	38	0,1
Su azioni	1.575	6,6	2.197	6,0
<i>Totale Exchange Traded (B)</i>	<i>23.764</i>	<i>100,0</i>	<i>36.733</i>	<i>100,0</i>
Totale Derivati (A + B)	134.942		233.900	

Fonte: BRI – Quarterly Review, settembre 2004. ¹ Valori in percentuale.

Per ciò che riguarda i derivati *exchange traded* in Italia, nel corso del 2004 si è confermata la tendenza all'incremento del numero dei contratti eseguiti sul Mercato Italiano dei Derivati (Idem) già rilevata negli anni precedenti (Tav. II.3). In particolare, gli scambi si sono attestati attorno ai 18 milioni di contratti, registrando un aumento rispetto al 2003 pari al 3 per cento.

Con riferimento alla composizione degli scambi per tipologia di strumento, nel 2004 si è

assistito a una riduzione dei volumi dei futures e mini futures su indice, con scambi inferiori rispettivamente di circa il 22 per cento e il 42 per cento rispetto all'anno precedente. Per contro, è continuata la crescita degli scambi sui futures su azioni, passati da una media giornaliera di circa 1.800 contratti eseguiti nel 2003 a una media giornaliera di 6.700 nel 2004. La Borsa Italiana ha ampliato la disponibilità della scelta tra i titoli sottostanti ai futures che, al 31 dicembre 2004, erano negoziabili su un totale di 22 azioni, contro un totale di 12 a fine 2003.

Strumenti finanziari derivati scambiati sull'Idem nel 2004

	Numero di lotti eseguiti ¹	Media giornaliera ¹	Variazione percentuale ²
Future su Indice	3.331	12,9	-22
Opzioni su Indice	2.220	8,6	-11
Opzioni su azioni	9.500	36,9	+20
Mini future su Indice	1.485	5,7	-42
Future su azioni	1.734	6,7	+27

Fonte: Elaborazioni su dati Borsa Italiana Spa e Cassa di compensazione e garanzia Spa. ¹ Migliaia di contratti. ² Rispetto all'anno 2003.

A seguito dell'introduzione dell'indice S&P/Mib il 22 marzo 2004, le opzioni S&P/Mib e il *future* S&P/Mib hanno sostituito le opzioni Mib30 e Fib30 sul mercato degli

strumenti derivati quotati sull'Idem; tale sostituzione è stata completata nel periodo marzo - settembre. Un raffronto tra gli indici S&P/Mib e Mib30 è riportato nel Riquadro 2.

Riquadro 2**Confronto tra l'indice Mib30 e l'indice S&P/Mib**

Destinato a subentrare al Mib30 come indice di riferimento degli strumenti derivati quotati sull'Idem, l'indice S&P/Mib è stato introdotto da Borsa Italiana, come indice informativo, nel giugno 2003. Entrambi gli indici sono *value weighted*, ossia basati sulla capitalizzazione delle società che li compongono ma, a differenza del Mib30, l'indice S&P/Mib corregge la capitalizzazione con il criterio del flottante (che premia i titoli a più larga base azionaria) e offre una rappresentazione settoriale dell'intero mercato. L'introduzione dello S&P/Mib ha risposto all'esigenza di uniformare il mercato italiano dei derivati agli standard internazionali. Il Mib30 continua comunque a essere calcolato come indice informativo dell'andamento dei 30 titoli più liquidi e capitalizzati del Mercato telematico azionario.

La selezione dei titoli che compongono il nuovo indice viene effettuata dall'Index Committee, un organo formato da tre rappresentanti di Standard & Poor's e da due rappresentanti di Borsa Italiana, che assicura un alto grado di omogeneità con altri indici internazionali (ad esempio l'indice S&P500). Se la selezione dei titoli del Mib30 avviene automaticamente sulla base di dati oggettivi (liquidità e capitalizzazione), nella scelta dei candidati all'indice S&P/Mib entrano anche valutazioni discrezionali (come la rappresentatività settoriale); l'Index Committee effettua tuttavia la selezione nel rispetto dei criteri previsti da Borsa Italiana e delle linee guida stabilite da Standard & Poor's.

L'indice S&P/MIB non ha un numero fisso di componenti; l'Index Committee può modificarne il numero per riflettere adeguatamente la struttura del mercato. La selezione e la determinazione del peso dei titoli all'interno del nuovo indice si basano su quattro elementi:

- rappresentatività, ovvero capacità del titolo di rappresentare il settore merceologico di appartenenza. L'indice è composto dai titoli rappresentativi dei 10 settori merceologici individuati dalla Global Industry Classification Standard (GICS) di Standard & Poor's e Morgan Stanley Capital International (MSCI): beni di consumo di prima necessità, beni di consumo voluttuari, energia, finanza, industria, informatica, farmaceutici, materiali, telecomunicazioni e servizi pubblici;
- liquidità, misurata attraverso la velocità di *turnover* del flottante, il controvalore negoziato e i giorni effettivi di negoziazione;
- capitalizzazione del flottante (*free float*), determinata moltiplicando il flottante (ossia la quota di capitale circolante sul mercato ottenuta sottraendo al capitale le partecipazioni, dirette o in patti di sindacato, superiori al 5 per cento) per il valore di mercato del titolo;
- peso del capitale investibile (*Investable Weight Factor - Iwf*), che indica la quota di capitale investibile, è determinato sottraendo il flottante a 100 (il livello minimo di Iwf per l'inclusione nell'indice dovrebbe superare il 25 per cento; quello delle società che componevano l'indice al 17 settembre 2004 era in media pari al 53 per cento).

La tabella che segue riepiloga le differenze tra i due indici.

Caratteristiche degli indici Mib30 e S&P/Mib a confronto

	Mib30	S&P/Mib
Base	31.12.1992 = 10.000	31.12.1997 = 24.402
Composizione	Solo titoli del segmento Blue Chip MTA; numero fisso (30 titoli)	Titoli MTA e Nuovo Mercato; numero variabile (attualmente 40 titoli)
Gestione	Borsa Italiana	Index Committee di Standard & Poor's (composto anche da rappresentanti di Borsa Italiana)
Criteri di selezione	ILC (Indice di qualità e capitalizzazione), dove la capitalizzazione è riferita all'intero capitale emesso	Liquidità, flottante, adeguata rappresentatività settoriale e IWF (Investable Weight Factor); la capitalizzazione è riferita al solo flottante
Frequenza di calcolo e diffusione al pubblico	Ogni minuto	Ogni 30 secondi
Revisione della composizione	Semestrale (marzo e settembre)	Semestrale (marzo e settembre)
Revisione del peso all'interno dell'indice (<i>rebalancing</i>)	Semestrale (marzo e settembre)	Trimestrale (marzo, giugno, settembre, dicembre), con diffusione il lunedì successivo al giorno di scadenza dei contratti derivati
Revisione del numero di componenti	—	Annuale (marzo)

Secondo la rilevazione semestrale effettuata dalla Banca d'Italia presso un campione di banche italiane, il controvalore nozionale delle posizioni in derivati OTC in essere a fine 2003 è stato pari a quasi 4.600 miliardi di dollari, equivalente a circa il 2 per cento del mercato mondiale dei derivati OTC. Così come a livello globale, anche per il mercato italiano si rileva un peso preponderante dei derivati su tassi interesse (pari, in valore nozionale, al 92 per cento circa dell'intero mercato). Il valore delle posizioni in derivati OTC alla fine del 2001 era pari a circa 2.000 miliardi di dollari, implicando un tasso di crescita annuo del 51 per cento, valore nettamente superiore al tasso di crescita del mercato mondiale (33 per cento circa).

La Banca d'Italia sottolinea nella sua rilevazione come a fronte di un controvalore nozionale di circa 4.600 miliardi di dollari, il valore di mercato delle posizioni in derivati (cioè il controvalore monetario che sarebbe necessario pagare o che si incasserebbe per liquidare le posizioni) è pari a soli 54 miliardi di dollari per le posizioni in attivo (cioè con un valore di mercato positivo per le banche) e a circa 47 miliardi di

dollari per le posizioni in perdita (cioè con valore di mercato negativo per le banche). Quindi, a livello consolidato, le posizioni in derivati, qualora fossero state chiuse a fine 2003, avrebbero generato per le banche oggetto di rilevazione un profitto netto di 7 miliardi di dollari, pari (al cambio euro/dollaro di fine 2003) a circa l'8 per cento del margine di intermediazione realizzato nel 2003 dall'intero sistema bancario. Si ricorda, tuttavia, che nel 2003 i derivati di copertura hanno generato una perdita di circa 1,7 miliardi di euro per l'intero sistema bancario, pari a circa il 2,5 per cento del margine di intermediazione.

Le controparti dell'operatività in derivati OTC delle banche italiane sono per il 93 per cento altre istituzioni finanziarie e per il rimanente 7 per cento istituzioni non finanziarie (prevalentemente imprese industriali e di servizi ed enti pubblici).

A fine 2003 le banche italiane avevano quindi posizioni in strumenti derivati OTC nei confronti di imprese, soggetti pubblici, e altri enti non finanziari, in termini nozionali, per 328 miliardi di dollari, di cui l'80 per cento circa aventi come sottostante tassi di interesse e il rimanente 20 per cento circa aventi come sottostante tassi di cambio (Riquadro 3).

Riquadro 3

L'operatività in strumenti derivati da parte dei soggetti non finanziari

Nel 2004, la Consob ha avviato un'indagine sull'operatività in derivati OTC svolta dai primi 10 gruppi bancari italiani in contropartita con soggetti non finanziari, operatività che, come messo in evidenza dalle rilevazioni della Banca d'Italia, rappresenta circa il 7 per cento dell'intero mercato dei derivati OTC.

Dall'analisi emerge in primo luogo che l'operatività svolta dai 10 gruppi bancari esaminati avrebbe interessato circa 50.000 clienti non istituzionali (imprese non finanziarie, enti pubblici e clientela *retail*), cui sono riconducibili circa 78.000 contratti. Il controvalore nozionale complessivo delle posizioni in essere al 30 giugno 2004 è pari a circa 146 miliardi di euro.

I clienti con una valorizzazione negativa della posizione (cosiddetto *mark to market* negativo) sono oltre l'80 per cento e al 30 giugno 2004 il valore di mercato, vale a dire il debito totale dei clienti nei confronti delle banche, in ipotesi di chiusura immediata di tutte le posizioni, è pari a oltre 4 miliardi di euro. In termini di numero di soggetti, circa il 75 per cento delle posizioni in derivati è riferibile a clienti classificati dagli intermediari come operatori qualificati (o investitori professionali) e a tali clienti è riconducibile, in termini di controvalore nozionale, oltre il 96 per cento delle posizioni rilevate.

Il taglio medio, sempre in termini di nozionale, delle operazioni poste in essere con operatori qualificati è pari a circa 3,6 milioni di euro per i derivati su tassi di interesse e a 2,6 milioni di euro per i derivati su tassi di cambio; per gli operatori non qualificati invece la dimensione media dei contratti è pari a circa 390.000 euro per quelli su tassi di interesse e a circa un milione di euro per i derivati su tassi di cambio. Anche il numero medio di operazioni in essere in capo alla clientela qualificata è superiore rispetto a quella non qualificata (in media oltre 1,5 contratti contro circa uno).

Alla data del 30 giugno 2004, il valore di mercato delle posizioni detenute dalla clientela qualificata rappresentava circa il 98 per cento del complessivo *mark to market*, con un valore medio per contratto negativo per circa 98.000 euro per i derivati su tassi di interesse e a circa 120.000 euro per i derivati su tassi di cambio. Marginale risulta invece la posizione negativa dei soggetti non qualificati per quanto riguarda i derivati su tassi di interesse mentre per ciò che riguarda i derivati su tasso di cambio la perdita media supera i 25.000 euro.

Come prima accennato, la parte nettamente preponderante della clientela non istituzionale è costituita da imprese non finanziarie (oltre 40.000 soggetti), alle quali è riconducibile circa l'82 per cento delle posizioni in derivati rilevate in termini di valore nozionale. Il 92 per cento circa di tali posizioni ha ad oggetto derivati sui tassi di interesse (si veda la tavola).

Con riferimento specifico a questa tipologia di derivati, la dimensione media dei contratti stipulati dalle imprese è pari a circa 2,6 milioni di euro con una perdita media per contratto pari a 76.000 euro. Il valore di mercato complessivo di tali posizioni è negativo per 3,2 miliardi di euro e la percentuale di imprese con posizioni in perdita è pari a circa il 90 per cento.

Per ciò che riguarda la distribuzione delle imprese per fasce dimensionali, si rileva come circa il 50 per cento delle imprese è di piccole dimensioni (circa 19.000 soggetti, con fatturato massimo variabile da 1,5 a 5 milioni di euro); tuttavia, in termini di valore nozionale, a tali imprese è riferibile poco più del 20 per cento delle posizioni in derivati. Le medie imprese (fatturato non superiore a 40/50 milioni di euro) e le grandi imprese (fatturato superiore a 50 milioni di euro) si ripartiscono pressoché equamente il restante 80 per cento del mercato. La minore incidenza dell'operatività riferibile alle piccole imprese, in termini di valore nozionale, dipende dalla ridotta dimensione media dei contratti da esse stipulati (circa un milione di euro), rispetto alla dimensione media dei contratti delle medie imprese (circa 3 milioni di euro) e dalle grandi imprese (circa 9 milioni di euro). Sulla base di stime campionarie, il *mark to market*

negativo medio per le piccole imprese sarebbe di poco superiore ai 30.000 euro, mentre per le medie imprese sarebbe pari a circa 100.000 euro e per le grandi imprese a circa 260.000 euro. Anche il numero medio di contratti in essere risulta diverso: in media di poco superiore all'unità per le piccole imprese, a fronte di circa 2 operazioni per le medie e grandi imprese.

Imprese non finanziarie italiane con posizioni in strumenti derivati
(situazione al 30 giugno 2004; valori monetari in miliardi di euro)

	Totale imprese			Imprese con derivati con valore di mercato negativo		
	Numero	Valore nozionale complessivo dei derivati in essere	Valore di mercato complessivo dei derivati in essere	Numero	Valore nozionale complessivo dei derivati in essere	Valore di mercato complessivo dei derivati in essere
Derivati su tassi di interesse						
Imprese considerate operatori qualificati	34.279	106,6	-3,1	31.156	96,9	-3,2
Imprese considerate operatori non qualificati	7.901	4,4	-0,1	7.152	4,0	-0,1
<i>Totale</i>	<i>42.180</i>	<i>111,0</i>	<i>-3,2</i>	<i>38.308</i>	<i>100,9</i>	<i>-3,3</i>
Derivati su tassi di cambio						
Imprese considerate operatori qualificati	3.697	9,6	-0,5	2.724	7,1	-0,5
Imprese considerate operatori non qualificati	117	0,3	0,0	57	0,1	0,0
<i>Totale</i>	<i>3.814</i>	<i>9,9</i>	<i>-0,5</i>	<i>2.781</i>	<i>7,3</i>	<i>-0,5</i>

Fonte: Consob.

I dati dell'indagine condotta dalla Consob hanno messo in luce anche il coinvolgimento degli Enti pubblici nel mercato dei derivati OTC. Tali soggetti (circa 900) costituiscono circa il 2 per cento del numero totale di clienti non finanziari che hanno operato in derivati con i gruppi bancari italiani oggetto di indagine. L'operatività degli enti pubblici ha avuto ad oggetto esclusivamente derivati sui tassi di interesse e il controvalore nozionale delle posizioni detenute al 30 giugno 2004 risulta pari a circa 12 miliardi di euro. Rispetto al settore delle imprese, si osserva una dimensione media dei contratti molto più elevata (circa 12 milioni di euro, contro i 2,6 milioni di euro delle imprese) e una perdita media pure più consistente (circa 430.000 euro, contro i 76.000 euro circa delle imprese). Anche tra gli enti pubblici si rileva inoltre una percentuale molto elevata di soggetti con posizioni di perdita (circa il 78 per cento).

Il mercato dei covered warrants e certificates

Nel 2004, Borsa Italiana ha dato corso a una riorganizzazione del mercato telematico dei *covered warrants* che ospitava da tempo anche i *certificates*. L'intervento ha portato a una nuova segmentazione del mercato e, a partire dal 26 aprile, al cambio di denominazione in Mercato telematico dei *securitised derivatives*, SeDeX.

Il SeDeX è un mercato destinato ai piccoli investitori, che hanno la possibilità di aprire posizioni su attività altrimenti difficilmente accessibili (ad esempio gli indici stranieri, i tassi di cambio, i metalli e altre *commodities*) con il vantaggio di un investimento contenuto.

L'espressione securitised derivatives indica letteralmente strumenti derivati cartolarizzati, ossia incorporati in un titolo negoziabile emesso da un intermediario finanziario, e comprende covered warrants e certificates. Entrambi gli strumenti possono avere come sottostante azioni e titoli di stato con elevata liquidità, indici, tassi di

interesse, valute e merci. I securitised derivatives possono essere emessi da società o enti con particolari requisiti (patrimoniali e di vigilanza), Stati e organismi internazionali; in pratica però risultano emessi soltanto da intermediari finanziari. Per evitare conflitti di interesse, l'emittente di un securitised derivative non può coincidere con l'emittente del titolo azionario o obbligazionario sottostante. Nel 2004, gli emittenti autorizzati a emettere titoli sul mercato SeDeX sono stati 16, mentre gli specialisti abilitati a garantire la liquidità del mercato erano pari a 15. Spesso i ruoli di emittente e specialist sono risultati coincidenti.

La grande eterogeneità dei securitised derivatives ha indotto Borsa Italiana a ripartire gli strumenti quotati sul SeDeX in segmenti e categorie. La classificazione, puramente teorica perché non influisce sulle modalità di negoziazione, aiuta gli investitori a orientarsi nell'ampia gamma di strumenti offerta. La nuova ripartizione prevede quattro segmenti (due per i covered warrants e due per i certificates), definiti in base alle caratteristiche e alla finalità di ogni strumento. All'interno di ogni segmento, Borsa Italiana ha individuato diverse categorie di titoli (Riquadro 4).

Riquadro 4

Categorie e segmenti di quotazione dei securitised derivatives

I *covered warrants* conferiscono la facoltà di acquistare (call) o vendere (put) un determinato quantitativo dell'attività sottostante ad un prezzo determinato (*strike*) entro o alla data di scadenza (tipo americano/europeo). Nella versione più semplice (*plain vanilla*) sono quindi composti da un'opzione call o put. L'esercizio del diritto dà luogo alla liquidazione della differenza in denaro tra il prezzo corrente del sottostante e lo *strike* (viceversa per i put) e può avvenire prima della scadenza naturale (*covered warrant* di tipo americano) o automaticamente alla scadenza (*covered warrant* di tipo europeo). Per la presenza dell'effetto leva (che consente di moltiplicare i guadagni, ma anche le perdite, rispetto alla somma inizialmente investita), tali strumenti presentano un alto profilo di rischio, sebbene la perdita massima per gli investitori è comunque limitata al prezzo di acquisto dello strumento. Nella formazione del prezzo di un *covered warrant*, infine, assumono particolare rilevanza la stima della variabilità dei prezzi del sottostante (volatilità) e il tempo alla scadenza.

Nella classificazione di Borsa Italiana, i *covered warrants* quotati sul SeDeX sono ripartiti nei segmenti *plain vanilla* e strutturati/esotici. Al primo appartengono i *covered warrants* costituiti semplicemente da un'opzione call o put e sono di tipo americano o europeo. Al secondo appartengono strumenti eterogenei, che combinano generalmente opzioni call e/o put o contengono opzioni esotiche; tale categoria raccoglie di fatto tutti i *covered warrants* diversi dai *plain vanilla*. Tuttavia a fine 2004 in tale segmento risultano quotati solo i cosiddetti *hedge warrants*, il cui sottostante è costituito da due azioni o indici mentre lo *strike* è dato dal rapporto tra i rispettivi prezzi; la strategia operativa consiste nello scommettere che un'azione avrà una *performance* migliore dell'altra; l'esercizio avviene automaticamente alla scadenza (tipo europeo).

I *certificates* si differenziano dai *covered warrants* perché replicano l'andamento del sottostante, linearmente o con effetto leva. Nella determinazione del prezzo, inoltre, non entrano in gioco alcune delle variabili che influenzano il prezzo dei *covered warrants* (ossia la volatilità e il tempo alla scadenza).

Il rischio di *performance* negativa di un *certificate* è limitato generalmente dalla presenza di *stop-loss* o barriere (come nei *leverage certificates*) o da varie forme di protezione del capitale (previste dagli *investment certificates*). Il meccanismo dello *stop-loss* o barriera si attiva solo in caso di andamento sfavorevole del sottostante: limita la perdita subita dall'investitore ma lo priva contemporaneamente della possibilità di beneficiare di un'inversione di tendenza del sottostante. In sintesi, al raggiungimento di un determinato livello di prezzo del sottostante, il *certificate* si estingue rendendo impossibili ulteriori perdite. L'esercizio dei *certificates* è sempre automatico alla scadenza (tipo europeo).

Borsa Italiana suddivide i *certificates* quotati sul SeDeX nei segmenti *leverage* e *investment*. Al segmento *leverage certificates* appartengono strumenti con un profilo di rischio elevato. I *leverage certificates*, infatti, non solo replicano ma amplificano l'andamento del sottostante attraverso l'effetto leva. Sono dunque strumenti molto speculativi, che presentano un rendimento potenziale superiore a quello dell'investimento diretto nel sottostante e, specularmente, espongono a perdite elevate, anche pari all'intero capitale investito; essi prevedono inoltre uno *stop-loss*. Fanno parte del segmento *leverage certificates* gli *stop loss bull* (noti al pubblico come *turbo* o *turbo bull*) e gli *stop loss bear* (meglio conosciuti come *short* o *turbo bear*).

I *turbo* permettono di trarre vantaggio dal rialzo dell'attività sottostante e gli *short* dal ribasso (questi ultimi, insieme ai *mini futures bear* o *minishort*, costituiscono un'eccezione nel panorama dei *securitised derivatives* italiani perché scommettono sull'andamento negativo del sottostante). Lo *stop-loss* è posto poco al di sopra del prezzo *strike* nel caso dei *turbo* e poco al di sotto del prezzo *strike* per gli *short*: se viene toccato, l'investitore riceve solo la differenza fra lo *strike* e il prezzo corrente del sottostante (il contrario per gli *short*).

Gli *stop loss bull e bear R* (dove R sta per *rolling*, comunemente denominati *mini futures bull e bear* o *minilong/minishort*) possono avere come sottostante *futures* (ad esempio quelli sui metalli, sul petrolio o sul cambio euro/dollaro); la dicitura *rolling* indica la sostituzione automatica dei *futures* scaduti con le scadenze successive, ma vi sono anche *mini futures* su azioni e indici. La caratteristica principale che li differenzia dagli *stop loss bull e bear* è la presenza di livelli di *strike* e *stop-loss* variabili in funzione dell'andamento del sottostante. I *mini future bull* o *minilong* scommettono sul rialzo del sottostante, i *minifuture bear* o *mini short* sul ribasso.

Al segmento *investment certificates* appartengono strumenti meno rischiosi dei *leverage certificates*, con un effetto leva nullo o moderato e con un orizzonte temporale lungo (fino a 6 anni, contro una durata massima di 5 prevista dal regolamento del mercato per i *covered warrants* e una durata da 1 a 4 anni per i *leverage certificates*). Si suddividono in due classi, rispettivamente A e B, con relative categorie e sottotipi.

La Classe A è composta da *certificate* che replicano l'andamento del sottostante, senza effetto leva, ossia i *benchmark* e i *quanto*. I *benchmark* seguono linearmente l'andamento del sottostante, permettono di investire in un paniere di titoli rappresentati da un indice di mercato o selezionati dall'emittente (da cui la loro denominazione), analogamente a quanto avviene con un fondo di investimento o un Exchange Traded Fund (Etf), ma con un investimento più contenuto. Sono presenti sul mercato in molteplici varianti, che avvicinano gli investitori privati ad attività non facilmente accessibili (oltre agli indici, i tassi di cambio e i *future*); hanno *strike* pari a zero e, se il sottostante è espresso in una valuta diversa dall'euro, espongono anche al rischio di cambio. I *quanto*, analoghi per struttura ai *benchmark*, se ne differenziano per la neutralizzazione del rischio di cambio (attraverso la valorizzazione convenzionale del sottostante in euro).

La Classe B è composta da *certificates* che replicano l'andamento del sottostante, con un effetto leva limitato verso l'alto dalla presenza di *cap* o opzioni *put* e, nella maggior parte dei casi, illimitato (fino al totale del capitale investito) verso il basso. È un raggruppamento eterogeneo e comprende prodotti anche molto diversi fra loro. Ne fanno parte i *certificate discounts*, a capitale protetto e strutturati.

I *discount* permettono di acquistare il sottostante a sconto rispetto al prezzo di mercato; lo sconto è pagato dall'investitore attraverso la vendita fittizia all'emittente del *certificate* di un'opzione call o put con *strike* pari al *cap*. I *discount* sono strumenti con un profilo di rischio molto elevato: analogamente a quanto accade a chi vende un'opzione, in caso di rialzo del sottostante il profitto non può superare un limite massimo (*cap*), che corrisponde allo *strike*, mentre in caso di ribasso la posizione in vendita espone al rischio di perdita totale del capitale investito. I *discount* sono quindi particolarmente vantaggiosi in previsione di rialzi moderati del sottostante e si distinguono in *discount certificates* (l'investitore vende all'emittente un'opzione call) e *rex* (*reverse exchangeable warrants*; l'investitore vende all'emittente un'opzione put, analogamente alle obbligazioni *reverse convertible*).

I *certificates* a capitale protetto seguono linearmente l'andamento del sottostante. A differenza della categoria *discount*, garantiscono all'investitore una copertura parziale dalle perdite (protezione parziale del capitale) e assicurano profitti in caso di forti rialzi del sottostante. Appartengono a questa categoria i tipi *scudo* e *equity protection*, che hanno scadenza media di 12-24 mesi e, oltre alla restituzione di un importo minimo alla scadenza, indipendentemente dalle condizioni di mercato, consentono all'investitore di partecipare all'andamento positivo del sottostante in misura variabile tra il 25 e il 100 per cento.

I *certificates* strutturati sono composti da una combinazione di opzioni accessorie. Ne fanno parte gli strumenti *bonus*, che contengono un'opzione esotica *put down & out* con *strike* pari a una percentuale (superiore al 100 per cento) della quotazione iniziale del sottostante e prevedono una barriera. Assicurano un rendimento minimo a scadenza solo se la barriera non viene toccata; se invece l'evento si verifica, l'investitore rimane interamente soggetto all'andamento del sottostante, con il rischio di perdita totale del capitale investito (non offrono quindi alcuna protezione del capitale). Sono *certificates* strutturati anche i cosiddetti *double-up*, che combinano quattro opzioni call e si caratterizzano per la presenza di un doppio *strike*. Sono vantaggiosi in caso di *trend* moderati: permettono infatti di partecipare all'incremento del sottostante solo fino a un *cap* (*outperformance*) e non offrono protezione in caso di andamento negativo. Garantiscono comunque un rendimento superiore a quello offerto dal sottostante (fino al doppio) se alla scadenza il prezzo di questo è nell'intervallo compreso tra i due *strike*.

Nel corso dell'anno 2004 il mercato dei *securitised derivatives* ha registrato, rispetto all'anno precedente, una leggera flessione del numero degli strumenti emessi (-6 per cento circa), mentre si è verificato un aumento delle negoziazioni (+46 per cento; Tav. II.4). Gli scambi risultano concentrati in capo a pochi intermediari: su un totale di circa 16 miliardi di euro di controvalore, il 52 per cento è stato

infatti scambiato da 3 intermediari, due dei quali detengono una quota di mercato pari a circa il 40 per cento.

I *covered warrants* rimangono gli strumenti più diffusi anche nel 2004, sebbene i *certificates* abbiano registrato una crescita consistente (pari, in termini numerici, a circa l'80 per cento).

Tav. II.4

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

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.

In particolare, i covered warrant plain vanilla si confermano come gli strumenti più diffusi (76 per cento circa sul totale degli strumenti quotati a fine anno; Tav. II.5); seguono gli investment certificates (17 per cento circa), i leverage certificates (7 per cento) e i covered warrants esotici/strutturati, che rappresentano un segmento marginale.

La distribuzione dei covered warrants sulla base del profitto derivante da un immediato esercizio dell'opzione (cosiddetta di *moneyness*), mostra che oltre il 40 per cento dei covered warrant plain vanilla su titoli e indici in circolazione al 28 febbraio 2005 era *deep out of the money* al momento del collocamento, nel senso che l'esercizio avrebbe comportato una perdita per l'investitore (in particolare, il 42 per cento circa delle *call* e 46 per cento circa delle *put* erano *deep out of the money* già al momento dell'emissione; Tav. II.6).

Il mercato obbligazionario

Nel corso del 2004 gli scambi di titoli obbligazionari sui mercati regolamentati gestiti da Borsa Italiana spa (Mot e Euromot) hanno registrato una crescita pari a poco più del 3 per cento, passando da 146 a 151 miliardi di euro, confermando l'andamento altalenante degli ultimi anni (Tav. aII.2). In particolare, tale crescita è ascrivibile soprattutto agli scambi sul Mot, essendo rimasti invariati gli scambi sull'Euromot. Prosegue, per il terzo anno consecutivo, il calo del controvalore negoziato sul Mercato telematico all'ingrosso dei titoli di stato (Mts), gestito da Mts spa (-10 per cento).

Tav. II.5

Emissioni di covered warrants e certificates quotati in circolazione al 31 dicembre 2004

Segmento e categoria	Numero	Peso sul totale ¹
<i>Covered warrant</i>		
Plain vanilla	2.284	75,6
Esotici	15	0,5
<i>Certificates</i>		
Leverage	225	7,4
Investment	497	16,5
<i>Totale</i>	<i>3.021</i>	<i>100,0</i>

Fonte: Consob e Borsa Italiana. ¹ Valori in percentuale.

Tav. II.6

Distribuzione dei covered warrants sulla base del grado di "moneyness" al momento dell'emissione

Grado di moneyness all'emissione ¹	Peso ²
Call	
> 8% (deep out of the money)	41,5
da 4% a 8% (out of the money)	14,6
da 0 a 4% (at the money)	16,2
da 0 a 4% (in the money)	12,9
< -4% (deep in the money)	14,7
<i>Totale</i>	<i>100,0</i>
Put	
< -8% (deep out of the money)	45,5
da -4% a -8% (out of the money)	17,7
da 0 a -4% (at the money)	17,5
da 0 a 4% (in the money)	9,2
> 4% (deep in the money)	10,0
<i>Totale</i>	<i>100,0</i>

Fonte: Elaborazione Consob su dati Borsa Italiana. Dati relativi ai covered warrant *plain vanilla* su titoli e indici in circolazione al 28 febbraio 2005. ¹ Differenza percentuale tra prezzo di esercizio e prezzo di mercato dello strumento sottostante al momento dell'emissione del covered warrant. ² Dati in percentuale sul numero di emissioni di covered warrants della categoria indicata.

Nel corso del 2004, le società di capitale italiane e le società estere controllate da gruppi italiani hanno emesso obbligazioni (emissioni lorde) per poco più di 66 miliardi di euro, contro i circa 37 del 2003 (Tav. II.7). Nel 2004 sono scadute obbligazioni per un ammontare di 47 miliardi di euro, portando le emissioni

nette (differenza fra emissioni lorde e scadute) a circa 19 miliardi di euro (a fronte di circa 8 miliardi nel 2003).

La dinamica complessivamente positiva del mercato obbligazionario per le società italiane nasconde andamenti molto differenti fra le diverse categorie di emittenti.

Tav. II.7

Emissioni obbligazionarie¹
(valori in miliardi di euro)

	2003			2004		
	Obbligazioni emesse (A)	Obbligazioni scadute ² (B)	Emissioni nette (A-B)	Obbligazioni emesse (A)	Obbligazioni scadute ² (B)	Emissioni nette (A-B)
Banche	19,4	21,8	-2,4	38,9	22,3	16,6
Corporate	17,1	6,5	10,6	27,3	24,7	2,5
<i>Totale</i>	<i>36,5</i>	<i>28,2</i>	<i>8,2</i>	<i>66,2</i>	<i>47,0</i>	<i>19,2</i>

Fonte: Elaborazioni su dati Bondware. ¹ Emissioni obbligazionarie sull'euromercato di società di capitale italiane o di società estere controllate da gruppi italiani. ² Inclusive le obbligazioni *default*.

Per ciò che riguarda le emissioni *corporate*, si segnala un forte calo delle emissioni nette, passate da 10,6 miliardi di euro nel 2003 ai 2,5 miliardi nel 2004. Nel 2004, infatti, sebbene le emissioni lorde siano state pari a 27,3 miliardi di euro (valore di gran lunga superiore ai 17,1 miliardi dell'anno precedente), sono scadute obbligazioni per 24,7 miliardi di euro (contro i 6,5 miliardi del 2003).

Nel 2004, i principali emittenti sul mercato obbligazionario internazionale sono stati quasi esclusivamente i grandi gruppi quotati con rating al di sopra della soglia dell'investment grade (Telecom, Eni, Enel e Autostrade) e la società Infrastrutture Spa (controllata al 100 per cento dalla Cassa Depositi e Prestiti Spa e con rating

Standard & Poor's pari ad AA-), che insieme rappresentano il 97 per cento circa delle emissioni lorde complessive.

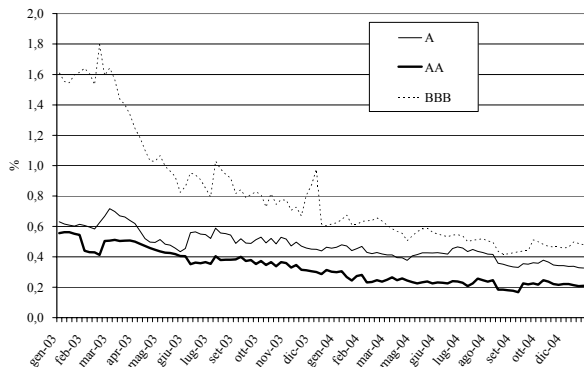
A differenza di quanto rilevato per i grandi gruppi italiani, il mercato dei *corporate bond* non ha mostrato, nel corso del 2004, una buona accoglienza nei confronti degli emittenti medio-piccoli e privi di *rating*, i quali non hanno effettuato alcuna emissione.

La situazione appare particolarmente grave in presenza, a livello europeo, di una domanda di *corporate bond* elevata. Ciò è segnalato dal fatto che il differenziale fra il rendimento dei *corporate bond* di società (non finanziarie) europee e quello dei titoli di Stato in euro è costantemente diminuito a partire dal

2003 e rimane su livelli storicamente molto bassi. Per gli emittenti con *rating* pari a BBB tale *spread* era pari a circa l'1,6 per cento all'inizio del 2003; a fine 2004 risultava pari allo 0,5 per cento circa; analogamente, nello stesso periodo, per le imprese con *rating* AA tale *spread* è passato dallo 0,5 allo 0,2 per cento circa (Fig. II.2).

Fig. II.2

Differenziale fra il rendimento dei corporate bond in euro di società non finanziarie e il rendimento dei titoli di stato in euro
(dati medi settimanali per il periodo 1/1/2003-31/12/2004)



Fonte: Elaborazioni su indici Merrill Lynch. Il rendimento dei titoli di Stato è riferito ai titoli in euro tedeschi.

Alcune imprese italiane medio-piccole hanno sperimentato difficoltà nel rifinanziare obbligazioni in scadenza con nuove emissioni.

Tali difficoltà hanno in parte contribuito a determinare il default di alcune imprese con obbligazioni in scadenza nel 2004 e nel 2005 (Cerruti Finance del gruppo Fin.part, Finmatica, La Veggia, Finmek e Tecnodiffusione). In due casi (Italtractor e Fantuzzi), invece, le società sono riuscite a rinegoziare il debito e ad allungare la scadenza attraverso specifici accordi con le banche e con i portatori di obbligazioni. In altri casi, invece, il rifinanziamento dei bond in scadenza è avvenuto grazie al supporto delle banche o attraverso la vendita di altre attività.

Anche in Europa, nonostante il livello storicamente molto basso dei tassi di interesse

e degli *spread*, le emissioni nette di imprese non finanziarie si sono ridotte, nel 2004, di circa il 30 per cento rispetto al 2003.

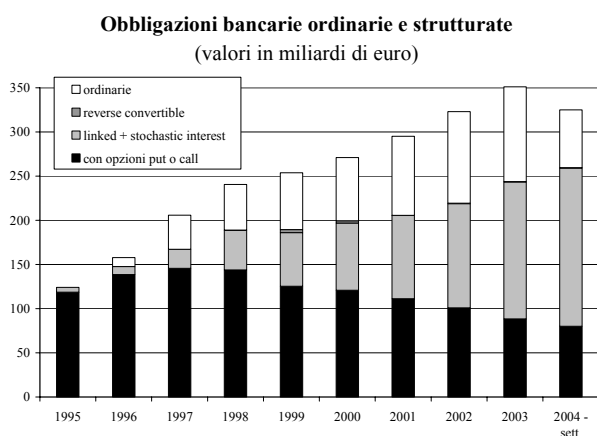
Tale fenomeno sembra da ascrivere all'atteggiamento molto prudente delle imprese, alla luce di un quadro congiunturale caratterizzato ancora da incerti segnali di svolta nel ciclo economico e dalla persistente debolezza del dollaro che penalizza le esportazioni delle imprese europee. Ciò ha dato luogo anche ad un forte rallentamento dell'attività di fusioni e acquisizioni, attività che in passato è stata un'importante determinante della raccolta sul mercato obbligazionario.

Nel corso del 2004 si è registrato un forte aumento delle emissioni nette di banche italiane sull'euromercato, passate da un saldo negativo di 2,4 miliardi di euro nel 2003 ad un saldo positivo di 16,6 miliardi di euro nel 2004. Si può stimare che tali emissioni pesino sulla raccolta obbligazionaria netta complessiva delle banche italiane (comprendente le emissioni domestiche) per il 40 per cento circa. Il 65 per cento circa della raccolta netta sull'euromercato è da ascrivere ai primi 5 gruppi bancari.

A settembre 2004 le consistenze di obbligazioni bancarie risultavano pari a 325 miliardi di euro, in leggera flessione rispetto ai 337 miliardi di euro rilevati a fine settembre 2003 (-3,6 per cento). Tale andamento interrompe la crescita registrata negli anni precedenti, che aveva portato lo stock di obbligazioni bancarie, a fine 2003 a un livello quasi triplicato rispetto a quello osservato a fine 1995 (rispettivamente, da 124,2 miliardi a 351 miliardi di euro).

Lo *stock* di obbligazioni bancarie strutturate ha invece confermato il trend degli anni precedenti, risultando a fine settembre 2004 pari a 259 miliardi di euro, a fronte dei 244 miliardi di euro registrati a settembre 2003 (+6 per cento circa). Dal 1995, il controvalore complessivo di titoli in circolazione è cresciuto complessivamente di oltre 135 miliardi di euro. Risulta altresì in crescita il peso delle obbligazioni strutturate sulle obbligazioni bancarie totali, passato dal 72 per cento del settembre 2003 all'80 per cento del settembre 2004 (Fig II.3).

Fig. II.3



Fonte: Elaborazioni su dati Kler's.

Analogamente alla tendenza emersa negli anni precedenti, nel corso del 2004 è aumentato il peso degli strumenti a struttura complessa, connotata da una maggiore difficoltà di rappresentazione trasparente dell'effettivo profilo di rischio-rendimento.

In particolare, a fine settembre 2004, le consistenze degli strumenti callable/puttable si attestavano a 80 miliardi di euro con un peso pari al 25 per cento del totale delle obbligazioni. Tale dato è linea con il peso rilevato a fine 2003 e in sensibile calo rispetto al dato del 1995 (96 per cento). Rispetto alle obbligazioni strutturate, il

peso delle callable/puttable rimane tuttavia considerevole (31 per cento circa).

Le strutture maggiormente complesse rappresentate dalle obbligazioni linked e stochastic interest (sia pure che miste) rappresentavano, al 30 settembre 2004, il 55 per cento delle obbligazioni bancarie, a fronte del 44 per cento del 2003 e del 4 per cento del 1995. Nell'ambito di questa categoria di strumenti, il peso maggiore è ascrivibile alle obbligazioni linked pure, che ammontavano, a fine settembre 2004, a circa 93 miliardi di euro (a fronte dei circa 80 del 2003), corrispondente a un peso del 36 per cento circa sul totale delle obbligazioni strutturate (contro il 33 per cento del 2003 e l'uno per cento circa del 1995). Le obbligazioni stochastic interest pure, a settembre 2004, ammontavano invece a 47 miliardi di euro (poco più di 41 a fine 2003), con un peso sul totale delle obbligazioni strutturate pari a poco più del 18 per cento, in lieve crescita rispetto al 2003 (+17 per cento circa) ma nettamente superiore al dato registrato per il 1995 (uno per cento circa).

Si conferma marginale il contributo delle reverse convertible, che a settembre 2003 avevano raggiunto i 336 milioni di euro con un peso pari a 0,1 per cento sul totale delle obbligazioni bancarie. Il peso di questo strumento sul totale delle obbligazioni bancarie strutturate invece non ha mai superato il 2 per cento.

Per quanto riguarda il mercato secondario, gli intermediari emittenti ricorrono alla quotazione per le obbligazioni strutturate caratterizzate da elevato controvalore, verosimilmente per "ammortizzare" i costi della quotazione; ciò trova conferma nel fatto che l'ammontare medio delle emissioni quotate è largamente più elevato di quello delle emissioni non quotate (rispettivamente, 194 e 29 milioni di euro).

Le cartolarizzazioni dei crediti e il mercato delle asset backed securities

Il mercato italiano della cartolarizzazione dei crediti ha conosciuto negli ultimi anni un notevole sviluppo, essenzialmente grazie all'adozione della legge 130/1999 che per la prima volta ha disciplinato in maniera esplicita la materia. Sulla base delle operazioni effettuate nel 2003, l'Italia risulta infatti il secondo mercato in Europa, con una quota del 13 per cento, preceduta dal Regno Unito (46 per cento).

Dall'entrata in vigore della legge 130/99 fino al 31 dicembre 2004, le società veicolo di diritto italiano hanno emesso *asset backed securities* (Abs) per un controvalore complessivo di circa 150 miliardi di euro (Tav. II.8).

Tav. II.8

Numero e controvalore delle emissioni di Abs effettuate ai sensi della legge 130/1999
(valori monetari in milioni di euro)

Anno di emissione	Numero	Controvalore
1999	6	8.521
2000	24	12.006
2001	57	32.961
2002	41	30.608
2003	40	30.141
2004	39	35.038
<i>Totale</i>	<i>207</i>	<i>149.275</i>

Fonte: Elaborazioni su dati Securitisation.it.

Dopo una forte crescita, il numero di operazioni ha mostrato nel 2002 una contrazione del 32 per cento circa rispetto al 2001, per poi rimanere pressoché stabile negli anni successivi. Il controvalore delle nuove emissioni ha registrato, per contro, dapprima

un calo nel 2002 e 2003 (pari, rispettivamente al 7 e al 9 per cento circa), seguito nel 2004 da un incremento del 6 per cento circa (Tav. aII.3).

La disaggregazione degli Abs, emessi nel periodo 1999 – 2004, in base alla tipologia dei crediti ceduti mostra la rilevanza, per numero di operazioni, dei crediti in bonis, seguita dai crediti da operazioni di leasing e dai crediti in sofferenza; rilevante è anche il numero di operazioni ascrivibili al settore pubblico.

Considerando il controvalore delle emissioni, sempre nel periodo 1999 – 2004, la tipologia più rilevante è quella rappresentata dai crediti pubblici, che hanno dato luogo a emissioni per circa un terzo del controvalore totale nel periodo esaminato. Seguono le cartolarizzazioni di crediti in bonis, la cui crescita è verosimilmente legata alla crescita del mercato dei mutui ipotecari, e il comparto delle operazioni sui crediti da leasing. Con riferimento alle operazioni relative ai crediti in sofferenza, che si collocano al quarto posto, si è registrata, nell'intervallo temporale considerato, una contrazione sempre più accentuata anche in seguito al venire meno della disciplina civilistica e fiscale di favore, prevista dalla legge 130/1999 per le operazioni effettuate entro due anni dalla data di entrata in vigore della legge stessa.

Con riferimento al peso delle diverse tranches di Abs per grado di subordinazione emesse a fronte delle varie tipologie di crediti, si rileva che per tutte le tipologie di operazioni (ad esclusione di quelle relative ai crediti in sofferenza) l'uso delle tranches junior e mezzanine è risultato marginale sia nel 2003 che nel 2004 (Tav. II.9). La quasi totalità delle emissioni è stata quindi collocata presso investitori diversi dall'originator. Con riferimento alle cartolarizzazioni del settore pubblico, si osserva come nel biennio 2003-2004 non è stata emessa

alcuna tranche junior; tuttavia, queste operazioni sono spesso assistite da interventi legislativi ad hoc volti a ridurre il livello di rischio.

Al 31 marzo 2004, le consistenze complessive di titoli rivenienti da operazioni di cartolarizzazione *ex lege* 130/1999 (ossia realizzate tramite società veicolo di diritto italiano) risultavano pari a circa 96 miliardi di euro (Tav. II.10). La quota maggiore di Abs in circolazione risulta riferibile a crediti di soggetti pubblici (26 per cento del totale), seguita da quella originata da crediti *in bonis* (24,6 per cento). Le sofferenze rappresentano

il 13,1 per cento del mercato degli Abs, per un controvalore in circolazione pari a 12,5 miliardi di euro.

La disaggregazione per tipologia di gruppo cui fa capo l'*originator* mostra che la maggior parte delle Abs in circolazione a marzo 2004 è stata originata da imprese appartenenti a gruppi bancari (62 per cento circa); seguono il settore pubblico (28 per cento), le imprese appartenenti a gruppi industriali o di servizi (5 per cento) e le società appartenenti a gruppi finanziari non bancari (4 per cento circa; Tav. II.11).

Tav. II.9

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

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

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

Tav. II.10

Abs in circolazione a marzo 2004 per tipologia di credito sottostante
(dati relativi agli Abs emessi ai sensi della legge 130/1999; valori monetari in milioni di euro)

	Controvalore	Peso sul totale ¹
Crediti di soggetti pubblici	24.825	26,0
Crediti <i>in bonis</i>	23.483	24,6
Crediti da canoni di leasing	14.797	15,5
Crediti in sofferenza	12.548	13,1
Prestiti personali e credito al consumo	7.626	8,0
Altri prestiti e obbligazioni	5.851	6,1
Altro	4.137	4,3
Non identificabile	2.383	2,5
<i>Totale</i>	<i>95.650</i>	<i>100,0</i>

Fonte: Elaborazioni su dati Kler's e Securitisation.it. ¹ Valori in percentuale. L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti.

Tav. II.11

Abs in circolazione a marzo 2004 per tipologia del gruppo di appartenenza della società cedente "originator"
(dati relativi agli Abs emessi ai sensi della legge 130/1999; valori monetari in milioni di euro)

	Controvalore	Peso sul totale ¹
Banche	58.947	61,6
Quotate	43.236	
Non quotate	15.711	
Stato e soggetti pubblici	26.905	28,1
Imprese non finanziarie	4.496	4,7
Società finanziarie	3.542	3,7
Assicurazioni	505	0,5
Non identificabile	1.255	1,3
<i>Totale</i>	<i>95.650</i>	<i>100,0</i>

Fonte: Elaborazioni su dati Kler's e Securitisation.it. ¹ Valori in percentuale. L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti.

I sistemi di scambi organizzati

Nel maggio del 2003, la Commissione ha assoggettato i sistemi di scambi organizzati (Sso) a obblighi di segnalazione più stringenti sui prodotti negoziati, sul volume delle transazioni e sui meccanismi di formazione dei prezzi (si veda anche il Capitolo V “La vigilanza sui mercati”).

Il fenomeno degli Sso ha assunto dimensioni rilevanti: nel primo semestre del 2004 negli oltre 300 sistemi di scambi organizzati sono stati trattati circa 20.000 titoli, il numero dei contratti è stato pari a circa due milioni, per un controvalore di quasi 44 miliardi di euro (Tav. II.12).

Tav. II.12

**Titoli negoziati sugli scambi organizzati
nel periodo gennaio-giugno 2004**
(valori monetari in milioni di euro)

	Numero	Controvalore scambi	Numero di contratti ¹
<i>Obbligazioni</i>	19.555	25.116	1.211
Banche	18.117	16.908	813
Corporate	1.071	6.147	293
Organismi internazionali	367	2.061	105
<i>Titoli di Stato</i>	714	18.411	543
Italiani	184	16.733	486
Esteri	530	1.678	57
<i>Azioni</i>	200	594	97
Banche	64	231	32
Corporate	136	363	65
<i>Totale</i>	20.469	44.121	1.851

Fonte: Consob. ¹ Valori in migliaia.

Circa il 90 per cento dei titoli trattati è rappresentato da obbligazioni bancarie, nella stragrande maggioranza dei casi emessi dallo stesso gruppo di appartenenza dell'organizzatore lo scambio organizzato. A questi titoli è riferibile circa il 40 per cento delle negoziazioni

complessive, sia in termini di numero di contratti che di controvalore degli scambi.

Per questa tipologia di strumenti finanziari, gli elementi di rischiosità per gli investitori possono derivare soprattutto dalla presenza di caratteristiche “strutturate” nella definizione dei rendimenti e/o nelle clausole di rimborso: tali caratteristiche sono presenti per oltre 6.000 obbligazioni bancarie corrispondenti a circa il 30 per cento del totale delle obbligazioni bancarie negoziate negli Sso. Su questi titoli strutturati, nel primo semestre 2004, sono stati effettuati 416 mila contratti per un controvalore di circa 7 miliardi di euro. Si tratta di circa la metà dei contratti effettuati negli Sso su obbligazioni bancarie e di oltre un terzo del totale del loro controvalore.

Rilevante è anche la negoziazione di titoli emessi da organismi pubblici, nazionali o sovranazionali, ai quali è riferibile oltre il 46 per cento del controvalore degli scambi. Gli emittenti della maggior parte dei titoli pubblici trattati sono lo Stato italiano e altri paesi industrializzati o organismi internazionali, ma non è irrilevante la presenza di scambi su titoli emessi da paesi non Ocse, alcuni dei quali ad elevato rischio. In particolare, sono stati negoziati titoli emessi da Stati classificati dalle agenzie di rating con un giudizio inferiore all'investment grade per oltre 600 milioni di euro.

Le obbligazioni emesse da società non finanziarie negoziate nei primi sei mesi del 2004 sugli scambi organizzati sono state oltre 1.000. Di queste, circa un quinto sono emesse da società italiane o da società estere appartenenti a gruppi italiani, che sono state oggetto di quasi 90.000 contratti di compravendita per un controvalore di circa 2 miliardi di euro. Dalle stime Consob, risulta che circa il 60 per cento del totale delle obbligazioni emesse dai gruppi italiani alla fine di giugno 2004 sia stato oggetto di negoziazione negli scambi organizzati nel semestre precedente.

Solo una minima parte di queste obbligazioni risulta quotata su un mercato regolamentato italiano. Oltre la metà di esse è invece quotata sul mercato lussemburghese.

La maggior parte dei titoli (circa l'85 per cento) viene negoziata su un solo Sso, ma esiste comunque un numero rilevante di titoli che viene negoziato su diversi sistemi, offrendo quindi agli investitori la possibilità (almeno teorica) di poter confrontare le condizioni di transazione su più sistemi concorrenti: oltre 2.000 titoli sono stati infatti negoziati su un numero di Sso compreso tra 2 e 5 e quasi 900 titoli su più di 5 Sso (Tav. II.13).

Tav. II.13
Distribuzione dei titoli per numero di scambi organizzati in cui sono trattati (valori monetari in milioni di euro)

Numero di Sso	Obbligazioni	Titoli di Stato	Azioni	Totale
1	17.027	204	181	17.412
2 - 5	1.870	285	19	2.174
> 5	658	225	--	883
<i>Totale</i>	<i>19.555</i>	<i>714</i>	<i>200</i>	<i>20.469</i>

Fonte: Consob.

I sistemi di scambi organizzati non costituiscono un fenomeno omogeneo, in quanto presentano caratteristiche strutturali profondamente diversificate riguardo alla sistematicità delle negoziazioni, alla composizione, all'ampiezza e alla liquidità dell'insieme dei titoli negoziati.

Un aspetto rilevante, data la crescente importanza dei sistemi di scambi organizzati nella negoziazione di strumenti finanziari, riguarda la continuità delle negoziazioni, in quanto solo in presenza di una regolarità di

negoziazioni possono essere realizzate condizioni soddisfacenti di liquidità.

Dalle rilevazioni effettuate sui primi due trimestri del 2004, risulta che solo il 50 per cento circa dei titoli negoziati ha avuto scambi in entrambi i trimestri; si riscontra inoltre una maggiore regolarità di negoziazione per le obbligazioni bancarie, mentre le contrattazioni di corporate bonds sembrano presentare un carattere maggiormente episodico.

Solo il 50 per cento degli Sso presenta una certa stabilità del listino, cioè una percentuale di titoli scambiati in entrambi i trimestri superiore al 50 per cento, e solo per circa il 10 per cento la stabilità supera il 75 per cento. La stabilità del listino cresce al crescere della liquidità degli Sso, cioè con il numero medio giornaliero di transazioni effettuate: una stabilità superiore al 50 per cento caratterizza infatti circa l'80 per cento degli Sso che hanno avuto una media giornaliera di transazioni superiore a 100, il 60 per cento circa degli Sso che hanno avuto una media giornaliera compresa tra 10 e 100 e solo il 40 per cento degli Sso la cui media è stata inferiore a 10 (Tav. II.14).

Tav. II.14
Distribuzione degli scambi organizzati secondo la stabilità del listino e la liquidità degli scambi

Stabilità del listino ¹	Liquidità ²			Totale ³
	< 10	11 - 100	> 100	
0 - 25	30	7	--	37
26 - 50	81	29	7	117
51 - 75	64	45	15	124
> 75	10	12	11	33
<i>Totale</i>	<i>185</i>	<i>93</i>	<i>33</i>	<i>311</i>

Fonte: Consob. ¹ Percentuale di titoli scambiati sia nel primo che nel secondo trimestre 2004. ² Numero medio di contratti eseguiti. ³ Per 19 Sso non è stato possibile calcolare l'indicatore di stabilità poiché non hanno effettuato transazioni in entrambi i trimestri.

Circa il 60 per cento degli Sso ha in realtà un livello di sistematicità degli scambi molto limitato, con una media giornaliera di numero di contratti conclusi inferiore a 10. Per circa il 30

per cento degli Sso, la media giornaliera del numero di contratti conclusi è compresa tra 10 e 100, mentre solo per il 10 per cento degli Sso la media giornaliera supera i 100 contratti.

III. GLI INTERMEDIARI

L'intermediazione mobiliare

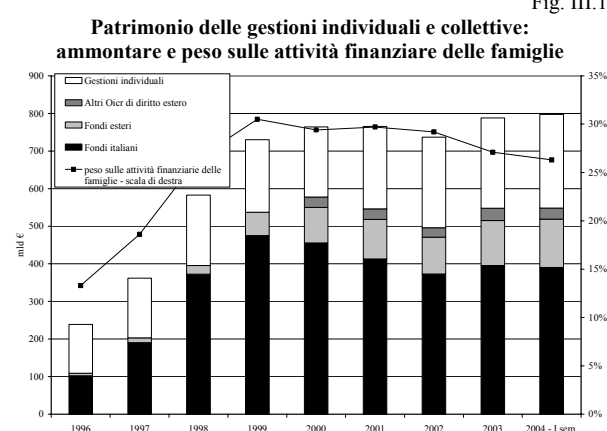
Il patrimonio delle gestioni individuali e collettive alla fine del primo semestre 2004 si è attestato a 797 miliardi di euro, a fronte di 788 miliardi di euro rilevati alla fine dell'anno precedente, registrando una crescita di poco superiore all'1 per cento (Fig. III.1). Il peso sulle attività finanziarie delle famiglie è lievemente calato, portandosi dal 27,1 per cento del 2003 al 26,3 per cento.

La composizione del patrimonio delle gestioni individuali e collettive per tipologia e nazionalità del servizio di gestione non ha subito variazioni sostanziali rispetto all'anno precedente (Tav. III.1).

In particolare, si registra una lieve contrazione del peso dei fondi comuni italiani (passati dal 50,2 per cento nel dicembre 2003 al 49 per cento del giugno 2004) e degli Oicr di

diritto estero (dal 4,1 al 3,7 per cento); viceversa si rileva un lieve incremento della quota riferibile ai fondi esteri controllati da gruppi italiani (dal 15,2 al 16,1 per cento) e delle gestioni individuali (dal 30,5 al 31,2 per cento).

Fig. III.1



Scala di sinistra: Ammontare del patrimonio gestito - Scala di destra: Peso del patrimonio sulle attività finanziarie delle famiglie
Fonte: Elaborazioni su dati Assogestioni e Banca d'Italia.

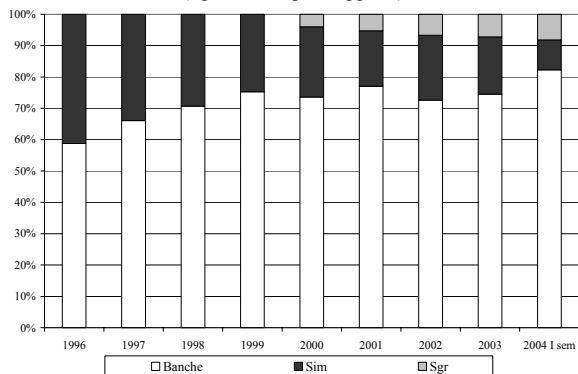
Tav. III.1

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	42,7	2,9	....	54,4	100,0
1997	52,6	3,5	....	43,9	100,0
1998	63,9	3,9	....	32,2	100,0
1999	65,1	8,5	....	26,4	100,0
2000	59,6	12,4	3,6	24,4	100,0
2001	54,0	13,7	3,7	28,6	100,0
2002	50,6	13,3	3,4	32,7	100,0
2003	50,2	15,2	4,1	30,5	100,0
2004 ⁴	49,0	16,1	3,7	31,2	100,0

Fonte: Elaborazioni su dati Assogestioni e Banca d'Italia. Si veda la sezione Note metodologiche. ¹ L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. ² Fondi controllati da gruppi italiani. ³ Al netto degli investimenti in quote di fondi comuni. ⁴ Dati al primo semestre.

Fig. III.2
Commissioni da servizi di investimento di banche, Sim e Sgr
(ripartizione per soggetto)



Fonte: Elaborazioni su dati Banca d'Italia. I dati relativi al primo semestre del 2004 sono provvisori. Per le Sgr, i dati si riferiscono alle sole commissioni derivanti da gestioni individuali.

Nel primo semestre del 2004, i ricavi di banche, Sim e Sgr derivanti dalla prestazione di servizi di investimento si sono attestati attorno a 4,2 miliardi di euro, registrando una crescita superiore al 6 per cento rispetto al primo semestre dell'anno precedente (si veda il paragrafo: *I servizi di investimento*, Tav. III.7). Si interrompe, pertanto, il calo rilevato a partire dal 2001. Una parziale inversione di tendenza si rileva altresì con riferimento all'andamento dei proventi per tipologia di intermediario. I proventi delle banche presentano, infatti, un incremento pari a circa 8 punti percentuali nel periodo considerato. Parimenti positiva, sebbene inferiore a quella registrata negli anni precedenti, la variazione dei ricavi delle Sgr derivanti dalla gestione di portafogli su base individuale (+12 per cento). Continua, invece, la contrazione dei proventi per le Sim (-7 per cento circa).

La quota dei ricavi totali da servizi di investimento riconducibile rispettivamente a banche, Sim e Sgr è rimasta, nel primo

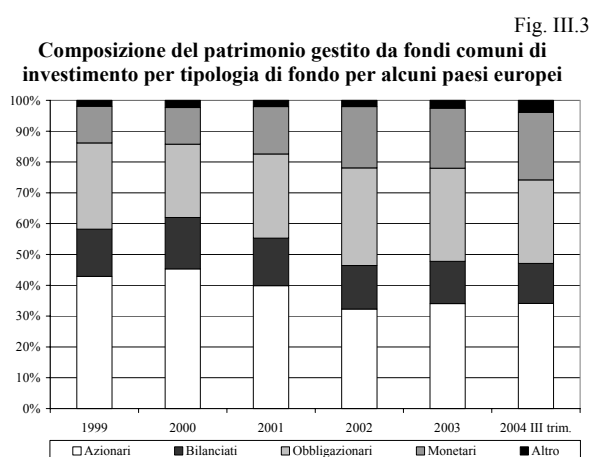
semestre 2004, sostanzialmente invariata rispetto a quella rilevata l'anno precedente (Fig. III.2). In particolare, il peso dei ricavi delle banche sui ricavi totali si è attestato attorno all'82 per cento (81 per cento a giugno 2003); quello delle Sim è risultato pari a circa il 10 per cento (registrando così un calo di poco più di un punto percentuale rispetto all'anno precedente); la quota delle Sgr è pressoché invariata (8 per cento circa).

La gestione collettiva del risparmio

Nei primi 9 mesi del 2004, il patrimonio gestito da fondi comuni di investimento in Europa e negli Stati Uniti ha registrato, rispetto al valore di fine 2003, un incremento sostanzialmente simile (pari rispettivamente a circa 8 e 6 punti percentuali; Tav. aIII.1). Per i paesi Europei presi in considerazione, si stima che l'incremento del patrimonio gestito sia ascrivibile alla raccolta netta positiva e al rialzo dei corsi azionari in misura quasi paritetica.

Con riferimento ai paesi Europei esaminati, si registra una sostanziale stabilità delle rispettive quote di mercato. Francia e Lussemburgo detengono la quota maggiore (25 per cento), confermando il dato rilevato negli anni precedenti. L'Italia si attesta al terzo posto, in linea con la posizione dell'anno precedente sebbene con una quota di mercato in calo (9,5 per cento a fronte del 10,6 per cento a fine 2003); segue, con una quota di poco più del 9 per cento, il Regno Unito. La riduzione della quota dell'Italia è legata, oltre che alla riduzione del patrimonio gestito dai fondi italiani (si veda anche oltre), alla crescita del mercato in paesi con regimi fiscali di particolare favore.

Con riguardo alla composizione del patrimonio per tipologia di fondo, a fine settembre 2004 si confermano le tendenze già emerse nel corso del 2003 rispettivamente per il mercato europeo e per quello statunitense. In particolare, per il mercato europeo risultano stabili le quote dei fondi azionari (34 per cento) e bilanciati (13 per cento); la quota del comparto monetario mostra una lieve crescita (portandosi al 22 per cento circa a fronte del 20 per cento circa alla fine dell'anno precedente) compensata da una riduzione del peso riferibile ai fondi obbligazionari (27 per cento a fronte del 30 per cento di dicembre 2003; Fig. III.3).



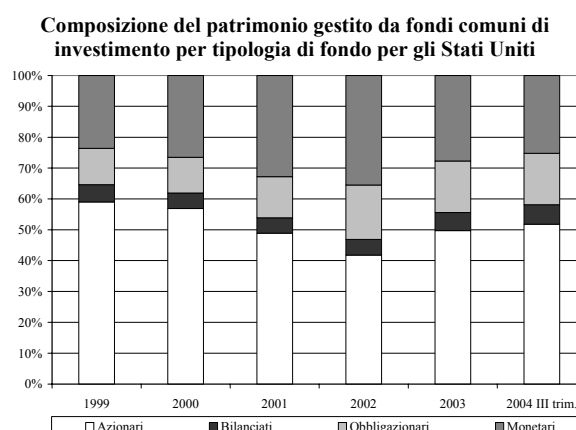
Fonte: Fefsi. I dati si riferiscono, oltre ai paesi di cui alla Tav. aIII.1, alla Repubblica Ceca, Ungheria, Norvegia, Polonia, Svizzera.

La composizione del patrimonio rilevata per il mercato statunitense conferma e accentua le divergenze rispetto a quello europeo (Fig. III.4). La differenza maggiore si coglie rispetto alla quota di patrimonio gestita da fondi azionari, che ammonta al 52 per cento circa degli Stati Uniti; rilevante è altresì la differenza rispetto alla quota riconducibile a fondi obbligazionari, che negli Stati Uniti è pari al 17 per cento circa.

Con riguardo alla struttura del mercato italiano e in particolare agli operatori di diritto nazionale, risulta immutato rispetto al 2003 il

numero di Sgr, pari a 55, mentre è ulteriormente diminuito il numero di fondi operativi, passati da 1.030 a 988 (Tav. aIII.2). La raccolta netta, dopo il valore positivo registrato l'anno precedente, è tornata negativa, in linea con la tendenza emersa a partire dal 2000. La differenza tra riscatti e sottoscrizioni, pari a circa 30 miliardi di euro, è in valore assoluto la maggiore rilevata sinora. A tale dato ha contribuito anzitutto l'andamento della raccolta netta relativa ai fondi obbligazionari, seguito da quello riferibile rispettivamente ai fondi di liquidità, azionari e bilanciati; il saldo è positivo solo per i fondi flessibili. È parallelamente diminuito il patrimonio gestito che, a dicembre 2004, era pari a 363 miliardi di euro circa (383 miliardi l'anno precedente).

Fig. III.4



Fonte: Fefsi.

Il numero di soggetti di diritto estero operanti in Italia è in flessione, essendo passato da 201 a fine 2003 a 188 a fine 2004 (Tav. aIII.3). La maggior parte di tali soggetti ha sede legale in Lussemburgo (82 per cento). L'offerta complessiva di fondi/comparti commercializzati in Italia ha registrato una lieve crescita (+1 per cento).

La composizione del portafoglio dei fondi comuni di diritto italiano rilevata a fine 2004 si presenta sostanzialmente stabile rispetto agli anni precedenti (Tav. III.2) In particolare, il peso dei titoli di stato italiani, dopo aver raggiunto il valore minimo del 28 per cento nel 2000, si è attestato, a fine 2004, attorno al 38 per cento (37 per cento a fine 2003). La quota investita in titoli esteri rimane

attorno al 45 per cento: il 27 per cento è riferibile a obbligazioni (inclusi i titoli di stato esteri) mentre il rimanente 18 per cento alle azioni. Rimane modesta, sebbene in lieve crescita rispetto al 2003, la quota riferibile a titoli azionari e obbligazionari italiani (l'8 per cento del portafoglio a fine 2004 a fronte del 7,3 per cento rilevato l'anno precedente).

Tav. III.2

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

	Patrimonio	Composizione percentuale						
		Titoli di Stato italiani	Obbligazioni Italia	Azioni Italia	Obbligazioni estere ¹	Azioni estere	Totale estero	Altre attività
1990	25	49,3	7,9	22,8	3,3	8,2	11,5	8,5
1995	66	50,2	3,2	14,9	8,9	14,1	23,0	8,7
1996	102	62,2	2,4	10,4	7,4	8,0	15,4	9,6
1997	190	52,0	2,1	10,6	13,6	10,7	24,3	11,0
1998	372	51,9	1,4	10,6	17,2	11,7	28,9	7,2
1999	475	34,2	2,6	10,0	21,8	25,6	47,4	5,8
2000	453	28,0	2,3	10,6	22,8	29,0	51,8	7,3
2001	407	30,3	3,4	7,0	26,1	24,6	50,7	8,6
2002	364	35,9	3,8	5,3	25,2	17,3	42,6	12,4
2003	383	36,9	2,9	4,4	26,3	18,3	44,6	11,1
2004	363	37,8	2,8	5,2	26,8	18,1	44,9	9,4

Fonte: Assogestioni. Si veda la sezione Note metodologiche. ¹ Il dato comprende anche i titoli di Stato esteri.

Gli assetti proprietari delle Sgr non hanno subito sostanziali modifiche rispetto agli anni precedenti (Tav. III.3). In particolare, circa il 92 per cento del patrimonio gestito da fondi comuni di investimento è riconducibile a

gruppi bancari; è in lieve aumento la presenza di gruppi assicurativi (5,3 per cento); si conferma marginale il ruolo degli intermediari finanziari non bancari e delle persone fisiche.

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

	Soggetto controllante					Totale
	Gruppi bancari	Gruppi assicurativi	Joint venture	Intermediari finanziari non bancari	Persone fisiche	
1997	83,9	7,9	6,0	1,2	1,0	100,0
1998	93,9	5,1	0,1	0,2	0,7	100,0
1999	94,0	4,9	0,2	0,2	0,7	100,0
2000	91,6	3,9	--	4,3	0,2	100,0
2001	93,9	4,3	--	1,1	0,7	100,0
2002	92,0	5,5	--	1,7	0,8	100,0
2003	92,6	4,4	--	2,7	0,2	100,0
2004	91,9	5,3	--	2,1	0,7	100,0

Fonte: Archivio Consob sui prospetti informativi e Il Sole 24 Ore. Si veda la sezione Note metodologiche. ¹ Situazione al 31 dicembre riferita alle società di gestione di fondi comuni mobiliari aperti di diritto italiano. L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti.

Nel triennio 2001 – 2003 i costi a carico degli Oicr aperti armonizzati hanno registrato un incremento passando dall'1,01 all'1,18 per cento della massa gestita (Tav. III.4). L'analisi disaggregata per categoria di fondi mostra che, in entrambi gli anni considerati, i fondi azionari risultano essere i più costosi (con un peso delle relative commissioni totali pari, rispettivamente, all'1,53 e al 2,32 per cento), seguiti dai fondi flessibili (per i quali si registrano valori pari rispettivamente, all'1,39 e al 2,16 per cento). L'incidenza delle commissioni ha registrato la crescita maggiore per i fondi di liquidità (+64 per cento circa); seguono i fondi flessibili e azionari (rispettivamente, +55 e +51 per cento circa) e i comparti degli Oicr bilanciati (+35 per cento) e obbligazionari (+ 25 per cento).

La tipologia di onere che contribuisce in misura maggiore ai costi a carico degli Oicr è quella delle commissioni di gestione, sebbene la

relativa incidenza abbia registrato, complessivamente, una flessione passando dall'89,3 per cento nel 2001 all'84,4 per cento nel 2003. Il calo maggiore si registra per i fondi azionari e flessibili (rispettivamente, circa 9 e 8 punti percentuali); i fondi di liquidità sono gli unici ad aver registrato un incremento (circa 2 punti percentuali).

Con riguardo alle commissioni di incentivo, il peso maggiore si rileva per i fondi azionari e flessibili sia nel 2001 che nel 2003; il contributo al totale degli oneri ha altresì registrato in entrambi i casi un incremento di 11 punti percentuali nel triennio considerato.

L'analisi della struttura e dell'evoluzione di taluni indicatori contabili tratti dal rendiconto al 2003 delle Sgr che gestiscono fondi comuni aperti di diritto italiano mostra alcune relazioni tra costi operativi, patrimonio gestito e commissioni applicate dai gestori (Riquadro 5).

Costi a carico degli Oicr aperti armonizzati
(valori percentuali)

	2001						2003					
	Liquidità	Azionari	Obbligazionari	Bilanciati	Flessibili	Totale	Liquidità	Azionari	Obbligazionari	Bilanciati	Flessibili	Totale
Peso sulla massa gestita												
Oneri totali di banca depositaria	0,05	0,09	0,06	0,06	0,09	0,07	0,07	0,13	0,08	0,09	0,13	0,09
Commissioni di gestione	0,32	1,37	0,67	0,93	1,06	0,90	0,53	1,87	0,82	1,19	1,48	1,00
Commissioni aggiuntive e altre commissioni	..	..	..	..	0,09	..	..	0,04	..	0,03	0,26	0,02
Commissioni di incentivo	..	0,05	0,01	0,01	0,15	0,03	..	0,26	0,02	0,07	0,23	0,07
Provvigioni corrisposte ad altri intermediari	..	0,03	..	0,02	0,01	0,01	..	0,03	..	0,01	0,06	0,01
<i>Totale</i>	<i>0,37</i>	<i>1,53</i>	<i>0,74</i>	<i>1,02</i>	<i>1,39</i>	<i>1,01</i>	<i>0,60</i>	<i>2,32</i>	<i>0,93</i>	<i>1,39</i>	<i>2,16</i>	<i>1,18</i>
Ripartizione percentuale¹												
Oneri totali di banca depositaria	13,2	5,6	8,0	6,0	6,3	6,7	11,4	5,5	9,1	6,5	6,1	7,7
Commissioni di gestione	86,4	89,2	89,8	91,0	75,9	89,3	88,4	80,7	88,1	85,6	68,6	84,4
Commissioni aggiuntive e altre commissioni	..	0,1	..	..	6,2	0,2	..	1,7	0,2	1,8	12,2	1,3
Commissioni di incentivazione	0,4	3,1	1,8	1,5	10,7	2,5	..	11,0	2,3	5,2	10,5	5,9
Provvigioni corrisposte ad altri intermediari	0,1	2,1	0,4	1,6	0,9	1,3	0,1	1,1	0,3	0,8	2,7	0,7
<i>Totale</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>

Fonte: Elaborazioni su dati di rendiconto. ¹ L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti.

Riquadro 5

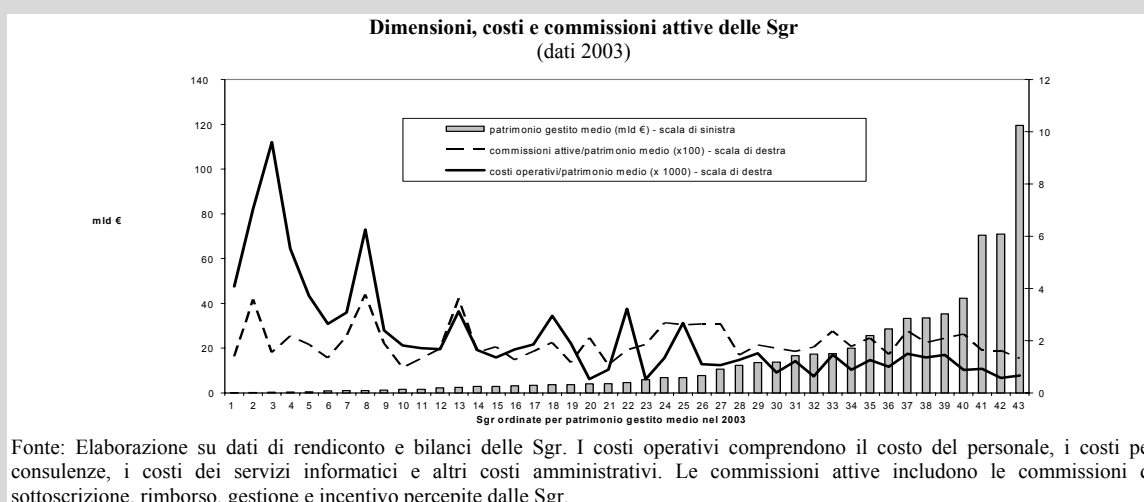
Costi operativi e struttura commissionale dei fondi comuni aperti italiani

La struttura dei costi dei fondi comuni aperti italiani è generalmente caratterizzata dalla presenza di una commissione una-tantum corrisposta in fase di sottoscrizione, una commissione di gestione liquidata annualmente dal fondo e, eventualmente, dalle commissioni di incentivazione.

Il complesso di tali commissioni è destinato a remunerare sia l'attività di gestione sia, tramite retrocessione di una quota parte delle stesse, i servizi di distribuzione/consulenza prestati dai collocatori dei fondi comuni di investimento.

Un'analisi basata sui dati di rendiconto dei fondi aperti al 31 dicembre 2003, per un campione di 43 Sgr, ha evidenziato che le commissioni di gestione costituiscono circa l'89 per cento del totale dei costi commissionali a carico dell'investitore e del fondo, seguite dalle commissioni di incentivazione (7 per cento) e dalle commissioni di sottoscrizione (4 per cento); è marginale il peso delle commissioni di rimborso.

La remunerazione dei soggetti distributori costituisce a sua volta in media oltre il 70 per cento del costo sostenuto direttamente e indirettamente dall'investitore in quote di fondi. In particolare, le commissioni di sottoscrizione e rimborso sono retrocesse interamente al collocatore, mentre le commissioni di gestione e di incentivazione sono retrocesse in media, rispettivamente, nella misura del 73 e del 50 per cento. Tali retrocessioni interessano in larga parte le reti distributive del gruppo di appartenenza della Sgr (prevalentemente, reti di sportelli bancari).



Utilizzando i dati contabili relativi all'anno 2003 delle Sgr considerate, sono stati presi in esame tre indici: il rapporto tra il totale dei costi operativi della Sgr (costo del personale, costi per consulenze, costi servizi informatici e altri costi amministrativi) e il patrimonio medio gestito da ciascuna Sgr; il rapporto tra il totale delle commissioni attive (sottoscrizione, rimborso, gestione e incentivo) percepite dalle Sgr e il relativo patrimonio complessivo gestito (Commissioni attive/Patrimonio medio); l'incidenza del totale delle commissioni passive (collocamento e mantenimento) liquidate dalle Sgr ai distributori sul totale delle commissioni attive percepite dalle Sgr.

Dall'andamento dei suddetti indici si possono trarre alcune indicazioni di carattere qualitativo.

In primo luogo, l'incidenza dei costi operativi sulla massa gestita sembra decrescere in modo più che proporzionale al crescere della massa gestita; ciò confermerebbe l'esistenza di economie di scala.

In secondo luogo, l'incidenza dei costi sostenuti dai sottoscrittori di fondi comuni sulla massa gestita (commissioni attive/massa gestita) appare indipendente dalle dimensioni del patrimonio gestito dalla singola Sgr, collocandosi attorno a un valore medio di poco inferiore al 2 per cento.

Infine, non emerge una relazione netta tra la quota di commissioni attive retrocesse alle reti di vendita e la dimensione della massa gestita (il peso delle commissioni retrocesse oscilla tra un valore minimo del 20 a un massimo del 100 per cento del totale delle commissioni attive); l'incidenza della remunerazione delle reti di vendita sembrerebbe dunque tendenzialmente indipendente dalla dimensione della massa gestita.

Struttura del mercato dei fondi immobiliari chiusi
(valori monetari in milioni di euro)

	Numero società di gestione	Numero fondi operativi	Patrimonio	Composizione delle attività ¹			
				Immobili e diritti reali	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 ³	11	22	5.525	75,2	3,2	12,8	8,8

Fonte: Assogestioni. 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.

Nel corso del 2004 è continuato lo sviluppo del mercato dei fondi comuni di investimento di tipo chiuso e, in particolare, dei fondi immobiliari, che investono prevalentemente in beni immobili, diritti reali immobiliari e partecipazioni in società immobiliari (Tav. III.5).

In particolare, nel periodo 2001 – primo semestre 2004, il patrimonio è più che raddoppiato, portandosi a oltre 5.500 milioni di euro circa. I dati di composizione del portafoglio mostrano che immobili e diritti reali immobiliari pesano per poco più del 75 per cento, le partecipazioni in società immobiliari per il 3 per cento circa, valori mobiliari e liquidità per il 13,4 per cento mentre il restante 8,8 per cento è riconducibile ad altre attività. Nel primo semestre del 2004, il totale degli acquisti di immobili per conto dei fondi è stato di circa 1.597 milioni di euro. Tali dati non si discostano in maniera significativa da quelli rilevati per i fondi immobiliari oggetto di sollecitazione al pubblico risparmio (Riquadro 6).

I servizi di investimento

Nel corso del 2004 il numero dei soggetti abilitati all'esercizio dei servizi di investimento è diminuito, confermando la tendenza già registrata negli anni precedenti (Tav. III.6). La riduzione riguarda, tuttavia, solo le Sim e le fiduciarie che hanno fatto registrare 21 cancellazioni dall'albo a fronte di 5 nuove iscrizioni (-12 per cento; Tav. aIII.5). Tale fenomeno risulta ascrivibile, da un lato, alla volontaria uscita dal mercato di soggetti marginali (8 casi), dall'altro, al processo di concentrazione delle Sim e delle fiduciarie in altre tipologie di intermediari operanti nel mercato mobiliare, caratterizzati da polifunzionalità (banche).

Con riferimento agli intermediari bancari autorizzati alla prestazione di servizi di investimento, si registra un'inversione di tendenza rispetto agli anni precedenti: il numero di soggetti abilitati ha infatti subito un incremento pari a circa l'1 per cento passando dai 710 del 2003 ai 716 del 2004.

Riquadro 6***I fondi immobiliari oggetto di sollecitazione al pubblico risparmio***

Al 31 dicembre del 2004, risultano istituiti 30 fondi immobiliari gestiti da 15 Sgr (di cui 10 specializzate esclusivamente nella gestione di fondi immobiliari). Dei 30 fondi immobiliari, 22 sono stati oggetto di sollecitazione all'investimento, mentre i rimanenti erano riservati (od offerti esclusivamente) a investitori qualificati.

Nel corso del 2004, sono stati ammessi a quotazione sul Mercato Telematico dei Fondi, gestito da Borsa Italiana Spa, 4 fondi immobiliari; il numero complessivo di fondi immobiliari quotati si è così portato a 15. La mediana della distribuzione del *market discount* (ossia del differenziale tra il prezzo di quotazione e il valore attuale netto delle quote), calcolato al 30 giugno 2004, è pari al 31,5 per cento. Tale dato non si discosta significativamente da quello rilevato al 30 giugno dell'anno precedente (quando i fondi quotati ammontavano a 8).

Al 30 giugno 2004, la leva finanziaria (pari al rapporto tra il totale delle passività e il valore complessivo netto del fondo) per i fondi immobiliari oggetto di sollecitazione è risultata pari a 1,26 rispetto a 1,13 dell'anno precedente.

Con particolare riferimento alla struttura patrimoniale dei fondi immobiliari ad apporto privato (oggetto di sollecitazione), la leva finanziaria è stata pari a 1,85 rispetto a 1,25 nel 2003.

Struttura patrimoniale dei fondi immobiliari oggetto di sollecitazione
(milioni di euro)

	2003 ¹	2004 ¹
Attivo		
Strumenti finanziari	551	646
Immobili e diritti reali immobiliari	2.644	3.907
Liquidità ²	165	200
Altre attività ³	265	343
<i>Totale</i>	<i>3.625</i>	<i>5.097</i>
Passivo		
Totale delle fonti di debito:	424	1.046
- finanziamenti ricevuti	325	818
- strumenti finanziari derivati	2	4
- debiti verso partecipanti	..	4
- altre passività	98	220
Valore complessivo netto del fondo	3.201	4.050
<i>Totale</i>	<i>3.625</i>	<i>5.097</i>

Fonte: Dati di rendiconto. ¹ I dati sono riferiti al primo semestre. ² Somma di liquidità e crediti per Pronti Contro Termine attivi. ³ Somma di crediti, depositi bancari, altri beni, altre attività.

Intermediari per servizi di investimento autorizzati

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Sim							
<i>Numero soggetti autorizzati</i>	191	183	171	162	158	131	115
Negoziazione per conto proprio	69	60	55	51	45	38	30
Negoziazione per conto terzi	72	65	60	62	60	49	41
Collocamento con preventiva sottoscrizione ¹	38	37	36	34	32	23	17
Collocamento senza preventiva sottoscrizione ¹	106	111	109	109	112	87	78
Gestione su base individuale	102	99	91	85	80	70	60
Ricezione e trasmissione di ordini e mediazione	80	75	79	93	89	74	63
Numero medio di servizi per soggetto	2,4	2,3	2,5	2,7	2,6	2,6	2,5
Banche							
<i>Numero soggetti autorizzati</i>	806	813	781	753	725	710	716
Negoziazione per conto proprio	569	607	587	576	558	544	552
Negoziazione per conto terzi	547	544	532	519	492	434	440
Collocamento con preventiva sottoscrizione ¹	240	276	276	276	266	264	273
Collocamento senza preventiva sottoscrizione ¹	585	737	726	712	691	679	684
Gestione su base individuale	220	256	253	250	240	241	248
Ricezione e trasmissione di ordini e mediazione	805	798	766	738	710	692	699
Numero medio di servizi per soggetto	3,7	4,0	4,0	4,1	4,1	4,0	4,0

Fonte: Consob e Banca d'Italia. ¹ Include collocamento con acquisto a fermo, ovvero assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente.

Nel corso del primo semestre del 2004, le commissioni attive derivanti dalla prestazione di servizi di investimento da parte di Sim e banche hanno mostrato, rispetto allo stesso periodo del 2003, un andamento difforme (Tav. III.7). In particolare, come si è già ricordato, per le Sim è perdurata la contrazione già rilevata in passato; per le banche invece si è registrato un incremento. Sono altresì cresciuti i proventi da gestione di patrimoni su base individuale da parte delle Sgr.

Per le Sim, le voci di ricavo che hanno subito la maggiore contrazione sono quelle

relative al collocamento (-56 per cento) e alla gestione di portafogli (-35 per cento); seguono quelle riferibili alla negoziazione titoli (-23 per cento) e alla raccolta ordini (-15 per cento). Gli introiti relativi all'offerta fuori sede sono, invece, più che triplicati.

Per le banche, i proventi derivanti dalla negoziazione titoli e dalla raccolta ordini mostrano i tassi di crescita maggiori (rispettivamente, +25 e +15 per cento); seguono i ricavi relativi all'offerta fuori sede (+13 per cento), alla gestione individuale di portafogli (+6 per cento) e al collocamento (+ 4 per cento circa).

Commissioni da servizi di investimento¹
(milioni di euro)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	I° sem. 2003 ²	I° sem. 2004 ²
Banche										
Negoziazione titoli	201	363	915	807	1.068	736	517	469	205	256
Collocamento	646	1.389	2.682	4.157	5.344	4.123	3.965	3.888	1.854	1.919
Gestione di patrimoni	358	559	851	1.236	1.189	1.093	1.041	972	443	469
Raccolta ordini	314	510	967	948	1.563	809	766	853	329	378
Offerta fuori sede	178	273	463	529	755	809	853	807	414	469
<i>Totale</i>	<i>1.697</i>	<i>3.094</i>	<i>5.878</i>	<i>7.677</i>	<i>9.919</i>	<i>7.570</i>	<i>7.143</i>	<i>6.988</i>	<i>3.245</i>	<i>3.490</i>
Sim										
Negoziazione titoli	283	407	654	581	925	551	640	469	137	105
Collocamento	107	86	149	229	409	258	372	340	93	41
Gestione di patrimoni	189	253	451	328	301	275	494	264	103	67
Raccolta ordini	29	40	67	395	253	196	216	199	47	40
Offerta fuori sede	582	804	1.113	980	1.133	460	310	444	53	152
<i>Totale</i>	<i>1.190</i>	<i>1.590</i>	<i>2.434</i>	<i>2.513</i>	<i>3.021</i>	<i>1.740</i>	<i>2.033</i>	<i>1.715</i>	<i>433</i>	<i>405</i>
Sgr										
Gestione di patrimoni ³	—	—	....	....	536	519	662	679	312	350
Banche, Sim e Sgr										
Negoziazione titoli	484	770	1.569	1.388	1.993	1.287	1.158	938	342	361
Collocamento	753	1.475	2.831	4.386	5.753	4.380	4.338	4.228	1.947	1.960
Gestione di patrimoni	547	812	1.302	1.564	2.026	1.887	2.198	1.915	858	886
Raccolta ordini	343	550	1.034	1.343	1.816	1.005	982	1.051	376	418
Offerta fuori sede	760	1.077	1.576	1.509	1.888	1.269	1.163	1.251	467	621
<i>Totale</i>	<i>2.887</i>	<i>4.684</i>	<i>8.312</i>	<i>10.190</i>	<i>13.476</i>	<i>9.828</i>	<i>9.839</i>	<i>9.383</i>	<i>3.990</i>	<i>4.245</i>

Fonte: Elaborazioni su dati Banca d'Italia. ¹ L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. ² I dati sono provvisori. ³ Dati relativi alle sole gestioni individuali.

La crescita degli introiti relativi alle gestioni individuali delle banche non riflette l'andamento della ripartizione del patrimonio per soggetto gestore rilevata nel corso del primo semestre del 2004. Analogamente a quanto emerso negli anni precedenti, infatti, la quota di patrimonio gestita dalle banche su base individuale è calata, passando dal 41 per cento circa a fine 2003 al 38 per cento circa al 30 giugno 2004 (Fig. III.5). Continua invece la crescita della quota di patrimonio gestita dalle Sgr

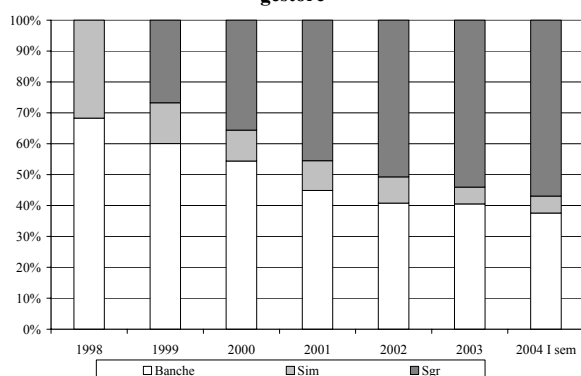
(passata dal 54 al 57 per cento), mentre risulta stabile la quota riferibile alle Sim (pari a circa il 5 per cento). Il patrimonio complessivo si è attestato ai 420 miliardi di euro, registrando così una crescita pari al 3 per cento rispetto alla fine del 2003.

Con riferimento alla composizione delle gestioni patrimoniali individuali di banche, Sim e Sgr non si rilevano variazioni di rilievo rispetto alla fine del 2003 (Tav. III.8). In particolare, rimane stabile attorno al 31 per cento la quota

investita in titoli di stato italiani, che si presenta tuttavia inferiore di 5 punti percentuali rispetto al valore rilevato a fine 2002. Risultano altrettanto stabili le quote riferibili alle obbligazioni e alle azioni italiane (che si attestano, rispettivamente, attorno al 12 e al 3 per cento) e alle quote di Oicr (pari al 41 per cento circa).

Fig. III.5

Gestioni individuali: ripartizione del patrimonio per soggetto gestore



Fonte: Elaborazioni su dati Banca d'Italia. Si veda la sezione note metodologiche.

Sussistono le differenze, già rilevate negli anni precedenti, circa le scelte di investimento di banche e Sim (Tav. aIII.5). Per le prime, infatti, si rileva un peso maggiore rispetto a quello delle seconde, di titoli di stato e quote di Oicr che alla fine del primo semestre 2004 risultava pari rispettivamente al 27 e al 48 per cento circa (a fronte del 17 e del 33 per cento circa registrato per le Sim). Si sono peraltro ridotte le differenze tra banche e Sgr. Il peso dei titoli di stato nel patrimonio gestito da queste ultime è infatti pari al 35 per cento circa, in linea con il dato a fine 2003 (37 per cento circa) ma in calo rispetto al valore a fine 2002 (quando si attestava attorno al 46 per cento); lo stesso fenomeno si osserva con riferimento alle quote di Oicr, che pesavano per il 35 per cento circa alla fine del primo semestre dello scorso anno (37 per cento alla fine dell'anno precedente a fronte del 27 per cento a fine 2002).

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

Tav. III.8

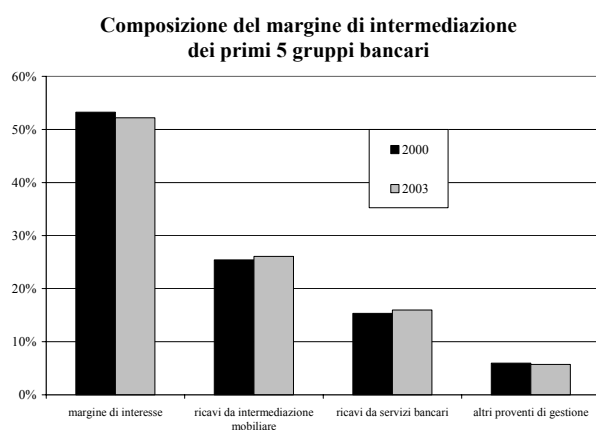
	Titoli di stato	Obbligazioni italiane	Obbligazioni estere	Azioni italiane	Azioni estere	Quote di Oicr	Liquidità e altri valori mobiliari	Totale
1997	55,1	5,9	7,2	5,5	1,6	17,9	6,8	100,0
1998	42,5	3,6	6,8	4,9	1,6	35,3	5,3	100,0
1999	30,2	3,9	5,9	5,7	2,7	46,8	4,8	100,0
2000	25,0	5,4	4,8	5,6	2,5	52,4	4,3	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	31,4	11,7	7,0	3,2	1,5	41,0	4,1	100,0
2004 ²	30,8	12,1	7,5	3,5	1,5	40,9	3,6	100,0

Fonte: Elaborazioni su dati Banca d'Italia. Si veda la sezione Note metodologiche. ¹ L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. ² I dati sono relativi al primo semestre.

L'attività di intermediazione mobiliare dei principali gruppi bancari

L'analisi della dinamica dei bilanci dei primi cinque gruppi bancari italiani fra il 2000 e il 2003 conferma il peso di rilievo ormai assunto dall'attività di intermediazione mobiliare delle banche sia per ciò che riguarda la generazione dei ricavi sia per ciò che riguarda la raccolta.

Fig. III.6



Fonte: Elaborazioni sui dati dei bilanci consolidati. Il margine di interesse include i dividendi e gli utili o perdite delle partecipazioni valutate al patrimonio netto. I ricavi da intermediazione mobiliare includono i profitti o perdite da operazioni finanziarie e le commissioni nette da 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 assicurativi). I ricavi da servizi bancari includono le commissioni nette per garanzie rilasciate, servizi di incasso e pagamento, esattorie e ricevitorie, commissioni nette su conti correnti, Bancomat, etc..

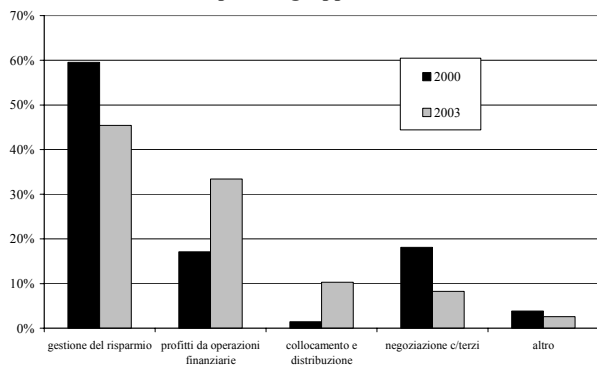
Sotto il primo profilo, la Fig. III.6 illustra la composizione percentuale del margine di intermediazione (cioè il totale dei ricavi netti) con riferimento alle diverse aree di generazione dei ricavi. Il margine di interesse, dato sostanzialmente dalla differenza fra interessi attivi e passivi, pesa per poco più della metà dei ricavi complessivi dei primi

cinque gruppi bancari, con una dinamica sostanzialmente invariata fra il 2000 e il 2003. Il peso dei ricavi generati dall'attività di intermediazione mobiliare risulta pure stabile intorno al 26 per cento. Gli altri ricavi sono invece rappresentati da commissioni nette per altri servizi di natura bancaria (incassi e pagamenti, crediti di firma, gestione di esattorie, etc.), che pesano per circa il 15 per cento dei ricavi netti totali, e da altri proventi di gestione (6 per cento circa).

Sebbene il peso dei ricavi riconducibili ad attività di intermediazione mobiliare risulti stabile intorno al 26 per cento circa del margine di intermediazione, fra il 2000 e il 2003 si è registrata una sensibile ricomposizione del contributo delle singole attività che concorrono a formare tale voce di ricavi.

In particolare, il peso dei ricavi netti da gestione del risparmio (gestioni individuali, collettive e ricavi netti da servizi di banca depositaria) si è ridotto dal 60 al 45 per cento circa, mentre è fortemente cresciuto il peso dei ricavi da operazioni finanziarie (plusvalenze derivanti dall'operatività in conto proprio su strumenti e prodotti finanziari e su valute), passato dal 17 al 33 per cento circa (Fig. III.7). In forte crescita risulta anche il peso dei ricavi netti da collocamento e distribuzione di titoli e prodotti finanziari, passato dall'1 al 10 per cento circa. Al contrario di quanto osservato per la negoziazione in conto proprio, il peso dei ricavi netti da attività di negoziazione in conto terzi (inclusa la raccolta ordini e la negoziazione di valute) si è fortemente ridotto, passando dal 18 all'8 per cento circa.

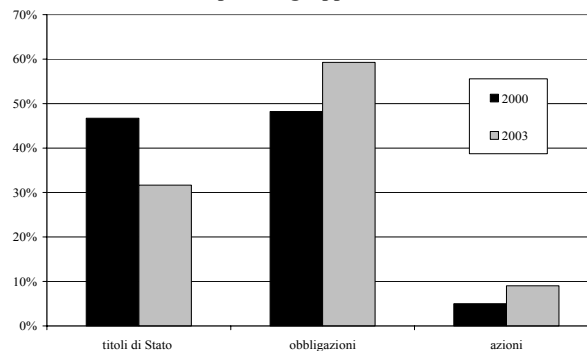
Fig. III.7
**Composizione dei ricavi da intermediazione mobiliare
 dei primi 5 gruppi bancari**



Fonte: Elaborazioni sui dati dei bilanci consolidati. I ricavi da gestione del risparmio comprendo 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 da collocamento di altri prodotti finanziari (inclusa l'offerta fuori sede). I ricavi da negoziazione in c/terzi includono le commissioni nette da negoziazione titoli e valute e le commissioni nette da raccolta ordini. Gli altri ricavi includono essenzialmente le commissioni nette da custodia e amministrazione titoli e da attività di consulenza.

L'importanza dei ricavi derivanti dall'operatività in conto proprio si è accompagnata tuttavia a una riduzione del peso dei titoli di proprietà (immobilizzati e non) sul totale dell'attivo. Complessivamente, il peso dei titoli di proprietà è sceso dal 17 al 12 per cento del totale dell'attivo; in particolare, il peso dei titoli immobilizzati è sceso dal 6 al 3 per cento del totale attivo, mentre il peso dei titoli non immobilizzati è sceso dall'11 al 9 per cento del totale attivo. Anche in valore assoluto, il portafoglio titoli di proprietà dei primi cinque gruppi bancari si è ridotto da 160 a 116 miliardi di euro (-27,5 per cento). Il portafoglio titoli di proprietà dei primi cinque gruppi bancari ha subito anche una forte ricomposizione per tipologia di strumenti finanziari. In particolare, il peso dei titoli di Stato è sceso dal 47 al 32 per cento circa, mentre il peso delle obbligazioni è salito dal 48 al 59 per cento circa e il peso delle azioni è pure salito dal 5 al 9 per cento circa (Fig. III.8).

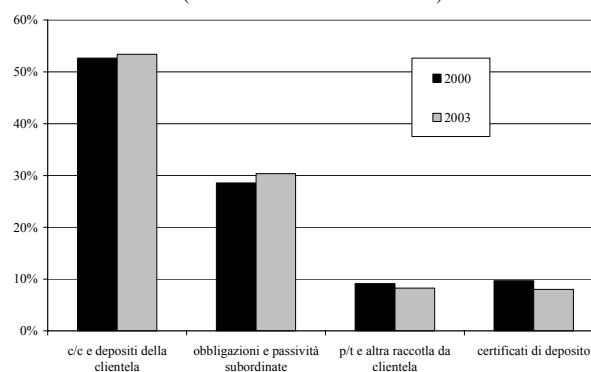
Fig. III.8
**Composizione del portafoglio titoli di proprietà
 dei primi 5 gruppi bancari**



Fonte: Elaborazioni sui dati dei bilanci consolidati.

Per ciò che riguarda invece la raccolta bancaria, si osserva un consolidamento dell'importanza della raccolta rappresentata da titoli sulla raccolta complessiva dalla clientela. Infatti, mentre il peso dei conti correnti e dei depositi è rimasto sostanzialmente invariato intorno al 53 per cento, il peso delle obbligazioni (incluse le passività subordinate) è cresciuto, fra il 2000 e il 2003, dal 28,6 al 30,4 per cento (Fig. III.9). Si è ridotta invece l'importanza dei certificati di deposito, passati dal 9,7 all'8 per cento circa, e della raccolta tramite pronti contro termine, passata dal 9,1 all'8,3 per cento.

Fig. III.9
**Composizione della raccolta dei primi 5 gruppi bancari
 (esclusa la raccolta da banche)**



Fonte: Elaborazioni sui dati dei bilanci consolidati.

L'attività della Consob

IV. LA VIGILANZA SULLE SOCIETÀ

L'informativa societaria

Nel corso del 2004 la vigilanza sull'informativa societaria è stata molto intensa. Rispetto al 2003, si è fortemente ridotta l'esigenza di richiesta di dati e notizie

agli esponenti aziendali. La Commissione ha inviato circa 120 richieste di informazione, contro le quasi 500 del 2003 (Tav. IV.1 e aIV.1); tali richieste erano legate per altro a un numero molto limitato di casi (in particolare, Cirio, Parmalat e Giacomelli).

Tav. IV.1

Vigilanza sull'informativa societaria, gli assetti proprietari e gli studi

Tipologia di interventi	2002	2003	2004
<i>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	36	82	51
Richieste di dati e informazioni	100	317	43
Richieste di conferma di partecipazioni rilevanti	23	49	21
Richieste di notizie per l'individuazione dei responsabili di adempimenti informativi per i quali viene contestata una violazione	52	31	12
<i>Totale</i>	<i>211</i>	<i>489</i>	<i>127</i>
Richieste di informazioni a soci partecipanti ex art. 115, comma 3, del Tuf	31	33	39
Ispezioni	2	4	2
<i>Richieste di pubblicazioni di dati e notizie ex art. 114, comma 3, del Tuf</i>			
Integrazioni di notizie da fornire in assemblea	69	18	15
Integrazioni a documenti contabili periodici	1	--	14
Informazioni da fornire al mercato (comunicati stampa)	25	46	82
Informazioni periodiche mensili	9	6	8
Integrazioni di documenti di fusione	2	1	1
Integrazioni di documenti Opa	3	4	4
<i>Totale</i>	<i>109</i>	<i>75</i>	<i>124</i>
Esoneri della pubblicazione di dati e notizie ex art. 114, comma 4, del Tuf	5	10	11
Richieste di pubblicazione immediata di studi in presenza di rumors	3	10	3
Segnalazioni al tribunale ex art. 2409 c.c.	1	--	--
Lettere di richiamo	3	3	--
Impugnative di bilancio	--	4	4

È sensibilmente aumentato il numero di casi in cui la Commissione è intervenuta con richieste formali di pubblicazione di dati e notizie (da circa 70 nel 2003 a oltre 120 nel 2004). È rimasto pure relativamente elevato,

anche in virtù della particolare rilevanza del provvedimento, il numero di impugnative di bilancio (quattro, come nel 2003; si veda anche il successivo paragrafo “*L'informativa contabile*”).

Per ciò che riguarda le richieste di pubblicazione di dati e notizie, gli interventi più importanti sono stati motivati dalla necessità di rendere più completa l'informazione contabile e sull'andamento delle singole situazioni societarie anche attraverso la diffusione al mercato di appositi comunicati stampa con cadenza mensile. In altri casi la Commissione è intervenuta richiedendo agli amministratori di integrare l'informativa per gli azionisti, in occasione di assemblee ordinarie e/o straordinarie, con informazioni aggiuntive in ordine a specifiche operazioni.

Nel corso del 2004, sono state effettuate anche numerose richieste di informazioni per le vie brevi nei confronti degli emittenti quotati nei mercati regolamentati e dei soggetti controllanti. In particolare, è stato richiesto di verificare la necessità di diffondere commenti a indiscrezioni di stampa, anche in presenza di andamenti anomali delle quotazioni di borsa dei titoli, e di diffondere comunicati stampa a integrazione di comunicati già diffusi, ma giudicati incompleti.

Anche la vigilanza sugli studi relativi a emittenti quotati è stata particolarmente attenta. La Commissione in 3 casi è dovuta intervenire per richiedere la diffusione immediata al pubblico di studi in presenza di indiscrezioni sul loro contenuto accompagnate da sensibili variazioni dei prezzi dei titoli oggetto degli studi stessi.

In termini generali, l'analisi dei dati sugli studi su emittenti quotati italiani rivela la perdurante preponderanza degli studi che contengono una raccomandazione di acquisto (buy), pari al 53 per cento del totale, rispetto a quelli con raccomandazioni di vendita (sell), pari a solo il 6,2 per cento del totale (Tav. aIV.2). Nel corso del 2004, così come già rilevato nel 2003, il numero di società oggetto di studi è aumentato, ma

circa un terzo delle società sono oggetto di meno di 5 studi all'anno, mentre il 9 per cento circa è oggetto di più di 50 studi all'anno (Tav. aIV.3).

La Commissione, sin dalla fine del 2002, ha assoggettato un certo numero di emittenti quotati, che non avevano ricevuto un giudizio positivo dalla società di revisione sulla relazione semestrale e/o sul bilancio di esercizio, o che versavano in situazioni di difficoltà finanziaria/patrimoniale, alla diffusione, con cadenza mensile, di un comunicato stampa riportante aggiornamenti sull'andamento economico-finanziario (fatturato e posizione finanziaria netta), su aspetti specifici relativi a singole problematiche societarie, sull'avanzamento di eventuali piani di ristrutturazioni in essere, etc.

Alla fine del 2003, gli emittenti assoggettati a tale obbligo erano 15, di cui 5 con azioni negoziate al Nuovo Mercato. Durante il 2004, 5 società delle suddette 15, di cui 2 del Nuovo Mercato, sono state revocate dal listino e, di conseguenza, escluse dagli obblighi di comunicazione mensile; mentre una società quotata al Mercato Telematico Azionario (MTA) di Borsa Italiana, è stata esclusa dagli obblighi di comunicazione mensile, in quanto la situazione economica, patrimoniale e finanziaria è ritornata in equilibrio e la società di revisione ha espresso giudizi positivi sulle situazioni contabili periodiche. Infine, 12 nuovi emittenti sono stati assoggettati all'obbligo di comunicazione mensile, di cui 3 negoziati sul mercato Expandi (ex Mercato Ristretto) e uno negoziato al Nuovo Mercato. Di conseguenza, alla fine del 2004, risultano assoggettati al suddetto obbligo 21 emittenti, di cui 14 negoziati sull'MTA, 3 sul mercato Expandi e 4 al Nuovo Mercato.

La Commissione ha svolto un'azione di vigilanza specifica sull'informativa relativa a operazioni con parti correlate effettuate dalle società quotate o da società del medesimo gruppo. Infatti, a partire dal 2003, cioè a seguito dell'entrata in vigore dell'art. 71-bis del regolamento in materia di emittenti, le operazioni con parti correlate sono state

oggetto di specifica *disclosure* nei confronti del pubblico e della Consob.

Nel corso del 2004 sono stati diffusi 9 documenti informativi e 9 comunicati stampa relativi a operazioni con parti correlate (Tav. IV.2). I documenti hanno riguardato prevalentemente operazioni infra-gruppo di cessione di immobili, rami d'azienda e siti produttivi.

Tav. IV.2

Operazioni con parti correlate comunicate al mercato da società quotate nel 2004

Società	Tipologia di operazione	Controparti dell'operazione
Documenti informativi		
Acqua Marcia	Operazioni di finanziamento (due casi)	Società dello stesso gruppo
Aedes	Cessioni immobili	Società quotate e sua partecipata
Banca Profilo	Cessioni immobili	Società controllata e società partecipata (controllata dal Presidente del CdA)
Cairo Communication	Trasformazione in Spa e aumento di capitale	Società quotata e sua controllata
Gruppo Coin	Conferimento di ramo d'azienda	Società quotata e sua controllata
It Holding	Cessione partecipazione	Società quotata e sua controllata
Sadi	Cessione sito produttivo	Società quotata e società collegata
Indesit Company (ex Merloni)	Garanzia su prestito obbligazionario	Società quotata e sua controllata
Comunicati stampa		
Banca Popolare Verona e Novara	Accentramento rami d'azienda	Varie società del gruppo
Inferentia Fullsix	Cessione di partecipazione	Società quotata e azionista di riferimento della quotata
Innotech	Conferimento di partecipazione a fronte di aumento di capitale	Società quotata e società controllata dall'amministratore delegato della quotata
Ipi	Cessione partecipazione	Società quotata e società controllata dal controllante della quotata
Sicc	Cessione immobile	Società quotata e società dell'azionista di controllo della quotata
Snia	Cessione immobili	Società quotata e sua controllata
Unicredit	Acquisto immobili	Società dello stesso gruppo
Unipol	Operazioni di fusione e incorporazioni (due casi)	Varie società del gruppo

Le operazioni rese note al mercato tramite comunicati stampa hanno riguardato pure con una certa frequenza la cessione di asset immobiliari e hanno coinvolto in alcuni casi società appartenenti agli azionisti di riferimento o controllanti le quotate. Tra queste si segnalano, ad esempio, le

cessioni di partecipazioni da parte di una quotata a una società azionista di riferimento della stessa, ovvero da parte di una società appartenente all'azionista di controllo a una società del gruppo della quotata.

Per ciò che riguarda la vigilanza sulla diffusione al pubblico di informazioni sui possessi azionari, la Commissione è intervenuta in 21 casi richiedendo la conferma di comunicazioni su partecipazioni rilevanti (49 casi nel 2003).

Nel corso del 2004 sono state effettuate 1.100 dichiarazioni relative a partecipazioni in società quotate (Tav. aIV.4), delle quali circa l'80 per cento hanno riguardato società quotate nel Mercato Telematico Azionario e circa il 20 per cento società quotate nel Nuovo Mercato o nel Mercato Expandi. Si tratta di un valore sostanzialmente pari a quello del 2003 e lievemente superiore a quello medio dei precedenti 5 anni.

Le dichiarazioni hanno riguardato per il 29 per cento dei casi il superamento della soglia del 2 per cento del capitale, per il 25 per cento la riduzione entro tale soglia e per il 46 per cento la variazione di partecipazioni rilevanti già detenute, di cui il 16 per cento ha riguardato comunicazioni relative a variazioni nel titolo del possesso o nella catena partecipativa.

Per quanto riguarda le dichiarazioni effettuate da investitori istituzionali nel corso del 2004, si riscontra anche in questo caso una situazione invariata rispetto all'anno precedente: infatti, il peso sul totale è aumentato solamente dal 17 per cento al 18 per cento. La maggior parte delle dichiarazioni degli investitori istituzionali proviene da soggetti esteri (circa $\frac{3}{4}$ del totale). La tipologia di soggetto dichiarante più dinamica è stata quella delle società di capitali che hanno effettuato circa il 40 per cento del totale delle operazioni dichiarate, seguita dalle persone fisiche che ne hanno effettuato il 25 per cento e dalle banche con il 17 per cento.

Nel corso del 2004 sono state inoltre effettuate 5 dichiarazioni relative all'acquisizione

o cessione di partecipazioni potenziali relative a 4 società quotate.

Sempre in tema di informativa societaria, la Consob è intervenuta approvando le modifiche alle Istruzioni al Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana Spa, concernenti il contenuto minimo dei comunicati stampa relativi ai fatti rilevanti. Infatti, la definizione e la standardizzazione del contenuto minimo dei comunicati, oltre a contribuire a una più chiara e precisa informazione al pubblico, rende più efficace l'attività di vigilanza della Consob sull'informazione *price sensitive*.

Le modifiche, approvate da Borsa Italiana in attuazione di quanto previsto dall'art. 67 del Regolamento Consob in materia di emittenti, dall'art. 2.6.5 del Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana Spa e dell'art. 2.6.6 del Regolamento del Nuovo Mercato, sono racchiuse in 12 articoli; i primi due hanno carattere generale per ogni tipologia di informazione price sensitive e concernono "Criteri generali e Modalità di rappresentazione dei comunicati" con particolare riferimento alle parti di cui si compone un comunicato (titolo-sommario-testo-contatti societari); i rimanenti 10 disciplinano, invece, gli elementi di informazione dei comunicati stampa inerenti gli eventi che più di frequente sono oggetto di informazione al mercato da parte delle società.

L'adozione di nuovi strumenti informatici come il Network Information System (NIS) da parte degli emittenti per la diffusione delle informazioni finanziarie, ha determinato un sensibile incremento del numero di notizie diffuse dalle agenzie di stampa; si è riscontrato, inoltre, che le informazioni diffuse dalle agenzie di stampa, grazie all'accesso al medesimo NIS, replicano sostanzialmente il contenuto dei comunicati

stampa diffusi dagli emittenti. Tale circostanza ha reso quindi necessaria l'adozione di norme per una più omogenea redazione dei comunicati stampa da parte degli emittenti.

L'azione di vigilanza della Consob si è estesa, come previsto dalle norme del Tuf, anche agli emittenti i cui strumenti finanziari, ancorché non ammessi alle negoziazioni in mercati regolamentati, sono diffusi in misura rilevante fra il pubblico.

La disciplina degli emittenti titoli diffusi ha conosciuto, negli ultimi anni, significative innovazioni che hanno interessato, fra l'altro, i criteri stessi per la loro individuazione. La Consob, nel dicembre 2003, aveva infatti modificato, alla luce della nuova disciplina del diritto societario, i criteri per l'individuazione degli emittenti azioni diffuse, prevedendo nuovi requisiti qualitativi e modificando quelli quantitativi già esistenti. Erano rimasti immutati, invece, i criteri per individuare gli emittenti obbligazioni diffuse.

Nell'introdurre i nuovi requisiti, la Commissione aveva stabilito che gli emittenti già inclusi nell'elenco, nonché quelli non iscritti ma risultanti in possesso dei requisiti previsti precedentemente al dicembre 2003, dovessero comunicare, entro sei mesi dalla predetta data, il possesso dei nuovi requisiti. La Consob ha valutato le comunicazioni inviate dalle società entro il termine stabilito e, nel luglio 2004, ha provveduto al consueto aggiornamento semestrale dell'elenco degli emittenti strumenti finanziari diffusi.

La maggiore selettività dei nuovi requisiti ha determinato una notevole riduzione del numero degli emittenti diffusi sottoposti alla vigilanza della Consob, passati da circa 160 a 90 (Tav. IV.3). Tali emittenti sono prevalentemente banche (68

emittenti su 90), e in particolare banche popolari e casse di risparmio.

Tav. IV.3

Emittenti con strumenti finanziari diffusi
(situazione al 31 luglio 2004)

Tipologia di strumenti finanziari	Numero emittenti
Azioni ordinarie	71
Azioni ordinarie e obbligazioni convertibili	10
Azioni di partecipazione cooperativa	3
Azioni ordinarie privilegiate	2
Azioni ordinarie e di risparmio	1
Azioni privilegiate	1
Obbligazioni convertibili	1
Obbligazioni non convertibili	1
<i>Totale</i>	<i>90</i>

Fonte: Consob.

L'inclusione delle società nell'elenco degli emittenti strumenti finanziari diffusi determina l'assoggettamento agli obblighi informativi, assimilabili a quelli degli emittenti quotati, nei confronti del mercato e della Consob, come disposto dall'art. 116 del Tuf. Tale disposizione garantisce che la negoziazione dei titoli di dette società, anche attraverso sistemi di scambi organizzati, possa avvenire in presenza di un contesto informativo idoneo a garantire la formulazione da parte del pubblico di consapevoli decisioni di investimento.

L'informativa nell'appello al pubblico risparmio e nelle operazioni di finanza straordinaria

Nel corso del 2004 la Commissione ha rilasciato il nulla osta alla pubblicazione di circa 430 prospetti informativi, di cui circa 370 relativi a Oicr e fondi pensione aperti (Tav. IV.4). La Consob ha, inoltre, esaminato oltre 500 relazioni illustrative relative a

modifiche statutarie, aumenti di capitale, fusioni e scissioni e altre operazioni straordinarie poste in essere da emittenti quotati.

Nel corso del 2004 la Consob ha rilasciato il nulla osta alla pubblicazione di 7 prospetti informativi e di quotazione di azioni sul mercato Mta gestito da Borsa Italiana.

Tav. IV.4

Attività di vigilanza Consob in materia di sollecitazione, ammissione a quotazione e operazioni di finanza straordinaria

Tipologia	2002	2003	2004
Numero di prospetti informativi relativi a:			
Ammissione a quotazione di titoli azionari ¹	14	14	7
di cui tramite offerta	6	4	7
Prestiti obbligazionari	21 ²	28	4
di cui sola ammissione a quotazione ³	16 ³	24	1
Emissione di covered warrants ⁴	102	26	17
Ammissione a quotazione di warrants	6	8	--
Altre offerte relative a titoli quotati ⁵	1	1	1
Offerte di titoli non quotati di emittenti italiani ⁶	3	2	5
Offerte ai dipendenti ⁷	39	35	28
Offerte in opzione ai soci ⁸	23	10	2
Offerte di emittenti esteri	13	3	--
di cui riconoscimento di prospetti esteri	13	3	--
di cui offerte pubbliche paneuropee	--	--	--
Oicr e fondi pensione ⁹	520	268	374
<i>Totale</i>	742	422	438
Numero di relazioni illustrative relative a operazioni di finanza straordinaria:			
Fusioni	43	44	34
Scissioni	6	10	5
Aumenti di capitale sociale ¹⁰	58	66	68
Acquisto/alienazione azioni proprie	78	93	90
Modifiche statutarie	81	85	302
Conversione azioni	1	3	4
Emissioni obbligazioni	5	9	7
Riduzione capitale sociale	8	13	14
<i>Totale</i> ¹¹	254	323	524

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. 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.

In un caso (TeamSystem), tuttavia, l'offerta di vendita e sottoscrizione di azioni finalizzata alla quotazione è stata ritirata, non essendo stato concluso l'accordo di collocamento e garanzia relativo al collocamento istituzionale.

Nell'avviso in cui è stato informato il mercato del ritiro dell'offerta, in conformità a quanto previsto nel prospetto informativo, la società ha precisato che la decisione è maturata in considerazione del fatto che la valorizzazione della società sulla base dei parametri ricavabili dall'offerta, in termini di domanda e di indicazioni di prezzo, non era in linea con le aspettative di prezzo ricavabili da una vendita privata della società stessa.

L'istruttoria che ha condotto al rilascio del nulla osta alla pubblicazione del prospetto di Terna ha presentato alcuni profili di criticità legati al particolare quadro normativo di riferimento del settore in cui l'emittente opera.

Terna è il principale proprietario in Italia di infrastrutture elettriche costituenti la rete di trasmissione nazionale ed è stata costituita dall'Enel in attuazione di quanto previsto dal D.Lgs. 79/1999, mediante conferimento del ramo di azienda relativo all'esercizio dei diritti di proprietà di tutta la rete di trasmissione dell'energia elettrica che in quel momento era di proprietà della stessa Enel.

L'assetto normativo che regolava l'attività di Terna, modellato dal decreto del 1999, è stato successivamente modificato dall'emanazione del D.L. n. 239 del 29.8.2003, convertito, con modificazioni, nella legge n. 290 del 27.10.2003. Il futuro assetto del sistema è stato delegato, nel rispetto dei principi generali espressi nel citato decreto-legge, a un successivo provvedimento da emanare da parte del Presidente del Consiglio dei

Ministri. Tale provvedimento è stato emanato nel corso dell'istruttoria. La nuova disciplina prevede l'unificazione fra Terna e il soggetto gestore della stessa, con relativo trasferimento di beni, rapporti, attività, e la graduale aggregazione in Terna delle residue porzioni di rete elettrica nazionale. Inoltre sono previsti gli adeguamenti statuari e di corporate governance necessari per consentire al nuovo soggetto di svolgere tutti i compiti a esso affidati dalla legge. L'istruttoria ha quindi dovuto tener conto dei mutamenti in atto a livello di regolamentazione del settore affinché fossero adeguatamente descritti nel prospetto informativo.

Nel 2004 la Commissione è stata chiamata a rilasciare il nulla osta alla pubblicazione di un prospetto di quotazione relativo a un prestito obbligazionario convertibile in azioni AEM del Comune di Milano.

Nel corso di questa istruttoria, particolare rilievo ha assunto il contenzioso in essere tra il Comune di Milano e alcune associazioni di consumatori e di azionisti di AEM relativo alle impugnative di due delibere del Consiglio Comunale di Milano. Tali delibere hanno riguardato l'approvazione da parte del Consiglio Comunale dell'emissione del citato prestito obbligazionario e l'approvazione di alcune modifiche statuarie introdotte nello statuto di AEM, tra cui il sistema di nomina diretta, da parte del Comune di Milano, di un numero di amministratori non superiore a un quarto del numero complessivo degli amministratori da eleggere, ex art. 2449 c.c., e l'elezione dei restanti membri del consiglio di amministrazione di AEM tramite il voto di lista. Per effetto di tali previsioni statuarie, il Comune di Milano manterrà il diritto di nominare la maggioranza assoluta degli amministratori di AEM, anche a seguito della perdita del controllo di diritto della società municipalizzata. A seguito di un complesso iter

giudiziale, nel settembre 2004 il TAR della Lombardia ha sospeso il procedimento tra le parti chiedendo alla Corte di Giustizia Europea di pronunciarsi, in via interpretativa, sulla compatibilità dell'art. 2449 c. c. con l'art. 56 del Trattato UE.

L'intervento in sede istruttoria è stato quindi rivolto soprattutto a garantire una adeguata informativa nel prospetto sui possibili scenari che si potranno verificare (i) nell'ipotesi in cui la Corte di Giustizia Europea dovesse ritenere l'art. 2449 c. c. incompatibile con la normativa comunitaria e, (ii) conseguentemente, il TAR della Lombardia emanasse una sentenza esecutiva di annullamento della delibera di emissione del prestito obbligazionario nella parte in cui è stata deliberata l'emissione del prestito, nonché l'annullamento di tutti gli atti consequenziali all'operazione di emissione.

Al riguardo, sono state inserite nel regolamento del prestito obbligazionario e nel prospetto informativo disposizioni volte a disciplinare specificamente gli effetti della sentenza nei rapporti tra il Comune di Milano e gli obbligazionisti convertibili. Nel corso dell'istruttoria è stato infine richiesto di garantire una adeguata informativa, nella parte relativa alla struttura dell'offerta, sul trattamento preferenziale previsto, in sede di riparto, a favore dei cittadini milanesi rispetto al pubblico indistinto. Tale trattamento ha formato oggetto nel 2004 di una specifica richiesta di parere da parte del Comune di Milano. La Consob, nel confermare l'orientamento già espresso nella comunicazione n. DEM/67661 del 13.9.2000, ha rilevato che, nel caso di specie, non si rinvenivano elementi ostativi circa l'utilizzo, in sede di riparto, di un criterio preferenziale in base al quale si fosse proceduto

dapprima a soddisfare le richieste presentate in sede di offerta dai cittadini milanesi e, successivamente, ove l'offerta pubblica fosse risultata ancora capiente, al pubblico indistinto, purché ciò fosse avvenuto nel rispetto del principio di parità di trattamento nell'ambito dei soggetti aderenti e appartenenti alla medesima categoria e le relative modalità fossero state descritte in modo esaustivo nel prospetto informativo.

Fra le altre operazioni di rilievo relative a emittenti quotati, si segnala il rilascio del nulla osta alla pubblicazione di un prospetto informativo relativo all'offerta in opzione ai soci di azioni ordinarie emesse da Telecom Italia Media.

L'operazione in questione, pur configurando una sollecitazione non subordinata, ai sensi dell'art. 33, comma 2, lett. a) del regolamento Consob in materia di emittenti, al rilascio del nulla osta Consob, è stata oggetto di istruttoria su richiesta della società, al fine di attivare la procedura di riconoscimento del prospetto all'estero ai sensi dell'art. 94, comma 4 del Tuf.

Per ciò che riguarda la vigilanza sulle offerte pubbliche di acquisto, nel 2004 la Consob ha rilasciato il nulla osta alla pubblicazione di documenti informativi relativi a 28 operazioni, di cui 7 relative a obbligazioni e 2 relative ad azioni non quotate (Tav. IV.5).

Con particolare riguardo alle Opa aventi ad oggetto obbligazioni, nel corso del 2004 si sono svolte due operazioni di ristrutturazione di prestiti obbligazionari, mediante modifica, tra l'altro, delle relative condizioni (interessi e scadenze).

**Strumenti finanziari oggetto di offerte pubbliche di acquisto e/o di scambio
per cui è stato concesso il nulla osta nel 2004**

	Su azioni quotate			Su obbligazioni	Su azioni non quotate	Totale
	Ordinarie	Risparmio	Privilegiate			
Volontarie	4	1	--	7	2	14
Preventive	--	--	--	--	--	--
Successive	10	--	--	--	--	10
Residuali	3	--	--	--	--	3
Su azioni proprie	1	--	--	--	--	1
<i>Totale</i>	<i>18</i>	<i>1</i>	<i>--</i>	<i>7</i>	<i>2</i>	<i>28</i>

Fonte: Archivio Consob su documenti di offerta.

Si tratta dei prestiti obbligazionari emessi da due controllate estere di società italiane, rispettivamente dalla Italtractor ITM S.A. e dalla Fantuzzi Finance S.A. Le modifiche alle obbligazioni esistenti sono state sottoposte all'approvazione degli obbligazionisti appositamente convocati in assemblea, le cui deliberazioni dovevano essere adottate con quorum costitutivi e deliberativi qualificati. In caso di approvazione delle delibere assembleari le società emittenti riconoscevano altresì il pagamento immediato di una somma in denaro, la cosiddetta "consent fee", agli obbligazionisti che votassero favorevolmente alle modifiche proposte.

Le suddette operazioni sono state considerate riconducibili a offerte pubbliche di acquisto e scambio, in quanto la convocazione degli obbligazionisti in assemblea (in numero superiore a 200) e la relativa proposta di modifica dei tassi di interesse e delle scadenze del prestito si sostanziava in un'offerta di scambio, come definita dall'art. 1, comma 1, lett. v) del Tuf. L'invito a modificare le condizioni del prestito in termini di durata e di tassi di interessi, configura, infatti, una nuova proposta di investimento in sostituzione della precedente. Ciò comporta una nuova scelta da parte dell'obbligazionista e realizza i

presupposti di un'offerta sottoposta alla disciplina di cui agli artt. 102 e ss. del Tuf.

Sempre con riferimento alle offerte aventi ad oggetto obbligazioni, nel dicembre 2004, la Commissione ha concesso il nulla osta alla pubblicazione del prospetto informativo relativo all'offerta pubblica di scambio promossa dalla Repubblica Argentina, avente ad oggetto proprie obbligazioni in stato di *default*, in cambio di obbligazioni di nuova emissione.

L'offerta, che ha avuto luogo nei primi mesi del 2005, fa parte di un più vasto "Invito Globale" che comprende altre offerte effettuate ad analoghe condizioni in altri Paesi (Argentina, Stati Uniti, Germania, Lussemburgo, Paesi Bassi e Spagna), al fine di realizzare il piano di ristrutturazione del debito annunciato dalla Repubblica Argentina il 1° giugno 2004. A fronte delle obbligazioni esistenti, la Repubblica Argentina ha offerto nuove obbligazioni denominate Par, Quasi-Par e Discount, aventi scadenze che vanno dal 2033 al 2035, nonché "titoli PIL", che attribuiscono il diritto a ricevere una somma in denaro in relazione all'andamento del PIL argentino. I titoli oggetto dello scambio, che appartengono a oltre

170 serie di obbligazioni, ammontano complessivamente a 81,8 miliardi di dollari, di cui 79,7 miliardi di dollari di capitale non rimborsato e 2,1 miliardi di dollari a titolo di interessi.

Nel corso del 2004, infine, la Consob ha risposto a un quesito relativo all'applicabilità dell'esenzione prevista dall'art. 49, comma 1, lett. b) del Regolamento Emittenti, a una operazione di sottoscrizione di un aumento di capitale di una società quotata in crisi. Nella fattispecie la Consob ha riscontrato la sussistenza di tutti i presupposti per il riconoscimento dell'esenzione.

L'informativa in sede assembleare

Nel 2004 la Consob è intervenuta in diverse occasioni per richiedere alle società quotate di integrare l'informativa resa agli azionisti in sede assembleare. Tali richieste vengono generalmente formulate in occasione dell'assemblea di bilancio, in modo da offrire agli azionisti, e in generale al mercato attraverso il comunicato stampa successivo all'assemblea, elementi ulteriori per assumere consapevolmente le decisioni relative all'approvazione del documento contabile annuale.

In un caso, sono state richieste informazioni in merito a un prestito obbligazionario emesso dalla società e ad alcune operazioni su strumenti derivati che, per caratteristiche, numero e perdite potenziali, potevano rappresentare un elemento di tensione finanziaria significativo per l'emittente.

In un altro caso, a una società per la quale erano già stati attivati gli obblighi di informativa mensile, è stato richiesto di integrare l'informativa da rendere in assemblea di bilancio, fornendo chiarimenti sul nuovo piano operativo in via di

predisposizione dai nuovi amministratori per far fronte alla situazione di grave crisi in cui versava la società, con particolare riferimento agli obiettivi da conseguire e ai tempi di realizzazione, nonché alla problematica della continuità aziendale in caso di mancata approvazione del piano in questione. Inoltre, nell'immediato, è stato richiesto agli amministratori di illustrare le misure in concreto adottate per far fronte alle scadenze finanziarie in atto, con particolare riferimento alle prossime scadenze di prestiti obbligazionari della società e di sue controllate.

In altri quattro casi, le informazioni che si è richiesto di fornire durante i lavori assembleari hanno costituito anche oggetto di aggiornamento sulla base degli obblighi informativi mensili imposti alle stesse società a partire dal mese successivo.

Più complessa è stata invece la vicenda che ha riguardato un altro emittente quotato (Enertad), al quale è stato innanzitutto richiesto di integrare le informazioni contenute nella quarta relazione trimestrale in merito ai rapporti con parti correlate, con particolare riferimento alla natura, composizione e durata dell'esposizione nei confronti della società controllante e delle altre parti correlate. Successivamente, in occasione della diffusione di un prospetto informativo relativo a un'operazione di aumento di capitale in opzione ai soci (operazione per la quale il Regolamento Emittenti non prevede nulla osta alla pubblicazione del prospetto da parte della Consob) si è richiesto alla società di fornire, durante la concomitante assemblea di bilancio, alcune delle informazioni rese nel prospetto, in particolare con riferimento alla natura e durata dei finanziamenti concessi dalla società alla sua controllante e alla destinazione degli stessi; all'indicazione dei tempi e delle modalità previste per il rientro dei finanziamenti medesimi; alla descrizione del sistema di tesoreria accentrata di gruppo di cui la

società si avvale; alla destinazione delle risorse raccolte con l'aumento di capitale e alla motivazione che ha indotto la società a promuovere la raccolta di risorse finanziarie pur in presenza di un rilevante credito verso la società controllante apportato nell'ambito del contratto di gestione della tesoreria.

La Commissione è inoltre intervenuta, esercitando i poteri di cui all'art. 114, comma 3 del Tuf, per richiedere a un emittente quotato (Aedes) di fornire ulteriori elementi in sede assembleare.

A tale ultimo riguardo, la Commissione ha richiesto alla società quotata di integrare l'informativa predisposta per l'assemblea di approvazione del bilancio con le considerazioni degli amministratori in ordine a una segnalazione, ex art. 155, comma 2, del Tuf, effettuata dalla società di revisione PricewaterhouseCoopers Spa alla Consob, al collegio sindacale e per conoscenza al consiglio di amministrazione, in merito a una specifica operazione, posta in essere dalla società e da una sua controllata. La Commissione ha altresì invitato il collegio sindacale a formulare nella medesima assemblea di bilancio le proprie considerazioni sulla specifica materia.

In particolare, con la suddetta segnalazione, la società di revisione, pur avendo espresso un parere positivo sul bilancio di esercizio e consolidato della società in questione, ha evidenziato, a seguito delle verifiche svolte, alcune criticità circa il trattamento contabile della citata operazione e circa l'opportunità di tale operazione nell'ambito di una corretta gestione aziendale.

In altre occasioni la richiesta di informativa ha riguardato, invece, assemblee straordinarie.

In un caso (Finarte-Semenzato) la Commissione è intervenuta in occasione dell'assemblea convocata per la fine di gennaio 2004 dal consiglio di amministrazione, ai sensi dell'art. 2446 c.c., per esaminare la situazione patrimoniale aggiornata al 30 settembre 2003 e deliberare la riduzione per perdite e il contestuale aumento del capitale.

In particolare, è stato richiesto alla società di informare gli azionisti in merito ai lavori effettuati dai revisori sulla situazione al 30 settembre e alle considerazioni da essi svolte sul punto; di chiarire le valutazioni compiute e le azioni intraprese o da intraprendere da parte degli amministratori relativamente alla recuperabilità di alcuni crediti verso i clienti e verso i mandanti; di relazionare con riguardo a un finanziamento concesso alla società da uno dei suoi azionisti e alle modalità del rimborso di detto finanziamento, in scadenza nel mese di febbraio 2004; di indicare le tendenze prevedibili più significative della gestione e gli elementi essenziali dei piani che la società intendeva predisporre per assicurare la continuità aziendale.

A seguito degli esiti negativi di tale assemblea, la Commissione ha richiesto alla società di informare mensilmente il mercato in merito all'evoluzione della sua situazione economico/patrimoniale e finanziaria. In particolare, a decorrere dal mese di febbraio 2004, sono state richieste informazioni aggiornate sulla composizione dettagliata della posizione finanziaria netta a breve, a medio e a lungo termine, sui rapporti creditorie verso i clienti della Società e informazioni dettagliate sulle modalità di rimborso di un finanziamento concesso all'emittente da una parte correlata.

Un altro intervento ha riguardato l'assemblea di una società di calcio (A.S. Roma), chiamata a deliberare la copertura delle perdite e un contestuale aumento di capitale scindibile in

opzione ai soci, da liberarsi anche mediante conversione di crediti certi, liquidi ed esigibili vantati nei confronti della società.

In tale occasione è stato richiesto di integrare le informazioni contenute nella relazione illustrativa predisposta dagli amministratori per l'assemblea, fornendo informazioni in merito all'entità e alla tipologia dei debiti della società, alla stima del complessivo fabbisogno finanziario del gruppo derivante dalla gestione operativa e all'indicazione delle risorse finanziarie individuate per la copertura di tali fabbisogni.

La richiesta era volta anche a chiarire i termini e lo stato di attuazione dell'accordo, intervenuto prima dell'assemblea e fatto oggetto di comunicato stampa, fra la famiglia Sensi e la Banca di Roma per la ristrutturazione del gruppo societario facente capo a tale famiglia. L'accordo prevedeva, infatti, fra gli obiettivi a breve, la canalizzazione del ricavato delle programmate dimissioni a favore della società quotata, in modo da consentire l'integrale rientro del credito vantato nei confronti di Roma 2000 e il pagamento da parte di quest'ultima dei debiti residui della società di calcio accollati alla medesima controllante. La Commissione ha altresì richiesto che fosse confermato in assemblea l'impegno dichiarato nel comunicato di dare esecuzione all'aumento di capitale soltanto dopo l'acquisizione da parte della società di calcio delle suddette risorse finanziarie.

L'informativa contabile

Nell'ambito della consueta attività di vigilanza svolta dalla Commissione sulla correttezza della documentazione contabile degli emittenti quotati vanno segnalati, nel corso del 2004, gli interventi di impugnativa di bilancio nei confronti di quattro società

quotate, ai sensi dell'art. 157, comma 2, del Tuf.

In particolare la Consob è intervenuta nei confronti della A.S. Roma Spa, che, nei bilanci di esercizio e consolidato al 30 giugno 2003, aveva iscritto, al valore nominale, un ingente credito verso la controllante; successivamente all'avvio del giudizio, sono state effettuate talune operazioni che hanno prodotto versamenti di liquidità a favore dell'emittente quotato, versamenti che hanno consentito di estinguere l'intera posizione creditoria la cui valutazione in bilancio aveva formato oggetto di censura.

Sulla base di tali circostanze e su istanza di parte, la Consob, ritenendo che gli eventi successivi fossero tali da non richiedere modifiche al quadro informativo contenuto nei bilanci al 30 giugno 2003 (l'eventuale accoglimento dell'azione giudiziaria, infatti avrebbe avuto l'effetto di imporre a carico dei bilanci svalutazioni dell'attivo patrimoniale destinate a essere compensate nell'esercizio immediatamente successivo), ha deciso di abbandonare il giudizio benché rimanesse dell'avviso che l'applicazione del principio della prudenza avrebbe dovuto suggerire una ragionevole svalutazione del credito in questione.

Un successivo intervento, che ha indotto la Commissione a ritenere esistenti i presupposti tecnici per l'attivazione dei poteri di cui all'art. 157 del Tuf, ha riguardato la società Necchi Spa con riferimento ai bilanci d'esercizio e consolidato al 31 dicembre 2002.

La Commissione è intervenuta rilevando la circostanza che il bilancio d'impresa della Necchi e il bilancio consolidato, non fornivano la rappresentazione veritiera e corretta della situazione patrimoniale e finanziaria e del risultato

economico dell'esercizio della società e del gruppo.

In particolare, la Commissione ha ritenuto essere state violate le norme per la redazione dei conti annuali e consolidati relative, rispettivamente, all'articolo 2426 c.c., n. 1) - 2) - 3) con riferimento alla valutazione delle partecipazioni; all'art. 2426 c. c., n. 8) con riferimento alla valutazione dei crediti; all'art. 2424-bis c.c., comma 2 per ciò che riguarda il fondo per rischi e oneri e all'art. 2426 c. c., n. 10 per la valutazione delle rimanenze. Tali norme, in considerazione dei disposti degli articoli 29 e 35 del D.Lgs. 127/91, si applicano anche ai fini della redazione del bilancio consolidato.

Con riferimento a tale bilancio è stata inoltre rilevata la violazione dell'art. 33 c. 3 del D.Lgs. 127/91 relativo ai criteri di "Consolidamento delle partecipazioni". La violazione di tali norme, unitamente alla carenza informativa riscontrata nei bilanci relativi all'esercizio 2002 che non evidenziavano la reale situazione della società, hanno condotto la Commissione all'attivazione dei poteri di cui sopra.

Un ulteriore intervento d'impugnativa di bilancio ha interessato la società Stayer Spa, nei cui confronti la Commissione ha ritenuto che i bilanci d'esercizio e consolidato della società relativi all'esercizio 2002 non fossero stati redatti in conformità delle disposizioni dettate dalla legge e che, pertanto, gli stessi, così come sottoposti all'assemblea, non fornivano la rappresentazione veritiera e corretta della situazione patrimoniale e finanziaria e del risultato economico dell'esercizio della società e del gruppo.

In particolare, la Commissione ha ritenuto essere state violate le norme per la redazione dei

conti annuali e consolidati relative, rispettivamente, all'articolo 2423 del c.c., secondo comma (Rappresentazione veritiera e corretta), all'articolo 2423-bis punto 1, primo comma, c.c. (Principio della prudenza), nonché all'art. 2426, nn. 3 e 8, relativi alla valutazione delle partecipazioni e dei crediti. Tali norme, in considerazione dei disposti degli articoli 29 e 35 del D.Lgs. 127/91, si applicano anche ai fini della redazione del bilancio consolidato.

Le violazioni di tali norme, che hanno comportato dei riflessi sulla determinazione del risultato di esercizio e del patrimonio netto della società e del gruppo, nonché la significativa carenza di informazioni nelle note integrative e nella relazione sulla gestione dei bilanci in esame, hanno pertanto determinato l'attivazione dei menzionati poteri di cui all'art. 157, comma 2, del Tuf.

Un ulteriore intervento ha interessato la Arquati Spa, in quanto la Commissione ha ritenuto che il bilancio d'impresa e consolidato al 31 dicembre 2002, così come sottoposti all'assemblea degli azionisti, non fornivano la rappresentazione veritiera e corretta della situazione patrimoniale e finanziaria e il risultato economico dell'esercizio della società e del gruppo.

In particolare, la Commissione ha ritenuto essere stato violato l'art. 2426, n. 8, c.c., in merito alla valutazione dei crediti, per la redazione dei conti annuali e consolidati, e l'art. 2426, n. 10, c.c., in merito alla valutazione del magazzino, per la redazione dei conti consolidati.

Nell'ambito dell'attività di vigilanza sulle società in materia di informativa contabile, la Commissione è intervenuta anche in diverse occasioni nella richiesta di dati e informazioni agli organi sociali e di controllo

delle stesse. Tali interventi si sono concretizzati in richieste agli amministratori, ai revisori e al collegio sindacale di chiarimenti circa alcune poste valutative di bilancio.

Nel corso del 2004 la Consob ha attivato i poteri di cui agli artt. 114 e 115 del Tuf per alcuni grandi gruppi quotati che presentavano profili economico-finanziari tali da suggerire un'analisi particolarmente approfondita della documentazione societaria, soprattutto laddove vi fosse un significativo ricorso ai mercati finanziari per il collocamento di obbligazioni o titoli simili.

La finalità di tali interventi è stata quella di acquisire dagli organi sociali e dai revisori ulteriori elementi per comprendere i profili di criticità relativi alla situazione economico-finanziaria e patrimoniale di tali società, emersi nell'analisi dell'informativa resa al mercato. Successivamente, è stato chiesto alle stesse società di fornire al mercato integrazioni e chiarimenti nella documentazione contabile in via di predisposizione (le richieste sono state, infatti, inoltrate prima che si concludesse l'iter societario di approvazione dei bilanci d'esercizio e consolidato), sia con riferimento a specifiche poste contabili o ad aspetti della gestione e della situazione economico-finanziaria propri di ciascuna società sia, più in generale, alla situazione di indebitamento finanziario e alla struttura della posizione finanziaria netta. Laddove fossero stati emessi prestiti obbligazionari, è stato anche chiesto di evidenziare le principali condizioni di questi ultimi, le modalità per far fronte agli eventuali rimborsi e l'impatto eventuale degli impegni finanziari a servizio del debito sull'attuazione dei piani industriali. Si è, altresì, richiesto alla società di pubblicare sul sito societario i regolamenti di tali prestiti o gli ulteriori documenti a essi relativi (ad esempio

offering circular prodotte in occasione dell'emissione del prestito).

Nel corso del 2004, inoltre, la Commissione ha attivato i poteri previsti dall'art. 114 del TUF al fine di integrare l'informativa contenuta nei documenti contabili annuali e infrannuali (relazioni trimestrali, relazione semestrale, progetto di bilancio), aggiornando i dati economico-patrimoniali e finanziari con riferimento a particolari eventi o situazioni che presentavano per le società interessate profili di criticità. In alcuni casi tali richieste hanno preceduto l'assoggettamento agli obblighi informativi mensili, in altri sono state mirate a fornire, in documenti più ampi e articolati rispetto ai comunicati stampa mensili, un riepilogo delle informazioni e dei dati già comunicati al mercato e un ulteriore aggiornamento e approfondimento degli stessi.

Nel 2004 è proseguita anche l'attività della Consob volta a richiedere alle società per le quali i revisori hanno espresso giudizio negativo o si sono trovati impossibilitati a esprimere un giudizio su bilancio o relazione semestrale, oppure 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 gli analoghi interventi effettuati negli anni precedenti, alla fine del 2004 risultavano soggette a tali obblighi 21 società quotate (si veda anche il paragrafo "L'informativa societaria").

La società Alitalia, in particolare, è stata sottoposta ad attente azioni di vigilanza informativa. La Commissione ha preso atto del differimento dei termini di pubblicazione della relazione semestrale al 30 giugno 2004 in relazione alla situazione di grave crisi economico-finanziaria e la società è stata assoggettata, in occasione dell'assemblea per l'approvazione del bilancio d'esercizio e consolidato al 31 dicembre 2003, ai citati obblighi di aggiornamento mensile dei principali dati finanziari.

Tali obblighi hanno avuto ad oggetto: (i) la posizione finanziaria netta individuale e consolidata di gruppo con evidenza delle principali componenti attive e passive, posta a confronto con gli ultimi corrispondenti dati pubblicati e corredata di commenti circa le variazioni più significative; (ii) gli eventuali debiti scaduti; (iii) il piano industriale 2005-2008, con indicazione degli oneri di ristrutturazione da sostenere e dello stato di attuazione delle azioni ivi previste; (iii) la sostenibilità del fabbisogno finanziario del gruppo, con particolare riferimento, per quanto attiene alle fonti di finanziamento, all'attivazione del "prestito ponte" deliberato dal consiglio di amministrazione del 13 maggio 2004 e all'esecuzione dell'aumento di capitale ritenuto dagli amministratori necessario per l'attuazione del citato piano.

In quella stessa occasione, la Commissione ha richiesto di integrare l'informativa predisposta dalla società per l'assemblea con le considerazioni degli amministratori in ordine: i) ai rilievi avanzati dal collegio sindacale nella propria relazione circa l'esigenza di conoscere con certezza la possibilità del reperimento del "prestito ponte" nel termine di svolgimento dell'assemblea, in quanto altrimenti – secondo il Collegio – vi sarebbe stata la necessità di una successiva convocazione di un'assemblea straordinaria "per le determinazioni

conseguenti"; ii) all'impossibilità a esprimere un giudizio sul bilancio d'esercizio e sul bilancio consolidato al 31 dicembre 2003, dichiarata dalla società di revisione nelle proprie relazioni emesse ai sensi dell'art. 156 del Tuf.

Successivamente, il consiglio di amministrazione ha approvato e reso nota al mercato una situazione economica, patrimoniale e finanziaria al 30 giugno 2004, individuale e consolidata di gruppo, ai sensi e per gli effetti dell'art. 2446 c.c. (sottoposizione all'assemblea straordinaria di una situazione patrimoniale aggiornata affinché la stessa possa assumere gli opportuni provvedimenti in presenza della diminuzione del capitale di oltre un terzo in conseguenza di perdite), sottolineando che tale informativa era sostanzialmente idonea a rappresentare, allo stato, l'andamento del primo semestre dell'anno, ferma restando la necessità di redigere e approvare una vera e propria relazione semestrale.

Tale documento, a giudizio della società, non poteva essere predisposto se non dopo l'approvazione di un organico piano industriale, la cui definizione era, tuttavia, subordinata al perfezionamento di molteplici passaggi procedurali, alcuni dei quali riferibili a soggetti esterni (organizzazioni sindacali, per la condivisione degli esuberanti del personale; Governo, per l'emanazione di un complesso di provvedimenti normativi e amministrativi necessari alla gestione non traumatica delle eccedenze e alla concessione della garanzia su un prestito ponte ottenuto dalla società e indispensabile per la prosecuzione della gestione; Fintecna, per la condivisione del progetto di riassetto societario).

Il consiglio di amministrazione, dovendo attendere il verificarsi dei succitati eventi e ritenendo necessario effettuare un'attenta analisi e valutazione dei riflessi, economico-finanziari e

patrimoniali, che da essi sarebbero scaturiti, ha ritenuto ragionevole e prudente differire il termine di pubblicazione della relazione semestrale rispetto a quanto prospettato nel calendario degli eventi societari già comunicato al mercato.

Infine, la Commissione è ancora intervenuta in occasione della definitiva approvazione, in data 13 ottobre 2004, del piano industriale 2005-2008, per far diffondere un comunicato, ulteriore rispetto a quello già pubblicato dalla società, recante informazioni volte, da un lato, a precisare l'intervenuta compiuta definizione del medesimo piano e, dall'altro, a descrivere l'approccio seguito per lo sviluppo del core business del trasporto aereo e i previsti tempi di attuazione ed effetti del progetto di riassetto societario, nonché, infine, i tempi previsti per l'effettivo utilizzo del "prestito ponte". Tali informazioni sono state riportate nel comunicato stampa diffuso da Alitalia il 16 ottobre 2004.

Nel 2004 si è anche verificato il primo caso di revoca di tali obblighi informativi mensili, che ha interessato la società Snai.

In particolare la società, che versava in una situazione di estrema difficoltà operativa e finanziaria, tale da non consentire ai revisori di poter esprimere un giudizio sul bilancio di esercizio e consolidato al 31 dicembre 2001, ha intrapreso alcune iniziative volte a razionalizzare la struttura del gruppo, a recuperare redditività e a riguadagnare l'equilibrio finanziario. Per consentire al mercato di valutare con completezza l'evoluzione della situazione economico-patrimoniale e finanziaria e delle iniziative di riequilibrio intraprese, la Consob ha richiesto alla società di fornire informazioni mensili a mezzo di comunicato stampa a partire dal 30 novembre 2002.

Successivamente, la società di revisione si è pronunciata in senso positivo sia sul bilancio

d'esercizio e consolidato al 31 dicembre 2002 che su quello al 31 dicembre 2003, nonché sulla semestrale al 30 giugno 2003, alla luce del trend di risultati economico-patrimoniali in crescita e positivi, tali da poterla escludere dal novero degli emittenti in conclamata crisi economico-finanziaria. Alla luce di tali considerazioni, la Consob ha ritenuto di poter revocare il provvedimento emesso ai sensi dell'art. 114, comma 3 del Tuf, sulla base dell'evolversi delle vicende societarie che ha reso necessario sottoporre a nuova valutazione gli elementi che erano stati posti a base dell'atto da revocare.

Peraltro, si è comunque richiesto alla società di diffondere al pubblico, in occasione dell'approvazione da parte del consiglio di amministrazione della terza relazione trimestrale, alcuni chiarimenti e precisazioni su aspetti rilevanti dell'informazione finanziaria che, seppure non esplicitamente richiesti dalla normativa di bilancio, contribuivano, nel caso di specie, a delineare aspetti rilevanti della gestione aziendale e dei rischi connessi con l'investimento nelle azioni della società stessa.

La Commissione ha prestato particolare attenzione ai contenuti e alle forme in cui doveva essere resa l'informativa al mercato da parte della Parmalat Finanziaria Spa, società in amministrazione straordinaria.

La società, i cui titoli sono sospesi dal 29 dicembre 2003, resta comunque un emittente quotato, e quindi soggetto agli obblighi previsti dal Tuf e dalle disposizioni regolamentari di attuazione. Tali obblighi vanno coordinati con le previsioni della cosiddetta "legge Marzano", che ad esempio estendendo, mediante duplice rinvio, una norma della legge fallimentare alla procedura di amministrazione straordinaria da essa regolata, esonera le società in procedura dall'obbligo di redigere il bilancio annuale. Una considerazione

analoga vale anche per la relazione semestrale e per le relazioni trimestrali, sia in considerazione del contenuto qualitativamente non dissimile di tali documenti rispetto ai bilanci annuali, sia in quanto il commissario straordinario della procedura è investito di poteri e obblighi diversi e sostitutivi rispetto a quelli facenti capo agli esponenti aziendali di emittenti quotati in merito alle ordinarie incombenze informative.

La Parmalat Finanziaria, peraltro, sin dall'inizio della procedura, ha provveduto a pubblicare sul proprio sito internet, direttamente o tramite link al sito del tribunale di Parma, tutta la documentazione connessa alla procedura, compresi i comunicati emessi in occasione del verificarsi di fatti o eventi nuovi.

L'intervento della Consob nel caso di specie si è orientato a richiedere la pubblicazione (i) di un documento recante le informazioni richieste dall'art. 82 del regolamento emittenti su base trimestrale, integrate con il commento all'andamento gestionale del gruppo e lo stato di attuazione della procedura concorsuale; e (ii) di una documentazione contabile al 31 dicembre 2003 comprensiva di relazione sulla gestione, situazione patrimoniale e conto economico sintetici redatti secondo i criteri previsti dal D.Lgs. n. 127/1991, in quanto compatibili, di note di commento alle principali voci dei sopra indicati prospetti contabili e di un elenco delle partecipazioni incluse nel consolidamento.

Dopo che la Consob ha richiesto la pubblicazione di un comunicato mensile, avente ad oggetto il commento gestionale, lo stato della procedura e la posizione finanziaria netta riferita almeno alla fine del mese precedente, Parmalat Finanziaria ha manifestato l'intenzione di avviare un sistema di informazione periodica con cadenza quindicinale avente ad oggetto la situazione e le attività delle società in procedura. La società ha anche pubblicato una situazione semestrale al 30

giugno 2004 del gruppo in amministrazione straordinaria.

In tal modo, pur con gli adattamenti imposti dalla presenza di una procedura concorsuale, è stato possibile garantire una continuità informativa sulla situazione economico-finanziaria e patrimoniale del gruppo Parmalat, anche in funzione degli eventuali esiti del programma di ristrutturazione approvato dal Ministero delle Attività Produttive nel mese di luglio 2004, che prevedono la quotazione di un nuovo soggetto al quale, a seguito della votazione da parte dei creditori chirografari di una proposta di concordato, verranno trasferite le attività e le passività, opportunamente falcidiate, di 16 società del gruppo Parmalat oggetto del concordato.

Nel 2004 è proseguita anche l'attività di monitoraggio dell'informativa resa dalle società calcistiche quotate in Borsa.

Nel corso del 2004 la Commissione ha avanzato 5 richieste di informazione per il mercato ai sensi dell'art. 114, comma 3, del Tuf alla S.S. Lazio.

In particolare, in occasione dell'assemblea straordinaria del 17 gennaio 2004, chiamata ad assumere le deliberazioni richieste dall'art. 2446 c.c. e un aumento di capitale per un valore nominale di 120 milioni di euro, oltre all'eventuale sovrapprezzo, la Commissione ha avanzato richieste di informazioni volte a evidenziare: (i) il ricorrente ricorso della società al mercato (3 aumenti di capitale negli ultimi 3 anni) per la raccolta di mezzi finanziari, destinati, sotto il profilo patrimoniale, alla copertura di perdite già maturate; (ii) la rilevante entità dei fabbisogni finanziari attuali e stimati in rapporto alle fonti di finanziamento generate dalla gestione corrente; (iii) le misure a cui la società riteneva di poter far ricorso, ivi inclusi futuri ulteriori aumenti di capitale; (iv) le iniziative assunte per assicurare il

buon esito dell'aumento di capitale, tenuto anche conto dell'assenza di un socio di riferimento; (v) le prospettive future della società, soprattutto in ipotesi di sottoscrizioni dell'aumento di capitale insufficienti a garantire la continuità aziendale.

La Commissione ha altresì richiesto di riportare dette informazioni nel prospetto informativo relativo al deliberato aumento di capitale in opzione ai soci, come tale non soggetto a istruttoria Consob ex art. 33, comma 2 del Regolamento Emittenti, segnalando nel paragrafo "avvertenze" i profili di rischio per l'investitore.

Dalla situazione semestrale al 31 dicembre 2003, approvata successivamente alla citata assemblea, è emersa, poi, una situazione di deficit patrimoniale che integrava la fattispecie prevista dall'art. 2447 c.c.. La Commissione è nuovamente intervenuta in tale occasione per far rendere al mercato chiarimenti sulle principali voci di costo e sui provvedimenti che la S.S. Lazio intendeva adottare in ottemperanza alla norma da ultimo citata, anche con riferimento all'ipotesi di un'eventuale insufficienza dei mezzi che sarebbero stati raccolti con il deliberato aumento di capitale.

L'aumento di capitale, pari a 188,6 milioni di euro, è stato, poi, eseguito nei mesi di giugno e luglio 2004. Come rilevabile dal progetto di bilancio d'esercizio al 30 giugno 2004, le sottoscrizioni raccolte, limitate a 44,2 milioni di euro, pur portando il patrimonio netto a un livello positivo, non hanno consentito alla società di superare la situazione di perdite superiori al terzo del capitale, disciplinata dall'art. 2446 c.c..

Il consiglio di amministrazione della società ha, quindi, convocato, ai sensi di tale norma, un'assemblea straordinaria per il 3 novembre 2004, proponendo ai soci di differire ogni decisione successivamente all'approvazione della relazione semestrale al 31 dicembre 2004, ritenendo che nel frattempo "possano assumere

concretezza alcune prospettive illustrate nelle linee guida del nuovo Piano Industriale 2004/2007".

In vista di tale assemblea straordinaria (che, per effetto di rinvii, ha poi assunto la deliberazione in data 30 novembre 2004), la Commissione ha richiesto alla società di fornire agli azionisti e al mercato un aggiornamento della situazione patrimoniale al 30 giugno 2004, presa a riferimento per la decisione assembleare, nonché gli elementi in base ai quali l'organo amministrativo riteneva non ricorrente una situazione di deficit patrimoniale, rilevante ai fini delle previsioni dell'art. 2447 c.c.. A seguito della pubblicazione, in data 13 novembre 2004, della prima relazione trimestrale dell'esercizio 2004/2005, e tenuto conto del rinvio al 30 novembre della deliberazione assembleare, la Commissione ha richiesto alla S.S. Lazio di rendere ai soci e al mercato informazioni e chiarimenti sugli elementi a fondamento del trattamento contabile di alcune voci aventi impatto sul conto economico.

Per quanto riguarda, invece, la A.S. Roma, dal bilancio d'esercizio e dal bilancio consolidato al 30 giugno 2003 è stato rilevato un significativo trasferimento, a vario titolo, di flussi monetari a favore della società controllante Roma 2000 Srl, pur in presenza di un peggioramento dei fabbisogni finanziari della società controllata quotata.

La Commissione ha, quindi, dedicato particolare attenzione a tali rapporti finanziari, avanzando, in occasione dell'approvazione della relazione semestrale al 31 dicembre 2003, richieste di informazioni sui rapporti con la controllante, tra cui l'indicazione delle funzioni di tesoreria svolte da quest'ultima (debitrice), della destinazione dei finanziamenti alla medesima e delle sottostanti motivazioni economiche per A.S. Roma, dei tempi concordati per il rimborso nonché delle incertezze sui tempi di realizzazione delle

operazioni da cui sarebbero derivati alla controllante i necessari mezzi finanziari.

Successivamente, con comunicato del 31 marzo 2004, la A.S. Roma e la Compagnia Italtroli hanno reso noto che la famiglia Sensi – cui faceva capo la Roma 2000 Srl – aveva concluso un accordo preliminare con il principale istituto finanziatore – Banca di Roma – per una ristrutturazione del debito bancario del gruppo Italtroli, quest'ultimo divenuto, per effetto di un riassetto societario, il nuovo socio di riferimento di AS Roma. A seguito della stipulazione del suddetto piano di ristrutturazione, la società di revisione ha riemesso il giudizio di revisione relativo al bilancio d'esercizio e consolidato di A.S. Roma, chiuso al 30 giugno 2003.

Tenuto conto del riferito comunicato stampa, in vista dell'assemblea straordinaria dei soci della A.S. Roma, convocata per i giorni 16, 22 e 29 aprile 2004 al fine di assumere le decisioni relative al ripianamento delle perdite maturate e rilevabili dalla situazione economico-patrimoniale al 29 febbraio 2004, nonché di deliberare un aumento di capitale per un ammontare massimo di 150 milioni di euro, la Commissione ha richiesto specifici elementi di informazione sulla situazione finanziaria netta aggiornata al 29 febbraio 2004 e sui fabbisogni finanziari stimati, nonché sul piano di dismissione di cespiti che, secondo il riferito accordo, avrebbe consentito il recupero integrale del credito vantato dalla medesima A.S. Roma verso Roma 2000. La Commissione ha, poi, avanzato richieste di integrazione di informativa sul prospetto relativo al citato aumento di capitale.

Le società di revisione

Nel corso del 2004, le società di revisione iscritte nell'albo speciale, nell'ambito dell'attività di verifica della

regolare tenuta della contabilità sociale e della rispondenza dei bilanci alle scritture contabili, nonché della conformità alle norme che lo disciplinano, hanno esaminato 265 bilanci d'esercizio e 241 bilanci consolidati di emittenti quotati nei mercati regolamentati italiani.

In generale, i dati sui giudizi rilasciati sui bilanci 2003 mostrano il medesimo numero di giudizi con rilievi e un lieve incremento dei casi di impossibilità a esprimere un giudizio per incertezze rispetto a quanto accaduto per i bilanci 2002.

I giudizi con rilievi sono stati 15, mentre le impossibilità a esprimere un giudizio sono state 11, contro le 10 del 2002 (Tav. aIV.5). In 6 casi si è verificato che, in aggiunta all'impossibilità a esprimere un giudizio, il revisore abbia anche espresso rilievi (CTO Spa, Finpart Spa, Finmatica Spa, Necchi Spa, Pagnossin Spa, Tecnodiffusione Spa); in particolare, nel caso di CTO Spa e Finmatica Spa, 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 e limitazioni al processo di revisione, oltre ad altri rilievi per incertezze sulla valutazione di specifiche poste di bilancio (CTO Spa).

I casi di giudizi con rilievi relativi a dissensi espressi dal revisore rispetto ai criteri contabili utilizzati dagli amministratori sono stati sette.

Nel caso della CTO Spa, i rilievi hanno riguardato la mancata rilevazione in bilancio della perdita maturata su alcuni contratti valutari di

finanza derivata, non finalizzati alla copertura di specifici rischi. Tale omissione è stata ritenuta non corretta in quanto, sebbene gli amministratori avessero contestato la legittimità dei suddetti contratti, il contenzioso da cui sarebbe potuto derivare l'annullamento degli effetti prodotti dagli stessi non risultava ancora avviato. Inoltre, i revisori hanno considerato il fondo svalutazione crediti non adeguato a coprire tutte le perdite prevedibili.

Nel caso della Digital Bros Spa, il revisore ha ritenuto che gli apporti effettuati dalla società, a copertura della perdita di una controllata, non incrementavano il valore della partecipazione, ma ne ripristinavano il valore originario; conseguentemente tali apporti avrebbero dovuto essere contabilizzati quali costi di esercizio.

Nel caso di Finmatica Spa, i rilievi formulati hanno riguardato la mancata svalutazione di partecipazioni e gli errori riscontrati nel calcolo della quota di ammortamento delle differenze di consolidamento di competenza dell'esercizio.

Nel caso della S.S. Lazio Spa, i rilievi hanno riguardato la mancata iscrizione per competenza nell'esercizio in esame e in quelli precedenti delle sanzioni per imposte non versate nell'ambito dei "Fondi per rischi e oneri".

Per Pagnossin Spa il revisore ha espresso dissensi in merito all'iscrizione in bilancio di imposte differite attive, in considerazione delle difficoltà economiche e finanziarie della società e del gruppo e delle conseguenti incertezze sulle prospettive di realizzo dei relativi benefici fiscali.

Nel caso di Richard Ginori Spa, il revisore ha ritenuto che, sulla base delle analisi effettuate sulle caratteristiche delle rimanenze di magazzino e degli indici di rotazione delle stesse, il fondo svalutazione stanziato dalla società fosse sottovalutato. La società di revisione non ha altresì ritenuto corretta l'iscrizione in bilancio di imposte

differite attive, in relazione alle difficoltà economiche e finanziarie della società e del gruppo e delle conseguenti incertezze sulle prospettive di realizzo dei relativi benefici fiscali, nonché il mantenimento del valore contabile di alcune immobilizzazioni immateriali, tenuto conto delle incertezze gravanti sul recupero del suddetto valore. Infine, il revisore ha apposto un rilievo per l'insufficienza e inadeguatezza degli elementi probativi raccolti in ordine a un credito verso un cliente, in particolare per la mancanza di adeguate evidenze documentali in merito alla consistenza economica, patrimoniale e finanziaria del cliente, nonché di idonee garanzie a presidio del credito. Tale ultima carenza è stata riscontrata anche con riferimento alla stima effettuata dagli amministratori in merito alla recuperabilità di un credito nei confronti di un'impresa collegata.

Infine, nel caso di Tecnodiffusione, i dissensi espressi dalla società di revisione hanno riguardato la mancata svalutazione di un credito verso terzi ritenuto di dubbia esigibilità, in considerazione della mancanza di informazioni sulla solidità finanziaria della controparte debitrice, e di un credito nei confronti di una società collegata, stante la situazione di deficit economico e finanziario della stessa.

Anche i casi di rilievi per limitazioni al procedimento di revisione sono stati sette, ma hanno riguardato in alcuni casi le medesime società per le quali i revisori hanno espresso rilievi anche per dissensi rispetto ai criteri contabili (CTO e Finmatica).

Nel caso di CTO, i rilievi hanno riguardato la mancanza di adeguata documentazione relativa a prelievi rilevati sui conti della società, per i quali i revisori non sono stati in grado di valutare l'attinenza al bilancio oggetto di controllo.

Per Finmatica, invece, i revisori hanno esposto limitazioni per: a) l'inadeguatezza delle

evidenze documentali e contabili fornite dalla società a supporto dell'iscrizione dei costi di ricerca e sviluppo; b) l'impossibilità di svolgimento del lavoro di revisione su due società controllate; c) la mancata risposta da parte di alcuni istituti di credito alla richiesta di informazioni formulata in merito ai rapporti intercorrenti con la società e il gruppo; d) l'impossibilità di esame delle carte del precedente revisore relative al lavoro svolto sul bilancio dell'esercizio precedente in quanto oggetto di sequestro da parte dell'Autorità Giudiziaria.

Nel caso di Finpart, i revisori hanno rilevato l'assenza di adeguate evidenze a supporto della valutazione effettuata dagli amministratori in merito alla recuperabilità di un credito e alle passività derivanti dal rilascio di una garanzia assicurativa a favore di una società controllata.

Nel caso di Inferentia DNM, la società di revisione ha rappresentato l'impossibilità di valutare l'esistenza di passività potenziali residue in relazione a una società ex-controllata posta in liquidazione, a causa dell'impossibilità dello svolgimento della revisione contabile del bilancio interinale di liquidazione della stessa, nonché di ulteriori limitazioni rilevate nello svolgimento dell'esame della relazione semestrale della società medesima.

Per Innotech, la limitazione al procedimento di revisione si è verificata a causa dell'insufficienza, per motivi di riservatezza della società, degli elementi forniti dalla stessa ai revisori ai fini della valutazione della congruità del prezzo di acquisizione di un software.

Nel caso di Necchi i revisori hanno espresso un rilievo per la mancanza di sufficienti elementi probativi ai fini della valutazione di una partecipazione, in considerazione dell'indisponibilità di dati di bilancio aggiornati della società partecipata, nonché della mancanza di

riscontri da parte del revisore e della direzione della stessa.

Nel caso di Spoleto Crediti e Servizi, la limitazione ha riguardato alcune rettifiche di valori su titoli e partecipazioni, per le quali il revisore non è stato in grado di determinare la quota di competenza dell'esercizio, posto che nell'esercizio precedente aveva riscontrato l'impossibilità di accertare la corretta valutazione dei titoli medesimi.

Nel caso, infine, di Richard Ginori i revisori hanno espresso un'incertezza in merito al realizzo di un credito verso un cliente, in considerazione della situazione di difficoltà economica e finanziaria della controparte debitrice.

I casi in cui la società di revisione ha dichiarato l'impossibilità a esprimere un giudizio sul bilancio sono stati 11 e sono riconducibili prevalentemente alla sussistenza di incertezze sulla continuità aziendale. Tale valore appare elevato, così come rilevato per i bilanci 2002, se rapportato al numero di società quotate soggette a revisione (circa il 4 per cento).

Nel caso di Alitalia, le incertezze hanno riguardato l'indisponibilità di un piano di risanamento della società, che consentisse in tempi brevi il reperimento di adeguate risorse finanziarie atte a permettere la prosecuzione dell'attività, e dubbi sulla recuperabilità del valore delle immobilizzazioni materiali, in relazione alla presenza di indicatori di riferimento per il settore aeronautico che avrebbero portato alla determinazione di valori di realizzo inferiori rispetto a quelli riflessi in bilancio.

Nel caso della A.S. Roma e di Finmatica sono stati messi in discussione i presupposti fortemente incerti e opinabili del piano di risanamento economico e finanziario predisposto

dalla società e, nel caso specifico della A.S. Roma, sono emerse incertezze in merito al differimento a futuri esercizi delle svalutazioni dei diritti pluriennali delle prestazioni sportive dei calciatori, in quanto la possibilità di capitalizzare tali costi dipendeva dall'effettivo realizzarsi delle attese reddituali e finanziarie della società negli esercizi futuri.

Per CTO, NGP, Pagnossin e Tecnodiffusione i revisori hanno rilevato la mancata definizione e approvazione della ricapitalizzazione e del piano di rifinanziamento da parte delle banche creditrici, previsti dal business plan approvato dalle società, e, nel caso specifico di CTO e Tecnodiffusione, incertezze sul realizzo del valore di partecipazioni, in relazione alla stretta dipendenza dello stesso dall'esito di piani di riorganizzazione delle controllate, nonché dalla capacità di sostegno finanziario alle suddette società.

Nel caso di Finpart, i revisori hanno evidenziato la mancata stipula di accordi finalizzati alla realizzazione di operazioni di carattere straordinario e di interventi di natura finanziaria, nel caso di Montefibre, invece, è stata rilevata l'esistenza di significativi crediti nei confronti di una società costituita a seguito di una operazione di scissione parziale, per la quale sussistevano significative incertezze sulla continuità aziendale, mentre nel caso di Necchi l'impossibilità a esprimere un giudizio è dipesa dall'esito non positivo della ricerca di nuovi partner industriali o finanziari per il rilancio del gruppo.

Nel caso di Olcese, i revisori hanno evidenziato la mancata attuazione da parte degli azionisti e/o di terzi, alla data di redazione del bilancio, dell'impegno a sostenere finanziariamente la società in presenza di perdite e di una

forte tensione finanziaria della società e del gruppo, mentre, sempre nel caso di Pagnossin, sono emerse incertezze in merito alla recuperabilità di un credito verso terzi, in relazione alla circostanza che il valore delle azioni fornite in garanzia era esposto ai rischi derivanti dalle difficoltà economiche e finanziarie dell'emittente, e di un credito nei confronti di una società collegata, strettamente dipendente dall'esito del piano di ristrutturazione della controparte debitrice.

Nel 2004, la Commissione ha condotto una intensa attività di vigilanza sulle società di revisione iscritte presso l'Albo speciale da essa tenuto. Al 31 dicembre 2004 risultavano iscritte nell'Albo 20 società di revisione, con una diminuzione di un'unità rispetto al 2003.

In cinque casi la Commissione ha proceduto a verifiche ispettive e, a seguito dell'attività di vigilanza, ha assunto diversi provvedimenti sanzionatori e interdettivi, fra cui quattro provvedimenti di sospensioni di partner e un provvedimento di cancellazione dall'Albo (Tav. aIV.6; si veda anche il capitolo VII "I provvedimenti sanzionatori e cautelari").

Nel corso dell'anno la Commissione ha ricevuto la documentazione relativa agli incarichi di revisione conferiti ai sensi del Tuf. Dall'esame dei dati raccolti è emerso un ulteriore incremento del numero dei soggetti sottoposti agli obblighi di revisione legale, passato da 1.790 (audit 2002) a 2.038 (audit 2003), mentre è 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 (Deloitte & Touche, KPMG, PwC e Reconta Ernst & Young SpA) detengono complessivamente il 94 per cento del mercato della revisione legale in Italia.

V. LA VIGILANZA SUI MERCATI

Gli abusi di mercato

Nel corso del 2004, a seguito di accertamenti su anomalie riscontrate nell'attività di controllo dei mercati, la Commissione ha trasmesso all'Autorità Giudiziaria 19 relazioni (Tav. V.1). La sussistenza di un illecito è stata ipotizzata in 11 casi (16 nel 2003): in 4 casi è stato configurato l'abuso di informazioni privilegiate e in 7 l'aggiotaggio. Nelle rimanenti 8 relazioni (2 in ordine a casi di presunto abuso di informazioni privilegiate e 6 a casi di presunto aggiotaggio) non sono state formulate ipotesi di reato.

La contrazione del numero delle relazioni all'Autorità Giudiziaria in cui è stata configurata un'ipotesi di abuso di informazioni

privilegiate è conseguita sia a un maggiore rigore nella selezione delle anomalie di mercato con riguardo alle quali procedere negli accertamenti, sia alla volontà di porre all'attenzione dell'Autorità Giudiziaria solo casi in cui fossero individuabili incontrovertibili collegamenti tra i committenti finali delle operazioni sospette e le possibili fonti dell'informazione privilegiata.

Il numero delle richieste di dati e informazioni inviate a intermediari, società quotate, pubbliche amministrazioni e Autorità di Vigilanza estere nel 2004 è stato pari complessivamente a 195 (Tav. aV.1). La maggior parte di tali richieste (101 su 195) sono state finalizzate a prestare assistenza ad Autorità di Vigilanza estere impegnate in indagini su casi di presunti abusi di mercato.

Tav. V.1

Risultanze delle indagini in materia di insider trading e aggiotaggio

	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 insider trading		
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

¹ Per le relazioni relative al 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 conclusesi senza l'invio di relazione motivata al Pubblico Ministero. A partire dall'entrata in vigore del Tuf, ai sensi dell'art. 186, la Consob è tenuta, in ogni caso, a trasmettere al Pubblico Ministero una relazione su indagini e accertamenti effettuati. ³ Di cui 9 relative ad attività di accertamento conclusesi prima dell'entrata in vigore del Tuf.

La tipologia di informazione privilegiata oggetto di ipotesi di abuso è rappresentata, in 2 delle 4 relazioni trasmesse all'Autorità Giudiziaria, dal lancio di una offerta pubblica di acquisto su azioni quotate, in un caso dal

dissesto economico-finanziario di una società quotata e nel quarto caso da impreviste difficoltà nella commercializzazione di un prodotto in un importante mercato da parte di una società quotata (Tav. V.2).

Tav. V.2

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

	Mutamento del controllo - Opa	Risultati economici. Situazione patrimoniale e finanziaria	Operazioni sul capitale. Fusioni - Scissioni	Altre		Totale
					di cui per ipotesi di front running	
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

Con riferimento ai presunti casi di aggio taggio segnalati all'Autorità Giudiziaria, 3 concernono forme di manipolazione operativa e 4 la diffusione di informazioni false.

I casi di manipolazione operativa hanno avuto ad oggetto: un'intensa operatività in acquisto posta in essere nell'arco di una decina di giornate con l'intento di spingere il prezzo di un titolo azionario quotato a un determinato livello; l'acquisto di consistenti quantità di un titolo azionario quotato nell'asta di chiusura dell'ultima giornata di quattro diversi mesi, con conseguente fissazione del prezzo di chiusura e del prezzo di riferimento del titolo a un livello superiore al last price della negoziazione continua in ciascuna delle quattro giornate; una pressoché quotidiana operatività in acquisto su un titolo azionario quotato posta in essere nell'arco di oltre quattro mesi in negoziazione continua e in asta di chiusura finalizzata a determinare il rialzo del prezzo.

Dei casi di manipolazione informativa, 2 hanno riguardato la diffusione, anche mediante documenti contabili obbligatori e comunicati ufficiali, di informazioni sulla situazione economico-finanziaria di società quotate. Dei rimanenti, uno ha avuto ad oggetto l'insistita diffusione di notizie relative alla presunta esistenza di un interesse all'ingresso nel capitale di una società quotata da parte di investitori non individuati nominativamente; l'altro la diffusione di informazioni circa l'esistenza presso istituzioni estere di ingenti disponibilità finanziarie di pertinenza di un gruppo societario in stato di dissesto.

I soggetti complessivamente segnalati all'Autorità Giudiziaria per ipotesi di abuso di informazioni privilegiate e di aggio taggio su strumenti finanziari sono stati rispettivamente 19 e 13, per un totale di 32 (Tav. aV.2).

L'analisi dei dati di mercato finalizzata all'accertamento di potenziali anomalie si è avvalsa, come già avvenuto nel corso del 2003, dell'applicazione del Sistema Automatico Integrato di Vigilanza sui Mercati (S.A.I.Vi.M).

Il funzionamento del sistema si basa su quattro variabili finanziarie: i rendimenti e i volumi giornalieri; la concentrazione statica (definita entropia) che analizza la struttura del mercato verificando tra l'altro la presenza di posizioni dominanti; la concentrazione dinamica (definita dissomiglianza) che esamina l'evoluzione nel tempo dell'operatività dei singoli intermediari evidenziandone variazioni significative. L'analisi dell'andamento di queste variabili (cosiddetti allertatori) consente di individuare possibili anomalie (alert), la cui lettura congiunta fornisce un segnale di potenziali abusi di mercato (warning).

Per quanto riguarda la concentrazione statica, l'indicazione di possibili anomalie scaturisce dai segnali generati da tre pre-allertatori riguardanti l'operatività degli intermediari rispettivamente in acquisto, in vendita e lorda. Con riferimento alla concentrazione dinamica, i segnali di anomalia derivano da tre pre-allertatori, relativi all'operatività degli intermediari rispettivamente in acquisto, in vendita e netta.

Il sistema, sulla base di una serie di equazioni differenziali stocastiche, calcola in ogni seduta e per ciascun titolo un intervallo entro il quale dovrebbero muoversi i singoli allertatori. Nel caso in cui il valore assunto dall'allertatore cada al di fuori dell'intervallo previsto, viene generato il segnale di possibile anomalia. Per quanto riguarda la concentrazione statica e quella dinamica, l>alert scatta se emerge un'anomalia per almeno uno dei tre pre-allertatori. Il warning

scatta, invece, nel momento in cui almeno tre dei quattro allertatori segnalano un alert.

Tra le nuove funzionalità del S.A.I.Vi.M sviluppate nel corso del 2004 si annovera l'individuazione degli intermediari e del peso che gli stessi hanno avuto nel generare l'anomalia per ognuno dei pre-allertatori di concentrazione statica e dinamica. Tali dati diventano indicatori dei comportamenti degli intermediari utili nell'ambito dell'esame dei warning sui titoli generati dal Sistema su base giornaliera.

Con riferimento agli accertamenti svolti dall'Autorità giudiziaria a seguito delle segnalazioni della Consob, nel corso del 2004 sono state notificate alla Commissione 3 richieste di archiviazione (in un caso si è trattato di archiviazione parziale) a conclusione delle indagini preliminari concernenti ipotesi di abuso di informazioni privilegiate ed agiotaggio (Tav. V.3).

Il Tribunale di Brescia, il 16 febbraio 2004, ha pronunciato una sentenza di condanna per il reato di *insider trading* nei confronti di un soggetto il quale, essendo in possesso di un'informazione privilegiata - concernente la decisione di procedere a un'offerta pubblica di acquisto totalitaria sulle azioni di una società quotata, da realizzarsi attraverso la previa costituzione di una apposita società, di cui il medesimo imputato sarebbe stato consigliere di amministrazione - ha acquistato un consistente quantitativo delle predette azioni quotate nel periodo immediatamente precedente la pubblicazione del comunicato stampa concernente il lancio dell'Opa. Detti titoli sono stati poi rivenduti dall'imputato, realizzando una plusvalenza di circa 160.000 euro.

Esiti delle relazioni inviate all'Autorità Giudiziaria in materia di insider trading e aggioaggio

	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

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.

Il Tribunale ha ravvisato la sussistenza del reato in questione in quanto il soggetto imputato risulta aver acquistato le predette azioni quotate «(...) proprio avvalendosi della notizia – da lui stesso concepita – del prossimo lancio dell’opa da parte della (società...). Risulta dunque evidente alla luce della documentazione acquisita e delle emergenze dell’esperita istruttoria testimoniale, che al momento in cui (...) operò (...), l’operazione finanziaria diretta all’acquisizione (...) della (società quotata), sebbene non ufficializzata, neppure a livello di rumors, fosse già concretizzata nelle sue linee essenziali, anche se non completamente formalizzata (...).».

Con la predetta sentenza è stata inflitta la condanna dell’imputato a sei mesi di reclusione e 100.000 euro di multa, nonché alle pene accessorie dell’interdizione dai pubblici uffici, dagli uffici direttivi delle persone giuridiche e delle imprese nonché dell’incapacità di contrattare con la pubblica amministrazione per un anno, oltre che al pagamento delle spese processuali. La sentenza è stata appellata.

Sempre in materia di *insider trading*, degna di nota è la sentenza della Corte Costituzionale n. 382 del 2004, depositata in data 14 dicembre 2004, con la quale sono state dichiarate inammissibili talune questioni di legittimità costituzionale dell’art. 180 del Tuf.

In particolare, con ordinanze di pressoché analogo contenuto, il Tribunale di Roma e quello di Siracusa avevano sollevato, tra l’altro, una questione di legittimità costituzionale della norma da ultimo citata, in riferimento agli articoli 3 e 25 della Costituzione, nella parte in cui essa «non contiene parametri sufficientemente determinati per stabilire quando l’influenza sul prezzo dei titoli determinata dalla condotta incriminata debba considerarsi “sensibile”». Ad avviso dei giudici rimettenti, la formula normativa contenuta nell’art. 180, comma 3, del Tuf (a mente del quale «è informazione privilegiata un’informazione specifica, di contenuto determinato, di cui il pubblico non dispone, concernente strumenti finanziari o emittenti di strumenti finanziari, che, se resa pubblica, sarebbe idonea a influenzarne sensibilmente il prezzo») «(...) non individuerrebbe

in modo preciso la fattispecie criminosa astratta, così da consentire all'interprete, nel ricondurre a essa un'ipotesi concreta, di esprimere un giudizio di corrispondenza sorretto da fondamento controllabile: e ciò avuto riguardo segnatamente al requisito dell'idoneità dell'informazione, una volta resa pubblica, a influenzarne "sensibilmente" il prezzo».

Con la sentenza sopra ricordata i giudici di legittimità hanno respinto la questione sollevata, dichiarandola inammissibile. In particolare, la Corte ha osservato che «nel denunciare il difetto di determinatezza della figura criminosa di cui all'art. 180 del Tuf, connesso alla genericità del requisito dell'idoneità dell'informazione privilegiata a influenzare sensibilmente il prezzo di strumenti finanziari, non specificano in alcun modo quali siano in concreto i parametri sufficientemente determinati di cui essi auspicano l'introduzione: postulando, così, una operazione di "riempimento" dei contenuti della norma che (...) si palesa comunque estranea per il suo carattere apertamente creativo, ai poteri di questa Corte, rimanendo eventualmente affidata alla volontà del legislatore».

A tale riguardo, gli stessi giudici di legittimità non mancano di rilevare come «la disciplina oggetto dello scrutinio di costituzionalità appaia in effetti destinata a essere rivista nell'immediato dal legislatore (...) nel quadro dell'attuazione di due direttive comunitarie: la direttiva 2003/6/CE(...)» c.d. market abuse " (...) nonchè la direttiva 2003/124/CE, recante modalità di esecuzione di essa».

In particolare, come sottolinea la Corte, l'articolo 1 della Direttiva da ultimo citata, contiene «indicazioni complementari intese a puntualizzare ulteriormente la definizione - di informazione privilegiata, contenuta nella direttiva 2003/6/CE n.d.r. - sia per quanto attiene al

«carattere preciso» della notizia, sia per quel che riguarda il requisito dell'«importanza del suo impatto potenziale sui prezzi degli strumenti finanziari o degli strumenti derivati connessi».

Ai sensi dell'art. 187 del Tuf, come noto, la Consob, nei procedimenti penali per ipotesi di *insider trading* e aggio su strumenti finanziari, esercita i diritti e le facoltà attribuiti dal codice di procedura penale agli enti e alle associazioni rappresentativi di interessi lesi dal reato. Nel 2004, la Consob si è costituita, in tale qualità, nell'ambito di un procedimento penale per *insider trading* (Tav. V.4).

In altri 2 procedimenti, nei quali viene contestato agli imputati il delitto di aggio di cui all'art. 2637 c.c., l'Istituto si è costituito parte civile, al fine di ottenere il risarcimento del danno cagionato dalle condotte di reato ascritte agli imputati (art. 185 c.p.).

Da tempo la giurisprudenza, infatti, afferma che vanno riconosciuti la legittimazione e l'interesse degli enti esponenziali a costituirsi parte civile qualora «l'interesse leso coincida con un diritto soggettivo dell'ente, assunto nello statuto a ragione della propria esistenza e attività, per modo che tra l'offesa al bene giuridico e la lesione di tale diritto dell'ente vi sia un rapporto di causalità immediato e diretto» (Tribunale Milano, 6 luglio 1998), in generale, in tutti i casi in cui l'interesse leso coincide con un diritto soggettivo del sodalizio e, quindi, «anche se offeso sia l'interesse perseguito ... da esso sodalizio preso a cuore e assunto nello statuto a ragione stessa della propria esistenza e azione, come tale oggetto di un diritto assoluto ed essenziale dell'ente. Ciò sia a causa dell'immedesimazione fra l'ente stesso e l'interesse perseguito, sia a causa dell'incorporazione fra i soci ed il sodalizio

medesimo, sicché questo, per l'“affectio societatis” verso l'interesse prescelto e per il pregiudizio a questo arrecato, patisce un'offesa e

perciò anche un danno non patrimoniale dal reato» (Cass. pen., VI sez., 1 giugno 1989 - 10 gennaio 1990, n. 59).

Tav. V.4

Interventi dell'Istituto in procedimenti penali relativi a reati di insider trading e aggioaggio

	Interventi	Reato ¹	Esito al 31 dicembre 2004
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 aggioaggio	sentenza di proscioglimento per prescrizione
1999	1	Insider trading e aggioaggio	sentenza di patteggiamento per 4 soggetti; sentenza di condanna per 2 soggetti
2000	1	Insider trading e aggioaggio	sentenza di proscioglimento per prescrizione ³
	1	Aggioaggio	in corso ⁴
2001	3	Aggioaggio	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	Aggioaggio	in corso ^{4,5}

¹ Insider trading: art. 2, legge 157/1991, ora art. 180 del Tuf; aggioaggio: art. 5, legge 157/1991, ora art. 2637 del c.c.. 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 ed ostacolo all'esercizio delle funzioni delle Autorità pubbliche di vigilanza (art. 2638 c.c.).

Secondo la S.C. (Cass. pen., sez. III, 9 luglio 1996, n. 8699), infatti, qualora dal reato sia derivata «una lesione di un diritto soggettivo inerente allo scopo specifico perseguito» è, «inoltre, ipotizzabile la lesione del diritto della personalità dell'ente e la conseguente facoltà ... di agire per il risarcimento dei danni morali e materiali relativi all'offesa, diretta ed immediata, dello “scopo sociale”, che costituisce la finalità propria del sodalizio».

Poiché l'ordinamento annovera tra i fini istituzionali della Consob proprio la tutela dell'interesse all'efficiente funzionamento del mercato, che rappresenta il bene giuridico offeso dal delitto di aggioaggio su strumenti

finanziari, essa è pienamente legittimata alla costituzione di parte civile al fine di ottenere il ristoro dei danni, anche non patrimoniali, sofferti.

Si evidenzia inoltre che, in uno dei due procedimenti nell'ambito dei quali la Commissione si è costituita parte civile, agli imputati viene contestato, oltre al delitto di aggioaggio, il delitto di cui all'art. 2638 c.c. (“ostacolo alle funzioni delle autorità pubbliche di vigilanza”).

Tale fattispecie punisce la diffusione di false informazioni (cioè l'esposizione di fatti

falsi o occultamento di fatti veri) concernenti la situazione economica, patrimoniale o finanziaria dei soggetti sottoposti alla vigilanza delle autorità pubbliche (Consob, Banca d'Italia, Autorità garante della Concorrenza e del Mercato etc.) nonché le condotte di ostacolo alle funzioni delle predette autorità in qualsiasi forma realizzate, anche omettendo comunicazioni dovute in base alla legge.

La norma (che trova il proprio diretto precedente negli abrogati articoli 171 e 174 del Tuf e, ancor prima, nell'art. 1/3, ultimo comma, della legge 216/1974) tutela il corretto svolgimento dei compiti di controllo attribuiti dall'ordinamento alle autorità di vigilanza, le cui funzioni vengono gravemente compromesse qualora i soggetti tenuti a obblighi di informazione nei loro confronti comunichino dati o notizie falsi ovvero intralcino o ostacolino altrimenti l'esercizio delle funzioni stesse.

Occorre in effetti considerare che la mancanza di notizie attendibili ed esaustive circa i soggetti sottoposti al suo controllo non consente all'Autorità, nell'esercizio della sua discrezionalità tecnica, di valutare tempestivamente la forma di intervento e i provvedimenti ritenuti maggiormente idonei a tutelare gli investitori ed il mercato. Le sopra indicate condotte di ostacolo, provocando lo sviamento delle funzioni tutorie e di vigilanza cui la Consob è istituzionalmente preposta, cagionano un danno alla Consob, inibendole di esercitare i poteri a essa attribuiti dalla legge a tutela degli investitori e del mercato, con ulteriore aggravio di costi anche per l'esercizio dell'attività amministrativa di controllo, resa estremamente difficoltosa dal comportamento ostruzionistico dei soggetti sottoposti a vigilanza.

Pertanto, la Commissione, persona offesa dal reato di cui all'art. 2638 c.c., si è costituita parte civile al fine di chiedere il ristoro di danni, patrimoniali e non patrimoniali, da essa patiti in conseguenza della lesione ingiustamente arrecata, con le condotte punite dall'art. 2638 c.c., al corretto svolgimento delle funzioni di vigilanza a essa attribuite dalla legge in via primaria ed esclusiva.

La gestione dei mercati regolamentati e gli scambi organizzati

Nel corso del 2004, la Commissione ha approvato, ai sensi dell'art. 63, commi 2 e 3 del Tuf, modifiche al Regolamento dei mercati organizzati e gestiti dalla Borsa Italiana e al Regolamento del Nuovo Mercato.

Nel mese di maggio, l'Istituto ha approvato, tra le altre, le modifiche in materia di regole di condotta degli operatori. Tali modifiche riguardano gli interventi sulle negoziazioni da parte di Borsa Italiana e, in particolare, la possibilità per gli operatori di negoziare o far negoziare titoli in caso di sospensione degli stessi dalle negoziazioni.

Il Regolamento dei mercati organizzati e gestiti dalla Borsa Italiana e il Regolamento del Nuovo Mercato prevedevano che, in caso di sospensione di un titolo dalle negoziazioni in un mercato da essa gestito, gli operatori autorizzati non potessero negoziare o far negoziare tali strumenti finanziari, senza preventiva autorizzazione di Borsa Italiana. Nelle Istruzioni era poi stabilito che, in caso di sospensione superiore a un giorno, Borsa Italiana potesse autorizzare l'operazione qualora si trattasse di operazioni di chiusura di contratti di opzione in precedenza conclusi nei mercati, dandone

informativa al mercato. Le modifiche approvate al riguardo hanno ad oggetto, innanzitutto, la distinzione fra “sospensioni a tempo determinato” e “sospensioni a tempo indeterminato”. Le prime si collegano all’esistenza di asimmetrie informative che potrebbero favorire l’abuso di informazioni privilegiate; tale sospensione ha solitamente durata limitata nel tempo. Le seconde sono volte a escludere l’attività di negoziazione su titoli emessi da società in condizioni di dissesto economico-finanziario; tali sospensioni si caratterizzano generalmente per la carenza di informazioni sull’evoluzione della situazione e sui futuri piani industriali e, quindi, sono solitamente di lunga durata. Quindi, allo stato gli operatori non possono negoziare o far negoziare strumenti finanziari dei quali Borsa Italiana abbia adottato provvedimenti di sospensione dalle contrattazioni qualificati come a tempo determinato nell’ambito dei provvedimenti medesimi. In tal caso Borsa Italiana può autorizzare la negoziazione sulla base di criteri oggettivi stabiliti nelle Istruzioni. In particolare, per le sospensioni a tempo determinato superiore a un giorno, Borsa Italiana, su istanza motivata dell’operatore, autorizza ogni operazione che sia volta a garantire l’esecuzione di un obbligo di acquisto o vendita di strumenti finanziari diventato esigibile, qualora tale obbligo risulti da un contratto concluso prima dell’adozione del provvedimento di sospensione.

Sono state approvate, inoltre, le modifiche al Regolamento dei mercati e alle Istruzioni al regolamento dei mercati relative al mercato Mot per la definizione di una microstruttura analoga a quella dell’Mta e la migrazione delle negoziazioni Mot sulla piattaforma tecnologica del mercato azionario.

Il mercato Mot, quindi, presenterà le seguenti caratteristiche di microstruttura: (a) adozione di un’unica fase di asta a inizio seduta (asta di apertura) ed eliminazione delle fasi di asta

preventiva e definitiva; (b) possibilità dell’introduzione della modalità di negoziazione dell’asta di chiusura; (c) possibilità di negoziare gli strumenti finanziari quotati sul Mot con una sola modalità di negoziazione (asta “o” negoziazione continua) ovvero con più modalità (asta “e” negoziazione continua); (d) adozione di una disciplina delle proposte di negoziazione analoga a quella del mercato Mta; (e) introduzione per gli iceberg order (proposte parzialmente visualizzate) di un livello minimo di controvalore della proposta visualizzata; (f) possibilità di immettere cross order durante la negoziazione continua (a condizione che le proposte riflettano ordini di terzi e che il prezzo sia compreso fra il prezzo della migliore proposta in acquisto e quello della migliore proposta in vendita); (g) previsione di una disciplina dei controlli automatici delle negoziazioni analoga alla struttura prevista per il mercato Mta (limiti alla variazione dei prezzi delle proposte e dei contratti); (h) adozione di nozione di prezzo di controllo analoga a quella del mercato azionario (ovvero prezzo di riferimento in asta di apertura e prezzo di apertura nelle fasi di negoziazione successive); (i) introduzione della nozione di prezzo di riferimento come prezzo dell’ultimo 10 per cento degli scambi effettuati nella seduta; (l) adozione della medesima nozione di prezzo ufficiale prevista per il mercato azionario; (m) introduzione anche sul Mot del sistema di garanzia a controparte centrale allo scopo di garantire il buon fine delle operazioni concluse, a partire dalla data stabilita in apposito “Avviso di Borsa”; (n) presenza di operatori specialisti per la negoziazione di obbligazioni appartenenti a determinati segmenti di mercato (l’attività di supporto alla liquidità potrà essere svolta sia dall’emittente sia da un operatore ammesso su incarico dell’emittente; tale attività può avere ad oggetto sia titoli di nuova ammissione sia già quotati).

Nel mese di maggio, sono state approvate inoltre le modifiche al Regolamento dei mercati e alle Istruzioni al regolamento dei mercati relative alla tempistica della procedura di *buy-in* sul mercato Mot e delle procedure di *buy-in* e *sell-out* sul mercato EuroMot.

La modifica è volta all'armonizzazione della tempistica di attivazione ed esecuzione della procedura buy-in a quella prevista su altri mercati obbligazionari e sulla base delle nuove regole ISMA (per i contratti conclusi OTC) nelle quali si stabilisce: (a) nelle ore 10.00 del 3° giorno successivo alla data di liquidazione originaria il termine a partire dal quale la controparte in bonis può attivare il buy-in; (b) il termine dell'esecuzione del buy-in dal 5° al 3° giorno successivo all'invio della buy-in notice. Nella sostanza, quindi, vengono ridotti i termini per l'attivazione e l'esecuzione della procedura di buy-in. La disciplina relativa a questi ultimi per la procedura di sell-out rimane invariata. Una riduzione dei termini per l'attivazione e l'esecuzione della procedura di buy-in viene attuata anche con riferimento ai contratti conclusi sul mercato EuroMOT e non regolati nei termini previsti dal regolamento: passaggio dal 6° giorno alle ore 10.00 del 3° giorno successivo alla data di liquidazione originaria del termine a partire dal quale la controparte in bonis può attivare la procedura di buy-in e anticipo al 3° giorno successivo all'invio della buy-in notice della data di esecuzione del buy-in.

Infine, vengono introdotte alcune modifiche alle Istruzioni al Regolamento Mercati e al Regolamento del Nuovo Mercato al fine di esplicitare con maggiore dettaglio le modalità degli interventi di rettifica conseguenti a corporate events su operazioni non regolate per mancanza di titoli o di contante.

Nel mese di settembre, sono state approvate alcune modifiche al Regolamento dei mercati organizzati e gestiti dalla Borsa Italiana e alle relative Istruzioni aventi ad oggetto l'introduzione dello specialista sul Mta.

Viene introdotta la possibilità per gli emittenti di dare incarico a un operatore specialista di sostenere la liquidità degli strumenti azionari quotati appartenenti al segmento blue-chip (purché non appartenenti a società incluse negli indici S&P/Mib e Mib30) e la liquidità degli strumenti azionari appartenenti al segmento di Borsa ordinario. In tale ultimo caso, i titoli per i quali è previsto lo specialista accedono automaticamente alla classe 1 del segmento ordinario, anche in assenza dei requisiti previsti dalle Istruzioni. Gli specialisti sul Mta sono tenuti a esporre continuamente sul book di negoziazione proposte in acquisto e in vendita a partire da 15 minuti prima della conclusione della fase di pre-asta di apertura. Fino al raggiungimento del quantitativo giornaliero (fissato nelle Istruzioni di Borsa in funzione del controvalore medio giornaliero degli scambi sullo strumento nel semestre precedente), l'operatore specialista è tenuto a ripristinare le proposte di negoziazione entro 10 minuti dalla conclusione di un contratto derivante dalla loro esecuzione sul sistema telematico. Inoltre, lo specialista sul Mta: (a) non potrà appartenere al gruppo cui appartiene l'emittente o che fa capo all'emittente; (b) sarà soggetto alla vigilanza di Borsa Italiana per quanto riguarda il comportamento tenuto sul mercato e il rispetto degli obblighi assunti e nei suoi confronti troveranno applicazione le stesse sanzioni previste in caso di violazione del Regolamento o delle Istruzioni per gli altri operatori e quelle specifiche previste per gli specialisti già operanti sui vari mercati o segmenti di mercato (sospensione, riduzione o revoca delle

riduzioni dei corrispettivi per i servizi di negoziazione ove riconosciute); (c) dovrà esporre continuamente sul mercato proposte in acquisto e in vendita a prezzi che non si discostino tra di loro di una percentuale superiore a quella fissata da Borsa Italiana nelle Istruzioni (in particolare gli spread, calcolati come rapporto fra la differenza del prezzo in vendita e del prezzo in acquisto e la loro semisomma, diminuiscono significativamente all'aumentare del controvalore degli scambi partendo da un massimo del 5 per cento per un controvalore medio giornaliero degli scambi fino a 10.000 euro a un minimo dello 0,5 per cento per un controvalore medio giornaliero degli scambi oltre 10 milioni di euro), assicurando così una presenza continua nel book di negoziazione.

Con riferimento al mercato Idem, le modifiche più rilevanti del Regolamento, o delle relative Istruzioni, riguardano l'introduzione di nuovi contratti *future* sull'indice S&P/Mib, l'introduzione della figura dell'operatore specialista e la modifica al differenziale minimo dei prezzi di acquisto e vendita presenti nel *book* di negoziazione.

Nel mese di febbraio, sono state approvate le modifiche relative all'introduzione dei contratti *futures* (anche nella versione "mini") e opzioni sull'indice S&P/MIB, in sostituzione di quelli sull'indice Mib30. La disciplina di tali contratti derivati ricalca le disposizioni previste per gli analoghi contratti derivati dell'indice Mib30 (con riguardo ai vincoli alla gestione delle proposte di negoziazione nel giorno di scadenza, alla disciplina dei *block trades*, alla presenza di controlli automatici delle negoziazioni; agli orari di negoziazione, alle strategie operative oggetto di proposte combinate standard e agli obblighi degli operatori *market makers*). L'introduzione dei derivati dell'indice S&P/MIB è avvenuta nel mese di marzo. In previsione di tale evento, Borsa

Italiana aveva cessato la generazione di scadenze sui contratti derivati dell'indice Mib30 successive a quella di settembre 2004. Da marzo a settembre 2004 è stato pertanto possibile negoziare *future*, *minifuture* e *opzioni* sull'indice Mib30 e sull'indice S&P/MIB; la fase di transizione si è conclusa con la scadenza, avvenuta il 17 settembre, dell'ultima serie di derivati dell'indice Mib30. Attualmente sono negoziabili esclusivamente strumenti derivati dell'indice S&P/MIB. La Borsa Italiana continua peraltro a calcolare il valore dell'indice Mib30, sebbene a fini meramente informativi. La composizione dell'indice S&P/MIB si fonda sui criteri del *flottante* e della liquidità dei componenti, nonché della rappresentazione dei principali settori mercato. L'indice S&P/MIB copre il 70 per cento dell'universo azionario del mercato italiano (comprendendo sia le azioni quotate in borsa che quelle quotate sul Nuovo Mercato) e, a differenza dell'indice Mib30, non ha un numero fisso di componenti (si veda anche il capitolo II "I mercati").

Nel mese di ottobre, è stata approvata la modifica concernente l'introduzione della figura dell'operatore specialista sul mercato Idem. La liquidità di tale mercato è garantita dalla presenza di operatori *market makers*, che inviano proposte di negoziazione in acquisto e vendita e la cui attività viene qualificata dalla Borsa Italiana come attività svolta in conto proprio. La previsione dell'operatore specialista aumenta il numero dei soggetti che forniscono liquidità alle negoziazioni, consentendo allo specialista di svolgere l'attività del *market maker*, anziché in conto proprio, avvalendosi di altre società appartenenti allo stesso gruppo, purché autorizzate all'attività di negoziazione nel Paese di origine.

Nel mese di gennaio 2005, sono state approvate le modifiche apportate da Borsa Italiana alle classi di scostamento minimo di prezzo tra le proposte di negoziazione sui

contratti futures su azioni, finalizzate a ridurre il differenziale minimo dei prezzi di acquisto e vendita presenti nel book di negoziazione.

Con riferimento al mercato dei *covered warrants*, la Commissione ha approvato, rispettivamente nei mesi di aprile e ottobre, le modifiche alla denominazione e alle condizioni di ammissione a quotazione dei *covered warrants* con scadenza superiore a cinque anni.

La Borsa Italiana ha ridenominato il Mercato telematico dei covered warrant "Mercato telematico dei securitised derivatives" (SeDeX). Tale cambiamento è inteso a evitare l'associazione tra il nome del mercato e la definizione di un unico strumento finanziario, quello dei covered warrants, ivi negoziato.

Il regolamento dei mercati organizzati e gestiti dalla Borsa Italiana è stato modificato al fine di ammettere alla quotazione covered warrants aventi scadenza superiore a cinque anni. La Borsa Italiana ha posto come condizione per l'ammissione di tali strumenti la presenza di una richiesta motivata dell'emittente e la sussistenza di informazioni sufficienti ai fini della determinazione del prezzo dello strumento stesso.

A seguito dell'intesa pervenuta dalla Banca d'Italia, la Consob ha approvato, nel mese di maggio, alcune modifiche al Regolamento del mercato delle obbligazioni non governative e dei titoli emessi da organismi internazionali partecipati da Stati gestito dalla Mts spa. L'Istituto ha inoltre fornito il parere di competenza al Ministero dell'Economia e delle Finanze con riferimento alle modifiche regolamentari del mercato all'ingrosso di titoli di Stato e del mercato

BondVision su titoli di Stato, gestiti dalla Mts spa.

La Commissione ha approvato, sempre nel mese di maggio, alcune modifiche al Regolamento e alle relative Istruzioni del mercato regolamentato organizzato e gestito da Tlx spa. La modifica principale ha riguardato l'introduzione della previsione relativa all'ammissione alla negoziazione di strumenti emessi da organismi sopranazionali partecipati da almeno uno Stato membro dell'Unione Europea in assenza di un nuovo prospetto di quotazione.

Nel corso dell'anno, la Commissione ha riconosciuto, ai sensi dell'articolo 67, comma 2, del Tuf, tre mercati esteri extracomunitari. Si tratta dei mercati elettronici su strumenti derivati aventi sede negli Stati Uniti e denominati "Eurex US", "e-cbot" e "Globex", gestiti rispettivamente da "U.S. Futures Exchange, L.L.C.", "The Board of Trade of the City of Chicago, Inc." e "Chicago Mercantile Exchange, Inc."

Il riconoscimento è avvenuto a seguito della conclusione delle relative istruttorie, volte a verificare, tra l'altro, che le informazioni sugli strumenti finanziari e sugli emittenti, le modalità di formazione dei prezzi, le modalità di liquidazione dei contratti, le norme di vigilanza sui mercati e sugli intermediari fossero equivalenti a quelle previste dalla normativa vigente in Italia e comunque in grado di assicurare adeguata tutela degli investitori.

A seguito del riconoscimento, intermediari e banche italiane possono ottenere un accesso remoto ai suddetti mercati. Alcuni intermediari hanno pertanto usufruito di tale possibilità, comunicando alla Commissione, ai

sensi dell'articolo 18-bis del Regolamento Mercati, la realizzazione di collegamenti telematici che consentono l'inserimento di proposte di negoziazione direttamente presso il mercato estero.

Nel corso del 2004, l'Istituto ha inoltre preso atto dello stato di inattività del mercato estero denominato "Cantor Financial Futures Exchange", già riconosciuto nel corso dell'anno 2000.

Per quanto riguarda il comparto dei sistemi di scambi organizzati, anche nel corso del 2004 e in linea con quanto rilevato l'anno precedente, si è registrato l'ingresso di nuovi organizzatori e l'ampliamento delle tipologie di strumenti finanziari offerte in negoziazione alla clientela.

Il flusso delle segnalazioni dovute in materia di obblighi di trasparenza delle negoziazioni effettuate è stato appropriato: ciò testimonia il superamento, da parte degli organizzatori, della fase di collaudo delle applicazioni informatiche idonee all'assolvimento dei nuovi adempimenti informativi trimestrali, introdotti nel 2003.

Nel mese di dicembre, la Commissione è intervenuta nell'ambito della vigilanza sui sistemi di scambi organizzati, con l'adozione del provvedimento di divieto degli scambi organizzati aventi ad oggetto strumenti finanziari non quotati e non diffusi fra il pubblico in maniera rilevante effettuati sul sistema di scambi organizzati e gestito da soggetto diverso da un intermediario abilitato. In particolare, la Commissione ha ritenuto che il sistema, relativamente ai titoli non quotati e non diffusi, non disponesse degli essenziali

requisiti di trasparenza e regolarità di funzionamento che devono essere propri di un sistema di scambi organizzati di strumenti finanziari.

I servizi di compensazione, liquidazione e gestione accentrata di strumenti finanziari

Nel mese di luglio, l'Istituto ha fornito il previsto parere di competenza alla Banca d'Italia in merito alle modifiche al Regolamento operativo dei servizi di liquidazione e delle attività accessorie della Monte Titoli Spa.

Per la gran parte, tali modifiche si sono rese necessarie a seguito della chiusura della fase di avvio dell'operatività di Express II. La modifica più significativa, oggetto di analisi da parte anche dell'Express Users Group, che ha proseguito i lavori della disciolta Task Force Express II (concernenti le fasi precedenti e immediatamente successive all'entrata in funzione della nuova piattaforma di liquidazione), è quella che prevede l'introduzione di un sistema di penali da parte della Monte Titoli Spa per le operazioni non regolate al termine della liquidazione lorda della giornata di regolamento e originate da scoperture di titoli e contante. Tale modifica si è resa necessaria per il decorso del termine, previsto nello stesso Regolamento operativo dei servizi di liquidazione, secondo cui la Monte Titoli Spa aveva facoltà di non applicare penali per un periodo non superiore a sei mesi a decorrere dalla data di avvio del servizio di liquidazione netta.

Nel mese di luglio, inoltre, l'Istituto ha fornito il previsto parere di competenza alla Banca d'Italia in merito alle modifiche al Regolamento dei Sistemi di Garanzia delle

operazioni su strumenti finanziari, ex artt. 68, 69, comma 2 e 70 del Tuf, della Cassa di Compensazione e Garanzia Spa.

Fra queste modifiche, rileva sottolineare quella inerente la costituzione di un default fund, costituito esclusivamente dai versamenti dei partecipanti diretti, dedicato al solo comparto obbligazionario Mts, che si affiancherà, mantenendosi distinto, a quello già esistente per i

comparti azionario e derivati. Inoltre, in relazione alla presenza di un'ulteriore controparte centrale operante nel Mts (LCH Clearnet S.A.), vigerà il principio della non trasferibilità degli oneri di un default fra controparti centrali, in virtù della quale una controparte centrale non può essere chiamata in alcun modo a sostenere esborsi a fronte di default di un partecipante all'altra controparte centrale.

VI. LA VIGILANZA SUGLI INTERMEDIARI

Le banche, le Sim e gli agenti di cambio

Nel corso del 2004 la Commissione è stata impegnata in un'attività assai intensa di vigilanza sugli intermediari mobiliari, spesso sfociata in successive attività di accertamento e contestazione per comportamenti e procedure non conformi alle regole per la prestazione di servizi di investimento.

Il consistente aumento dell'attività è segnalato anche dal notevole incremento degli

esposti dei risparmiatori ricevuti dalla Commissione in materia di prestazione di servizi di investimento. Nel 2004 la Commissione ha ricevuto circa 5.300 esposti (Tav. VI.1), contro i circa 3.000 dell'anno precedente. Il forte aumento degli esposti indica un netto incremento del tasso di conflittualità e di contenzioso fra clienti e intermediari, spesso relativo a un numero circoscritto di casi sui quali la Commissione ha poi condotto specifiche attività di indagine.

Tav. VI.1

Esposti degli investitori in materia di servizi di investimento

	Oggetto dell'esposto														Totale
	Negoziazione e raccolta ordini					Gestione di patrimoni					Collocamento e offerta fuori sede				
	Informativa preventiva su strumenti finanziari	Oneri commissionali	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	
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

Nel 2004, la Consob è stata fortemente impegnata nella puntuale valutazione delle condotte poste in essere dagli intermediari nella vendita ai clienti delle obbligazioni *corporate*.

Con riferimento a tali casi la valutazione dei comportamenti degli intermediari si è basata sulle risultanze di una attività ispettiva impegnativa e particolarmente complessa.

Nel 2003 erano state avviate 6 ispezioni presso i principali gruppi bancari italiani, e per altri 4 intermediari era stato richiesto alla Banca d'Italia di effettuare accertamenti per profili di competenza della Consob. Nel corso del 2004 sono stati avviati accertamenti ispettivi presso altre 2 banche e 1 Sgr (Tav. aVI.1).

La particolare complessità dei casi ispettivi e la natura dei comportamenti da mettere in luce hanno inciso non solo sulla tipologia e sulle modalità tecniche delle analisi da compiere sui soggetti ispezionati in sede di singola verifica ispettiva, ma anche sugli accertamenti da porre in essere nelle successive fasi dei procedimenti ispettivi e sulla gestione dei relativi esiti.

La complessità degli accertamenti ispettivi ha reso necessario l'uso di metodologie di analisi particolarmente complesse e articolate, in virtù della natura dei fenomeni indagati e delle finalità per le quali gli stessi sono stati analizzati, e ha spesso richiesto ulteriori atti di vigilanza nelle fasi successive alla chiusura delle verifiche ispettive.

Complessivamente, dunque, fra il 2003 e il 2004, sono stati sottoposti ad accertamenti ispettivi per i profili relativi alla vendita di obbligazioni *corporate*, praticamente tutti i principali gruppi bancari italiani, rappresentanti in complesso il 67 per cento circa del totale dei titoli in deposito e delle gestioni individuali del sistema bancario.

Con riferimento alla “vicenda Cirio” sono stati intrapresi e, per quanto di competenza, condotti a termine i procedimenti sanzionatori relativi agli esponenti aziendali delle dieci banche ispezionate (si veda anche il Capitolo VII “I provvedimenti sanzionatori e cautelari”).

La selezione degli intermediari è avvenuta individuando i maggiori “venditori netti” di tali obbligazioni nei confronti della clientela retail (attraverso i quali è transitato il 70 per cento circa delle negoziazioni), e tenendo conto dell'elemento “qualitativo” consistente essenzialmente nella eventuale partecipazione diretta, o mediante altra società del gruppo, alle operazioni di collocamento dei prestiti obbligazionari.

L'articolata istruttoria ha messo in luce le numerose criticità in relazione all'attività di negoziazione, specie sul cosiddetto grey market, nei confronti di clienti non professionali e avente ad oggetto titoli (come appunto le obbligazioni in questione) privi di rating e per i quali non è prevista dalle norme vigenti la redazione di un prospetto informativo. Infatti, nella misura in cui altri operatori o il mercato non offrono informazioni (o valutazioni) sullo strumento finanziario trattato, la funzione dell'intermediario al quale compete di fornire ai clienti informazioni adeguate sugli strumenti finanziari assume maggiore rilievo e delicatezza.

Pur essendo le indagini occasionate dalla “vicenda Cirio”, le stesse hanno rivelato aree critiche che trascendono il caso specifico e caratterizzano il modo stesso di prestare il servizio di investimento da parte degli intermediari, denotando carenze e difetti di ordine procedurale, e come tali suscettibili di dispiegare i propri effetti a prescindere dalla tipologia specifica dello strumento finanziario trattato.

L'azione di vigilanza della Consob nei confronti degli intermediari si basa infatti su di un approccio trasversale, fondato su di un'analisi dell'idoneità delle procedure e dell'assetto organizzativo ad assicurare il rispetto delle regole di condotta. Qualora

quindi emergano anomalie di tipo procedurale o organizzativo, esse possono potenzialmente coinvolgere l'operatività di un intermediario rispetto a qualsiasi strumento trattato con la clientela.

Tale modello di vigilanza, che ha quindi ispirato le citate verifiche ispettive, non è dunque incentrato sui singoli "casi" o "prodotti" collocati, ma è teso a valutare in maniera trasversale e generale le procedure e l'assetto organizzativo dei soggetti vigilati.

Anche altri casi critici che hanno coinvolto numerosi risparmiatori (in particolare, la vendita di obbligazioni emesse dalla Repubblica Argentina), sono stati quindi affrontati nell'ottica di valutare eventuali carenze procedurali in capo agli operatori.

Nel "caso Argentina", le verifiche si sono concentrate su taluni grandi intermediari che, sulla base di indici quantitativi e in ragione del numero e della rilevanza degli esposti degli investitori pervenuti all'Istituto, potevano risultare particolarmente coinvolti. Le indagini sono risultate complesse anche in ragione del fatto che hanno riguardato intermediari di ampie dimensioni e articolazione, e dal fatto che sono intervenuti alcuni importanti processi di ristrutturazione aziendale e societaria nel periodo di operatività sui *bond* Argentina.

Alla luce degli specifici e articolati elementi acquisiti, sono state inoltrate lettere di contestazione agli esponenti aziendali (consiglieri di amministrazione, sindaci, direttori generali, responsabili di aree operative, responsabili della funzione di controllo interno) contenenti rilievi relativi a carenze delle procedure interne (in violazione dell'art. 56 del Regolamento Consob in

materia di intermediari); alla carente conoscenza dello strumento finanziario oggetto di trattazione (in violazione dell'art. 26, comma 1, lett. e), del citato regolamento); alla carente informazione alla clientela sulla natura e sui rischi delle operazioni (in violazione dell'art. 28, comma 2, del citato regolamento); alla carente valutazione dell'adeguatezza delle disposizioni impartite dal cliente (in violazione dell'art. 29 del citato regolamento) e alla carente segnalazione della 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.

Valutati gli argomenti difensivi, di diritto e di fatto, addotti da tutti gli interessati, si è formulata al Ministero dell'economia e delle finanze, a esito della fase procedimentale di competenza, un'articolata e puntuale proposta di sanzioni pecuniarie amministrative per ciascun soggetto ritenuto responsabile (si veda anche il Capitolo VII "I provvedimenti sanzionatori e cautelari").

Nel corso del 2004 la Consob ha altresì avviato e concluso un procedimento sanzionatorio avente ad oggetto l'operatività svolta da un intermediario bancario, nell'ambito della prestazione dei servizi di investimento nei confronti della clientela *retail*.

La complessa azione di vigilanza ha riguardato operazioni sostanzialmente riconducibili a due macro tipologie: a) i cosiddetti piani finanziari, che prevedevano l'erogazione da parte dell'intermediario di un finanziamento al cliente finalizzato all'acquisto da parte di quest'ultimo di strumenti finanziari; b) i prodotti compositi, derivanti dalla contestuale conclusione

di operazioni aventi ad oggetto titoli di Stato e contratti di natura derivata, nelle quali il cliente risultava contemporaneamente acquirente del titolo di Stato e venditore di un'opzione put.

Dalle analisi condotte, le operazioni descritte sono risultate caratterizzate da una elevata complessità e opacità, tali da poter ingenerare nella clientela difficoltà di un'immediata comprensione degli effettivi profili di rischio e rendimento delle stesse; sia i piani finanziari che i prodotti compositi risultavano poi adatti a una clientela disposta a sopportare un elevato livello di rischio, in quanto la leva finanziaria ingenerata dal finanziamento e l'operazione di vendita di un'opzione put determinavano l'assenza di garanzia del capitale investito. È inoltre emerso che l'intermediario ha adottato una politica commerciale particolarmente aggressiva, che gli ha consentito di conseguire elevati volumi di vendita.

In tale contesto sono state rilevate numerose violazioni della disciplina di settore, con particolare riferimento: a) alla violazione dei principi di comportamento diligente e corretto e dell'agire nell'interesse dei clienti; b) all'inidoneità delle procedure poste a presidio della prestazione dei servizi di investimento; c) alle carenze nella funzione di controllo interno; d) alla inidonea conoscenza delle operazioni di investimento proposte alla clientela; e) alla carenza informativa alla clientela in merito alle operazioni di investimento complesse; f) alla carenza valutazione dell'adeguatezza delle operazioni compiute per conto della clientela; g) al mancato rispetto della disciplina sulla best execution.

Valutati gli argomenti difensivi, di diritto e di fatto, adottati da tutti gli interessati, si è formulata al Ministero dell'economia e delle finanze, a esito della fase procedimentale

di competenza, un'articolata e puntuale proposta di sanzioni pecuniarie amministrative per ciascun soggetto ritenuto responsabile (in complesso circa 40 persone).

Parallelamente ai procedimenti sanzionatori, sono stati avviati interventi volti a monitorare l'implementazione, da parte degli intermediari interessati, dei miglioramenti procedurali segnalati come necessari.

La Consob è stata impegnata nella consueta attività di gestione dell'albo delle Sim. Il numero di soggetti iscritti risulta in continua diminuzione, in parte per effetto di un fenomeno di concentrazione del settore, legato a operazioni di acquisizione, e in parte per effetto di trasformazione in banca. Alla fine del 2003, vi erano infatti 115 Sim iscritte, contro 131 del 2004 (Tav. aVI.2).

Nel corso del 2004, la Consob ha trasmesso al Ministero dell'economia e delle finanze il parere di propria competenza circa un progetto di modifica dello statuto del Fondo nazionale di garanzia. Nello stesso periodo è stato reso, inoltre, il parere relativo 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 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 (Tav. aVI.3). In particolare, il sistema di indennizzo è intervenuto per 19 casi di insolvenza (11 Sim e 8 agenti di cambio). 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.

Le società di gestione collettiva del risparmio

Nel corso del 2004, la Commissione ha dato avvio a una prima fase di implementazione di un modello informatico di vigilanza diretto a monitorare e rilevare, su base continuativa, eventuali segnali di anomalie nei comportamenti e nelle procedure assunte dalla Sgr per la prestazione dei servizi.

In particolare, tale modello si fonda sull'elaborazione di un triplice ordine di informazioni (tecniche e di stile di gestione dei portafogli; assetto ed evoluzione della situazione economico-patrimoniale; organizzazione e procedure delle Sgr) e sulla loro analisi integrata al fine di individuare comportamenti non in linea con i generali principi di correttezza e trasparenza posti dalla legislazione primaria e regolamentare.

Nell'ambito della vigilanza sulla trasparenza svolta nel corso dell'anno 2004, particolare attenzione è stata rivolta allo sviluppo del mercato dei fondi comuni di investimento chiusi e, nell'ambito di questi, dei fondi immobiliari.

Al riguardo, l'attività istruttoria svolta ha posto in evidenza talune problematiche connesse all'informativa da rendere attraverso i prospetti, proprie di tali tipologie di Oicr. In particolare, sono state rilevate e risolte criticità informative con riferimento alle modalità di effettuazione delle operazioni di apporto (descrizione delle operazioni in conflitto di interessi e individuazione del regime

fiscale applicabile), alle peculiarità strutturali dei fondi di tipo "semi-chiuso" (net asset value - NAV - al quale far riferimento per le sottoscrizioni di quote successive alla prima emissione) e all'informativa da pubblicare relativamente alle relazioni di stima degli asset immobiliari.

Sempre nell'ambito della vigilanza sulla trasparenza, nel 2004 l'attività dell'Istituto si è indirizzata verso l'analisi del fenomeno, che registra una diffusione sempre crescente, dell'utilizzo di diverse classi di quote, riferite a uno stesso fondo comune d'investimento, o di diverse classi di azioni (per le Sicav), in particolare in relazione all'offerta in Italia di Oicr esteri armonizzati.

Si tratta di articolazioni interne ai prodotti della gestione collettiva del risparmio attraverso le quali si determinano differenti modalità di partecipazione degli investitori agli Oicr commercializzati in Italia. Tali classi risultano, infatti, caratterizzate da un diverso regime commissionale applicato ai partecipanti allo stesso fondo (o comparto) in funzione *a)* delle differenti tipologie di investitori, ai quali viene riservato l'investimento (classi *institutional/retail*), *b)* della disponibilità di "servizi" supplementari (ad esempio, la copertura del rischio di cambio, facoltà di conversione), *c)* delle differenti modalità di pagamento delle commissioni in relazione al periodo di detenzione dell'investimento (cosiddetto *holding period*) ipotizzato e *d)* della presenza di sistemi di incentivo per la sottoscrizione di quote di risparmio rilevanti (commissioni correlate all'ammontare dell'investimento).

A tale riguardo, nelle istruttorie relative a offerte in Italia in regime di mutuo riconoscimento,

l'individuazione dei presupposti che giustificano i diversi oneri applicati alle diverse classi è risultata in alcuni casi problematica. La Commissione ha pertanto predisposto un'articolata attività di vigilanza informativa al fine di assicurare il rispetto del principio di parità di trattamento tra i destinatari dell'offerta, previsto dalla normativa interna in materia di appello al pubblico risparmio (artt. 95, comma 1, lett. c), del Tuf, e 14, comma 1, del Regolamento Consob in materia di Emittenti). In particolare, si è provveduto a chiedere alle società interessate di chiarire i criteri oggettivi posti a fondamento del diverso regime commissionale relativo alle classi emesse. Le medesime società, nel rispondere ai rilievi formulati, hanno ritenuto opportuno introdurre nella documentazione d'offerta ulteriori informazioni idonee a consentire una scelta d'investimento consapevole anche in relazione alle varie componenti di costo dell'investimento proposto.

È stata altresì avviata un'indagine conoscitiva, selezionando un campione rappresentativo delle società di gestione armonizzate operanti in Italia, con l'obiettivo di effettuare un controllo della disclosure delle condizioni d'offerta e delle specifiche funzionalità che caratterizzano le classi offerte.

La Commissione, completando il piano avviato nel 2003, ha intrapreso un'azione di monitoraggio finalizzata a verificare il rispetto delle norme di correttezza comportamentale da parte delle Sgr di piccole e medie dimensioni. A tale scopo, è stato selezionato un campione di 8 società aventi, alla data del 31 dicembre 2003, un patrimonio gestito, espresso in percentuale di quota di mercato, compreso tra lo 0,3 e il 3 per cento.

L'indagine, relativa al biennio 2002-2003, ha condotto all'individuazione di aree di criticità

riconducibili essenzialmente alla seguente casistica: a) inadeguatezza dei presidi di controllo di secondo e terzo livello in quanto prevalentemente incentrati su aspetti di carattere amministrativo piuttosto che sull'attività di gestione effettivamente svolta; b) scarsa formalizzazione, ovvero mancato rispetto, delle procedure adottate in tema di processo decisionale di investimento o di registrazione degli ordini; c) limitatezza degli applicativi informatici di front office utilizzati sia nell'ambito della gestione individuale che di quella collettiva; d) aleatorietà della struttura delle fonti di reddito causata dalla notevole incidenza, nell'ambito delle commissioni attive, delle commissioni di incentivo, nonché idoneità a favorire, atteso l'elevato numero di contratti di soft commission stipulati, la realizzazione di comportamenti potenzialmente in conflitto con l'interesse degli investitori.

Al riguardo, si è fatto ricorso, in 5 casi, allo strumento della convocazione dei consigli di amministrazione al fine di indurre gli amministratori delle Sgr interessate a esaminare le fattispecie evidenziate e a individuare le risorse organizzative e procedurali atte al loro superamento. In 3 casi specifici, sono state inoltre deliberate verifiche ispettive.

Come per il 2003, anche nel 2004 la Commissione ha ritenuto opportuno prestare una specifica attenzione alle politiche di investimento delle Sgr relative alle obbligazioni corporate.

Il valore dei titoli corporate detenuti dalle Sgr al 30 giugno 2004 è aumentato di circa 1,2 miliardi di euro rispetto alla stessa data del 2003, portando il totale del patrimonio investito in corporate bond a circa 7,9 miliardi di euro (Tav. VI.2). L'incremento maggiore è stato legato agli investimenti delle gestioni patrimoniali istituite dalle Sgr, cui si contrappone una riduzione

degli investimenti da parte degli Oicr. Gli investimenti delle Sgr sono però fortemente concentrati sui titoli emessi dai principali gruppi quotati; in particolare, circa 5,5 miliardi di euro dei corporate bond detenuti al 30 giugno 2004

sono riferibili a tre gruppi quotati (Telecom, Enel e Autostrade; Tav. VI.3). L'attenzione delle Sgr si è rivolta inoltre verso i bond emessi da Infrastrutture Spa, dal gruppo Italenergia e dal gruppo Finmeccanica.

Corporate bonds nel portafoglio delle gestioni individuali e collettive delle Sgr¹
(dati al 30 giugno; valori monetari in milioni di euro)

Tav. VI.2

	Gestioni patrimoniali		Oicr aperti (Sgr e Sicav)		Totale	
	Controvalore	% del patrimonio gestito	Controvalore	% del patrimonio gestito	Controvalore	% del patrimonio gestito
2003	3.352	1,3	3.315	0,8	6.667	1,1
2004	4.986	2,2	2.892	0,7	7.878	1,3

Fonte: Elaborazioni su dati tratti dalle segnalazioni statistiche di vigilanza Consob e Banca d'Italia. Sono escluse le obbligazioni emesse da società per la cartolarizzazione dei crediti. ¹ L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti.

Obbligazioni corporate dei principali gruppi quotati detenute dalle Sgr nell'ambito della gestione collettiva e individuale
(dati al 30 giugno 2003; valori monetari in milioni di euro)

Tav. VI.3

Principali gruppi quotati	Consistenze	Totale in rapporto ai debiti finanziari consolidati 2003 ¹
Telecom - Olivetti	2.887	7,0
Enel	1.895	8,1
Autostrade	766	8,1
Italenergia – Edison	383	8,2
Ifil – Fiat	305	1,2
Eni	255	1,5
Finmeccanica	99	3,1
Asm Brescia	75	13,5
Cir	61	3,7
Pirelli	43	1,6
Seat	28	4,4
Benetton	23	0,9
Impregilo	11	0,6
Autostrada To-Mi	7	1,3
St Microelectronics	7	0,3

Fonte: Elaborazioni su dati derivanti da segnalazioni statistiche di vigilanza Consob e Banca d'Italia e R&S 2004 Mediobanca. Sono escluse le obbligazioni emesse da società per la cartolarizzazione dei crediti. ¹ Dati in percentuale.

In tema di *corporate governance* delle Sgr, è continuata l'analisi, avviata nel 2003, sulla struttura dei consigli di amministrazione delle Sgr e sulla presenza dei requisiti di indipendenza degli amministratori, con particolare riferimento alle società facenti parte di gruppi bancari.

I dati riferiti ai consigli di amministrazione delle prime 17 Sgr di matrice bancaria (con un patrimonio gestito complessivo di circa 300 miliardi di euro, pari a circa l'82 per cento del totale del patrimonio gestito dei fondi armonizzati di diritto italiano) evidenziano, in numerosi casi, come gli amministratori rivestano spesso una carica anche nella banca capogruppo o in altre società del medesimo gruppo bancario. Su 161 amministratori complessivamente considerati, solo 32 (20 per cento circa) non sono amministratori anche in altre società del gruppo di appartenenza della Sgr; in 34 casi (21 per cento circa) i componenti del consiglio di amministrazione della Sgr ricoprono cariche nella banca capogruppo (Tav. VI.4).

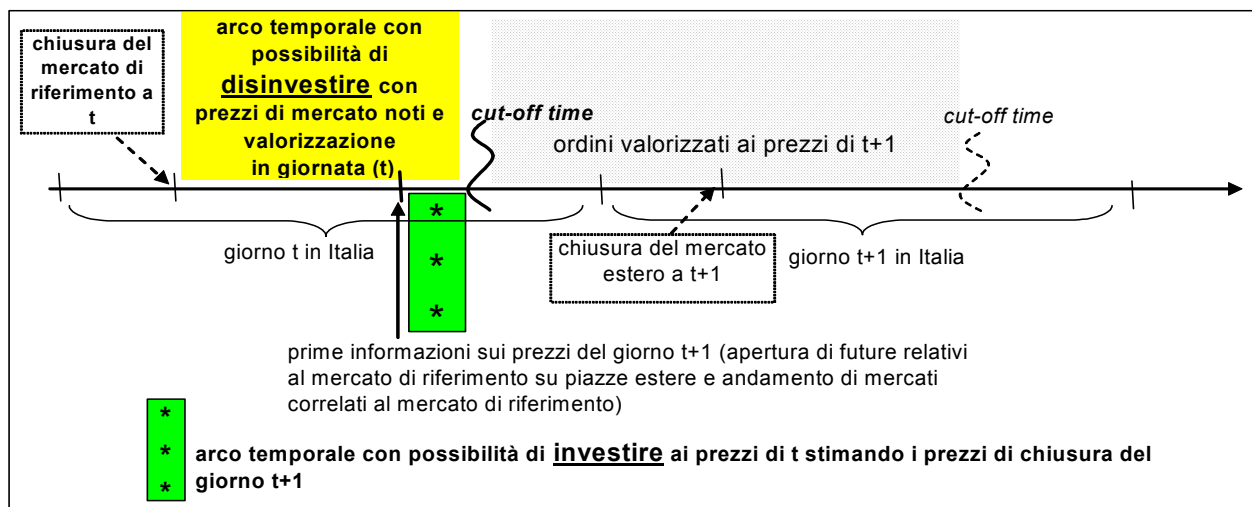
Incroci fra i consigli di amministrazione delle Sgr e quelli delle società del gruppo

Cariche ricoperte nelle Sgr	Cariche ricoperte nella banca capogruppo					Cariche in altre società del gruppo	Senza cariche nelle società del gruppo	Totale complessivo
	Presidente	Amministratore Delegato	Consigliere	Direttore Generale	Dirigente			
Amministratore Delegato						11	1	12
Consigliere	2	1	7	5	15	61	7	98
Consigliere esecutivo						9	4	13
Consigliere indipendente						1	17	18
Presidente	1		1	1		11	1	15
Presidente consigliere esecutivo						2	2	4
Presidente consigliere indipendente	1							1
<i>Totale</i>	<i>4</i>	<i>1</i>	<i>8</i>	<i>6</i>	<i>15</i>	<i>95</i>	<i>32</i>	<i>161</i>

Fonte: Prospetti informativi. Dati relativi alle prime 17 Sgr di matrice bancaria per patrimonio gestito (a gennaio 2005).

Fig. VI.1

Schema di operazione di market timing



Nel 2004 si è conclusa l'indagine relativa al fenomeno del *market timing* su quote di fondi comuni di investimento aperti italiani avviata nel corso del 2003. Tale fenomeno consiste nella conclusione di operazioni di sottoscrizione e rimborso di quote di fondi, da parte di alcuni sottoscrittori, in un breve lasso temporale, al fine di anticipare le tendenze dei mercati finanziari (Fig. VI.1). Ciò può tradursi in un vantaggio

da parte di alcune categorie di investitori (cosiddetti *market timers*) a discapito di altre (investitori di lungo periodo) e, conseguentemente, in una violazione del principio della parità di trattamento degli investitori.

L'indagine ha tratto spunto dall'emersione del fenomeno sul mercato americano dove il grado di diffusione delle pratiche di market timing su quote di fondi ha indotto la Securities and

Exchange Commission a richiedere alle società di gestione specifici presidi procedurali. Lo International Organization For Governmental Securities Commissions (Iosco) è impegnato nella definizione di standard internazionali di intervento. Tali pratiche risultano di portata minore in Europa, come emerge dalle analisi svolte dai regulators europei su impulso del Committee of European Securities Regulators (Cesr) nel corso del 2004.

Oggetto di monitoraggio sono state, in particolare, le procedure di ricezione e registrazione degli ordini di sottoscrizione e rimborso da parte di sette Sgr (rappresentative di circa il 25 per cento del mercato domestico delle gestioni collettive), nonché le operazioni concluse nel periodo gennaio 2003 - giugno 2003 per conto di 118 fondi comuni selezionati tra quelli istituiti dalle medesime Sgr.

Dall'analisi delle procedure di raccolta, registrazione, controllo e valorizzazione degli ordini sono emerse talune carenze concernenti le modalità di formalizzazione delle singole fasi del processo aziendale. È stata, inoltre, rilevata la non piena idoneità delle procedure di valorizzazione degli ordini di sottoscrizione/rimborso relativamente ai fondi specializzati in mercati di investimento con chiusura anticipata per il fuso orario rispetto al momento di accettazione degli ordini stessi (cut-off time). In particolare, la fissazione di un limite orario per l'accettazione degli ordini da valorizzare in giornata eccessivamente ritardato è atta a incentivare comportamenti di market timing, basati, di fatto, sulla previsione del valore che la quota del fondo andrà ad assumere.

La realizzazione delle attività di market timing presuppone una immediata trasmissione degli ordini dal collocatore alla Sgr o un invio degli ordini direttamente alla Sgr.

L'esame dell'operatività relativa ai fondi selezionati, si è focalizzato sulle operazioni di sottoscrizione e rimborso concluse per un uguale numero di quote in un breve lasso temporale e su tutte quelle poste in essere dagli operatori maggiormente attivi (cosiddetti frequent traders), rappresentati principalmente dalle gestioni patrimoniali. Sono state, inoltre, analizzate le operazioni concluse dai dipendenti delle Sgr al fine di monitorare eventuali fenomeni di sfruttamento di informazioni privilegiate sulla composizione dei portafogli dei fondi (cosiddetto internal dealing).

In generale non sono state rilevate operazioni riconducibili a strategie di market timing o di internal dealing.

I promotori finanziari

L'attività di vigilanza sui promotori finanziari nel corso dell'anno 2004 ha preso impulso, come di consueto, da esposti provenienti dagli investitori, dall'esito di verifiche ispettive effettuate presso gli intermediari, da comunicazioni dell'Autorità o della Polizia giudiziaria e da segnalazioni degli intermediari.

Nel 2004 si è registrata una sostanziale stabilità del numero delle comunicazioni con le quali sono state segnalate presunte irregolarità a carico di promotori finanziari (445 contro 461 del 2003).

Il numero dei nuovi iscritti all'albo dei promotori finanziari (pari a 2.982) è sensibilmente diminuito rispetto all'anno precedente (4.530), mentre il numero delle cancellazioni è rimasto sostanzialmente stabile rispetto a quello dell'anno precedente (4.644 contro 4.735 nel 2003). Questa dinamica ha

portato a una riduzione del numero di promotori iscritti all'albo a fine 2004 (64.894, contro i 66.554 iscritti alla fine del 2003; Tav. aVI.4).

L'attività di vigilanza sui promotori ha dato luogo a un'intensa attività di *enforcement* e all'adozione di numerosi provvedimenti sanzionatori (si veda il capitolo VII "I provvedimenti sanzionatori e cautelari").

VII. I PROVVEDIMENTI SANZIONATORI E CAUTELARI

I provvedimenti relativi agli intermediari e ai promotori finanziari

Nel corso del 2004 la Consob ha concluso 22 procedimenti sanzionatori per violazioni della normativa in materia di prestazione dei servizi di investimento (Tav. VII.1). Le proposte di sanzione hanno riguardato 516 soggetti (fra cui un agente di cambio) e l'importo complessivo delle sanzioni proposte al Ministero dell'economia e

delle finanze è stato pari a 14,3 milioni di euro.

Il fortissimo incremento dell'ammontare delle sanzioni proposte rispetto ai precedenti anni, oltre che del numero di soggetti coinvolti, è da ricollegare prevalentemente all'azione di *enforcement* relativa al "caso Cirio", che ha coinvolto gli esponenti aziendali di alcuni dei principali gruppi bancari italiani (si veda anche il capitolo VI "La vigilanza sugli intermediari mobiliari").

Tav. VII.1

Sanzioni amministrative pecuniarie proposte nei confronti di intermediari mobiliari¹
(valori monetari in migliaia di euro)

	Numero casi					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

¹ L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti.

Con riferimento alle banche, e in larga misura in virtù delle contestazioni legate alle indagini sul "caso Cirio", la maggior parte delle violazioni riscontrate ha riguardato il servizio di negoziazione in conto proprio (oltre 1.700 violazioni) e l'attività di collocamento (261 violazioni contestate) (Tav. VII.2). Sempre con riferimento alle banche, le

violazioni più frequentemente riscontrate hanno avuto natura comportamentale (oltre il 70 per cento) e gli esponenti aziendali ai quali tali violazioni sono state contestate sono stati, oltre ai componenti del consiglio di amministrazione (154 amministratori esecutivi e 183 non esecutivi), i sindaci (76 soggetti), i direttori generali (32 soggetti), i responsabili

della funzione di controllo interno (21 soggetti) e anche alcuni dipendenti (38 soggetti).

L'importo delle sanzioni proposte nei confronti di esponenti aziendali di Sim è assai più modesto rispetto a quello relativo alle

banche (poco più di 100 mila euro) e le violazioni contestate hanno avuto ad oggetto essenzialmente il servizio di collocamento. Tale circostanza è dovuta al modesto ruolo che tali soggetti hanno avuto con riferimento alle suddette attività.

Tav. VII.2

Sanzioni amministrative pecuniarie proposte nei confronti di esponenti aziendali di intermediari nel 2004¹
(valori monetari in migliaia di euro)

	Sim		Banche		Agenti di cambio		Sgr	
	N.	Importi	N.	Importi	N.	Importi	N.	Importi
Esponenti aziendali								
Amministratori esecutivi	1	17,4	154	5.395,9	1	55,0	--	--
Amministratori non esecutivi	3	31,0	183	4.362,4	--	--	--	--
Presidente collegio sindacale	1	14,6	20	660,3	--	--	--	--
Altri sindaci	2	23,0	56	1.347,8	--	--	--	--
Direttore Generale	1	5,5	32	1.028,2	--	--	--	--
Controller	1	7,5	21	469,9	--	--	--	--
Dipendenti	2	9,0	38	823,2	--	--	--	--
<i>Totale</i>	<i>11</i>	<i>108,0</i>	<i>504</i>	<i>14.087,8</i>	<i>1</i>	<i>55,0</i>	--	--
Sanzioni proposte e irrogate nel 2004^{2,3}								
Proposte	19	108,0	117	448,7	3	55,0	--	--
Irrogate	19	108,0	117	448,7	3	55,0	--	--
Tipologia di violazione³								
Procedurale	16	95,0	515	5.216,8	2	30,0	--	--
Comportamentale	3	13,0	1.426	13.033,5	1	25,0	--	--
Servizio di investimento/Gestione⁴								
Collocamento	17	99,0	261	4.033,0	--	--	--	--
Raccolta ordini	--	--	44	67,1	3	55,0	--	--
Negoziazione conto terzi	--	--	229	1.454,6	2	55,0	--	--
Negoziazione conto proprio	2	9,0	1.712	16.795,8	--	--	--	--
Gestione collettiva	--	--	--	--	--	--	--	--
Gestione individuale e collettiva	--	--	--	--	--	--	--	--
Gestione individuale	--	--	--	--	--	--	--	--

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 alla fine del 2004. ³ Il totale differisce 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.

Principali violazioni riscontrate nell'attività di vigilanza sugli intermediari mobiliari nel 2004¹
(valori monetari in migliaia di euro)

Fattispecie di violazione	Combinato disposto	Quota ²	Importo sanzioni	Numero violazioni
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, co. 1, lett. d), Tuf e Art. 56, Reg. Intermediari	25	4.633,3	418
Mancato rispetto dei principi che impongono agli intermediari di operare in modo che i clienti siano sempre adeguatamente informati e mancata informativa sulla natura, i rischi e le implicazioni della specifica operazione o servizio, la cui conoscenza sia necessaria per effettuare consapevoli scelte di investimento	Art. 21, co. 1, lett. b), Tuf e Art. 28, co.2, Reg. Intermediari	18	3.373,4	383
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	Art. 21, co. 1, lett. a), Tuf e Art. 26, co. 1, Reg. Intermediari	18	3.349,1	382
Mancato rispetto dei principi che impongono agli intermediari di comportarsi con diligenza e correttezza determinato dallo svolgimento di operazioni non adeguate per l'investitore	Art. 21, co. 1, lett. a) e b), Tuf e Art. 29, Reg. Intermediari	8	1.471,0	216
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 e 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	Art. 21, co. 1, lett. c), Tuf e Art. 27, Reg. Intermediari	7	1.209,7	174
<i>Totale</i>		76	14.036,5	1.573

¹ L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. ² Valori in percentuale sul totale degli importi monetari delle sanzioni proposte.

Principali violazioni riscontrate nell'attività di vigilanza nel 2004 per tipologia di intermediario
(valori monetari in migliaia di euro)

Categoria intermediario	Fattispecie di violazione	Combinato disposto	Quota ¹	Importo sanzioni	Numero violazioni
Agenti di cambio	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	Art. 17, co. 1, lett. d), Dlgs. n. 415/96 e Art. 21, co. 1, lett. d) Tuf	45	25,0	1
Sim	Mancato rispetto dei principi che impongono agli intermediari di disporre di procedure di controllo interno idonee ad assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi determinato da omessa istituzione, ovvero inadeguata strutturazione della funzione di controllo interno, nonché dalla circostanza che il <i>controller</i> non risulta essere svincolato da rapporti giuridici rispetto ai responsabili dei settori di attività sottoposti a controllo e/o aver svolto il proprio lavoro in modo non autonomo e indipendente e/o aver riferito degli esiti della propria attività in modo non obiettivo e indipendente	Art. 21, co. 1, lett. d), Tuf e Art. 57, Reg. Intermediari	46	49,6	7
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, co. 1, lett. d), Tuf e Art. 56, Reg. Intermediari	25	4.633,3	418

¹ Incidenza percentuale della fattispecie di violazione sul totale degli importi monetari delle sanzioni proposte per tipologia di intermediario. Valori in percentuale.

In generale, circa il 25 per cento delle sanzioni proposte nei confronti di intermediari mobiliari (in rapporto al totale del valore monetario delle sanzioni proposte) ha avuto ad oggetto il mancato rispetto dei principi e delle disposizioni che impongono agli intermediari di disporre di risorse e procedure, anche di controllo interno, idonee ad assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi (art. 21, c. 1, lett. d), del Tuf, e art. 56 del Regolamento Consob in materia di intermediari) (Tav. VII.3), e ha riguardato in maniera esclusiva intermediari bancari (Tav. VII.4).

Per ciò che riguarda i promotori finanziari, la Commissione, a seguito della attività di vigilanza, ha adottato 125 provvedimenti sanzionatori e 35 provvedimenti di sospensione cautelare dall'esercizio dell'attività; 59 procedimenti si sono conclusi con l'archiviazione. Sono state inoltre trasmesse 78 segnalazioni all'Autorità giudiziaria relative a ipotesi di reato connesse allo svolgimento dell'attività di promotore finanziario (Tav. aVII.1).

I provvedimenti sanzionatori più gravi, in particolare quelli di radiazione, sono sensibilmente aumentati (da 56 del 2003 a 69 nel 2004), così come altre sanzioni di minore gravità, fra cui le sanzioni amministrative pecuniarie (passate da 5 del 2003 a 7 del 2004) e i richiami scritti (aumentati da uno del 2003 a 3 del 2004); risulta invece pressoché immutato il dato relativo alle sospensioni sanzionatorie (da 47 del 2003 a 46 del 2004).

L'aumento dei provvedimenti cautelari (da 26 del 2003 a 35 del 2004) è riconducibile soprattutto a un maggior numero di

segnalazioni relative a gravi irregolarità per le quali, in caso di necessità e urgenza, la Commissione può disporre, ai sensi dell'art. 55, c. 1, del Tuf, la sospensione del promotore finanziario dall'esercizio dell'attività per un periodo di sessanta giorni.

Quanto alla tipologia delle violazioni che hanno originato i provvedimenti sanzionatori, si è registrato un incremento delle ipotesi di non veritiere rendicontazioni e di comunicazioni agli investitori attestanti rendimenti più alti rispetto a quelli effettivamente esistenti, ovvero dissimulando le perdite conseguite, e, quindi, falsando il necessario scambio di informazioni che deve caratterizzare il rapporto tra promotore e cliente.

Sintomatica di questa tendenza è anche la distrazione di somme, operata dal promotore, addebitando e contestualmente accreditando conti o fondi di diversi investitori, al fine di simulare il ripianamento delle perdite riportate in seguito a investimenti effettuati per il tramite del promotore stesso.

Nell'ambito dei provvedimenti più gravi adottati dalla Consob nell'anno 2004, ricorrenti continuano a essere le fattispecie di acquisizione di somme di pertinenza degli investitori associate all'accettazione di mezzi di pagamento difformi da quelli previsti dalla normativa di settore e il compimento di operazioni d'investimento non autorizzate dalla clientela, collegate al riempimento abusivo da parte del promotore di modulistica contrattuale sottoscritta "in bianco" dalla clientela o all'apposizione di false sottoscrizioni. Risultano invece di gran lunga meno frequenti rispetto al passato le violazioni della regola del cosiddetto "monomandato" e quelle relative a situazioni di incompatibilità tra lo svolgimento dell'attività di promotore e altre attività.

I provvedimenti relativi agli emittenti e alle società di revisione

Nel corso del 2004 la Commissione ha formulato sette proposte al Ministero dell'economia e delle finanze di irrogazione di sanzioni amministrative pecuniarie per violazioni della disciplina sull'appello al pubblico risparmio e sull'informativa societaria (Tav. VII.5). L'importo complessivo delle sanzioni proposte è stato pari a poco più

di un milione di euro, valore sensibilmente più contenuto rispetto a quello dei due anni precedenti.

Anche l'importo dei pagamenti in misura ridotta a fronte di contestazioni da parte della Commissione di violazioni delle norme sulla sollecitazione all'investimento e l'informativa societaria si è sensibilmente contratto rispetto agli anni precedenti, attestandosi a circa 400.000 euro (Tav. VII.6).

Tav. VII.5

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

Tav. VII.6

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

Tav. VII.7

Provvedimenti cautelari 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

A fianco dell'attività sanzionatoria, l'azione di *enforcement* della Consob si è tradotta in numerosi provvedimenti interdittivi nei confronti di operazioni di sollecitazione abusiva. Nel 2004 la Commissione ha adottato 19 provvedimenti relativi a offerte abusive (di cui 9 di sospensione, 7 di divieto e 3 di decadenza; Tav. VII.7).

Anche l'attività di *enforcement* nei confronti delle società di revisione è stata particolarmente intensa. La Commissione ha cancellato dall'Albo una società di revisione e in quattro casi ha intimato a società di revisione di non avvalersi di determinati *partner*.

Il provvedimento di cancellazione ha avuto ad oggetto l'Italaudit Spa (già Grant Thornton Spa) ed è stato adottato dalla Commissione a seguito dell'accertamento di irregolarità particolarmente gravi con riferimento alle procedure di conferma esterna adottate dall'Italaudit Spa su un campione significativo di lavori di revisione. La procedura di conferma riveste un ruolo particolarmente rilevante nell'attività di revisione legale dei conti poiché consente una verifica a campione sulla veridicità delle informazioni provenienti dal soggetto revisionato. Il mancato rispetto di tale procedura riveste quindi carattere di particolare gravità.

Al riguardo, di assoluta gravità sono risultate le irregolarità connesse all'incarico svolto da uno dei partner sul bilancio al 31.12.2002 della Bonlat Financing Corporation (Gruppo Parmalat) in relazione alla richiesta di conferma delle attività detenute dalla stessa presso la Bank of America; tali irregolarità hanno infatti pregiudicato l'affidabilità del processo di ottenimento delle conferme esterne, conferme che nel caso di specie risultavano di massima importanza in quanto riguardavano poste finanziarie che rappresentavano la parte preponderante delle disponibilità finanziarie del Gruppo Parmalat.

Inoltre, gli accertamenti svolti in ordine ai controlli di qualità dei lavori di revisione hanno evidenziato l'assenza di un adeguato sistema di monitoraggio all'interno della società di revisione, che ha impedito alla stessa di garantire che i lavori effettuati in suo nome fossero condotti nel rispetto dei principi di revisione. Il provvedimento è stato infine motivato dal mancato ripristino da parte dell'Italaudit Spa del requisito dell'idonea garanzia assicurativa, di cui all'art. 161, comma 4, del Tuf, nel termine fissato dalla Commissione.

In realtà, sempre nel 2004, la Commissione era già precedentemente intervenuta nei confronti di tale società intimandole, ai sensi dell'art. 163, comma 1, lettera a), del Tuf, di non avvalersi per un periodo di due anni dell'attività di revisione di uno dei *partner*. Il provvedimento è stato assunto a seguito degli accertamenti svolti in merito all'attività di revisione svolta dal *partner* sulla relazione semestrale al 30 giugno 2002 della Cirio Finanziaria Spa.

Nel corso dell'istruttoria è stata innanzitutto rilevata l'inosservanza del principio di revisione sulla modalità di svolgimento della revisione limitata della relazione semestrale, raccomandato

con delibera Consob n. 10867/97, e del principio di revisione n. 2 sulle "Norme etico-professionali" emanato dai Consigli Nazionali dei Dottori Commercialisti e dei Ragionieri, nonché raccomandato dalla Consob con delibera n. 99088450 dell'1° dicembre 1999.

Inoltre, le procedure di revisione poste in essere dal revisore durante l'intero svolgimento del lavoro si sono rivelate estremamente carenti: in particolare, il revisore non ha svolto le necessarie attività di pianificazione rivolte alla comprensione della società esaminata e all'identificazione dei principali profili di rischio a essa afferenti, non ha correttamente determinato le procedure di revisione da svolgere e non ha adeguatamente valutato la sufficienza e l'appropriatezza degli elementi probativi raccolti. In conseguenza di dette carenze, il revisore non ha di fatto valutato i profili più significativi ai fini della formulazione delle proprie conclusioni sulla relazione semestrale del gruppo Cirio al 30.6.2002.

Il revisore non ha infatti rilevato e opportunamente evidenziato nella propria relazione le gravi carenze dell'informativa resa dagli amministratori della Cirio Finanziaria nella relazione semestrale riguardo alle incertezze nel reperire le risorse finanziarie necessarie per far fronte al prestito obbligazionario in scadenza e riguardo ai notevoli rischi connessi alle clausole contrattuali sottostanti i prestiti obbligazionari emessi; nella circostanza il revisore, non evidenziando alcun profilo problematico nella propria relazione, ha fornito al mercato il messaggio che, sulla base delle verifiche svolte, egli non era venuto a conoscenza di variazioni e integrazioni significative da apportare alla relazione semestrale.

In due casi, la Consob ha intimato alla Deloitte & Touche Spa, ai sensi dell'art. 163,

comma 1, lettera a), del Tuf, di non avvalersi dell'attività di revisione di specifici partner.

Il primo provvedimento è stato assunto a seguito degli accertamenti ispettivi effettuati presso la società di revisione in merito all'attività di revisione svolta sul bilancio d'esercizio chiuso al 31 dicembre 1998 della Cofimo SIM Spa. In particolare, sono state accertate gravi carenze nelle fasi fondamentali del processo di revisione che hanno riguardato la mancata pianificazione del lavoro, la carente rilevazione e valutazione delle procedure della Sim con particolare riferimento all'operatività in strumenti derivati, la mancata valutazione della funzione di controllo interno e del sistema di controllo interno ed, infine, l'assenza dei programmi di lavoro. Sono emerse anche carenze nello svolgimento delle procedure di validità relative alla liquidità della proprietà e dei terzi e ai crediti verso clienti, sulle quali hanno inciso le significative problematiche del sistema contabile-amministrativo della Sim dovute alle debolezze nel sistema di controllo interno e alla crescita dei volumi negoziati, e carenze nella formalizzazione del lavoro in diversi casi e, in particolare, nella documentazione relativa alla review da parte del socio responsabile dell'audit.

Le carenze sopra descritte hanno comportato l'impossibilità di valutare la coerenza della strategia di revisione adottata e quindi delle decisioni relative alla determinazione dell'ampiezza, della natura e della tempistica delle procedure di revisione svolte, rispetto alla situazione della Sim, caratterizzata da debolezze nel sistema di controllo interno e da un'esplosione dell'operatività, avvenuta nel corso dell'esercizio oggetto di revisione, la mancata acquisizione di elementi probativi adeguati e sufficienti con riferimento alle procedure di validazione sulla liquidità di proprietà e di terzi e l'espressione di un giudizio circa la recuperabilità dei crediti verso clienti non coerente con gli elementi probativi

acquisiti, nonché la mancata acquisizione, in diversi casi, delle prove dell'effettiva esecuzione del lavoro e la conseguente impossibilità di valutarlo.

Il secondo provvedimento è stato assunto a seguito degli accertamenti di vigilanza effettuati sull'attività di revisione contabile sui bilanci d'esercizio e consolidato al 31 dicembre 2001 della Cirio Finanziaria Spa.

In dettaglio, sono state riscontrate carenze nelle procedure di revisione finalizzate ad accertare la corretta valutazione dei crediti vantati dal gruppo Cirio verso parti correlate, crediti che, per il loro rilevante ammontare e per la particolare natura delle controparti interessate, dovevano essere trattati secondo un approccio improntato a particolare prudenza e scetticismo; in particolare il revisore non ha valutato la sufficienza e l'adeguatezza degli elementi probativi raccolti; tale comportamento ha altresì prodotto effetti sulle conclusioni raggiunte dal revisore sulla valutazione della partecipazione nella Bombril Holding SA, il cui valore di carico era fortemente influenzato dalla recuperabilità dei suddetti crediti.

Il revisore non ha inoltre rilevato e opportunamente evidenziato nella propria relazione le gravi carenze dell'informativa resa nei bilanci della Cirio riguardo alle clausole contrattuali sottostanti i prestiti obbligazionari emessi, il cui mancato rispetto avrebbe potuto comportare l'immediata esigibilità degli stessi, e pur avendo identificato in sede di pianificazione un rischio connesso all'esistenza dei presupposti della continuità aziendale e avendo svolto apposite procedure, ha erroneamente ritenuto che le evidenze raccolte fossero adeguate e sufficienti per ritenere tale rischio superato e quindi per esprimere un giudizio positivo, senza rilievi o paragrafi d'enfasi sulle incertezze connesse alla continuità aziendale.

In conclusione, il comportamento del revisore ha privato il mercato di elementi determinanti per una corretta valutazione della situazione finanziaria, patrimoniale ed economica della Cirio e del suo gruppo.

Nel maggio 2004, la Commissione ha intimato, ai sensi dell'art. 163, comma 1, lettera a), del Tuf, alla società di revisione Iter Audit Srl (già Baker Tilly Sofiresa Srl) di non avvalersi per un periodo di due anni dell'attività di revisione di uno dei suoi partner.

Il provvedimento è stato assunto a seguito degli accertamenti di vigilanza relativi all'attività di revisione svolta da un partner sui bilanci 1999 e 2000 e sulle verifiche periodiche effettuate negli anni 1999, 2000, 2001 e nei primi due trimestri del 2002 concernenti l'agente di cambio Dario Bartolini, nonché sull'attività di revisione relativa al bilancio 1999 e alle verifiche periodiche effettuate nel corso dello stesso anno concernenti l'agente di cambio Franco Giannini Santa Maria.

In particolare, le carenze accertate nello svolgimento dei lavori di revisione, che presentano carattere ricorrente sia nell'incarico Bartolini che nel mandato Giannini, hanno riguardato diversi aspetti rilevanti delle verifiche periodiche richieste per la revisione sugli agenti di cambio, nonché del processo di revisione condotto ai fini dell'espressione dei giudizi sui bilanci. In dettaglio, non sono state svolte in modo adeguato le verifiche periodiche in merito alle procedure tipiche degli intermediari e quelle riguardanti la consistenza e la separatezza patrimoniale, le fasi di pianificazione, analisi e valutazione del sistema di controllo interno e programmazione dei lavori di revisione, nonché le procedure di validità su alcune poste di bilancio, con particolare riferimento ai conti utilizzati per la rappresentazione della liquidità della clientela.

L'operato della società di revisione è risultato infine inadeguato, oltre che sotto il profilo del rispetto delle norme tecniche di revisione, anche in relazione agli obblighi di denuncia dei "fatti censurabili" che, rilevati nel corso dei lavori, non sono stati tuttavia comunicati alla Consob.

L'attività di enforcement via internet

L'attività di vigilanza su internet della Consob è giunta al quinto anno di attività e ha condotto, in tale arco temporale, all'analisi di circa 600 siti *web*, di cui circa 350 sono stati oggetto di azioni di *enforcement*.

Nel 2004 la Commissione ha adottato 97 provvedimenti sanzionatori e cautelari connessi ad attività di vigilanza su siti internet e ha effettuato 16 segnalazioni di condotte illecite ad altre Autorità (Tav. aVII.2).

La diffusione di irregolarità sulla rete internet tali da necessitare di un'azione di *enforcement*, oltre a evidenziare l'efficacia degli strumenti di vigilanza sviluppati dalla Consob, pone in rilievo una illegalità diffusa che caratterizza le attività finanziarie su internet. L'esperienza di vigilanza sul *web* consolidata in questi cinque anni ha peraltro evidenziato talune peculiarità di questa attività.

In particolare, è emerso che essa non ha alcun collegamento né dal punto di vista delle verifiche, né delle finalità, né degli strumenti investigativi da adottare, con l'attività prestata su internet da soggetti autorizzati (intermediari, mercati ed emittenti).

Infine, è stato constatato che non è possibile conoscere/individuare a priori le

tipologie di irregolarità che caratterizzano un sito internet, determinando una trasversalità di questa attività di vigilanza rispetto alle articolazioni della struttura organizzativa della Consob e la difficoltà di concentrare le indagini su fattispecie di stretta competenza istituzionale della Consob, determinando così numerose interazioni con altre Autorità.

Nel corso degli ultimi anni l'attività di vigilanza ed *enforcement* via internet ha assunto sempre maggiore rilievo, anche in virtù del fatto che dal 2002 la Consob ha avviato la partecipazione a un progetto finanziato dall'Unione Europea denominato "FFPOIROT" (*Financial Fraud Prevention Oriented Information Resources using Ontology Technology*), al fine di migliorare la procedura di *web spidering* attraverso l'applicazione di algoritmi di intelligenza artificiale basati sulla nozione di "ontologia" quale metodo per l'interpretazione dei contenuti dei siti *web*.

L'esperienza di vigilanza maturata ha evidenziato che l'efficacia dell'azione di vigilanza della Consob dovesse essere corroborata dalla possibilità di inibire l'accesso dei risparmiatori ai siti *web* utilizzati per lo svolgimento di attività illecite.

Questa esigenza ha trovato riscontro nel luglio del 2003 con l'emanazione del D.Lgs. 70/2003, in recepimento della direttiva comunitaria 2000/31/CE sul commercio elettronico. Tale provvedimento ha attribuito specifici poteri alla Consob nell'ambito della vigilanza sulla rete internet tra cui quello di esigere la disabilitazione dell'accesso agli indirizzi *web* (cosiddetto "oscuramento del

sito”) dal soggetto che offre il servizio di veicolazione delle informazioni sulla rete – nella forma della memorizzazione temporanea, ovvero definitiva, ovvero del semplice trasporto dati – al fine di impedire il protrarsi delle violazioni, nonché di richiedere loro informazioni secondo diverse modalità.

L’esercizio dei nuovi poteri previsti dal decreto ha determinato l’aggiornamento della procedura di vigilanza sul *web* e un allargamento delle mansioni della *task force internet* che concretamente li gestisce.

L’esperienza di vigilanza maturata con riferimento a tali nuovi poteri ha evidenziato la tendenza da parte dei proprietari dei siti *web* oscurati ad avviare procedure di trasferimento dei siti stessi presso fornitori di servizi di connettività extra-comunitari, così da sfuggire all’azione di vigilanza amministrativa della Consob.

Questa tendenza ha portato alla necessità di approfondire le clausole privatistiche che regolano i contratti di prestazione di servizi internazionali fondamentalmente riconducibili agli schemi previsti dalla ICANN (Internet Corporation for Assigned Names and Numbers). Tali approfondimenti evidenziavano che i contratti che regolano l’erogazione dei vari servizi che possono essere offerti sulla rete prevedono l’esplicita sottoscrizione di clausole vessatorie. Queste consentono, tra l’altro, ai soggetti che erogano il servizio di interrompere lo stesso, in maniera unilaterale e insindacabile, qualora vengano a conoscenza di elementi univoci inerenti alla circostanza che tale erogazione consenta il compimento di condotte illecite tramite la rete internet.

Tali clausole hanno fornito de facto alla Consob la possibilità di interagire anche con i

fornitori di servizi di informazione web extra-comunitari. I primi oscuramenti di siti web mantenuti da service provider esteri sono stati infatti realizzati nel secondo semestre del 2004.

Con riferimento alla vigilanza sull’informazione finanziaria diffusa via Internet, è stata rilevata nel corso del 2004 una rapida crescita di diari virtuali (“*blog*”) dai contenuti specificamente finanziari, attraverso i quali gli investitori riferiscono e rilanciano notizie e indiscrezioni di borsa, o indicano le proprie strategie di investimento, menzionando talvolta anche il portafoglio di titoli detenuti dall’autore. Tali siti sono entrati nel database, composto da siti internet, *forum* e *newsgroup*, canali di informazione *on-line*, oggetto di periodico monitoraggio istituzionale, in considerazione delle criticità connesse alla facilità e rapidità con le quali tali informazioni possono essere inserite in rete.

In considerazione dei rischi connessi alla diffusione di strategie di investimento non sufficientemente fondate, accurate o aggiornate e, comunque, potenzialmente idonee a determinare esse stesse variazioni dei corsi azionari in linea con le aspettative dell’autore delle stesse strategie, soprattutto se aventi ad oggetto titoli poco liquidi sul mercato, è stata prestata particolare attenzione all’esame dei consigli operativi contenuti in tali blog.

In ragione del loro peculiare interesse istruttorio, gli elementi informativi raccolti nel corso dell’anno 2004 attraverso la vigilanza sull’informazione finanziaria on-line hanno costituito parte integrante della documentazione trasmessa all’Autorità giudiziaria ai sensi dell’art. 186 del Tuf.

VIII. L'ATTIVITÀ REGOLAMENTARE E INTERPRETATIVA E GLI SVILUPPI INTERNAZIONALI

La disciplina dell'appello al pubblico risparmio

In materia di disciplina della sollecitazione, lo sviluppo di maggiore rilievo è rappresentato dalla pubblicazione, nell'aprile 2004, del regolamento della Commissione Europea recante le misure di esecuzione della direttiva sul prospetto di offerta e di ammissione di strumenti finanziari alle negoziazioni in mercati regolamentati.

Tale regolamento, che sarà applicabile a decorrere dal 1° luglio 2005, sostituirà infatti la disciplina regolamentare della Consob ora in vigore.

Il regolamento della Commissione Europea ha introdotto il passaporto europeo per gli emittenti, ossia una procedura che consente l'utilizzo in tutti i Paesi dell'Unione del prospetto autorizzato dall'Autorità dello Stato membro d'origine. Per assicurare l'effettività di questo meccanismo, il regolamento comunitario stabilisce che le richieste di integrazioni al prospetto, che l'autorità competente ritiene di avanzare, debbano fare riferimento agli elementi di informazione già previsti dagli schemi di prospetto a esso allegati.

Nel varare tale normativa, la Commissione Europea ha ritenuto necessario individuare un elenco chiuso di emittenti operanti in particolari settori di attività, rispetto ai quali il regolamento riconosce all'Autorità competente la facoltà di richiedere l'inserimento nel prospetto di ulteriori informazioni rispetto agli elementi informativi inclusi negli schemi di riferimento. Il medesimo regolamento, in proposito, ha assegnato al Cesr il compito di operare attivamente per raggiungere,

nell'ambito della Comunità, una convergenza delle regole di informazione concernenti i prospetti di detti emittenti.

Il regolamento europeo sul prospetto, sulla scorta di quanto previsto dal Regolamento (CE) 1606/2002 relativo all'applicazione dei principi contabili internazionali IAS/IFRS, prescrive l'obbligo per gli emittenti che adotteranno tali principi nel bilancio dell'esercizio successivo, di riesporre (per gli ultimi due esercizi, nel caso di emittenti azioni, per l'ultimo esercizio per gli emittenti obbligazioni) le informazioni finanziarie storiche da riportarsi nel prospetto conformemente ai principi contabili internazionali IAS/IFRS. Tale previsione è estesa a tutti i casi di cambiamenti di principi contabili da parte dell'emittente, al fine di garantire, sia pure per un limitato periodo, la comparabilità delle informazioni finanziarie inserite nel prospetto con quelle che saranno pubblicate successivamente a tale documento.

Specifiche disposizioni sono previste per gli emittenti di paesi terzi, ai quali sarà consentito di adottare i propri principi contabili nazionali, ove equivalenti agli IAS/IFRS.

Con riguardo ai prospetti relativi a titoli azionari, merita di essere menzionato anche l'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.

Il Cesr ha avviato nel 2004 i lavori per l'emanazione di raccomandazioni, da pubblicarsi prima della data del 1° luglio 2005, volte ad armonizzare l'interpretazione delle regole sul prospetto definite dalla normativa europea sopra richiamata, nonché a rendere specifiche

indicazioni sulle informazioni da riportarsi nei prospetti relativi a emittenti operanti in particolari settori di attività.

In tema di disciplina delle offerte pubbliche d'acquisto, è da segnalare la risposta della Commissione a un quesito di particolare complessità in merito all'applicabilità della disciplina dell'Opa obbligatoria a seguito della modifica di patti parasociali.

In particolare, la Commissione, in risposta a un quesito concernente un patto di blocco e consultazione avente ad oggetto le azioni della RCS MediaGroup Spa, ha ritenuto, in sintesi, che, ai fini dell'individuazione della partecipazione complessivamente detenuta dagli aderenti al patto ai sensi dell'art. 109 del Tuf ("Acquisto di concerto"): a) occorra sommare tutte le azioni che gli aderenti all'accordo parasociale detengono, siano esse vincolate nel patto o meno (confermando quanto già esposto in precedenti comunicazioni); b) non possano essere sommate le azioni date in prestito dagli aderenti al patto in quanto il prestatore non detiene più tali azioni di cui ha perduto la proprietà e il diritto di voto; c) non possano essere computate le azioni proprie nel calcolo della partecipazione, complessivamente posseduta dagli aderenti al patto di blocco e consultazione.

Una volta individuata, con i predetti criteri di calcolo, la partecipazione complessivamente detenuta dagli aderenti al patto, nel caso di specie pari a circa il 46,68 per cento del capitale ordinario della quotata, la Commissione ha risposto all'ulteriore quesito con il quale si chiedeva di verificare se "l'adesione al patto di nuovi partecipanti con possessi azionari, detenuti da più di dodici mesi, in percentuale tale da far salire il possesso complessivo rilevante oltre il 50 per cento, rende possibile (anche in immediata sequenza temporale) ogni successivo apporto o

incremento di possesso (vale a dire anche l'apporto al patto di azioni di nuovi partecipanti acquisite nei dodici mesi), senza che si configurino i presupposti di Opa obbligatoria".

Al riguardo, la Commissione, sulla base di argomentazioni esplicitate in dettaglio in una Comunicazione dell'agosto 2004, ha ritenuto che, alla luce dell'applicazione congiunta dell'art. 109 del Tuf ("Acquisto di concerto") e dell'art. 46 del Regolamento Emittenti ("Consolidamento della partecipazione"), "in presenza di una successione temporale di nuovi apporti" al patto "che comportino la preventiva adesione di soggetti con possessi azionari, detenuti da più di dodici mesi, in misura tale da innalzare al di sopra del 50 per cento la partecipazione complessivamente ascrivibile al patto, non sussistono i presupposti dell'obbligo di Opa".

Inoltre, con riguardo al caso specifico, la Commissione ha ritenuto che, anche se l'ingresso nel patto di sindacato da parte dei nuovi aderenti fosse stato considerato "in una prospettiva unitaria" (ferma restando la scansione temporale indicata nel quesito) non si sarebbero comunque verificati, per le ragioni indicate nella citata Comunicazione, i presupposti di un obbligo di Opa.

La disciplina dell'informativa societaria continua

Sul fronte della disciplina della informativa societaria, gli sviluppi di maggiore rilievo sono legati alle iniziative regolamentari in corso in ambito internazionale.

Si segnala in particolare l'avanzamento dei lavori per l'adozione delle misure di livello 2 per l'attuazione della cosiddetta direttiva *transparency*.

Nel giugno 2004, la Commissione Europea ha conferito al Cesr mandato per la formulazione di pareri tecnici su possibili misure implementative della direttiva per l'armonizzazione degli obblighi di trasparenza. Nell'ottobre 2004 il Cesr, al fine di rispondere al mandato ricevuto, ha pubblicato per la consultazione un documento contenente due analisi relative alle materie della i) "Dissemination of Regulated Information by Issuers and Keeping Period Financial Reports Available" e, nella forma di un "Progress Report", a quella del "Role of the Officially Appointed Mechanism and the Setting up a European Electronic Network of Information about Issuers and Electronic Filing". La consultazione è terminata a fine gennaio 2005.

Per quanto concerne la diffusione delle informazioni regolamentate, il documento prevede che occorre assicurare un efficace e tempestivo invio al mercato, da parte degli emittenti, delle informazioni regolamentate attraverso sistemi che "spingano" le informazioni verso gli investitori. Il documento prevede in via principale un sistema che si basa su un operatore centralizzato che riceve le informazioni dagli emittenti e ridistribuisce le stesse ai media (agenzie di stampa) in tempo reale, assicurando specifici standard di qualità (sicurezza, fruibilità ecc.); contestualmente si prevede la possibilità, purché siano assicurati gli stessi standard, di utilizzare altre modalità di diffusione delle stesse informazioni, come ad esempio altri canali basati sull'intervento diretto dei media. In tale ambito potrebbe svolgere la funzione di operatore la stessa Autorità competente, ovvero un soggetto privato; in tale ultimo caso occorrerebbe assicurare che l'operatore privato non possa abusare della propria posizione dominante.

Con riguardo all'archiviazione delle informazioni, l'obiettivo è quello di assicurare un'efficace fruibilità delle informazioni

regolamentate da parte degli investitori, attraverso sistemi di raccolta su base storica, dotati di adeguati meccanismi di ricerca delle informazioni. Nel documento si prevedono meccanismi centrali di stoccaggio basati su un singolo centro nazionale, ovvero su multipli centri distinti per tipologia di informazione, ovvero categoria di emittente. Nel secondo caso è anche prevista la necessità di un link nazionale tra i vari sistemi. Il servizio, che dovrebbe in ogni caso essere effettuato a prezzi equi per gli utilizzatori, può essere gestito dall'Autorità competente o da soggetti privati.

Il documento, inoltre, stabilisce che l'electronic network dovrebbe offrire un collegamento a livello europeo dei diversi sistemi nazionali di stoccaggio che faciliti l'accesso alle informazioni regolamentate riguardanti tutti gli emittenti europei. Il documento prevede che possa essere stabilito un sistema centralizzato europeo unico o multiplo che contenga tutte le informazioni delle società europee; ciò implica il venir meno della necessità di un network. In alternativa si potrebbero stabilire sistemi centrali di stoccaggio nazionali collegati insieme attraverso i siti delle Autorità competenti. Nel primo caso si avrebbero rilevanti economie di scala, nel secondo i costi graverebbero sulle singole autorità, ovvero sui singoli operatori se privati. L'operatività dei sistemi sarebbe, in ogni caso, sotto il controllo delle Autorità nazionali.

In relazione alla trasmissione elettronica delle informazioni alle Autorità competenti da parte dei soggetti obbligati a pubblicare le informazioni al pubblico, il Cesr è dell'avviso che andrebbero previsti standard comuni validi per tutte le autorità dei paesi membri. Il documento prevede che le modalità di trasmissione delle informazioni dai soggetti obbligati alle autorità debbano contemperare gli interessi di entrambe le parti. Tali modalità, pertanto, da un lato devono

essere di agevole uso e non costose, dall'altro devono essere caratterizzate da elevati requisiti di qualità (sicurezza, autenticazione, validazione della fonte, confidenzialità ecc.).

Sempre in relazione a iniziative regolamentari avviate nell'ambito della Unione Europea, si segnala un intervento di modifica del Regolamento in materia di emittenti, relativamente alla disciplina della stabilizzazione.

Nell'ottobre 2004, la Commissione ha approvato la modifica dell'art. 15 del Regolamento emittenti, che disciplina l'attività di stabilizzazione dei titoli oggetto di sollecitazione, al fine di armonizzare le relative previsioni con quelle contenute nel regolamento CE 2273/2003 del 22 dicembre 2003, adottato in esecuzione dell'art. 8 della nuova direttiva sugli abusi di mercato.

Il citato art. 8 della direttiva, diversamente dalla preesistente disciplina nazionale, non stabilisce per l'attività di stabilizzazione obblighi inderogabili di comportamento ma, piuttosto, una "esenzione dai divieti" per le operazioni che rispondono alle condizioni fissate dal citato regolamento (cosiddetto safe harbour). In altre parole, qualora i soggetti interessati (offerente e collocatori) scelgano di porre in essere operazioni di stabilizzazione nel rispetto dei limiti operativi e degli adempimenti informativi previsti nel regolamento comunitario, le negoziazioni da essi effettuate sono da considerarsi, in via presuntiva, non sanzionabili quali abusi di mercato. Ciò non vuol dire, al contrario, che le operazioni poste in essere senza rispettare i predetti vincoli debbano essere, di per sé, considerate vietate; si tratta piuttosto di operazioni che potrebbero costituire oggetto di accertamento da parte dell'Autorità di vigilanza.

In attesa dell'introduzione in Italia del citato regime comunitario di safe harbour, da realizzare con il recepimento della direttiva sugli abusi di mercato, dalla data del 12 ottobre 2004 avrebbero comunque operato nel nostro ordinamento due diverse indicazioni relativamente all'attività di stabilizzazione previste, rispettivamente, dal citato regolamento comunitario e dall'art. 15 del regolamento emittenti. Il previgente art. 15, infatti, non seguiva l'approccio del safe harbour, ma prescriveva vincolanti regole per la stabilizzazione, per di più differenti nel contenuto dai vincoli e adempimenti previsti in sede comunitaria. Per tali ragioni, al fine di non ingenerare negli operatori una situazione di incertezza rispetto al corretto comportamento da assumere, si è reso necessario predisporre, in attesa del recepimento della direttiva, un intervento transitorio di modifica dell'art. 15 del regolamento emittenti per armonizzare termini e condizioni contenuti nella norma con quelli previsti dalle nuove disposizioni comunitarie, con particolare riguardo ai parametri relativi al periodo di stabilizzazione e ai limiti di prezzo. Coerentemente, la Commissione ha anche approvato la comunicazione n. 4090018 del 14 ottobre 2004, in sostituzione della precedente n. 99038941/1999, che contiene taluni orientamenti sull'ambito di applicazione della citata disciplina.

Sul fronte domestico, infine, è di particolar rilievo l'intervento di modifica del Regolamento emittenti che si è reso necessario a seguito dell'entrata in vigore della cosiddetta riforma del diritto societario (D.Lgs 6/2003 "Riforma del diritto societario" e D.Lgs. 37/2004 "Coordinamento della Riforma del diritto societario con il Tuf e il Tub") (Riquadro 7).

Riquadro 7

Le modifiche al Regolamento emittenti legate all'entrata in vigore della riforma del diritto societario

Nell'agosto 2004, la Commissione ha apportato alcune modifiche al Regolamento in materia di emittenti, al fine di adeguarlo alle innovazioni in materia di sistemi di amministrazione e controllo introdotte dalla riforma del diritto societario.

In particolare, considerato che anche gli emittenti quotati possono adottare i modelli alternativi di amministrazione e di controllo previsti dalla riforma del diritto societario, il Regolamento emittenti è stato integrato per rendere applicabili le norme che fanno riferimento agli organi di amministrazione e controllo del sistema tradizionale e ai loro componenti anche ai corrispondenti organi dei sistemi alternativi e ai loro membri.

Per motivi di chiarezza, piuttosto che inserire una norma di carattere generale che rendesse applicabili agli organi dei sistemi dualistico e monastico, in quanto compatibili, le previsioni relative agli organi del sistema tradizionale, si è provveduto a modificare l'articolato del Regolamento con uno specifico richiamo, norma per norma, ai corrispondenti organi sociali dei nuovi sistemi di amministrazione e controllo.

Sono stati, inoltre, modificati alcuni articoli del Regolamento Emittenti che disciplinano gli adempimenti informativi a cui sono soggetti gli emittenti quotati, nei confronti del pubblico e della Consob, in caso di operazioni straordinarie.

Più precisamente, prima della riforma del diritto societario, le operazioni straordinarie (ad esempio fusioni, scissioni, ecc.) rientravano nella competenza esclusiva dell'organo assembleare, fatta eccezione per la possibilità di delegare al consiglio di amministrazione l'aumento di capitale ai sensi dell'art. 2443 c.c. o l'emissione di obbligazioni, anche convertibili, ai sensi dell'art. 2420-ter c.c..

In considerazione di tale competenza assembleare e al fine di consentire ai soci di assumere le proprie decisioni di voto con la massima consapevolezza, la disciplina dell'informativa societaria relativa alle operazioni straordinarie era stata strutturata in modo tale da assicurare una completa informazione preventiva rispetto allo svolgimento dell'assemblea.

La riforma del diritto societario ha modificato le materie che rientrano, rispettivamente, nelle competenze dell'assemblea e dell'organo amministrativo e, con riferimento al sistema dualistico, ha previsto la possibilità di attribuire alla competenza del consiglio di sorveglianza alcune materie che nella disciplina previgente rientravano nell'esclusiva competenza dell'assemblea straordinaria.

Il Regolamento è stato quindi modificato per prevedere, nelle ipotesi di operazioni straordinarie deliberate dall'organo amministrativo o dal consiglio di sorveglianza, una informazione successiva alla delibera dell'organo competente (messa a disposizione del pubblico e contestuale trasmissione alla Consob del verbale dell'organo consiliare e dell'eventuale documento per le fusioni/scissioni significative) e una informazione preventiva solo nelle ipotesi in cui fosse richiesta dal codice civile anche in mancanza di una delibera assembleare.

Infine, nel novembre 2004, è stato pubblicato un documento di consultazione che contiene alcune ipotesi di modifica o integrazione del Regolamento emittenti, ad esempio nell'ambito della disciplina dell'Opa obbligatoria, conseguenti alle innovazioni in materia di azioni diverse dalle azioni ordinarie e di strumenti finanziari introdotte dalla riforma del diritto societario.

Insieme alle suddette proposte di modifica conseguenti alla riforma del diritto societario sono state sottoposte alla consultazione anche ulteriori modifiche che rientrano nell'ordinaria attività di "manutenzione" dei regolamenti, svolta periodicamente dalla Commissione.

Tali consultazioni si sono concluse nel dicembre 2004.

Infine, in tema di informazione societaria cosiddetta “derivata”, è da segnalare che, nel corso del 2004, si sono susseguite numerose iniziative in ambito internazionale sul tema della possibile disciplina delle società di *rating*.

Infatti, la crescente importanza del ruolo delle agenzie di *rating* per l’informativa al mercato ha indotto una riflessione, sia a livello di singoli Paesi che di organismi internazionali, in merito all’adozione di specifiche iniziative che potranno determinare modifiche del quadro regolamentare.

In ambito Iosco, già nel settembre 2003, il Comitato Tecnico di tale organizzazione aveva approvato i “*Principi per l’attività delle agenzie di rating*” che stabiliscono gli obiettivi di alto livello che le agenzie di *rating*, le Autorità di regolazione, gli emittenti e gli altri partecipanti al mercato dovrebbero perseguire al fine di salvaguardare l’integrità e l’indipendenza di analisi dei processi di produzione e diffusione dei giudizi di *rating*.

Al fine di fornire alle agenzie di *rating* una guida più specifica e dettagliata per l’implementazione dei principi, il Comitato Tecnico della Iosco ha istituito una specifica “*Chairmen Task-force*” che ha elaborato il documento *Code of Conduct Fundamentals* (di seguito *Code of Conduct*). Tale documento è stato sottoposto a una consultazione pubblica ed è stato definitivamente approvato nel dicembre 2004.

Il Code of Conduct contiene gli elementi essenziali che dovrebbero essere inclusi all’interno dei codici di condotta adottati dalle singole agenzie di rating. Tali elementi sono suddivisi,

all’interno del Code of Conduct, in quattro “macro aree”, ognuna delle quali prevede specifiche misure che dovrebbero essere adottate dalle agenzie di rating: qualità e integrità del processo di rating; indipendenza delle agenzie di rating e profili di conflitto di interessi; responsabilità delle agenzie di rating nei confronti degli investitori e degli emittenti; disclosure e comunicazione del codice di condotta ai partecipanti.

Le norme del Code of Conduct non sono stabilite in modo rigido o “formalistico”: le agenzie di rating hanno un certo grado di flessibilità nel determinare come incorporare tali misure nei propri codici di condotta, sulla base delle specificità esistenti a livello regolamentare e di mercato. Nello stesso tempo, le agenzie di rating devono comunicare al mercato come hanno implementato le singole misure del Code of Conduct e, qualora si discostino da alcune di esse, in che modo intendano in ogni caso raggiungere gli obiettivi previsti dal Code of Conduct e dai principi Iosco.

Inoltre, la Iosco ha previsto espressamente la possibilità che normative o regolamentazioni nazionali o sovranazionali, nel regolamentare direttamente il rating, incorporino nella propria disciplina elementi del Code of Conduct.

In ambito europeo, invece, la proposta di direttiva sui requisiti di capitale degli intermediari prevede che le *competent authorities* (in Italia la Banca d’Italia) adottino una procedura di riconoscimento (*recognition*) per le agenzie di *rating* che, all’interno di ciascun ordinamento, possono produrre i *rating* esterni utilizzabili dagli intermediari per determinare i propri requisiti di capitale. La *recognition* è basata sulla verifica, svolta da ciascuna *competent authority* in ogni ordinamento (o tramite una *mutual*

recognition), della presenza di vari requisiti riferiti all'agenzia di *rating* e al processo di *rating*.

La Commissione Europea, su incarico del Parlamento Europeo, ha affidato al Cesr il compito di redigere un "Parere tecnico" (*Technical Advice*) sull'opportunità di pervenire in ambito europeo a una disciplina delle agenzie di *rating*. È stata allo scopo costituita un'apposita *Task Force*, di cui la Consob fa parte; il relativo parere tecnico deve essere trasmesso alla Commissione Europea entro il 1° aprile 2005.

Il Technical Advice del Cesr, elaborato tenendo conto anche degli esiti di 2 pubbliche consultazioni e di 2 public hearing, riguarda i seguenti aspetti: interessi e conflitti di interessi delle agenzie di rating; corretta presentazione dei giudizi di rating; relazioni tra gli emittenti e le agenzie di rating; uso del rating in contratti privati e nella legislazione Europea.

Inoltre, il Technical Advice affronta anche le problematiche relative all'opportunità dell'introduzione, in ambito europeo, di un meccanismo di registration o recognition per le agenzie di rating, tenendo conto anche dei profili competitivi relativi al mercato del rating e ai possibili effetti (positivi e negativi) dell'introduzione di una nuova regolamentazione sull'esistenza di barriere all'entrata.

La disciplina dell'informativa contabile e periodica e delle società di revisione

In materia di informativa contabile, la novità di maggiore rilievo riguarda il recepimento nel nostro ordinamento dei nuovi principi contabili internazionali IAS/IFRS.

Il regolamento comunitario n. 1606/2002 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 19 luglio 2002 aveva infatti previsto l'obbligo per le società quotate di redigere i conti consolidati secondo i principi contabili internazionali 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 era quello di definire 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.

Nel corso del 2004, la Consob ha partecipato ai lavori dell'Accounting Regulatory Committee (ARC), deputato all'omologazione degli IAS/IFRS nel processo di recepimento formale degli stessi nell'ordinamento giuridico europeo. In particolare, la Consob ha partecipato all'intenso dibattito in occasione del recepimento del principio IAS39, relativo alla valutazione e contabilizzazione degli strumenti finanziari.

Il passaggio agli IAS/IFRS coinvolgerà circa 8.000 imprese quotate europee e comporterà un cambiamento radicale del sistema contabile attualmente utilizzato (Riquadro 8).

Il regolamento riconosce, tra l'altro, agli Stati Membri la facoltà di prescrivere o permettere l'uso dei principi contabili internazionali anche ai bilanci individuali delle società quotate nonché ai bilanci consolidati e/o individuali delle società non quotate.

In Italia il decreto legislativo di attuazione del regolamento comunitario ha esteso l'obbligo di utilizzo degli IAS a tutti i bilanci consolidati delle società bancarie e assicurative, nonché a quelli delle società con

strumenti finanziari diffusi. Tali società, a eccezione di quelle appartenenti al settore assicurativo, avranno inoltre la facoltà di utilizzare i nuovi principi anche nel bilancio d'esercizio 2005. Facoltà che dal 2006 si tradurrà in un obbligo. Il decreto consente, inoltre, l'utilizzo dei principi contabili internazionali anche alle società controllate e collegate di società obbligate a utilizzare gli IAS/IFRS nella redazione del bilancio consolidato, nonché alle società diverse dalle precedenti, che redigono il bilancio consolidato.

Sempre con riguardo agli sviluppi internazionali in materia di informativa contabile, nell'ambito della collaborazione tra il Cesr e la Commissione Europea, sono proseguite per tutto il corso del 2004 le iniziative tese al miglioramento e all'armonizzazione dell'informazione finanziaria in sede europea.

In particolare, il Cesr, attraverso il Cesrfin, gruppo permanente sull'informazione finanziaria, e il suo sottocomitato per l'enforcement (SCE), sta svolgendo un ruolo attivo nel porre in essere gli strumenti atti ad assicurare un efficace coordinamento delle attività di enforcement dell'informazione finanziaria a livello europeo.

In tale contesto, il Cesr ha pubblicato due standards afferenti l'enforcement dell'informazione finanziaria: nel primo standard vengono fissati i principi generali ai quali deve ispirarsi l'attività di enforcement a livello europeo; il secondo standard, corredato di un documento accompagnatorio che definisce le linee guida allo stesso standard, è invece focalizzato sulle modalità tecniche applicative delle regole e sul

coordinamento delle decisioni in materia di enforcement svolte dai diversi enforcers nazionali.

Attualmente il sottocomitato sull'enforcement sta lavorando alla definizione di alcuni progetti particolarmente importanti per le future attività del Cesrfin: (i) la costituzione di un database elettronico che tutti gli enforcers nazionali dell'Unione Europea alimenteranno e, al contempo, utilizzeranno quali archivio a cui accedere per la consultazione delle decisioni assunte sugli specifici casi di vigilanza e (ii) l'avvio delle attività delle EECS (European Enforcers Coordination Sessions), apposite sessioni deputate alle discussioni sulle decisioni assunte dagli enforcers nazionali dell'Unione Europea, a cui partecipano anche organismi di vigilanza non appartenenti al Cesr.

Inoltre, in attuazione del proprio piano di lavoro, il gruppo sull'enforcement ha in corso di elaborazione ulteriori documenti ispirati a promuovere una sempre più ampia cooperazione nelle attività di vigilanza sulla informazione finanziaria da parte delle Autorità di controllo.

Il sottogruppo facente capo al Cesrfin "Subcommittee on International Standard Endorsement" (SISE), nell'attuazione del proprio piano di lavoro, ha continuato ad approfondire le tematiche attinenti la fase di transizione dalle regole nazionali europee agli IAS/IFRS che, a norma del Regolamento europeo n. 1606/2002, saranno applicate in Europa dal 2005. In particolare ha prodotto documenti di discussione per i membri del Cesr concernenti vari aspetti relativi all'applicazione degli IAS/IFRS (ad esempio, l'applicazione da parte delle società non obbligate alla regolamentazione IAS, ovvero da parte di quelle società che hanno intenzione di richiedere l'ammissione a quotazione dei propri titoli su un mercato regolamentato ecc.).

Riquadro 8

I principi contabili internazionali IAS/IFRS

I problemi applicativi derivanti dall'introduzione dei principi IAS/IFRS sono molteplici, a motivo soprattutto delle differenti finalità assegnate al bilancio.

Nei principi contabili internazionali, il bilancio è uno strumento informativo rivolto prevalentemente agli investitori attuali e potenziali, strumentale a decisioni economiche. L'utilità delle informazioni contabili ai fini decisionali rappresenta la nuova finalità dei bilanci redatti secondo i principi contabili internazionali.

Secondo i nuovi principi, lo scopo del bilancio è quello di "fornire informazioni sulla situazione patrimoniale, sul risultato economico e sulle variazioni della struttura finanziaria dell'impresa, utili a un'ampia gamma di utilizzatori per prendere decisioni in campo economico".

Il bilancio deve quindi contenere tutte le informazioni necessarie per consentire ai diversi utilizzatori di effettuare valutazioni in merito alle *performance* attuali e future dell'azienda (a tal fine i nuovi principi richiedono di inserire in bilancio specifiche *disclosure* e note esplicative).

L'introduzione dei nuovi principi contabili internazionali comporterà significativi cambiamenti sia nella rappresentazione delle poste di bilancio che nella determinazione dei risultati economici. Tali principi, infatti, si basano sui cosiddetti principi di *common law*, i quali individuano la *performance* economica dell'impresa nel reddito prodotto e consentono di contabilizzare anche utili non realizzati, quali ad esempio, quelli rivenienti dall'utilizzo di tecniche di valutazione.

Tali principi si discostano notevolmente dall'attuale normativa che tende a identificare la *performance* economica dell'impresa nel reddito distribuibile, e si ispira, pertanto, a principi di prudenza e all'utilizzo del costo come metodo di valutazione.

L'atteggiamento prudenziale del nostro legislatore prevede che debbano essere iscritte in bilancio le perdite anche solo "presunte" o "potenziali" ma non gli utili "sperati".

Secondo i principi contabili internazionali il principio della prudenza consiste invece in un mero atteggiamento che gli amministratori devono assumere quando effettuano dei giudizi discrezionali, tale da non consentire la sopravvalutazione delle attività e dei ricavi, né la sottovalutazione delle passività e dei costi. Tale principio è considerato una derivazione dell'attendibilità delle informazioni contabili.

I principi contabili internazionali consentono pertanto l'iscrizione in bilancio anche di componenti positive e negative di reddito non realizzate (un esempio tipico riguarda la valutazione al *fair value*, ossia al valore al quale un bene può essere scambiato fra parti indipendenti, consapevoli e disponibili in una libera contrattazione). I casi in cui tale metodo deve o può essere utilizzato non riguarda solo gli strumenti finanziari ma anche, ad esempio, attività immobilizzate come impianti e macchinari o attività immateriali.

L'introduzione del *fair value* comporterà significativi cambiamenti nella determinazione dei risultati delle imprese. Da un lato tali risultati saranno caratterizzati da una maggiore variabilità e da un loro andamento essenzialmente correlato con l'andamento generale del

mercato; dall'altro, tuttavia, tale metodologia consentirà ai lettori di bilancio di apprezzare la qualità della gestione degli amministratori, valutando, tra l'altro, se e in che misura gli amministratori hanno saputo cogliere le opportunità finanziarie espresse dal mercato in termini di capacità di sfruttare l'andamento dei prezzi, dei tassi di cambio e dei tassi di interesse.

La complessità degli aspetti innovativi, legati soprattutto all'utilizzo del *fair value*, può essere riscontrata nell'ampio dibattito internazionale intervenuto in sede di omologazione dei principi relativi alla contabilizzazione degli strumenti finanziari (IAS 32 e, in particolare, IAS 39). A seguito delle profonde critiche avanzate, soprattutto dal settore bancario, la Commissione Europea ha consentito alle imprese europee di non applicare gli aspetti controversi, in attesa di una loro condivisione e definizione.

Il nuovo concetto di prudenza, così come definito dai nuovi principi contabili, produce effetti che possono essere rilevanti anche relativamente alla contabilizzazione delle componenti negative di reddito. Ci si riferisce essenzialmente alla possibilità di iscrivere in bilancio componenti negative di conto economico e stanziare fondi nel passivo, solo nel caso in cui l'impresa è vincolata ad adempiere l'operazione, ossia abbia assunto una obbligazione legale o cosiddetta "implicita" o di fatto. La contabilizzazione di tali componenti negative è, infatti, consentita solo quando un'impresa abbia reso noto ad altre parti che accetterà determinate responsabilità e abbia creato nei terzi una valida aspettativa che terrà fede ai propri impegni. Tale principio si discosta dalle attuali norme che richiedono di contabilizzare perdite anche solo presunte o potenziali.

L'introduzione del nuovo sistema di regole contabili implicherà, pertanto, un processo di rideterminazione delle attività e delle passività rilevate secondo l'attuale ordinamento giuridico, per verificare se soddisfano le condizioni per il loro riconoscimento secondo le nuove regole contabili. In particolare, dovranno essere iscritte quelle nuove attività che non erano considerate tali dalle norme di legge e quelle passività considerate tali dai principi contabili internazionali ma non dalle norme attuali.

Tra gli aspetti innovativi che verranno introdotti dai principi contabili internazionali e che potranno avere un effetto rilevante sui prossimi bilanci meritano di essere segnalati, tra gli altri, il diverso trattamento dell'avviamento iscritto in bilancio e la contabilizzazione delle cosiddette *stock options*.

Per quanto attiene all'avviamento, i nuovi principi non richiedono di effettuare un ammortamento sistematico di tale posta, come invece previsto dall'attuale normativa, ma impongono di verificare in ogni esercizio l'esistenza di perdite durevoli di valore attraverso il cosiddetto *impairment test*. Tale metodologia, che richiede calcoli complessi e l'inserimento in nota integrativa di informazioni dettagliate, se da un lato evita di imputare sistematicamente quote di ammortamento annuali, potrebbe tuttavia comportare la necessità di contabilizzare in un unico esercizio la perdita dell'intero valore del *goodwill* iscritto in bilancio.

I principi contabili internazionali richiedono di contabilizzare a conto economico gli effetti delle operazioni di acquisto di beni e servizi il cui pagamento è effettuato tramite l'assegnazione di azioni od opzioni su azioni della società. Tra tali operazioni assumono primaria importanza i pagamenti in azioni delle prestazioni lavorative di dipendenti e amministratori. L'assenza di disposizioni nazionali in materia ha comportato la mancata evidenziazione a conto economico del costo di tali operazioni.

Per ciò che riguarda l'attività interpretativa, nel corso del 2004, la Commissione ha risposto a un quesito di un emittente bancario concernente il trattamento contabile di un impegno ad acquistare azioni proprie (opzione put).

L'opzione put originariamente emessa, dava il diritto al portatore di vendere all'emittente azioni di una sua controllata; a seguito dell'incorporazione di tale controllata nella controllante (l'emittente bancario), lo strumento finanziario si era trasformato in opzione put su azioni proprie dell'emittente bancario.

Su questo punto, la Commissione ha ritenuto condivisibile l'orientamento della banca di valutare al costo storico l'opzione in parola, anche all'indomani della fusione per incorporazione della controllata nella controllante, in quanto detta fusione non aveva comportato alcuna modificazione del rischio finanziario associato all'opzione medesima; la Commissione ha però richiamato l'attenzione sulla necessità che, ai fini dell'adozione del criterio del costo storico, sussista un intento effettivo della banca di realizzare uno stabile investimento nei titoli di compendio da acquistare là dove venga esercitata l'opzione.

In materia di revisione contabile, è di particolare rilievo l'adozione, nel marzo 2004, della proposta di direttiva che affronta la disciplina della revisione legale nel suo complesso, nell'ottica di armonizzare i numerosi aspetti che caratterizzano questa materia, attraverso l'enunciazione di principi fondamentali che indichino chiaramente agli Stati Membri le linee da seguire nella regolamentazione da emanare a livello nazionale.

La proposta di direttiva, pur trattando tutte le attività di revisione legale rese obbligatorie dalla quarta e settima direttiva sui conti annuali e consolidati, ha in particolare la finalità di rafforzare l'affidabilità della revisione dei bilanci rivolti al mercato, allo scopo di garantire il necessario livello di fiducia del pubblico nella credibilità delle informazioni finanziarie.

La necessità di una disciplina organica e armonizzata in questo settore era presente già da tempo nei progetti dalla Commissione Europea che, proprio al fine di elaborare nuove iniziative sulla materia, aveva istituito nel 1998 un apposito Comitato per la revisione contabile. Basandosi sui lavori di detto Comitato, la Commissione Europea aveva pubblicato nel novembre 2000 una raccomandazione relativa ai requisiti del controllo della qualità della revisione, e nel maggio 2002 una raccomandazione sull'indipendenza dei revisori, documenti i cui contenuti sono stati largamente riprodotti nella proposta di direttiva.

La proposta, oltre ad aggiornare temi già trattati nella vecchia ottava direttiva del 1984, relativa all'abilitazione delle persone incaricate della revisione, si occupa di molti altri aspetti: etica e indipendenza dei revisori, segreto professionale, onorari, principi tecnici di revisione, responsabilità nella revisione dei conti consolidati cui partecipino più revisori, vigilanza sui revisori attraverso il controllo sistematico della qualità dei lavori, attività investigativa, sanzioni e, infine, prevede forme di cooperazione tra gli organismi di vigilanza sia all'interno dell'Europa che con i paesi terzi.

La proposta di direttiva affronta poi diversi aspetti di corporate governance che hanno riflessi sull'attività di revisione, come la nomina e la revoca dei revisori, e stabilisce norme speciali per i revisori delle "società di interesse pubblico".

In ambito domestico, invece, si segnalano due interventi di carattere generale in materia di revisione contabile.

Con una comunicazione dell'ottobre 2004, la Commissione ha richiesto alle società di revisione iscritte nell'Albo Speciale di inviare un documento illustrativo della garanzia stipulata ai sensi dell'art. 161, comma 4, del Tuf a copertura dei rischi derivanti dall'esercizio dell'attività di revisione contabile.

L'acquisizione di tale documento, corredato dalla vigente polizza assicurativa o fideiussione bancaria, consente alla Consob di disporre di un database costantemente aggiornato, in cui possono essere classificate le tipologie, l'entità e le caratteristiche delle garanzie stipulate dalle società di revisione iscritte nell'Albo Speciale e di accertare l'eventuale presenza di elementi in grado di compromettere la sussistenza di uno dei requisiti richiesti per l'iscrizione e la permanenza nell'Albo Speciale.

Per quanto riguarda l'aggiornamento degli elementi informativi richiesti, sono previsti due distinti adempimenti a carico delle società di revisione: il primo collegato alle successive variazioni della garanzia, il secondo, invece, riguardante i contenziosi verificatisi nel corso dell'anno, per i quali dovrà essere effettuata un'apposita comunicazione alla Consob entro il 30 ottobre.

Con delibera del novembre 2004, la Commissione ha inoltre raccomandato alle società di revisione iscritte nell'Albo Speciale, ai sensi dell'art. 162, comma 2, lett. c), del Tuf, l'adozione del nuovo "Principio sulla revisione dei bilanci delle banche", da impiegare nella revisione dei bilanci degli

istituti di credito che si chiuderanno a partire dal 31 dicembre 2004.

Tale documento, predisposto dalla Commissione Paritetica per la statuizione dei principi di revisione, in collaborazione con la Consob, la Banca d'Italia e l'Assirevi, è stato approvato il 13 e il 22 ottobre 2004, rispettivamente, dal Consiglio Nazionale dei Ragionieri e dal Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti.

Il documento in esame illustra i criteri da seguire per l'attività di audit dei bilanci delle banche e prevede altresì l'adattamento di alcuni principi generali di revisione attualmente vigenti per tener conto delle peculiarità proprie della realtà bancaria. Il nuovo principio si inserisce nel processo di recepimento a livello nazionale degli ISA (International Standards on Auditing), che ha avuto inizio nell'ottobre 2002, ed è successivamente proseguito con il recepimento, nel 2003, del principio ISA 600 sulla revisione contabile dei gruppi e del principio ISA 260 sulle comunicazioni tra il revisore e i responsabili delle attività di governance.

La disciplina dei mercati

Per ciò che concerne la disciplina dei mercati, lo sviluppo di maggiore rilievo è rappresentato dalla definitiva approvazione, nell'aprile 2004, della direttiva sui mercati di strumenti finanziari (che ha abrogato la precedente direttiva 93/22/CEE sui servizi di investimento), destinata a ridisegnare la disciplina dei mercati (Riquadro 9), oltre che quella delle regole di condotta degli intermediari (su questo punto si veda il successivo paragrafo "La disciplina degli intermediari").

Riquadro 9

***La nuova disciplina dei mercati contenuta nella direttiva 2004/39/CE
relativa ai mercati degli strumenti finanziari***

La direttiva relativa ai mercati degli strumenti finanziari ridisegna il quadro regolamentare di riferimento che disciplina la negoziazione di strumenti finanziari, prevedendo in particolare una disciplina specifica per i sistemi multilaterali di negoziazione (*multilateral trading facilities* o Mtf) e per gli intermediari che internalizzano sistematicamente gli ordini della clientela.

La direttiva si ispira a un approccio funzionale e, come previsto dalla cosiddetta procedura *Lamfalussy*, definisce dei principi generali, che troveranno poi concreta applicazione nella normativa di livello 2.

La direttiva assume che la funzione economica di base svolta dai mercati regolamentati e dagli Mtf è fondamentalmente la stessa. La definizione di mercato regolamentato coincide infatti con quella di Mtf (art.4, comma 1, della direttiva) e il considerando n. 6 alla direttiva riconosce che “...entrambi esplicano la stessa funzione di negoziazione organizzata”. A fronte dunque di una funzione economica simile, la direttiva disegna un quadro regolamentare sostanzialmente omogeneo per i mercati regolamentati e per le Mtf.

Il cosiddetto *level playing field* fra mercati regolamentati e Mtf è realizzato in termini di enunciazione di regole piuttosto generali, il cui grado di prescrittività potrà essere variato fra mercati regolamentati e Mtf dai singoli Stati membri. Da questo punto di vista l'area più rilevante riguarda la definizione dei requisiti organizzativi, delle regole di gestione dei rischi e dei conflitti di interesse. Le regole applicabili ai mercati regolamentati e agli Mtf sono ispirate all'obiettivo di garantire una “sana e prudente gestione”. Non essendo previste norme di livello 2, da questo punto di vista, gli Stati membri avranno notevoli margini di discrezionalità nel definire una disciplina di dettaglio.

Tuttavia, la direttiva assegna ai mercati regolamentati un compito specifico e complesso, dato dall'obbligo di verificare il rispetto delle regole di trasparenza iniziali, periodiche e *ad hoc* fissate in altre direttive, obblighi validi appunto per i soli strumenti ammessi in mercati regolamentati. Questa specificità dei mercati regolamentati dovrà necessariamente tradursi in requisiti di organizzazione più articolati e prescrittivi.

La direttiva definisce inoltre una disciplina specifica per l'accesso remoto e allarga l'accesso ai mercati a soggetti anche diversi dagli intermediari.

Anche sul fronte della micro-struttura del mercato, la direttiva tende a limitarsi a identificare gli “obiettivi finali” della regolamentazione (garantire una negoziazione “equa ed efficiente” per gli Mtf ovvero “corretta e ordinata” per i mercati regolamentati), ponendo come vincolo l'obbligo per i mercati di fissare regole non discriminatorie e trasparenti. Un livello di armonizzazione più di dettaglio si rinviene con riguardo alle norme minimali di trasparenza *pre* e *post-trade* e solo con riferimento agli strumenti azionari. Tali norme minimali sono perfettamente allineate fra mercati regolamentati e Mtf e la direttiva prevede che anche le norme di livello 2, che disciplineranno i casi di esenzione, devono essere tendenzialmente omogenee.

La direttiva ridisegna le regole di trasparenza sugli scambi azionari con riferimento a un concetto “integrato” di mercato, dato appunto dall’insieme di mercati regolamentati, Mtf e internalizzatori, seguendo, come prima accennato, un approccio funzionale.

Nell’affrontare il problema di definizione di un quadro armonizzato sulla trasparenza *pre-trade*, la direttiva ha dovuto inevitabilmente affrontare la questione relativa alla ricerca di un “giusto” equilibrio fra trasparenza e liquidità del mercato e fra trasparenza e incentivi economici degli intermediari. Nel concreto, tale problema viene affrontato soprattutto attraverso l’individuazione delle operazioni che possono beneficiare di una deroga al regime di trasparenza, in funzione essenzialmente della loro dimensione e (di conseguenza) della tipologia di investitore controparte (*retail* o professionale).

La questione più complessa rimarrà però quella di definire nel concreto la soglia al di sopra della quale un ordine o una transazione deve essere considerata di dimensioni “elevate se raffrontate con la normale operatività del mercato” (artt. 29 e 30 della direttiva).

Nell’impostazione della direttiva, la determinazione della soglia dimensionale degli ordini riveste nuova e strategica importanza poiché, oltre a definire l’area di esenzione per l’informativa *post-trade*, come già accadeva in passato per i cosiddetti “blocchi”, influirà anche sugli obblighi di trasparenza *pre-trade* applicabili alle imprese di investimento che internalizzano gli ordini dei clienti e ai sistemi multilaterali di negoziazione. La definizione della soglia per i blocchi influirà infatti sulla determinazione della cosiddetta *standard market size* (SMS), assunta quale punto di riferimento ai fini del disegno degli obblighi di trasparenza degli internalizzatori. In particolare, più alta sarà la soglia dei quantitativi che costituiscono un “blocco”, più alta sarà la soglia della SMS, e più ampio, pertanto, il regime di trasparenza cui sono soggette le operazioni concluse fuori mercato dagli internalizzatori sistematici.

Viene, infine, codificato e disciplinato il *modus operandi* prima “tollerato” del cosiddetto *price improvement* per gli internalizzatori: l’internalizzatore ha la facoltà di applicare condizioni di prezzo migliori rispetto a quelle pubblicizzate solo: a) nei confronti della propria clientela professionale; b) per ordini di importo superiore a quelli abitualmente eseguiti per conto di clienti non professionali; c) a condizioni di prezzo che non si discostano da limiti preventivamente resi noti al mercato. Gli internalizzatori non possono dunque praticare ai clienti non professionali condizioni di prezzo migliori rispetto a quelle pubblicizzate.

Nel nuovo quadro regolamentare disegnato dalla direttiva, assumono un’importanza particolare i meccanismi di consolidamento delle informazioni, poiché ai fini di una effettiva concorrenza fra diversi luoghi di esecuzione degli ordini, i partecipanti al mercato e gli investitori devono potere raffrontare i prezzi che le diverse sedi di negoziazione sono tenute a rendere pubblici. La direttiva peraltro, pur riconoscendo l’importanza di un’efficace sistema di consolidamento delle informazioni, lascia la sua implementazione alle autonome forze del mercato.

Sempre in ambito internazionale, si segnala l'adozione, nell'ottobre del 2004, degli standard Ecb-Cesr in materia di *clearing* e *settlement*.

Essi sono diretti a promuovere una maggiore sicurezza ed efficienza dei servizi di regolamento delle operazioni aventi ad oggetto strumenti finanziari e rappresentano l'adattamento in ambito europeo delle raccomandazioni adottate nella stessa materia da un gruppo di lavoro Cps-Iosco.

Considerata la complessità della materia e la notevole frammentarietà della relativa disciplina, gli Standard costituiscono un notevole passo in direzione dell'armonizzazione delle regole in ambito europeo.

Essi adottano una prospettiva funzionale che si basa sui rischi connessi ai servizi svolti nei processi di liquidazione indipendentemente dallo status giuridico del soggetto che li presta, introducendo misure di prevenzione del rischio sistemico connesso all'attività di Clearing e Settlement senza alterare le spontanee dinamiche competitive e organizzative dell'industria. Essi, inoltre, prefigurano forme di regolare e strutturato coordinamento tra le Autorità nazionali al fine di assicurare che la loro applicazione risulti omogenea in tutta l'Unione Europea.

Per ciò che riguarda la disciplina domestica, nel corso del 2004 la Commissione ha avviato la consultazione su una serie di modifiche e integrazioni al Regolamento in materia di mercati.

Esse hanno ad oggetto: (a) una semplificazione del regime di trasparenza delle operazioni su titoli obbligazionari quotati effettuate fuori mercato e soggette a obblighi di comunicazione da parte degli intermediari autorizzati; (b) una deroga alle condizioni per

l'esecuzione delle operazioni al di fuori dei mercati regolamentati, al fine di tenere conto di peculiari esigenze di operatività di intermediari italiani ed esteri; (c) una deroga alla tempistica degli obblighi di comunicazione delle operazioni aventi ad oggetto azioni, qualora riconducibili e successivi a operazioni di private placement; (d) un aggiornamento delle attività connesse e strumentali che possono essere esercitate dalle società di gestione dei mercati; (e) l'adeguamento della disciplina sulla gestione accentrata alle novità introdotte dalla riforma del diritto societario nell'art. 2370, comma 2, c.c. in materia di esercizio del diritto d'intervento in assemblea.

La disciplina degli intermediari

In materia di risparmio gestito, gli interventi regolamentari di maggiore rilievo attuati dalla Commissione sono legati al recepimento nel nostro sistema normativo delle direttive 107/2001/CE e 108/2001/CE che hanno emendato la direttiva 85/611/CEE in materia di organismi di investimento collettivo del risparmio.

La nuova disciplina comunitaria ha introdotto norme armonizzate riguardo all'accesso ai mercati e alle condizioni di esercizio dell'attività da parte delle società di gestione degli Oicvm, nonché norme prudenziali che le stesse devono osservare. Si è così introdotto un regime di "passaporto europeo" equivalente a quello di cui beneficiano già altri fornitori di servizi finanziari (come le banche, le imprese di investimento, le società di assicurazione), in virtù del quale un'impresa finanziaria autorizzata a fornire servizi in uno Stato membro può svolgere la sua attività in tutto il mercato interno senza dovere ottenere una nuova autorizzazione.

È stata altresì migliorata l'informativa al pubblico degli investitori al fine di renderla chiara, concisa e di semplice comprensione. L'originario schema di prospetto informativo è stato sdoppiato in due strumenti informativi (il prospetto semplificato e il prospetto completo), allo scopo di calibrare il tipo, la quantità e la tecnica di comunicazione delle informazioni rispetto alle esigenze di ogni investitore cui sono rivolte.

Il prospetto semplificato deve essere gratuitamente consegnato agli investitori prima della conclusione dell'operazione, mentre quello completo, insieme alle relazioni periodiche, deve essere messo gratuitamente a disposizione del sottoscrittore che ne faccia richiesta. Il prospetto semplificato, debitamente tradotto nella lingua del paese ospitante, è strumento valido per la commercializzazione dell'Oicvm nei Paesi membri dell'Unione.

Al fine di assicurare tra i Paesi membri una lettura comune del contenuto dello schema di prospetto semplificato e una corretta applicazione del medesimo, la Commissione Europea, con la Raccomandazione del 27 aprile 2004, ha fornito chiarimenti in ordine alla rappresentazione delle informazioni economiche (quali struttura dei costi e altre spese a carico del sottoscrittore e del fondo), agli obiettivi d'investimento dell'Oicvm, ai rischi, nonché ai risultati passati degli stessi.

La direttiva 108/2001 ha rimosso alcuni vincoli imposti dalla precedente direttiva 85/611 in materia, circa la possibilità di investire il patrimonio degli Oicvm in strumenti derivati, in quote/azioni di altri Oicvm e in fondi indice. Al fine di assicurare la costante misurazione dei rischi e degli impegni connessi alle operazioni in derivati è stato previsto l'obbligo per la società di gestione di istituire nell'organizzazione aziendale una funzione di risk management.

Le disposizioni contenute nelle direttive 107 e 108, entrate in vigore nel febbraio 2002, sono divenute vincolanti per gli Stati membri dal 13 febbraio 2004. Tuttavia, con particolare riguardo alla disciplina della società di gestione, è previsto un periodo transitorio di adeguamento 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 degli Esperti sull'Asset Management, istituito in ambito Cesr, ha adottato, nel febbraio scorso, delle linee guida per le Autorità di vigilanza (si veda anche il capitolo IX "Le relazioni internazionali").

L'attività regolamentare avviata dalla Commissione in ambito domestico è stata dunque finalizzata ad adattare le disposizioni regolamentari al recepimento nel nostro ordinamento delle citate direttive.

È stato, infatti, avviato un complesso iter di revisione regolamentare, con riferimento alla materia della sollecitazione all'investimento e della quotazione aventi ad oggetto quote e/o azioni di Oicr, contenuta nel Regolamento Consob in materia di emittenti, che si è articolato in due fasi di consultazione pubblica (tenute nel corso del 2003), nel corso delle quali sono stati ricevuti i contributi delle associazioni degli intermediari, delle associazioni dei consumatori e di soggetti a vario titolo interessati.

Tra le novità più importanti che verranno introdotte si ricordano, con riguardo agli OICR aperti, la distinzione del prospetto in semplificato e completo, 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 stati anche previsti nuovi schemi di prospetto e apposite procedure di aggiornamento dei prospetti in materia di sollecitazione

all'investimento in quote di fondi chiusi, soprattutto in considerazione della possibilità che il patrimonio di tali OICR sia raccolto mediante più emissioni di quote.

Sempre in materia di gestione collettiva del risparmio, nel 2004 la Commissione ha indicato, attraverso una comunicazione, i criteri operativi per la predisposizione di annunci pubblicitari concernenti i fondi comuni d'investimento di tipo chiuso.

La previsione di tali criteri, integrativi a quelli già contenuti nel Regolamento in materia di emittenti e in una precedente comunicazione dell'aprile 2001, è stata motivata dalla necessità di uniformare la redazione degli annunci pubblicitari relativi a una categoria specifica di Oicr in notevole sviluppo, quali appunto i fondi chiusi, a standard predeterminati che consentano una migliore tutela per gli investitori.

Così come in materia di mercati, per ciò che riguarda la disciplina degli intermediari è di centrale rilievo l'adozione della direttiva 2004/39/CE, relativa ai mercati degli strumenti finanziari (Riquadro 10).

Il processo di revisione del Regolamento Consob in materia di intermediari sarà quindi profondamente condizionato dalle misure di attuazione della direttiva che saranno elaborate al fine di garantire un ampio livello di armonizzazione fra le discipline di settore dei diversi Stati membri dell'Unione Europea.

Per quanto attiene all'attività interpretativa in materia di intermediari, nel corso del 2004, la Commissione ha risposto a diversi quesiti; peraltro, in relazione al processo di revisione della disciplina comunitaria, la Commissione ha ritenuto opportuno riservare al momento del

recepimento di tale disciplina l'analisi delle richieste interpretative di più rilevante interesse generale al fine di definire unitari indirizzi interpretativi.

Anche in materia di promotori, la Commissione, come di consueto, ha fornito risposta a numerosi quesiti formulati da privati, enti, associazioni di categoria e Commissioni regionali, soffermandosi sia su questioni di portata e interesse generale sia su quesiti specifici. Questi ultimi hanno riguardato aspetti relativi all'iscrizione di diritto all'albo, al possesso dei requisiti di professionalità e di onorabilità da parte degli aspiranti promotori e la compatibilità dell'attività di promotore finanziario con altre attività.

In particolare, la Commissione ha avuto modo di soffermarsi sul tema dell'offerta di azioni della società controllante a favore dei dipendenti delle proprie società controllate presso la sede di queste ultime. Al riguardo - muovendo dal presupposto dell'autonomia giuridica tra società controllante e società controllata e dall'idea che l'offerta indirizzata ai dipendenti costituisce un'ipotesi di offerta al pubblico - la Commissione ha affermato che l'offerta di azioni a titolo oneroso della società controllante a favore dei dipendenti delle proprie società controllate presso la sede di queste ultime integra la fattispecie di offerta fuori sede di cui all'art. 30 del Tuf, con il conseguente obbligo di avvalersi di promotori finanziari.

Nel corso del 2004, hanno ricevuto piena implementazione, dopo un periodo di sperimentazione, le nuove modalità di comunicazione di dati e notizie alla Consob da parte dei soggetti abilitati alla prestazione dei servizi di investimento.

Riquadro 10***La nuova disciplina degli intermediari contenuta nella direttiva 2004/39/CE
relativa ai mercati degli strumenti finanziari***

Con riferimento alla disciplina degli intermediari, la direttiva sostituisce la precedente direttiva 93/22/CEE, che aveva costituito la prima disciplina armonizzata in materia di servizi di investimento, e introduce alcune rilevanti innovazioni.

La prima significativa novità riguarda l'individuazione di due nuovi servizi di investimento: la consulenza in materia di investimenti, in precedenza classificata tra i servizi accessori, e la gestione di sistemi multilaterali di negoziazione. Anche per la prestazione di tali servizi dovrà pertanto essere ottenuta specifica autorizzazione.

Tra i servizi accessori viene inserita la ricerca in materia di investimenti e analisi finanziaria o altre forme di raccomandazione generale riguardanti le operazioni in strumenti finanziari.

L'elenco degli strumenti finanziari viene poi elaborato in modo analitico e enumera figure precedentemente non menzionate dalla direttiva 93/22/CEE (quali, ad esempio, i contratti su strumenti derivati connessi a variabili climatiche, tariffe di trasporto, tassi di inflazione, ecc.).

La direttiva individua inoltre, in modo più dettagliato, gli obblighi gravanti sulle imprese di investimento, con riferimento sia ai requisiti di tipo organizzativo sia alle norme di comportamento da rispettare nella prestazione dei servizi alla clientela.

Alcune fra le novità di rilievo sono rappresentate dalla possibilità di prestare servizi consistenti esclusivamente nell'esecuzione e/o nella ricezione e trasmissione di ordini del cliente (cosiddetta *execution only*), nonché la nuova impostazione dell'approccio previsto per garantire l'adempimento dell'obbligo di eseguire gli ordini alle condizioni più favorevoli per il cliente (cosiddetta *best execution*).

Quanto al primo profilo, la prestazione di servizi di *execution only* esime l'impresa di investimento dall'obbligo, normalmente previsto, di ottenere informazioni dal cliente e di valutare l'adeguatezza delle operazioni rispetto al profilo dell'investitore (art. 19.6). La direttiva prevede tuttavia limiti alla prestazione di servizi di *execution only*, sia in rapporto alla tipologia di strumenti finanziari sia alle modalità di instaurazione del rapporto con il cliente.

Quanto al secondo profilo, la direttiva enfatizza l'importanza degli assetti organizzativi e procedurali che gli intermediari devono darsi al fine di definire e attuare una strategia (*execution policy*) che consenta di ottenere il miglior risultato possibile nell'esecuzione degli ordini dei clienti (art. 21).

La norma si inserisce nel quadro di uno scenario caratterizzato dal venire meno della regola della concentrazione in borsa degli scambi e dunque da una possibile maggiore frammentazione delle negoziazioni tra diverse sedi di esecuzione (mercati regolamentati, sistemi multilaterali di negoziazione, internalizzatori).

La Commissione ha infatti definitivamente avviato il sistema di trasmissione telematica delle informazioni periodiche dovute dagli intermediari, basato sulla rete internet (cosiddetta “Nuova Teleraccolta”); la struttura predisposta consente agli intermediari, dopo un processo di identificazione che avviene mediante collegamento al sito Consob e inserimento di codici personali, l’invio di documenti elettronici e di dati strutturati

che vanno ad alimentare, a seguito di protocollazione, le basi dati dell’Istituto.

L’innovazione che ha pressoché eliminato i flussi cartacei, determinerà un incremento dell’efficienza nel trattamento delle informazioni da parte degli uffici di vigilanza e una semplificazione degli adempimenti in capo ai soggetti abilitati.

IX. LE RELAZIONI INTERNAZIONALI

La cooperazione internazionale

Nel 2004, la Consob è stata impegnata in un'intensa attività di cooperazione bilaterale con Autorità estere, al fine di ottenere informazioni in relazione ai casi di frode finanziaria di portata internazionale, e ha partecipato assiduamente alle attività delle organizzazioni internazionali delle quali essa è membro (in particolare la Iosco e il Cesr).

In particolare, la Consob è stata chiamata a presiedere, con la Sec americana, la speciale Task Force sulle frodi finanziarie in sede Iosco, nonché a presiedere il gruppo permanente del Cesr in materia di gestione collettiva del risparmio.

La Consob ha, altresì, partecipato alle iniziative, in sede di Unione Europea, relative a normative di interesse dell'Istituto nonché, in ambito nazionale, all'attività di recepimento delle direttive già approvate in materia di valori mobiliari.

Nel corso del 2004, la Consob è stata, inoltre, interessata al *Financial Services Assessment Program (Fsap)* del Fondo Monetario Internazionale (Fmi) per il settore dei valori mobiliari, che ha comportato la verifica dell'attuazione in Italia degli *Standards* Internazionali, emanati dalla Iosco e dalla Iosco/Cpss (*Committee on Payment and Settlement System*) e la disciplina nazionale in materia di *corporate governance*.

Le valutazioni finali sulla corporate governance sono state presentate e discusse al Board del Fmi, mentre quelle relative all'adesione ai principi Iosco verranno presentate una volta concluso l'intero programma Fsap dal Fondo

Monetario, che prevede anche una sezione dedicata alla normativa volta a reprimere il riciclaggio.

Il Fmi ha reso noto, in occasione dell'esame annuale dell'Italia, che la normativa sui mercati di valori mobiliari e gli *standards* di vigilanza nel nostro paese sono comparabili a quelli degli altri paesi del G7 e in alcuni casi superiori a quelli in vigore in altri paesi dell'Unione Europea; tuttavia, ha rilevato la necessità di rafforzare la Consob, sia attribuendo alla stessa maggiori risorse sia assegnandole un potere diretto di irrogare sanzioni, come peraltro previsto dalla normativa di recepimento della direttiva sugli abusi di mercato (per la quale il Fmi ha auspicato un rapido iter di approvazione).

Per quanto attiene la *corporate governance*, il Fmi ha rilevato, inoltre, che essa potrebbe essere rafforzata dal diritto per le minoranze di nominare alcuni amministratori, oppure dall'obbligo di prevedere che sia eletta una maggioranza di amministratori cosiddetti indipendenti.

È proseguita, nel corso del 2004, l'attività della Consob tesa ad ampliare i contatti a livello bilaterale con altre Autorità di vigilanza. In particolare, sono stati stipulati *Memoranda of Understanding (MoU)* con le Autorità dell'Egitto e di Singapore.

Detti accordi per la cooperazione e lo scambio di informazioni ai fini della vigilanza, si aggiungono a quelli in precedenza già conclusi dalla Consob con altre Autorità di controllo comunitarie e extracomunitarie. A tutt'oggi, la

Consob ha sottoscritto trentadue accordi bilaterali di cooperazione e un'intesa per il mantenimento della confidenzialità delle informazioni scambiate, oltre al Memorandum multilaterale tra i paesi dello Spazio Economico Europeo che aderiscono al Cesr e al MoU siglato in sede Iosco. Con detto accordo, viene stabilito il contenuto minimo degli obblighi di cooperazione per i firmatari e viene introdotto, per la prima volta, un meccanismo di controllo sulla capacità degli aderenti di far fronte agli adempimenti assunti.

Per quanto attiene alla cooperazione, si rileva che l'attività di scambio di informazioni, ai fini della vigilanza, si è incentrato

prevalentemente in ambito europeo. È emerso, tuttavia, soprattutto in relazione agli scandali societari, il problema della cooperazione con i cosiddetti paesi *off-shore*, in relazione ai quali opportune iniziative sono state avviate in sede Iosco e nell'ambito del *Financial Stability Forum (Fsf)*.

I casi trattati hanno riguardato principalmente il settore degli abusi di mercato e dei requisiti di onorabilità e professionalità dei soggetti autorizzati, ma anche l'informativa societaria e la violazione delle regole di comportamento degli intermediari e l'abusiva sollecitazione.

Tav. IX.1

Cooperazione internazionale
(richieste di collaborazione)

Oggetto	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Dalla Consob ad Autorità estere							
Insider trading	17	43	32	24	24	11	8
Manipolazione dei prezzi di valori mobiliari	2	--	1	4	--	4	8
Sollecitazione e attività di intermediazione abusive	7	4	3	10	9	5	2
Trasparenza e informativa societaria	--	--	1	--	--	6	9
Partecipazioni rilevanti al capitale di società quotate e di intermediari autorizzati	--	--	--	1	1	3	1
Requisiti di onorabilità e professionalità	12	10	19	14	34	21	7
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>
Da Autorità estere alla Consob							
Insider trading	2	3	5	20	13	17	18
Manipolazione dei prezzi di valori mobiliari	1	3	--	1	1	2	3
Sollecitazione e attività di intermediazione abusive	3	3	1	2	7	4	3
Trasparenza e informativa societaria	1	--	2	--	--	--	--
Partecipazioni rilevanti al capitale di società quotate e di intermediari autorizzati	--	--	--	--	2	1	--
Requisiti di onorabilità e professionalità	30	44	53	49	80	70	44
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>

L'analisi dei dati quantitativi relativi all'attività internazionale svolta nel corso del 2004 rivela un minor numero di richieste effettuate dalla Consob e di domande di assistenza pervenute da Autorità di vigilanza estere.

Il minor numero di domande di assistenza da parte di Autorità estere è da ricondurre alla riduzione delle richieste di cooperazione internazionale attinenti ai requisiti di professionalità e onorabilità di esponenti aziendali (44 richieste da parte di Autorità straniera, a fronte di 70 ricevute nel corso del 2003; Tav. IX.1).

Tuttavia, il caso Parmalat ha assorbito gran parte dell'attività di cooperazione internazionale per il flusso di dati e la frequenza di contatti intercorsi con Autorità di controllo estere e le Autorità giudiziarie italiane ed estere.

Non si registrano variazioni, rispetto agli anni precedenti, per le domande di assistenza in materia di insider trading, per le richieste concernenti la sollecitazione all'investimento, per le attività di intermediazione abusiva e per i casi di manipolazione.

L'attività dell'Unione Europea

Nel 2004, sono state formalmente adottate una serie di direttive di particolare rilevanza per il settore dei servizi finanziari (si veda anche il Capitolo VIII "L'attività regolamentare e interpretativa e gli sviluppi internazionali"): la direttiva in materia di trasparenza degli emittenti, con titoli trattati su mercati regolamentati (cosiddetta direttiva *transparency*), la direttiva sui mercati di strumenti finanziari (cosiddetta Mifid) e la

direttiva concernente le offerte pubbliche di acquisto.

Dette direttive, a eccezione della direttiva sulle Opa, sono state adottate secondo il cosiddetto modello Lamfalussy e contengono deleghe che consentono alla Commissione Europea di adottare, sentito il Cesr e secondo la procedura di comitatologia, la normativa secondaria atta ad assicurare l'attuazione uniforme delle predette direttive da parte degli Stati membri.

Il modello Lamfalussy, peraltro, è stato esteso, mediante una direttiva in corso di pubblicazione, ai settori bancario e assicurativo; a questo proposito, sono stati costituiti dei nuovi Comitati permanenti che riuniscono le Autorità di vigilanza di settore: il Cebis, Comitato europeo per le banche (con sede a Londra), e il Ceiops, Comitato europeo per le assicurazioni e i fondi pensione (con sede a Francoforte).

Nel 2004 la Commissione Europea ha pubblicato una comunicazione relativa al "clearing e settlement" per valutare le iniziative da intraprendere in materia. Infatti la direttiva Mifid, sebbene includa taluni principi di libertà di accesso ai servizi di *post trading*, non contiene norme di armonizzazione in materia.

La comunicazione, che costituisce la seconda consultazione pubblica relativa al "clearing e settlement", include un Piano d'Azione nel quale si delineano le principali iniziative ritenute necessarie al fine di realizzare un mercato interno pienamente integrato che assicuri al contempo un "level playing field" comune tra i diversi fornitori dei servizi di post-trading.

In particolare, la comunicazione prefigura la possibile adozione di una direttiva quadro contenente principi di carattere generale atti ad assicurare, ai fornitori di servizi di post-trading,

l'accesso a tutti i mercati europei sulla base del principio del mutuo riconoscimento. La direttiva dovrebbe, altresì, contenere norme sugli obblighi di trasparenza, contabilità e separazione di attività.

La Commissione Europea ha, inoltre, istituito un gruppo di lavoro di esperti in rappresentanza del settore privato e degli organismi pubblici (inclusa la Banca Centrale Europea e il Cesr), con funzioni sia di consulenza che di monitoraggio, al fine di verificare la persistenza di barriere che possano ingiustificatamente impedire la libertà di accesso al mercato o restringere la concorrenza nel settore.

A parte la citata comunicazione in materia di *clearing* e *settlement*, l'attività delle istituzioni europee in materia di mercati mobiliari si è concentrata sulla cooperazione con il Cesr e lo European Securities Committee (Esc) finalizzata all'emanazione della normativa di livello 2 (direttive e regolamenti) legata all'attuazione delle direttive Mifid e *transparency*.

La Commissione Europea ha invece avviato numerose iniziative nel settore della regolamentazione delle società di capitali, al fine di dare attuazione alla comunicazione sulla modernizzazione del diritto societario e sulla *corporate governance*.

In particolare, nel corso del 2004, è stato istituito l'European Corporate Governance Forum con il compito di esaminare le "best practices" negli Stati membri, al fine di migliorare la convergenza dei diversi codici in materia di corporate governance e di fornire alla Commissione indicazioni su possibili iniziative da intraprendere.

Le iniziative previste dal Piano di azione, in tema di diritto societario e corporate governance comprendono atti di natura legislativa, cui gli Stati membri saranno obbligati a dare seguito nel diritto interno, e raccomandazioni della Commissione Europea, alle quali gli Stati membri saranno invitati ad adeguarsi su base volontaria.

*Tra le misure di natura vincolante rientra la proposta di modifica della seconda direttiva in materia di capitale sociale, destinata a innovare profondamente l'attuale assetto normativo in materia. Infatti, la proposta di direttiva si propone di semplificare la direttiva vigente prevedendo procedure semplificate per l'emissione di azioni senza diritto di opzione, nonché di eliminare taluni requisiti, considerati quali limitazioni eccessive, come la necessità di perizie nel caso di conferimenti in natura o il divieto di concedere finanziamenti per l'acquisto delle azioni proprie. Alle società dovrebbe, altresì, essere consentito di riacquistare le proprie azioni con l'unica condizione di utilizzare le riserve distribuibili (facendo così venir meno il tetto del 10 per cento previsto dalla vigente direttiva). A tutela degli azionisti di società i cui titoli sono trattati in mercati regolamentati si propone di introdurre norme in materia di squeeze out e sell out: ovvero il diritto dell'azionista di maggioranza di acquisire a un prezzo corretto (*fair price*) le azioni della minoranza, e il diritto degli azionisti di minoranza di obbligare l'azionista di maggioranza ad acquistare le proprie azioni.*

Sempre in tema di questioni societarie, si segnala l'adozione di una proposta di direttiva di modifica dell'ottava direttiva in materia di revisione legale dei conti delle società (si veda anche il Capitolo VIII "L'attività regolamentare e interpretativa e gli sviluppi internazionali").

L'obiettivo della proposta è quello di assicurare, a livello europeo, un elevato grado di armonizzazione per quanto attiene l'accesso alla professione e i requisiti di professionalità, le norme deontologiche, i principi di revisione contabile e i sistemi di controllo della qualità della revisione. Essa introduce, inoltre, in linea con i principi internazionali, un sistema di controllo pubblico sulla professione contabile nonché norme in materia di cooperazione tra Autorità competenti.

Il testo della proposta di direttiva è attualmente all'esame del Parlamento Europeo in attesa dell'approvazione in un'unica lettura, avendo raggiunto un accordo politico sull'orientamento generale in Consiglio. Dall'esame del Parlamento emergono taluni aspetti problematici, rispetto al compromesso raggiunto in Consiglio, che potrebbero avere, a seconda della soluzione prescelta, un impatto di rilievo nel diritto interno.

In relazione al livello di armonizzazione dei principi di revisione internazionali, uno degli aspetti problematici riguarda il fatto che, mentre per la Commissione il livello di armonizzazione dovrebbe essere massimo, nell'orientamento generale del Consiglio, invece, gli Stati membri dovrebbero avere un margine (seppur limitato) per imporre requisiti aggiuntivi. L'accettazione a livello europeo dei principi di revisione internazionali (ISA) viene effettuata attraverso la procedura di comitologia. Il fatto di non poter imporre requisiti ulteriori, rispetto a quanto convenuto nell'ambito della comitologia, è un ulteriore aspetto che può rivestire un carattere di criticità.

In Parlamento si prefigura inoltre la possibilità di limitare la responsabilità dei revisori, modificando il testo del Consiglio, e di stabilire un'opzione per l'introduzione dell'audit committee che, secondo il Consiglio, è previsto per

le società di interesse generale (public interest entities).

In materia di rotazione dei partners delle società di revisione o delle stesse società di revisione, il testo del Consiglio comporta modifiche di portata parziale al sistema italiano vigente (rotazione dei partners principali o delle società di revisione a condizione che i partners non rimangano i medesimi). Taluni emendamenti del Parlamento Europeo pongono restrizioni alla rotazione delle società di revisione.

Tra le proposte di direttiva in discussione al Consiglio e al Parlamento rientra, infine, quella di modifica delle cosiddette direttive contabili, volte a introdurre norme sulla responsabilità collettiva degli amministratori per la redazione dei bilanci e per l'informazione rilevante di natura non finanziaria, nonché disposizioni in materia di trasparenza delle transazioni con parti correlate per le società non quotate e non soggette ai principi contabili internazionali.

La proposta di direttiva prevede, altresì, che le società quotate e non quotate siano soggette a obblighi di trasparenza quando utilizzano speciali veicoli (special purpose entities) per determinate operazioni; alle società quotate viene chiesto di includere nella relazione annuale al bilancio una "dichiarazione sulla corporate governance", che prevede, tra l'altro, il codice di corporate governance (al quale la società dovrà aderire), le regole da applicare all'assemblea degli azionisti e agli organi di amministrazione della società.

Sono in discussione le proposte di direttiva sulle fusioni transfrontaliere, volte a rendere più agevoli le fusioni tra società stabilite in due diversi Stati membri, e la proposta di direttiva sui trasferimenti di sede,

tesa ad agevolare la migrazione delle società all'interno dell'Unione Europea.

Le altre iniziative prese nel 2004 hanno natura di raccomandazioni e riguardano, principalmente, la *corporate governance*.

Si tratta, in particolare, delle comunicazioni sugli amministratori indipendenti e sui criteri di remunerazione degli amministratori, e della comunicazione sulla prevenzione e la lotta alle pratiche finanziarie e di corporate governance scorrette.

La Commissione Europea ha, inoltre, avviato una consultazione in materia di protezione dei diritti degli azionisti.

I punti principali, oggetto di consultazione, riguardano il riconoscimento dei diritti degli azionisti a votare (in particolare quando si stabiliscono in un altro Stato membro), i criteri per la partecipazione alle assemblee e la diffusione delle informazioni prima e dopo le assemblee.

Nel 2004, è proseguita l'attività di cooperazione fornita dalla Consob nell'ambito dei programmi di gemellaggio *Phare*, promossi dalla Commissione Europea.

La Consob ha prestato la propria cooperazione nell'ambito del programma di gemellaggio tra la Commissione di Valori della Repubblica Ceca e il Ministero dell'Economia e delle Finanze, che è giunto a conclusione nel 2004. Inoltre, sempre nel 2004, è stato avviato un nuovo gemellaggio tra la Commissione Nazionale di Valori rumena (CNVM) e la Consob che avrà la durata complessiva di sei mesi; l'obiettivo del gemellaggio è quello di assistere la Commissione di valori rumena nella redazione della normativa secondaria in materia di intermediari, mercati finanziari, emittenti e sistemi di compensazione e garanzia, venendo così a recepire i principi contenuti nell'acquis comunitario in materia di

valori mobiliari. La collaborazione a questa iniziativa verrà data anche dalla Commissione di valori spagnola e dalla Banca d'Italia.

La Consob ha, altresì, partecipato ai *team* di revisione della Romania e della Bulgaria nell'ambito dei "peer review" organizzati dalla Commissione Europea e finanziati con i fondi *Taiex*.

L'attività nell'ambito del Committee of the European Securities Regulators (Cesr)

L'impegno della Consob nelle attività in sede *Cesr* è stato rilevante, in particolare nei gruppi di lavoro ad *hoc* creati per la redazione delle norme di livello 2 e 3 in attuazione di diverse direttive comunitarie (compresa la direttiva sui mercati di strumenti finanziari) e, soprattutto, in relazione alla presidenza di un gruppo di lavoro permanente in materia di gestione collettiva del risparmio.

Il *Cesr* ha creato tre sottogruppi di esperti ad *hoc* per la predisposizione delle misure di attuazione della direttiva *Mifid*; a chiusura dei lavori di tali sottogruppi, nel mese di febbraio 2005, il *Cesr* ha inoltrato i previsti pareri alla Commissione Europea (cosiddetto primo *set* di mandati) relativi alle regole da applicarsi agli intermediari, nonché alla cooperazione e all'*enforcement*.

Per quanto riguarda gli intermediari, in particolare, vengono affrontati i seguenti argomenti: la funzione di controllo sul rispetto delle norme da parte dell'impresa e dei dipendenti, nonché sulla gestione dei reclami degli investitori; gli obblighi connessi all'organizzazione interna; gli obblighi connessi alla necessità di evitare

rischi operativi aggiuntivi nel caso dell'outsourcing; gli obblighi di registrazione; la salvaguardia dei fondi dei clienti; i conflitti di interesse; l'informativa chiara, corretta e non ingannevole che deve essere fornita nel caso in cui un'impresa di investimento faccia 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 (retail); i rapporti al cliente sull'esecuzione degli ordini e i rapporti periodici.

La sezione relativa alla cooperazione e all'enforcement contiene, invece, le norme di dettaglio sullo scambio di informazioni tra le Autorità e, in particolare, la trasmissione all'Autorità del mercato con maggiore liquidità dei dati sulle transazioni eseguite dalle imprese di investimento. Al riguardo si rileva che è stata istituita un'apposita Task force di tecnici destinata a esplorare forme di standardizzazione dell'informazione e modalità di comunicazione delle informazioni in via elettronica fra le Autorità di vigilanza.

Entro aprile 2005, il Cesr dovrà completare il set di pareri alla Commissione Europea con riguardo al cosiddetto suitability test, alle regole sulla best execution e alla disciplina dei mercati regolamentati (incluse le norme in materia di pre-trade e post-trade transparency).

Il Gruppo di Lavoro sulla direttiva *transparency*, invece, ha già predisposto le norme di livello 2 in materia di diffusione di informazioni da parte delle società con titoli trattati sui mercati regolamentati e ha pubblicato le possibili misure da prendere per quanto attiene agli obblighi di comunicazione delle partecipazioni importanti, all'informa-

zione periodica e all'equivalenza da parte dei Paesi terzi.

La normativa di secondo livello, per quanto riguarda gli obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti, riveste particolare importanza per la Consob; la normativa nazionale impone obblighi particolarmente stringenti sia per quanto attiene alla soglia del 2 per cento, superata la quale il possessore delle azioni e il titolare dei diritti di voto sono obbligati a effettuare una dichiarazione (mentre l'obbligo previsto dalla direttiva è fissato al 5 per cento), sia per quanto attiene ai patti di sindacato (in quanto la normativa attuale si applica anche agli accordi diversi da quelli che hanno per oggetto l'esercizio del diritto di voto).

È proseguita l'intensa attività del Cesfrin, gruppo di lavoro permanente sull'informazione finanziaria, e dei suoi sottogruppi (si veda anche il Capitolo VIII "L'attività regolamentare e interpretativa e gli sviluppi internazionali"). Il lavoro si è concentrato sulla predisposizione di un documento relativo all'equivalenza dei principi GAAP (*Generally accepted accounting principles*) dei paesi terzi, sulla raccomandazioni del Cesr relativamente alla transizione verso i principi IFRS (*International Financial Reporting Standards*) e sulle procedure per costituire un *data base* sui casi di *enforcement*.

Nel corso dell'anno il Cesr ha, altresì, istituito un gruppo di lavoro in materia di agenzie di *rating* al fine di fornire alla Commissione Europea un parere sulla possibile regolamentazione delle agenzie di *rating* e la *Task Force* di tecnici ha pubblicato un documento di consultazione (si veda anche

il Capitolo VIII “L’attività regolamentare e interpretativa e gli sviluppi internazionali”).

Nel 2004, il Cesrpol (il gruppo permanente sulla cooperazione e lo scambio di informazioni ai fini di vigilanza) ha svolto un’intensa attività al fine di predisporre misure di livello 3 in relazione alla direttiva *market abuse*, con particolare riguardo alla procedura per la predisposizione delle “*accepted market practices*”, alla segnalazione delle operazioni sospette da parte degli intermediari, nonché al ruolo di mediazione del Cesr, ai sensi dell’art. 16 della direttiva 2003/6/CE, sugli abusi di mercato e alla costituzione di un *data base* europeo in materia di *enforcement*.

Il Cesrpol, inoltre, ha approvato le linee guida relative alle “*best practices*” in materia di assunzione di dichiarazioni da parte di persone fisiche nell’ambito di richieste di cooperazione; obiettivo di dette linee è quello di facilitare la cooperazione transfrontaliera tra le Autorità competenti.

Nel corso del 2004, il gruppo di esperti in materia di gestione collettiva del risparmio, presieduto dal Presidente della Consob, ha lavorato intensamente al fine di adempiere ai mandati ricevuti dal Cesr e dalla Commissione Europea; in particolare, il gruppo ha predisposto un documento, approvato nel mese di dicembre 2004 nel corso della riunione plenaria del Cesr, che stabilisce le linee guida per l’operatività del regime transitorio previsto dalle direttive in materia di fondi comuni approvate nel 2001.

L’approvazione delle linee guida rappresenta un risultato di particolare rilievo, riconosciuto dalla stessa Commissione Europea,

poiché pone fine a un regime di incertezza protrattosi per anni.

La Commissione Europea aveva infatti ritenuto che le norme sul regime transitorio previste dalle direttive del 2001 (in materia di autorizzazione del gestore e di attività in cui i fondi possono investire il proprio patrimonio) avessero dato luogo a divergenti interpretazioni fra gli Stati membri e aveva avviato un confronto nell’ambito del Comitato di Contatto delle direttive fondi (successivamente soppresso con il passaggio delle competenze del Cesr).

Le linee guida sono destinate ad assicurare orientamenti comuni a tutta l’Unione Europea e il Review Panel del Cesr avvierà, nel corso del 2005, una verifica sull’attuazione delle linee guida da parte dei Stati membri; il Review Panel, infatti, è il gruppo permanente del Cesr che ha l’obiettivo di verificare l’attuazione degli standards in materia di regole di comportamento da parte degli Stati membri.

Le attività del gruppo di lavoro, avviate nel 2004, hanno contemplato anche l’avvio dei lavori nell’ambito del mandato ricevuto dalla Commissione per predisporre misure di livello 2 sugli strumenti nei quali i fondi possono investire il proprio patrimonio.

Il gruppo dovrà chiarire talune definizioni sul tipo di investimenti ammissibili da parte dei fondi armonizzati (cosiddetti eligible assets); si tratta di determinare il tipo di investimento consentito a detti fondi: ad esempio fondi chiusi, obbligazioni strutturate, tipologie di strumenti del mercato monetario, tipologie di indici, ecc. Il parere sugli eligible assets, una volta approvato nella riunione plenaria del Cesr, sarà sottoposto a consultazione pubblica.

Nel mandato del gruppo figurano, altresì, misure di livello 3 che attengono tra l’altro a parti rilevanti della disciplina delle gestioni collettive,

quali le regole di condotta da parte dei gestori e la semplificazione delle procedure di registrazione dei fondi.

Il gruppo di esperti in materia di prospetto, avendo completato nel corso del 2003 il lavoro richiesto per le misure di livello 2 sugli schemi di prospetto (trasformate dalla Commissione Europea nel regolamento 809/2004/EC; si veda anche il Capitolo VIII “L’attività regolamentare e interpretativa e gli sviluppi internazionali”), nel 2004, ha concentrato la sua attività sulle cosiddette misure di livello 3 e ha redatto una serie di raccomandazioni per un’attuazione coordinata delle regole in materia di prospetto.

Dette raccomandazioni si propongono di evitare che possibili diverse interpretazioni delle regole di livello 2 precludano l’effettivo funzionamento del passaporto europeo sul prospetto e il riconoscimento automatico dei prospetti.

Si segnala, infine, l’istituzione di un gruppo di lavoro congiunto Csr-ESCB che ha riguardato la predisposizione di standards per il *clearing* e *settlement* (si veda anche il Capitolo VIII “L’attività regolamentare e interpretativa e gli sviluppi internazionali”).

L’attività dell’International Organization of Securities Commissions (Iosco)

L’attività di maggiore rilevanza condotta dalla Iosco nel 2004 è rappresentata dalla *Task Force* ad alto livello sulle frodi internazionali nel settore dei valori mobiliari (*High Level Chairmen’s Task Force Regarding International Securities Fraud*); la *Task Force*, presieduta dalla Consob e dalla SEC, ha

presentato un rapporto al *Financial Stability Forum* nel mese di febbraio 2005.

Il rapporto contiene raccomandazioni da adottare a livello internazionale sulle attività dei gruppi Iosco, al fine di contrastare le frodi finanziarie che, a causa della progressiva interdipendenza e interconnessione dei mercati finanziari e degli intermediari operanti sugli stessi, stanno diventando un pericolo sempre maggiore per il sistema finanziario e per il corretto esercizio della vigilanza. Le raccomandazioni attengono principalmente: ai profili di controllo societario relativi ad aspetti di corporate governance; al controllo pubblico delle società di revisione e standards di revisione internazionali che dette società devono rispettare; alle strutture societarie complesse, specie quando facciano ricorso a special purpose vehicles; al comportamento degli intermediari nel collocamento dei titoli degli emittenti; all’adeguata informazione del mercato sull’emittente e alla cooperazione internazionale tra organi di vigilanza secondo standards elevati, specie in presenza di transazioni poste in essere tramite off-shore centers.

Le raccomandazioni della Task Force comporranno per la Iosco un programma di lavoro rilevante anche, in collaborazione con l’OCSE, in materia di corporate governance.

Tra le altre iniziative Iosco di particolare importanza si segnala l’approvazione, da parte del Comitato dei Presidenti, dei principi per l’identificazione del cliente e del beneficiario finale nel settore dei valori mobiliari (*Principles on Client Identification and Beneficial Ownership for the Securities Industry*) e la pubblicazione, nel mese di dicembre, di un codice di condotta per le agenzie di rating (*Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies*).

Questo codice contiene una serie di disposizioni che dovrebbero essere inserite dalle singole agenzie di rating nei propri codici di condotta interni; tali disposizioni dovrebbero, inoltre, fornire alle stesse agenzie uno strumento utile per tutelare la propria indipendenza di analisi, l'eliminazione e/o la gestione dei conflitti di interesse e il mantenimento della confidenzialità delle informazioni congiuntamente in possesso alle società emittenti. Obiettivo finale del documento è quello di aumentare la protezione degli investitori,

garantendo al contempo l'integrità dei procedimenti di rating.

Un'altra iniziativa da segnalare è la pubblicazione da parte del Committee on Payment and Settlement Systems (Cpss) e della Iosco stessa, di una serie di raccomandazioni per le controparti centrali (Recommendations for Central Counterparties). Dette raccomandazioni contengono gli standards finalizzati a una corretta gestione del rischio da parte di una controparte centrale di transazioni di natura finanziaria.

X. I CONTROLLI GIURISDIZIONALI SULL'ATTIVITÀ DELLA CONSOB

Il contenzioso sui provvedimenti in materia di vigilanza

Nel 2004 non si sono registrate, rispetto all'anno precedente, significative variazioni nel numero di impugnazioni presentate, avanti al giudice ordinario e a quello amministrativo, avverso provvedimenti adottati dalla Consob o su proposta della Consob nell'esercizio delle potestà di vigilanza.

In particolare, i ricorsi presentati avanti al giudice amministrativo per l'annullamento di provvedimenti adottati dalla Commissione nell'esercizio delle proprie potestà di vigilanza e sanzionatorie sono stati 31 (lo stesso numero si è registrato nel 2003); i giudizi instaurati avanti al giudice ordinario hanno avuto, invece, una lieve flessione, passando da 62 nel 2003 a 61 nel 2004 (Tav. X.1).

Tav. X.1

Ricorsi contro atti proposti o adottati dall'Istituto¹
(esiti al 31 dicembre 2004)

	Giudice amministrativo ²						Giudice ordinario ³					
	Accolti ⁴	Respinti	In corso	di cui:		Totale ricorsi	Accolti ⁴	Respinti	In corso	di cui:		Totale ricorsi
				Accolta sospensiva	Respinta sospensiva					Accolta sospensiva	Respinta sospensiva	
2002	2	5	34	--	14	41	12	24	4	--	--	40
2003	--	6	25	1	12	31	43	19	--	--	--	62
2004	1	3	27	--	12	31	17	30	14	1	--	61

¹ I ricorsi sono riportati per anno di presentazione. ² La voce comprende i ricorsi al Tar e al Consiglio di Stato, nonché ricorsi straordinari al Capo dello Stato. ³ Tribunali e Corti d'Appello. ⁴ Anche parzialmente. ⁵ Comprende i soli ricorsi per i quali è stata presentata l'istanza di sospensiva.

Tra le più rilevanti decisioni giurisprudenziali adottate del corso del 2004 si segnalano talune pronunce, sia del giudice ordinario che di quello amministrativo, che hanno affrontato, sotto diversi profili, il tema del diritto di accesso ai documenti amministrativi in possesso della Consob.

Innanzitutto, il Tar del Lazio ha affrontato il tema della titolarità, in capo alle associazioni dei consumatori e degli utenti, del diritto di accesso ai documenti amministrativi relativi a procedimenti sanzionatori intrapresi nei confronti di soggetti sottoposti alla vigilanza della Consob. Al riguardo, il Tribunale Amministrativo ha precisato che dette

associazioni sono portatrici di un interesse giuridicamente rilevante all'accesso solo allorché esso "sia strettamente connesso alla tutela della sfera soggettiva dell'ente esponenziale che, da un lato, si differenzia da quella dei singoli associati e, dall'altro, non si risolve nella possibilità di avviare mere azioni popolari correttive. (...) il diritto di accesso ai documenti della Pubblica amministrazione non può essere trasformato in uno strumento di «ispezione popolare» sull'efficienza dell'azione amministrativa, finalità che esula dai principi sanciti dall'art. 22 della legge 7 agosto 1990 n. 241, che nega tutela al generico e indistinto interesse del cittadino - singolo od associato - al buon andamento

dell'attività amministrativa". Tali principi, ha precisato il Tar, rimangono validi anche alla luce della legge 30 luglio 1998 n. 281 (che disciplina le modalità di tutela degli interessi collettivi dei consumatori e degli utenti di servizi pubblici), la quale "non contempla un generale potere di accesso a fini ispettivi, che rimane pur sempre quello disciplinato dalla fondamentale normativa del 1990".

Con riguardo al rapporto tra diritto di accesso agli atti e diritto di difesa nei giudizi di opposizione a sanzioni amministrative pecuniarie ex art. 195 del Tuf, la Corte d'Appello di Milano ha negato che possano di per sé determinare l'invalidità del provvedimento impugnato eventuali limitazioni del diritto di difesa derivanti da un parziale accoglimento di istanze di accesso presentate nel corso del procedimento sanzionatorio. Sul punto, la Corte milanese - premesso che "l'art. 25 della legge n. 241/1990 appresta a favore di chi lamenti un mancato o parziale accoglimento della sua istanza di accesso ai documenti amministrativi lo speciale rimedio del ricorso al Tar da presentare entro il termine decadenziale di 30 giorni" - ha precisato che "L'incompletezza dei dati documentali infatti può, al più, riverberarsi sulla sufficienza degli elementi di prova (...) restando impregiudicato il potere dell'autorità giudiziaria di valutare, alla stregua delle eccezioni e dei motivi di opposizione sollevati, se la pretesa sanzionatoria sia o meno fondata: è dunque in relazione a tale aspetto che l'eventuale carenza probatoria può determinare l'accoglimento delle ragioni dell'opponente".

La medesima Corte d'Appello ha, poi, affrontato la questione dell'accesso a documentazione dichiarata non ostensibile dall'Autorità Giudiziaria in quanto coperta dal segreto istruttorio penale, con particolare riferimento al rispetto dei termini procedurali. Pronunciandosi sull'eccezione di nullità di un

provvedimento sanzionatorio per superamento del termine di 180 giorni entro i quali (a decorrere dalla notifica delle lettere di contestazione) la Consob è tenuta a formulare la proposta sanzionatoria al Ministero dell'economia e delle finanze, la Corte ha ritenuto insussistente tale violazione in quanto la Consob aveva legittimamente sospeso il procedimento sanzionatorio fino al rilascio del nulla-osta all'esibizione dei documenti da parte della competente Procura della Repubblica.

In materia di emittenti, la Corte d'Appello di Milano, nel mese di giugno 2004, è intervenuta di nuovo sul tema della responsabilità dei collegi sindacali in concorso con quella degli amministratori per violazioni della disciplina del Testo Unico dell'intermediazione finanziaria. Nel pronunciarsi in merito alle sanzioni pecuniarie irrogate, su proposta della Consob, dal Ministero dell'economia e delle finanze a seguito della mancata promozione (in violazione dell'art. 106, commi 1 e 2 del Tuf) di un'offerta pubblica di acquisto sulle azioni di una società quotata, la Corte territoriale ha infatti confermato le considerazioni svolte nel decreto impugnato dalle Autorità procedenti in ordine al coinvolgimento nell'illecito del collegio sindacale della società sulla quale gravava l'obbligo di offerta, chiamato a rispondere per non essersi tempestivamente attivato nei confronti dell'organo di gestione allo scopo di impedire l'evento sanzionato.

La Corte, in particolare, respingendo le tesi articolate in giudizio dai sindaci (dichiaratisi totalmente all'oscuro dell'operazione dalla quale era scaturito l'obbligo di offerta pubblica), ha affermato la responsabilità di costoro in ragione del mancato adempimento agli obblighi di

vigilanza sugli stessi gravanti con riferimento alle operazioni compiute dall'organo di gestione in violazione della disciplina in materia di Opa obbligatoria; operazioni che i sindaci "non potevano ignorare per la carica istituzionale ricoperta" e rispetto alle quali gli stessi avrebbero dovuto "comunque attivarsi per prenderne contezza con i rimedi interni alla società", essendo "dovere precipuo del collegio sindacale garantire una trasparente, prudente e corretta gestione in funzione della conservazione dell'integrità del patrimonio e del buon andamento della società".

Altre importanti pronunce si sono registrate in riferimento a due giudizi di impugnativa di bilancio di società con azioni quotate, promossi dalla Commissione ai sensi dell'art. 157, comma 2 del Tuf.

Nel primo caso a pronunciarsi, nel mese di marzo, è stata la Corte di Cassazione che, ribaltando gli esiti dei primi due gradi del giudizio (sfavorevoli alla Consob), ha enunciato principi di diritto che recepiscono integralmente i motivi che avevano indotto la Commissione a impugnare il bilancio d'esercizio al 31.12.1997 della quotata, nonché le sfavorevoli pronunce di primo e secondo grado.

In particolare la Consob aveva manifestato il proprio dissenso nei confronti del trattamento contabile della penale versata dalla società in discorso alla controllante per risolvere un contratto di agenzia per la distribuzione di prodotti, iscritta in bilancio non come "onere straordinario" (da imputare per intero, in quanto tale, al conto economico dell'anno di riferimento) bensì, come "spesa di ampliamento", ritenuta ammortizzabile in cinque anni in base alla previsione contenuta nell'art. 2426, n. 5, c.c..

In proposito la Suprema Corte ha avuto modo di precisare che «l'utilità pluriennale, costituente il presupposto per la capitalizzazione della spesa e per la sua iscrizione nell'attivo dello stato patrimoniale, con correlativa imputazione al conto economico del solo costo di ammortamento ripartito in più annualità, non si identifica (...) con il mero vantaggio derivante da un'operazione positiva, da un buon investimento o da un risparmio di spesa, ma deve configurarsi quale ricavo d'impresa che si pone in immediata correlazione con il costo e a esso appare direttamente riferibile». Una simile correlazione, secondo la Corte, non sussiste tra gli esborsi effettuati per la risoluzione anticipata del contratto di agenzia e i positivi effetti ottenuti dalla società con la riorganizzazione della rete commerciale: «i costi della risoluzione del contratto hanno dunque costituito non solo la premessa per la realizzazione di una maggiore produttività e per l'espansione della rete aziendale ..., ma la condizione per la stessa effettuazione dei costi di ampliamento, da cui soltanto quegli esiti di maggiore produttività sarebbero derivati».

La seconda pronuncia, nel mese di maggio 2004, si deve al Tribunale di Parma, chiamato a esprimersi in ordine ai bilanci di esercizio e consolidato al 31.12.2002 di una società con azioni quotate (ammessa all'amministrazione straordinaria prevista dal d.l. n. 347/2003), dei quali la Consob assumeva la contrarietà ai principi di verità e corretta rappresentazione delle situazioni contabili.

Nell'ambito del giudizio, conclusosi con l'integrale accoglimento dei rilievi fatti valere dalla Commissione (i quali, peraltro, non avevano formato oggetto di contestazione da parte della stessa convenuta), è stata altresì affrontata e risolta positivamente, nel senso

prospettato dalla difesa della Consob, la questione dell'applicabilità della sospensione feriale dei termini processuali al termine di impugnazione di sei mesi contemplato dall'art. 157 del Tuf (in ordine alla quale la società convenuta si era invece espressa negativamente).

Ha chiarito infatti il Tribunale, ribadendo l'orientamento già manifestato dalla giurisprudenza costituzionale e di legittimità, che "i termini processuali, con riguardo ai quali l'art. 1 della legge n. 742/69 prevede la sospensione nel periodo feriale, non sono solo quelli inerenti alle fasi successive all'introduzione del processo, ma includono anche i termini iniziali, entro i quali il processo stesso deve essere instaurato quando ... si tratti dell'unico strumento esperibile a tutela dei diritti dell'attore. E nel caso in esame, non vi è dubbio che l'unico strumento utilizzabile per ottenere il risultato perseguito da Consob sia proprio il ricorso al giudice".

Alla stregua del principio enunciato, il Tribunale ha dunque concluso per la tempestività dell'impugnazione proposta dalla Commissione, rigettando l'eccezione di controparte.

Le Sezioni Unite della Corte di Cassazione sono intervenute, in ripetute occasioni, sul tema della giurisdizione relativa ai procedimenti di impugnazione di provvedimenti sanzionatori adottati dalla Consob o su proposta di questa.

Con riferimento ai provvedimenti sanzionatori adottati dalla Consob nei confronti di promotori finanziari, la Suprema Corte ha affermato la devoluzione al giudice ordinario anche delle controversie intraprese successivamente all'entrata in vigore della legge n. 205 del 2000, che ha modificato il regime di giurisdizione esclusiva di cui all'art. 33 del d.lgs.

n. 80 del 1998. Nel pensiero della Corte di Cassazione, "il terzo comma dell'art. 196, d.lgs. 58/98, richiamando, con specifico riferimento 'alle sanzioni applicabili ai promotori finanziari' le disposizioni contenute nella legge 24 novembre 1981, n. 689, eccezion fatta per l'art. 16, individua per la tutela giurisdizionale avverso l'irrogazione di tali sanzioni il procedimento disciplinato dagli artt. 22 e 23 di detta legge il quale è riservato alla giurisdizione del giudice ordinario". Nell'affermare la specialità del riferito art. 196 rispetto alle norme in materia di giurisdizione esclusiva, la Suprema Corte ha affermato il principio per cui la giurisdizione del giudice ordinario sussiste anche nel caso in cui il provvedimento impugnato sia irrogativo di una sanzione a contenuto interdittivo, "posto che anche tali sanzioni, non diversamente da quelle pecuniarie, debbono essere applicate sulla 'base della gravità della violazione e tenuto conto dell'eventuale recidiva (e quindi sulla base di criteri che non possono ritenersi espressione di discrezionalità amministrativa)".

Analogamente, la Suprema Corte, in più decisioni adottate nel corso del 2004, ha ritenuto prevalere sulle disposizioni in tema di giurisdizione esclusiva anche l'art. 195 del Tuf, che devolve alla cognizione della Corte d'Appello i giudizi in opposizione ai provvedimenti sanzionatori del Ministero dell'economia e delle finanze adottati ai sensi di questa disposizione. Tale conclusione è ribadita dalla norma, alla quale la Cassazione riconosce portata interpretativa, contenuta nell'art. 1, comma 2, del d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 5 (entrato in vigore il 1° gennaio del 2004) per effetto del quale "Restano ferme tutte le norme sulla giurisdizione. Spettano esclusivamente alla Corte d'Appello tutte le controversie di cui all'art. 195 del decreto legislativo 24 febbraio 1998 n. 58".

In termini diversi si è espresso sul punto il Tar del Lazio in una decisione adottata nel novembre 2004 (e pubblicata nel gennaio del 2005). Nell'opinione del Tar, l'irrogazione delle sanzioni previste dall'art. 195 del Tuf "deve essere considerata come un momento della 'vigilanza sul mercato mobiliare, da intendere come inscindibilmente comprensiva, oltre che dei profili istruttori, ispettivi, permissivi e regolamentari dei quali si occupano le varie disposizioni del decreto legislativo n. 58/98, anche di quello sanzionatorio". Nella decisione citata è stata, pertanto, affermata la giurisdizione del giudice amministrativo nelle controversie ex art. 195 del Tuf. Secondo il Tar, solo per le controversie instaurate successivamente al 1° gennaio 2004 rivive la competenza della Corte d'Appello, attesa la portata innovativa e non meramente interpretativa del riferito art. 1, comma 2, del d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 5.

La verifica in sede giurisdizionale dell'attività dell'Istituto

Degna di nota è la sentenza n. 466 della Corte di Appello di Milano, depositata in data 13 febbraio 2004 che, confermando in ogni sua parte l'impugnata sentenza del Tribunale di Milano del 27 gennaio 2000, depositata il 20 marzo 2000, ha rigettato la domanda risarcitoria proposta contro la Consob per asserito negligente esercizio dei poteri di vigilanza con riguardo a una ipotesi di violazione da parte di un soggetto, anch'esso convenuto in giudizio, dell'obbligo di promuovere un'offerta pubblica di acquisto ai sensi dell'art. 10, comma 8, della legge n. 149/1992.

In detta sentenza la Corte di Appello di Milano afferma che un'offerta al pubblico, anche

se obbligatoria, «è efficace e vale come proposta per i destinatari nei soli casi in cui sia stata fatta nella forma che è richiesta secondo le circostanze e nell'osservanza delle eventuali prescrizioni di legge che regolano la fattispecie (anche ex art. 1366 c.c.). Il momento di efficacia coincide con il momento in cui l'offerta è divulgata e resa nota al pubblico» e non con il momento in cui è comunicata alla Consob; nel caso di specie, poiché i soci di minoranza, attori nel giudizio di primo grado, non erano stati «destinatari di una valida ed efficace offerta pubblicata e loro rivolta», essi, secondo la medesima Corte, non avevano acquisito alcun diritto nei confronti del soggetto ex lege tenuto a promuovere l'offerta pubblica di acquisto. Con particolare riguardo alla Consob, la Corte ha confermato che «non vi è prova che la Consob fosse venuta meno ai propri obblighi di vigilanza e controllo, e anzi è documentalmente provato che vi aveva adempiuto puntualmente, come ha esattamente considerato il primo giudice».

Il Tribunale di Roma, con sentenza n. 22790 del 13 luglio 2004, depositata in data 26 luglio 2004, ha condannato la Consob al pagamento a favore di un gruppo di risparmiatori di una somma di denaro a titolo di risarcimento del danno, conseguente a omessa attività di controllo su alcune società di intermediazione mobiliare.

La vicenda dedotta in giudizio trae origine dal dissesto di un gruppo di società, di cui solo alcune autorizzate allo svolgimento di attività di cui alla legge n. 1/1991 (e pertanto sottoposte alla vigilanza dell'Istituto) e altre, viceversa, operanti in via abusiva.

La sentenza è stata appellata, attesa la non completa considerazione delle prove emerse durante l'istruttoria e l'inesatta ricostruzione del quadro normativo di riferimento all'epoca dei fatti di causa.

XI. LA GESTIONE INTERNA E LE RELAZIONI CON L'ESTERNO

La gestione finanziaria

Nell'esercizio 2004, le entrate sono risultate nel complesso pari a 76,4 milioni di euro al netto dell'avanzo di amministrazione (Tav. XI.1), di cui 46,0 relative a entrate contributive (pari al 60,2 per cento del totale). La quota maggiore delle entrate contributive è riferita ai contributi da promotori finanziari, intermediari e emittenti (Tav. aXI.1).

Dal lato delle spese, si è registrato un aumento nelle spese correnti correlato essenzialmente alla spesa per il personale ed alla necessità, emersa nel corso dell'esercizio, di effettuare un accantonamento ad un fondo rischi connesso ad ipotesi di risarcimento danni ex art. 2043 c.c.

Tav. XI.1

Schema riassuntivo entrate e spese
(milioni di euro)

Voci	2000 ¹	2001 ¹	2002 ¹	2003 ¹	2004 ²
Entrate					
Avanzo di amministrazione ³	50,7	74,0	12,3	11,6	11,7
Fondo a carico dello Stato	31,0	31,0	23,7	23,3	27,8
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	46,0
Entrate da contributi sulle negoziazioni ⁴	5,2	3,6	—	—	—
Entrate diverse	4,2	11,6	3,8	4,9	2,6
<i>Totale entrate</i>	<i>128,9</i>	<i>150,6</i>	<i>79,7</i>	<i>81,4</i>	<i>88,1</i>
Spese					
Spese correnti					
Spese per i componenti la commissione	1,2	1,4	1,4	1,3	2,4
Spese per il personale	33,7	45,8	42,2	43,2	48,9
Spese per acquisizione di beni e servizi	14,2	16,4	18,7	18,9	21,7
Oneri per ripristino e ampl. immobilizzaz.	2,4	3,8	4,7	4,6	5,0
Spese non classificabili	0,1	4,9	1,1	0,4	5,4
<i>Totale spese correnti</i>	<i>51,6</i>	<i>72,3</i>	<i>68,1</i>	<i>68,4</i>	<i>83,4</i>
Spese in conto capitale	3,6	66,8	2,8	1,7	4,7
<i>Totale spese</i>	<i>55,2</i>	<i>139,1</i>	<i>70,9</i>	<i>70,1</i>	<i>88,1</i>

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, e dalle differenze derivanti dalla gestione dei residui e dalle rettifiche di valore delle disponibilità investite, non indicate nella tavola. L'avanzo 2003 è riportato tra le entrate 2004. 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".

Le spese in conto capitale del 2004 (4,7 milioni di euro) registrano anch'esse un aumento dovuto essenzialmente agli stanziamenti relativi alla realizzazione di una nuova biblioteca presso la sede romana dell'Istituto e a oneri afferenti la ristrutturazione dell'immobile di via Broletto ottenuto in concessione dal Comune di Milano nel 1999 e destinato a nuova sede milanese dell'Istituto.

Nel mese di dicembre è stato approvato il bilancio di previsione per il 2005. Le entrate previste per l'esercizio assommano in complesso a 76,1 milioni di euro e derivano per 25,4 milioni dal «Trasferimento da parte dello Stato» per tale anno, per 47,1 milioni dalle «Entrate contributive» e per 3,6 milioni da «Altre Entrate». A tali entrate si aggiungono i 13,7 milioni di euro dell'«Avanzo di amministrazione presunto dell'esercizio 2004»; quest'ultimo è ripartito nelle separate componenti di «Avanzo di amministrazione disponibile» per la copertura finanziaria di spese programmate per l'esercizio 2005 (13,2 milioni di euro) e «Avanzo di amministrazione generato da prenotazioni di impegno 2004 trasferite all'esercizio 2005 ai sensi dell'art. 19 del Regolamento di contabilità» (0,5 milioni di euro) riconnesso per intero al differimento della citata realizzazione di una nuova biblioteca presso la sede romana.

La previsione effettiva della spesa complessiva per l'esercizio 2005 (considerata al netto delle suddette prenotazioni di impegno trasferite dall'esercizio 2004 ricomprese nelle spese in conto capitale) è pari a 89,3 milioni di euro, di cui 86,4 per «Spese correnti» e 2,9 per «Spese in conto capitale». La previsione di spesa corrente per il 2005 registra un incremento rispetto all'omologo dato di previsione definitiva 2004 pari a 3 milioni di euro per effetto essenzialmente della crescita prevista della spesa

per il personale, nella definizione della quale si è tenuto conto degli oneri 2005 correlati a quanto previsto nel disegno di legge comunitaria 2004 in tema di aumento dell'organico dell'Istituto. La previsione di spesa in conto capitale del 2005 riflette la prosecuzione del programma di ammodernamento del sistema informatico e il citato allestimento di una nuova biblioteca nella sede romana dell'Istituto, nonché gli oneri per l'allestimento di nuove postazioni individuali di lavoro correlate al menzionato incremento dell'organico.

A dicembre 2004, la Commissione ha definito il regime contributivo valevole per l'anno 2005 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; essi di conseguenza prevedono un contributo di vigilanza annuale a carico delle medesime categorie di soggetti vigilati contemplate nel regime contributivo 2004.

La gestione delle risorse umane

Nel 2004 è stata assunta a ruolo 1 risorsa e sono state assunte con contratto a tempo determinato 3 risorse, generando così l'entrata nell'organico di 4 nuovi dipendenti, mentre sono cessati dal servizio 8 dipendenti di ruolo (per dimissioni volontarie) e 2 dipendenti a contratto di lavoro a tempo determinato. La pianta organica dell'Istituto è quindi diminuita di 6 unità rispetto a quella del 2003 (passando da 408 a 402 unità) (Tavv. XI.2 e aXI.2).

Distribuzione del personale per qualifica e per unità organizzativa¹

	Carriera direttiva		Carriera operativa	Carriera dei servizi generali	Totale
	Superiore	Inferiore			
Divisioni					
Emittenti	8	29	34	—	71
Intermediari	5	13	58	—	76
Mercati e Consulenza economica	6	20	25	—	51
Amministrazione e Finanza	5	5	36	16	62
Consulenza Legale	3	8	14	—	25
Relazioni Esterne	4	5	6	—	15
Risorse	3	5	21	—	29
Altri Uffici ²	11	14	48	—	73
<i>Totale</i>	<i>45</i>	<i>99</i>	<i>242</i>	<i>16</i>	<i>402</i>

Si veda la sezione Note metodologiche. ¹ Dati al 31 dicembre 2004. I contrattisti sono distribuiti secondo la loro equiparazione. ² Comprende gli uffici non coordinati nell'ambito delle Divisioni.

In particolare, è stata assunta a ruolo 1 risorsa, utilizzando la graduatoria di un concorso pubblico svoltosi nel 2003, con la qualifica di funzionario di 2^a per la sede di Roma (Ufficio Amministrazione del Personale).

Sono state, altresì, assunte 2 risorse equiparate alla qualifica di condirettore centrale presso la sede di Roma e di Milano e 1 risorsa equiparata alla qualifica di coadiutore presso la sede di Roma, utilizzando la facoltà prevista dall'art. 3, comma 2, della Normativa generale dei contratti di lavoro subordinato a tempo determinato, approvata con delibera n. 11412/1998.

Nel corso dell'anno, al fine di procedere al completamento dell'organico, sono state espletate alcune procedure concorsuali finalizzate all'assunzione di personale di ruolo e a contratto da destinare alle sedi di Roma e di Milano, la cui conclusione avverrà nel corso dell'anno 2005.

In particolare, è stato espletato un concorso pubblico a 10 posti di coadiutore (con laurea in discipline economiche) da destinare alla sede di Milano; un concorso pubblico a 6 posti di coadiutore (con laurea in discipline giuridiche) da destinare alla sede di Roma; un concorso pubblico a 3 posti di coadiutore (con profilo professionale statistico quantitativo) da destinare alla sede di Roma; un concorso pubblico a 4 posti di vice assistente da destinare alla sede di Milano e un concorso pubblico a 2 posti di vice assistente da destinare alla sede di Roma; infine un concorso pubblico, riservato ai non vedenti, a 1 posto di vice assistente da destinare alla mansione di centralinista presso la sede di Milano.

Inoltre, è stata effettuata una selezione per l'assunzione con contratto di lavoro subordinato a tempo determinato, equiparato alla qualifica di direttore, per 1 risorsa con profilo professionale idoneo al settore dei servizi informatici e un'altra selezione per l'assunzione a contratto a tempo determinato, per 1 risorsa con profilo di analista finanziario, equiparato alla qualifica di condirettore; una selezione per l'assunzione a

contratto, equiparato alla qualifica di funzionario di 2^a, per 6 risorse con profilo di analista finanziario; una selezione per l'assunzione a contratto, per 3 risorse, equiparato alla qualifica di funzionario di 2^a con profilo professionale idoneo alle relazioni internazionali; infine, una selezione per l'assunzione a contratto, per 1 risorsa, equiparato alla qualifica di funzionario di 2^a, con profilo professionale idoneo all'attività del controllo di gestione.

Nel corso dell'anno è stato, inoltre, bandito un concorso interno equiparato alla qualifica di funzionario di 2^a per l'accesso alla carriera direttiva di 28 risorse.

Nel 2004 sono stati sottoscritti gli accordi negoziali concernenti, rispettivamente, l' "Adeguamento del trattamento economico", le modifiche in materia di "Orario di lavoro" e la "Disciplina del trattamento pensionistico complementare per il personale della Consob" (assunto successivamente al 28 aprile 1993).

Per quanto riguarda le attività di formazione, le ore erogate nel corso del 2004 sono state complessivamente 13.832 (16.775 nel 2003), per una media *pro-capite* di circa 35 ore (41 nel 2003).

In termini di contenuti, gli investimenti in formazione sono riconducibili a corsi tecnico-professionali, finalizzati all'aggiornamento di conoscenze specialistiche e alla formazione linguistica per agevolare lo svolgimento dell'attività internazionale dell'Istituto.

Nel corso dell'anno è proseguita la formazione connessa alla riforma del diritto societario e ai nuovi principi contabili internazionali, in considerazione dell'attualità e rilevanza dei temi in oggetto rispetto all'attività istituzionale della Consob.

Le relazioni con l'esterno e l'attività di investor education

Nel corso del 2004 è proseguita l'intensa attività di comunicazione della Consob con l'esterno. Accanto al tradizionale impegno nel soddisfare le esigenze informative di investitori e operatori del mercato, grande rilievo hanno avuto i rapporti con altre Istituzioni nazionali, soprattutto in occasione della copiosa attività parlamentare finalizzata ad apportare importanti innovazioni nella disciplina dei mercati finanziari.

La Consob ha riservato la massima attenzione ai rapporti con il Parlamento, ponendo in essere molteplici attività. Si segnala, a questo riguardo, oltre al quotidiano monitoraggio dell'attività parlamentare, l'impegno profuso per fornire all'Autorità di governo gli elementi di competenza necessari per dare seguito alle numerose interrogazioni parlamentari e *question time* concernenti materie di interesse per l'Istituto. Soprattutto questi ultimi, per il grado di urgenza che li caratterizza, hanno richiesto un'attività qualificata e tempestiva.

La Consob è stata coinvolta, in varie sedi parlamentari, nell'approfondimento di fatti che hanno, di recente, fortemente segnato i mercati finanziari in Italia, e nella proposizione e discussione di importanti provvedimenti legislativi. Nel corso del 2004 sono state otto le audizioni e gli interventi di esponenti dell'Istituto presso gli organi parlamentari. È stata rilevante, inoltre, l'attività finalizzata a fornire contributi, nelle varie fasi dell'iter legislativo e nel rispetto dei reciproci ruoli istituzionali, per la

predisposizione di importanti provvedimenti relativi ai mercati finanziari.

In particolare la Consob ha contribuito ai vari progetti di legge recanti interventi per la tutela del risparmio e, nell'ambito della legge comunitaria per il 2004, alla riformulazione della disciplina sugli abusi di mercato in attuazione della normativa europea di riferimento.

Per quanto riguarda l'attività di comunicazione della Consob volta a soddisfare le esigenze informative di risparmiatori e operatori del mercato, nel corso dell'anno, si è provveduto ad una completa rivisitazione del sito *web* istituzionale la cui architettura è stata continuamente aggiornata ed implementata. Il nuovo sito è stato reso disponibile a partire dal mese di novembre.

La ristrutturazione del sito, oltre ad un generale rinnovamento della veste grafica, più moderna e dinamica, ha voluto mettere a disposizione del pubblico, sia professionale che privato, uno strumento informativo più utilizzabile in modo da consentire una più agevole navigazione nell'ambito della ingente mole di dati e informazioni che da sempre caratterizza il sito Consob. Particolare attenzione è stata riservata alle esigenze degli utenti diversamente abili.

Fra le novità di rilievo introdotte nel sito vi è stata la sua strutturazione in funzione di tre categorie di soggetti: risparmiatori, operatori e giornalisti che rappresentano gli utenti tipo del sito. A ciascuna di esse è dedicato un apposito percorso di navigazione che pone in evidenza e rende fruibili le informazioni di maggiore interesse per la categoria.

Nell'ambito del percorso destinato ai risparmiatori, ampio spazio è dedicato ai temi

dell'investor education, da molti anni ormai obiettivo strategico della Consob e ideale complemento dei tradizionali compiti di vigilanza istituzionali. Attraverso il percorso il risparmiatore può fruire di informazioni utili per formare le proprie scelte di investimento; a tale riguardo si segnala la possibilità di consultare il data base sulle società quotate e di accedere al testo dei prospetti di sollecitazione ovvero di ammissione a quotazione e dei documenti d'offerta pubblicati in relazione ad offerte pubbliche di acquisto e/o scambio. Il risparmiatore può anche adottare accorgimenti e cautele idonei ad evitare proposte non corrette o, addirittura, fraudolente e a questo proposito importanti sono i disclaimer su operazioni poste in essere abusivamente e le informazioni contenute all'interno degli albi relativi ai soggetti vigilati dalla Consob. La conoscenza di tali informazioni, infatti, può evitare al risparmiatore di entrare in contatto con operatori non autorizzati e dediti ad attività sanzionabili penalmente. Assai utile, infine, è la disponibilità della completa collezione di leggi, regolamenti e orientamenti della Consob (comunicazioni, raccomandazioni e risposte a quesiti) la cui consultazione può rendere evidente al risparmiatore il quadro normativo che disciplina il rapporto con l'intermediario, consentendogli di individuare con precisione i propri diritti e i doveri a cui è tenuto l'intermediario stesso.

I percorsi dedicati a operatori e giornalisti seguono lo stesso criterio seguito per i risparmiatori: raggruppare e così rendere rapidamente disponibili le informazioni di maggiore interesse per la categoria, con la convinzione che l'ampia disponibilità e circolazione di informazioni fra gli attori del mercato costituisca elemento favorevole al corretto sviluppo del mercato stesso. Attraverso i percorsi a loro dedicati, operatori e giornalisti hanno anche la possibilità di comunicare on-line

con la Consob. Relativamente agli operatori, il sito sta assumendo il ruolo di principale mezzo di comunicazione istituzionale con la Consob.

Nel corso del 2004 il contenuto informativo del sito è stato ulteriormente arricchito. A questo proposito, si segnala l'integrazione dell'elenco dei sistemi di scambi organizzati con la pubblicazione di tutti i relativi regolamenti. Si tratta di un intervento che, considerata la scarsa pubblicità

di cui tali sistemi godono, consente ai soggetti interessati la consultazione di una serie di documenti disponibili nel loro complesso.

L'utilità degli investimenti finalizzati a migliorare la qualità del sito internet, considerato lo strumento centrale di comunicazione a disposizione della Consob, è confermata dal notevole incremento degli accessi che si è registrato nel 2004 (Tav. XI.3).

Tav. XI.3

Accessi alle pagine del sito internet

Pagine	2002	2003	2004
Home Page (Novità)	829.385	953.900	1.563.957
Per i risparmiatori	102.159	144.333	156.023
Per gli operatori ¹	—	70.573	69.071
La Consob	121.688	118.407	157.075
Società	1.014.943	2.214.855	2.567.876
Intermediari e mercati	262.218	189.417	234.561
Decisioni della Consob	416.423	387.879	421.345
Regolamentazione	555.583	430.937	501.071
Pubblicazioni e comunicati	438.993	451.318	495.005
Altri siti	30.148	27.122	29.087
Motore di ricerca unico	242.315	223.459	245.013
Aiuto e mappa del sito	63.927	64.543	72.354
Versione in lingua inglese	200.237	132.605	136.357

¹ Sezione inserita nel corso dell'anno 2003.

L'attenzione prestata al sito non ha portato a trascurare i tradizionali strumenti di comunicazione quali il "Bollettino Ufficiale" ed il periodico "Consob Informa". Fra le tante iniziative di comunicazione assunte, si evidenzia il consueto appuntamento con il Forum della Pubblica Amministrazione, che continua a rappresentare un'occasione utile di incontro diretto con i risparmiatori,

consentendo alla Consob di far conoscere le proprie funzioni e gli strumenti utilizzati e di acquisire importanti indicazioni sulle aspettative e sui bisogni informativi del pubblico.

Si segnala, infine, la ordinaria attività di risposta alle richieste che quotidianamente pervengono all'Istituto (Tav. aXI.3).

I dati relativi a questa attività evidenziano un trend in leggera crescita rispetto al 2003, in particolare sulle richieste avanzate da soggetti privati, a riconoscimento dell'attività di comunicazione svolta dalla Consob per avvicinarsi al pubblico dei risparmiatori. È continuata poi l'intensa attività dello "sportello telefonico", quotidianamente impegnato a soddisfare le esigenze più svariate provenienti da risparmiatori e operatori del mercato.

Lo sviluppo del sistema informativo

Nel corso del 2004 è continuata l'attività di adeguamento della piattaforma hardware e software ai più recenti standard tecnologici.

In particolare si è provveduto alla sostituzione delle macchine dedicate alla ricezione dei flussi dati dall'esterno (front-end) con la realizzazione di un livello intermedio di elaboratori (caricatori) che hanno il compito di realizzare la separazione fisica fra la rete interna dell'Istituto e le reti esterne dalle quali giungono i dati.

Si è inoltre provveduto all'acquisizione e alla produzione di sistemi hardware e software che costituiscono la nuova struttura di protezione e sicurezza informatica dell'Istituto per far fronte agli adempimenti imposti dal d.lgs. 196/2003.

In particolare ci si è dotati dell'hardware e del software necessari a realizzare un doppio livello di Firewall, l'Intrusion Detection System, e a fornire ai dipendenti della Consob la possibilità di accedere, tramite internet, alle informazioni

disponibili negli archivi dell'Istituto (Virtual Private Network - VPN).

In materia di telecomunicazioni si è provveduto a ridefinire il collegamento interno fra le sedi di Roma e di Milano dedicato alla trasmissione dei dati.

Il nuovo collegamento è stato realizzato utilizzando la fibra ottica con una banda di 100 Mbit/sec; ciò equipara, per prestazioni e funzionalità, gli utenti di Milano a quelli di Roma dove è dislocata la maggior parte dei server dell'Istituto. Il flusso telefonico e di video conferenza (2 Mbit/sec) è rimasto sulla rete RUPA (Rete Unitaria Pubblica Amministrazione) per la quale è stata rinnovata la convenzione.

Nel settore dell'e-government, sul fronte internet è stato avviato il nuovo sito istituzionale dopo un'intensa e attenta attività di ristrutturazione e restyling.

Oltre al nuovo look grafico, il sito viene prodotto tramite l'utilizzo di uno strumento di Content Management che ne semplifica in parte la gestione; mentre l'utilizzo di Internet come veicolo di trasmissione delle informazioni che i soggetti vigilati sono tenuti a comunicare alla Consob, si è ulteriormente esteso includendo altre tipologie di informazioni (Teleraccolta) relative ai flussi informativi provenienti dagli intermediari.

Tra le applicazioni di maggior rilievo è stata realizzata la nuova versione del sistema di segnalazione di eventuali casi di market abuse (Sistema Automatico Integrato di Vigilanza sui Mercati – SAIViM) che introduce anche un "forum" informatizzato riservato a notizie utili per l'analisi delle anomalie di mercato segnalate dal sistema.

Sono stati prodotti i sistemi *software* dedicati alla ricezione e memorizzazione dei flussi dati relativi ai sistemi di scambi organizzati e al nuovo mercato regolamentato TLX, e sono state avviate le prime attività di realizzazione del nuovo sistema *software* di gestione dedicato ai promotori finanziari.

In particolare si è provveduto ad attivare il sistema di collegamento on-line con la Commissione Regionale del Lazio per il trattamento dei dati e dei flussi informativi relativi all'iscrizione dei promotori al relativo albo.

Appendice statistica

INDICE DELLE TAVOLE STATISTICHE

<i>I.</i>	<i>LE SOCIETÀ</i>	235
Tav. aI.1	Collocamento di azioni e obbligazioni convertibili di società quotate: destinatari delle offerte	
Tav. aI.2	Cessioni di partecipazioni pubbliche in società quotate effettuate tramite offerta pubblica e collocamento istituzionale	
Tav. aI.3	Cessioni di partecipazioni di società quotate a controllo pubblico tramite trattativa diretta	
Tav. aI.4	Struttura proprietaria delle società ammesse a quotazione in Borsa (Mta) e sul Mercato Expandi	
Tav. aI.5	Società ammesse a quotazione: esiti delle offerte	
Tav. aI.6	Intermediari collocatori nelle offerte finalizzate alla quotazione: concentrazione del mercato	
Tav. aI.7	Collocamenti di titoli non quotati tramite offerta pubblica	
Tav. aI.8	Offerte pubbliche di acquisto e/o di scambio su titoli di società quotate	
Tav. aI.9	Tipologia dei patti di sindacato in società quotate	
Tav. aI.10	Patti di sindacato in società quotate	
Tav. aI.11	Patti di sindacato in società che controllano società quotate	
Tav. aI.12	Partecipazioni rilevanti nelle società quotate in Borsa e sul Nuovo Mercato	
<i>II.</i>	<i>I MERCATI</i>	247
Tav. aII.1	Indicatori dei mercati azionari gestiti da Borsa Italiana spa	
Tav. aII.2	Scambi di titoli obbligazionari su mercati regolamentati italiani	
Tav. aII.3	Numero e controvalore delle emissioni di Abs effettuate ai sensi della legge 130/1999 per tipologia di credito sottostante	

<i>III.</i>	<i>GLI INTERMEDIARI</i>	249
Tav. aIII.1	Patrimonio gestito da fondi comuni di investimento nei paesi dell'Unione Europea e negli Stati Uniti	
Tav. aIII.2	Struttura del mercato degli Oicr in Italia: operatori di diritto nazionale	
Tav. aIII.3	Struttura del mercato degli Oicr in Italia: operatori di diritto estero	
Tav. aIII.4	Sim: cancellazioni dall'albo	
Tav. aIII.5	Composizione dei patrimoni delle gestioni individuali	
<i>IV.</i>	<i>LA VIGILANZA SULLE SOCIETÀ</i>	253
Tav. aIV.1	Vigilanza sull'informativa societaria, gli assetti proprietari e gli studi degli analisti	
Tav. aIV.2	Distribuzione degli studi monografici per tipologia di consiglio operativo	
Tav. aIV.3	Distribuzione delle società oggetto di studi monografici per grado di copertura	
Tav. aIV.4	Comunicazioni di partecipazioni rilevanti ai sensi dell'art. 120 del Tuf	
Tav. aIV.5	Attività delle società di revisione sui bilanci di esercizio e consolidati delle società quotate nei mercati regolamentati italiani	
Tav. aIV.6	Controlli sulle società di revisione	
<i>V.</i>	<i>LA VIGILANZA SUI MERCATI</i>	255
Tav. aV.1	Richieste di dati e notizie in materia di insider trading e aggio	
Tav. aV.2	Soggetti coinvolti in ipotesi di insider trading e aggio segnalate all'Autorità Giudiziaria	
<i>VI.</i>	<i>LA VIGILANZA SUGLI INTERMEDIARI</i>	257
Tav. aVI.1	Attività ispettiva nei confronti di intermediari e società quotate	
Tav. aVI.2	Sim: iscrizioni e cancellazioni dall'albo	
Tav. aVI.3	Interventi del Fondo nazionale di garanzia	
Tav. aVI.4	Iscrizioni e cancellazioni dall'albo dei promotori	

<i>VII. I PROVVEDIMENTI SANZIONATORI E CAUTELARI</i>	259
Tav. aVII.1 Provvedimenti nei confronti dei promotori e segnalazioni all'Autorità Giudiziaria	
Tav. aVII.2 Attività di vigilanza e di enforcement via internet	
<i>IX. LE RELAZIONI INTERNAZIONALI</i>	261
Tav. aIX.1 Cooperazione internazionale	
<i>X. I CONTROLLI GIURISDIZIONALI SULL'ATTIVITÀ DELLA CONSOB</i>	263
Tav. aX.1 Impugnazioni di sanzioni amministrative proposte o adottate dalla Consob presentate avanti al giudice ordinario negli anni 2002-2004	
Tav. aX.2 Ricorsi presentati avanti al giudice amministrativo contro i provvedimenti della Consob e del Ministro dell'economia e delle finanze su proposta dell'Istituto negli anni 2002-2004	
Tav. aX.3 Azioni contro la Consob per il risarcimento dei danni	
<i>XI. LA GESTIONE INTERNA E LE RELAZIONI CON L'ESTERNO</i>	269
Tav. aXI.1 Contribuzioni dai soggetti vigilati al finanziamento della Consob	
Tav. aXI.2 Il personale	
Tav. aXI.3 Richieste di documentazione e informazioni sull'attività dell'Istituto	

Collocamento di azioni e obbligazioni convertibili di società quotate: destinatari delle offerte¹
(milioni di euro)

	Emissioni di nuovi titoli						Offerte di titoli già in circolazione						Collocamento totale					
	Pubblico	Investitori istituzionali	Dipendenti	Azionisti	Altri	Totale	Pubblico	Investitori istituzionali	Dipendenti	Azionisti	Altri	Totale	Pubblico	Investitori istituzionali	Dipendenti	Azionisti	Altri	Totale
1995	165	103	6	4.103	....	4.377	1.649	1.588	159	--	....	3.396	1.814	1.691	165	4.103	....	7.773
1996	516	193	25	1.572	....	2.306	2.342	2.965	301	3	....	5.611	2.858	3.158	326	1.575	....	7.917
1997	1.122	226	104	4.172	....	5.624	11.616	5.422	1.389	--	....	18.427	12.738	5.648	1.493	4.172	....	24.051
1998	392	1.090	319	7.341	....	9.142	7.054	3.774	446	--	....	11.274	7.446	4.864	765	7.341	....	20.416
1999	413	802	221	21.736	....	23.172	14.433	10.478	884	--	....	25.795	14.846	11.280	1.105	21.736	....	48.967
2000	1.827	4.846	37	2.737	78	9.525	4.995	2.492	118	--	10	7.615	6.822	7.338	155	2.737	88	17.140
2001	798	2.080	8	7.793	9	10.688	692	3.750	15	--	..	4.457	1.490	5.830	23	7.793	9	15.145
2002	416	577	9	3.290	491	4.783	81	1.758	2	--	16	1.857	497	2.335	11	3.290	507	6.640
2003	785	55	4	9.007	21	9.872	179	2.469	8	--	--	2.656	964	2.524	12	9.007	21	12.528
2004	374	531	5	3.173	2	4.085	2.293	8.074	238	1.548	--	12.153	2.667	8.605	243	4.721	2	16.238

Fonte: Archivio Consob sui prospetti informativi e avvisi della Borsa Italiana spa. Si veda la sezione Note metodologiche. ¹ Dati relativi alle società quotate in Borsa (Mta); sono incluse le operazioni relative alle società quotate sul Mercato Expandi e sul Nuovo Mercato. L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti.

Cessioni di partecipazioni pubbliche in società quotate effettuate tramite offerta pubblica e collocamento istituzionale¹
 (1993-2004; valori monetari in milioni di euro)

Società	Data	CtvI 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

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 Controlvalore 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 *green shoe* effettivamente esercitata. ⁴ Valori in percentuale sul capitale sociale ante offerta. I dati tengono conto dell'intera sovrallocazione o *green shoe* 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.

Cessioni di partecipazioni di società quotate a controllo pubblico tramite trattativa diretta
(1993-2004; 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 Risparmio 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, Italtipetroli, 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. Si veda la sezione 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.

Struttura proprietaria delle società ammesse a quotazione in Borsa (Mta) e sul Mercato Expandi
(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	91,9	98,5	57,8	59,9
Media 2000	80,3	94,9	56,7	66,0
Media 2001	87,7	97,8	58,8	63,0
Media 2002	83,3	98,9	57,8	67,3
Media 2003	87,0	90,8	54,5	58,2
2004				
Azimut Holding	64,8	100,0	12,5	34,2
DMT	65,0	95,0	41,8	59,6
Geox	100,0	100,0	71,1	71,1
Greenvision Ambiente	77,0	100,0	55,0	69,7
Panariagroup	95,0	100,0	64,8	64,8
Procomac	83,5	98,8	66,5	74,0
RGI	99,8	99,5	87,3	87,0
Terna	100,0	100,0	50,0	50,0
<i>Media 2004</i>	<i>85,6</i>	<i>99,2</i>	<i>56,1</i>	<i>63,8</i>

Si veda la sezione Note metodologiche.

Tav. aI.5

Società ammesse a quotazione: esiti delle offerte¹

	Quota assegnata				Rapporto domanda/offerta ²	
	Publicco	Investitori istituzionali italiani	Investitori istituzionali esteri	Altri soggetti ³	Offerta pubblica	Offerta istituzionale
Borsa (Mta) e Mercato Expandi						
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	44,6	23,6	31,8	..	11,1	9,8
2000	48,7	26,4	24,8	0,1	2,2	4,5
2001	29,0	36,1	34,5	0,4	1,2	2,3
2002	27,7	50,4	20,3	1,6	1,1	1,1
2003 ⁴	39,8	45,0	14,5	0,6	1,8	1,6
2004	20,9	26,2	52,9	..	2,0	3,1
Nuovo Mercato						
1999	27,3	32,5	40,2	..	38,1	16,6
2000 ⁵	27,2	25,7	44,9	2,0	27,1	13,3
2001	25,0	58,5	14,4	2,1	1,0	1,4
2002	--	--	--	--	--	--
2003	--	--	--	--	--	--
2004	--	--	--	--	--	--

Si veda la sezione 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 relativi alla Borsa 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 Trevisan. ⁵ La rimanente quota (0,2 per cento) è stata acquistata dal Consorzio di Garanzia per l'offerta pubblica, nell'ambito del collocamento delle azioni Cairo Communication.

Intermediari collocatori nelle offerte finalizzate alla quotazione: concentrazione del mercato¹
(valori monetari in milioni di euro)

	<i>Global coordinator^{2,3}</i>					<i>Lead manager^{4,5}</i>				
	Primo soggetto ⁶	Primi tre soggetti ⁶	Primi cinque soggetti ⁶	Numero operazioni	Valore operazioni	Primo soggetto ⁶	Primi tre soggetti ⁶	Primi cinque soggetti ⁶	Numero operazioni	Valore operazioni
1995	27,7	72,3	91,5	11	3.671	43,1	77,4	96,9	11	1.264
1996	64,3	88,9	93,9	12	1.666	69,0	90,2	94,2	12	675
1997	36,8	71,0	89,0	10	833	57,0	79,0	91,4	10	261
1998	20,6	59,6	74,4	16	1.845	58,3	87,3	92,2	16	818
1999	25,9	71,7	81,2	26	5.032	45,9	74,2	84,5	26	2.196
2000	18,1	45,0	59,7	43	6.728	33,7	65,0	79,7	44	2.418
2001	16,3	42,9	62,5	17	1.732	23,6	59,9	83,5	17	497
2002	30,0	65,0	83,1	6	1.062	32,7	84,7	100,0	6	294
2003	29,2	81,8	100,0	4	550	45,1	95,5	100,0	4	219
2004	42,0	87,1	94,7	7	951	55,4	84,3	99,0	7	199

Fonte: Elaborazioni Consob su prospetti informativi. Si veda la sezione Note metodologiche. ¹ Gli indicatori di concentrazione sono basati sul controvalore delle offerte realizzate in Borsa, sul Mercato Expandi e sul Nuovo Mercato. I dati relativi alla Borsa non comprendono l'offerta Eni nel 1995, Enel nel 1999, Snam Rete Gas nel 2001 e Terna nel 2004. ² Dati riferiti alle offerte globali. ³ Per l'anno 2000, un'operazione è stata esclusa in quanto comprende la sola offerta pubblica in Italia. ⁴ Dati riferiti alle sole offerte pubbliche in Italia. ⁵ Le offerte al pubblico svolte nel 2003 sono state gestite solo da quattro soggetti. ⁶ Valori in percentuale.

Collocamento di titoli non quotati tramite offerta pubblica¹
(valori monetari in milioni di euro)

	Opv	Ops	Totale
Numero operazioni			
1998	2	4	6
1999	--	4	4
2000	--	3	3
2001	1	1	2
2002	--	3	3
2003	1	1	2
2004	1	3	4
Controvalore			
1998	90	19	109
1999	--	62	62
2000	--	97	97
2001	4	28	32
2002	--	138	138
2003	24	11	35
2004	18	35	53

¹ Offerte riferite a società che non hanno titoli quotati su mercati regolamentati.

Tav. al.8

Offerte pubbliche di acquisto e/o di scambio su titoli di società 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	5	144	--	--	--	--	10	293	3	79	--	--	18	516

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. al.9

Tipologia dei patti di sindacato in società quotate
(situazione al 31 dicembre)

	Tipo di patto											
	Blocco			Voto			Globale			Totale		
	N° patti	Capitale sociale sindacato ¹	N° società ²	N° patti	Capitale sociale sindacato ¹	N° società ²	N° patti	Capitale sociale sindacato ¹	N° società ²	N° patti	Capitale sociale sindacato ¹	N° società ²
	Borsa											
2002	7	31,5	7	8	39,7	8	32	47,6	30	47	43,9	41
2003	8	39,0	8	11	41,9	9	36	46,9	34	55	44,8	47
2004	7	50,8	7	10	40,8	8	39	47,8	37	56	46,9	49
	Nuovo Mercato											
2002	6	38,9	6	3	62,9	3	15	49,1	13	24	48,3	18
2003	6	30,7	6	--	--	--	4	44,8	4	10	36,3	9
2004	4	29,5	4	--	--	--	7	41,9	6	11	37,4	9

Fonte: Comunicazioni ai sensi dell'art. 122 del Tuf. Si veda la sezione Note metodologiche. ¹ In percentuale sul totale del capitale ordinario. Valori medi. ² Il totale non corrisponde alla somma delle singole voci in quanto in alcuni casi diversi patti di sindacato riguardano una stessa società. ³ Comprendono sia clausole di blocco che di voto.

Patti di sindacato in società quotate
(situazione al 31 dicembre 2004)

Società oggetto	Tipo patto	Scadenza	Quota sindacata ¹	Numero partecipanti
Acegas – aps	Globale	22.12.2006	67,9	2
Actelios	Blocco	17.09.2006	75,9	2
Alerion Industries	Globale	19.03.2006	57,1	22
Assicurazioni Generali	Voto	13.09.2005	8,3	3
Azimut	Globale	07.07.2007	23,4	765
Banca Antoniana Popolare Veneta	Voto	15.04.2005	30,8	62
Banca Intesa	Globale	15.04.2005	40,8	26
Banca Lombarda e Piemontese	Globale	31.12.2007	47,9	295
Banca Nazionale del Lavoro	Globale	24.12.2005	7,8	2
	Globale	09.09.2007	28,4	3
	Globale	20.07.2007	23,4	16
Banca Popolare di Spoleto	Globale	09.07.2007	77,0	3
Banco di Sardegna	Globale	30.03.2007	100,0	2
Bipielle Investimenti	Voto	Indeterminata	87,2	4
	Voto	31.07.2005	88,6	2
	Globale	01.04.2007	88,9	2
Bulgari	Globale	17.07.2006	56,0	3
Buongiorno Vitaminic	Blocco	16.07.2005	18,6	6
Capitalia	Globale	22.10.2006	29,5	18
Cassa di Risparmio di Firenze	Globale	30.04.2005	41,3	3
Cit	Globale	Indeterminata	58,0	3
	Globale	06.09.2005	43,0	3
Csp	Globale	15.06.2007	50,2	7
Dada	Globale	05.02.2005	22,6	3
	Blocco	Indeterminata	15,4	2
Digital Bros	Globale	17.10.2005	55,7	3
Dmail Group	Globale	30.06.2007	48,5	4
El.En.	Globale	10.12.2006	52,0	8
Enertad	Globale	10.08.2007	69,1	3
E.planet	Blocco	Indeterminata	41,6	35
Esprinet	Blocco	26.04.2006	42,5	4
Euphon	Globale	10.01.2007	51,1	3
	Globale	24.03.2007	41,0	3
Fiat	Voto	18.06.2005	16,9	4
Filatura di Pollone	Globale	Bilancio 2004	50,2	16
Gabetti Holding	Blocco	25.07.2006	27,9	2
Gemina	Globale	Bilancio 2006	43,4	11
Gim	Globale	31.12.2006	48,1	22
Hera	Blocco	26.06.2006	51,1	131
	Voto	26.06.2006	55,4	131
	Voto	06.11.2006	7,6	5
I Viaggi del Ventaglio	Blocco	29.12.2007	15,5	2
I.m.a.	Blocco	Indeterminata	61,0	3
Interpump Group	Globale	Bilancio 2004	14,8	9
Ipi	Globale	15.03.2006	10,0	2
La Doria	Globale	30.06.2006	70,0	7

--- Segue ---

--- Segue Tav. al.10 ---

Società oggetto	Tipo patto	Scadenza	Quota sindacata ¹	Numero partecipanti
La Gaiana	Globale	Bilancio 2005	75,6	4
Linificio e Canapificio Nazionale	Globale	01.11.2006	67,8	2
Marcolin	Globale	16.12.2007	53,6	8
Marzotto	Globale	31.05.2006	27,0	16
	Globale	14.06.2007	27,9	8
Mediobanca	Globale	01.07.2007	55,1	50
Mediolanum	Globale	14.09.2007	51,1	6
Necchi	Voto	04.12.2007	23,2	8
Permasteelisa	Globale	30.08.2005	29,9	5
Pirelli & c.	Globale	15.04.2007	42,7	9
Premuda	Globale	31.12.2007	45,0	3
Procomac	Blocco	30.06.2005	74,2	4
Rcs Mediagroup	Globale	30.06.2007	57,5	17
Reti Bancarie Holding	Globale	20.05.2007	73,6	2
Rgi	Globale	30.04.2007	87,3	10
Richard-Ginori 1735	Globale	15.07.2007	55,0	2
Sanpaolo Imi	Voto	Bilancio 2006	27,4	5
Seat Pagine Gialle	Voto	20.09.2006	62,6	3
	Globale	08.08.2006	62,5	32
Smi	Blocco	31.12.2007	50,1	2
Socotherm	Globale	11.12.2005	75,0	4
Trevisan Cometal	Globale	Bilancio 2006	16,8	3

Si veda la sezione Note metodologiche. ¹ In percentuale del capitale sociale ordinario.

Patti di sindacato in società che controllano società quotate
(situazione al 31 dicembre 2004)

Società quotata	Società controllante oggetto del patto	Tipo patto	Scadenza	Quota sindacata ¹	Numero partecipanti
A.S. Roma	Compagnia Italtroli	Voto	29.03.2007	50,8	3
	Compagnia Italtroli	Globale	21.06.2007	100,0	6
Autostrade	Schemaventotto	Globale	31.01.2005	100,0	5
Credito Emiliano	Credito Emiliano Holding	Blocco	20.07.2007	72,6	227
Datalogic	Hydra	Globale	03.03.2007	100,0	4
Ducati Motor Holding ²	TPG Advisors	Globale	Indeterminata	100,0	4
Edison	Italenergia Bis	Globale	25.07.2006	37,4	3
Grandi Navi Veloci	Barla Sarl	Globale	12.10.2007	100,0	8
Gruppo Coin	Finanziaria Coin	Globale	31.12.2005	100,0	6
Immsi ³	Omniapartecipazioni	Globale	14.11.2005	100,0	3
	Omniainvest	Voto	06.11.2005	100,0	4
Intek	Quattrodue holding	Voto	30.06.2007	100,0	4
Isagro ⁴	Holdisa	Globale	30.06.2005	100,0	8
	Manisa	Globale	02.12.2007	100,0	12
Mariella Burani F.G. ⁵	Burani Designer Holding	Globale	22.07.2006	100,0	5
Navigazione Montanari	G. & A. Montanari & co.	Globale	26.05.2006	98,2	10
Reply	Alika	Globale	09.11.2007	51,0	4
Sabaf	Giuseppe Saleri	Globale	20.10.2006	96,0	3
Sirti ⁶	Wiretel International	Globale	30.05.2006	100,0	9
	Technology systems holding	Globale	16.12.2007	100,0	3
	Albrida	Globale	14.09.2007	100,0	2
	Global technology systems	Globale	16.12.2007	100,0	2
	Technology systems holding	Globale	16.12.2007	60,0	2
Snai	Snai Servizi	Globale	30.06.2007	29,3	68
Snia – Sorin	Bios	Globale	28.07.2005	100,0	13
Telecom Italia	Olimpia ^{7,8}	Globale	04.10.2007	67,2	2
		Globale	05.10.2006	67,2	3
		Globale	08.05.2006	100,0	6
Trevi Fin. Industriale	Trevi Holding	Voto	31.12.2007	8,0	2
Unipol	Finse	Globale	06.02.2006	90,0	2
Vemer Siber Group	Hopa ⁸	Globale	01.09.2007	54,4	15

Si veda la sezione Note metodologiche. ¹ In percentuale del capitale sociale ordinario. ² Tgp Advisors, pur non detenendo una partecipazione di controllo (33,5 per cento), esercita un'influenza dominante sulla società quotata. ³ Il controllo sulla società è detenuto da Roberto Colaninno, tramite Omniaholding, che controlla Omniainvest, che a sua volta controlla Omniapartecipazioni. ⁴ Il controllo sulla società è detenuto da Giorgio Basile, tramite Manisa che controlla Holdisa. ⁵ Il controllo sulla società è detenuto da Walter Burani, con una partecipazione diretta e tramite Burani Designer Holding. ⁶ I patti sono relativi a società appartenenti al gruppo della controllante. ⁷ Il patto con scadenza 8 maggio 2006 contiene anche accordi sulle società quotate del gruppo Telecom Italia. ⁸ Patti comunicati ai sensi dell'art. 122 del Tuf anche se al momento della comunicazione la società riteneva di non controllare la società quotata.

Partecipazioni rilevanti nelle società quotate in Borsa e sul Nuovo Mercato¹
(situazione al 31 dicembre 2004)

<i>Soggetto dichiarante</i>									
	Soggetti esteri	Assicurazioni	Banche	Fondazioni	Investitori istituzionali	Società di capitali	Stato e enti locali	Persone fisiche	Totale
Borsa									
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
Nuovo Mercato									
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

Fonte: Archivio Consob sulla trasparenza proprietaria. Si veda la sezione 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 e al Nuovo Mercato. L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti.

Tav. all.1

Indicatori dei mercati azionari gestiti da Borsa Italiana Spa
(valori monetari in miliardi di euro)

	Borsa (MTA)									Mercato Expandi			Nuovo Mercato			
	Capitalizzazione ¹	Capitalizzazione (% del Pil)	Scambi di titoli azionari	N° società quotate (domestiche)	N° società neoquotate (domestiche)	N° società cancellate (domestiche)	Variazione del MIB storico ²	Rapporto dividendi – prezzi ²	Rapporto utili – prezzi ²	Capitalizzazione ¹	Scambi di titoli azionari	N° società quotate (domestiche)	Capitalizzazione ¹	Scambi di titoli azionari	N° società quotate (domestiche)	Variazione dell'indice NM ²
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 ³
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

Fonte: Borsa Italiana spa, Consob, Thomson Financial. ¹ Il dato sulla capitalizzazione è riferito alle società domestiche. ² Valori in percentuale rilevati a fine anno. ³ Dal 17 giugno 1999 al 30 dicembre 1999.

Tav. all.2

Scambi di titoli obbligazionari su mercati regolamentati italiani¹
(miliardi di euro)

	Mts	Bondvision	Mercato all'ingrosso delle obbligazioni non governative	Mot	Euro Mot	Tlx ²	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

Fonte: Elaborazione su dati Mts Spa, Borsa Italiana Spa e Tlx Spa. ¹ L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. ² Mercato attivo dal 20 ottobre 2003.

Numero e controvalore delle emissioni di Abs effettuate ai sensi della legge 130/1999 per tipologia di credito sottostante
(valori monetari in milioni di euro)

	Crediti in sofferenza	Crediti <i>in bonis</i>	Altri crediti e obbligazioni	Crediti di soggetti pubblici	Crediti da canoni leasing	Credito al consumo	Altro	Totale
Numero								
1999	3	1	1	1	--	--	--	6
2000	5	3	5	1	6	2	2	24
2001	17	16	3	4	7	7	3	57
2002	3	12	2	5	12	4	3	41
2003	3	15	2	8	6	4	2	40
2004	--	10	5	8	7	6	3	39
<i>Totale</i>	31	57	18	27	38	23	13	207
Controvalore¹								
1999	3.235	275	360	4.650	--	--	--	8.521
2000	2.880	1.510	2.514	1.350	2.055	672	1.025	12.006
2001	7.088	8.138	835	7.505	4.303	3.398	1.694	32.961
2002	1.301	6.578	2.682	10.135	6.927	1.606	1.379	30.608
2003	978	8.871	1.297	12.941	3.225	2.129	699	30.141
2004	--	7.427	3.035	12.091	8.766	2.556	1.161	35.038
<i>Totale</i>	15.483	32.802	10.723	48.672	25.276	10.361	5.958	149.275

Fonte: Elaborazioni su dati Securitisation.it. ¹ L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti.

Tav. aIII.1

Patrimonio gestito da 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 ³
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 ⁴	2,2	2,3	1,1	0,7	25,0	5,8	0,8	8,4	9,5	25,0	1,8	0,6	9,2	5,6	2,0	100,0	3.925	6.204

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. aIII.2

Struttura del mercato degli Oicr in Italia: operatori di diritto nazionale¹
(valori monetari in miliardi di euro)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Numero fondi operativi²									
Azionari	235	277	321	356	438	495	519	478	446
Bilanciati	57	53	57	61	83	86	89	87	84
Obbligazionari	239	296	325	344	392	406	392	370	353
Liquidità	—	—	—	33	35	36	38	39	38
Flessibili	—	—	—	29	34	50	50	56	67
<i>Totale</i>	<i>531</i>	<i>626</i>	<i>703</i>	<i>823</i>	<i>982</i>	<i>1.073</i>	<i>1.088</i>	<i>1.030</i>	<i>988</i>
Raccolta netta									
Azionari	-2	15	24	32	40	-19	-9	-5	-6
Bilanciati	-1	3	12	16	17	-16	-10	-5	-3
Obbligazionari	33	55	125	4	-70	-7	-20	2	-13
Liquidità	—	—	—	7	1	22	27	13	-9
Flessibili	—	—	—	3	5	-1	-1	1	2
<i>Totale</i>	<i>30</i>	<i>74</i>	<i>162</i>	<i>61</i>	<i>-7</i>	<i>-21</i>	<i>-12</i>	<i>7</i>	<i>-30</i>
Patrimonio²									
Azionari	18	40	74	140	156	111	73	75	73
Bilanciati	7	11	29	51	73	52	37	33	32
Obbligazionari	77	138	269	257	194	191	175	173	168
Liquidità	—	—	—	21	22	47	76	96	83
Flessibili	—	—	—	5	8	6	4	6	8
<i>Totale</i>	<i>102</i>	<i>190</i>	<i>372</i>	<i>475</i>	<i>453</i>	<i>407</i>	<i>364</i>	<i>383</i>	<i>363</i>
Numero società di gestione	54	53	59	55	55	61	57	54	54

Fonte: Assogestioni. Si veda la sezione Note metodologiche. ¹ I dati riportati comprendono i fondi comuni di investimento mobiliari aperti e le Sicav. L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. ² Dati di fine periodo.

Struttura del mercato degli Oicr in Italia: operatori di diritto estero¹
(situazione al 31 dicembre 2003)

	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

Fonte: Archivio Consob sui prospetti informativi e archivio Luxor - FI.DATA. ¹ Società che offrono al pubblico in Italia parti di organismi di investimento collettivo rientranti nell'ambito di applicazione delle direttive comunitarie.

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

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. aIII.5

Composizione dei patrimoni delle gestioni individuali¹
(valori in percentuale)

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004 ²
Banche								
Titoli di Stato	58,7	43,7	30,0	20,0	22,4	26,2	26,0	27,1
Obbligazioni italiane	5,4	3,0	2,2	2,2	2,0	2,4	3,3	3,4
Obbligazioni estere	5,7	5,9	5,9	5,7	6,8	9,8	11,8	12,7
Azioni italiane	4,3	4,4	4,7	4,1	3,6	2,1	2,5	2,6
Azioni estere	0,2	0,5	2,1	2,1	1,7	2,0	2,1	2,3
Quote di Oicr	18,4	36,2	50,0	61,4	58,9	53,1	49,7	48,3
Liquidità e altri valori mobiliari	7,2	6,3	5,1	4,4	4,7	4,4	4,6	3,7
<i>Totale</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>
Sim³								
Titoli di Stato	47,0	39,7	22,6	20,9	16,8	19,4	17,5	16,9
Obbligazioni italiane	6,9	5,0	3,3	2,5	1,8	2,4	4,1	4,2
Obbligazioni estere	10,4	8,6	6,0	6,6	6,1	13,4	29,9	33,4
Azioni italiane	8,4	5,8	6,6	5,6	3,6	2,7	4,6	4,4
Azioni estere	4,6	4,1	5,2	3,1	2,5	2,1	4,3	4,3
Quote di Oicr	17,0	33,4	52,1	57,5	65,2	55,5	34,0	32,8
Liquidità e altri valori mobiliari	5,6	3,4	4,1	3,8	4,1	4,5	5,6	4,1
<i>Totale</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>
Sgr⁴								
Titoli di Stato	—	....	34,5	33,6	40,8	46,4	36,8	34,6
Obbligazioni italiane	—	....	8,5	11,0	15,6	16,7	18,8	18,6
Obbligazioni estere	—	....	5,8	3,0	1,7	1,4	1,1	1,6
Azioni italiane	—	....	7,7	7,9	7,0	4,1	3,6	4,1
Azioni estere	—	....	3,1	2,9	2,0	1,0	0,8	0,7
Quote di Oicr	—	....	36,0	37,4	30,4	26,8	35,2	36,8
Liquidità e altri valori mobiliari	—	....	4,5	4,1	2,5	3,1	3,7	3,6
<i>Totale</i>	—	....	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>

Fonte: Elaborazioni su dati Banca d'Italia. ¹ L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. ² Dati relativi al primo semestre. ³ Sono incluse le società fiduciarie. ⁴ La suddivisione fra titoli italiani e titoli esteri si riferisce a quella fra titoli denominati in euro e titoli denominati in altre valute.

Tav. aIV.1

Vigilanza sull'informativa societaria, gli assetti proprietari e gli studi degli analisti

	Richieste informazioni ex art. 115, commi 1 e 2, Tuf	Richieste ex art. 115, comma 3, Tuf (soci partecipanti)	Ispezioni	Richieste di pubblicazioni di dati e notizie ex art. 114, comma 3, Tuf	Richiesta di pubblicazioni studi su società quotate	Segnalazioni al tribunale ex art. 2409 c.c.	Lettere di richiamo	Impugnative di bilancio
2000	89	68	--	17	—	2	12	1
2001	397	52	4	40	—	—	5	1
2002	211	31	2	109	3	1	3	--
2003	489	33	4	75	10	--	3	4
2004	126	39	2	124	3	--	--	4

Tav. aIV.2

Distribuzione degli studi monografici per tipologia di consiglio operativo (valori percentuali)

	Consiglio operativo				Numero complessivo degli studi
	Buy	Hold	Notizie importanti	Sell	
1998	59,1	25,5	9,9	5,5	2.288
1999	57,5	26,7	9,1	6,6	2.260
2000	58,2	26,1	9,6	6,1	2.368
2001	48,3	33,6	9,0	9,1	5.912
2002	46,7	29,2	11,7	12,4	5.351
2003	51,1	36,2	3,9	8,8	5.141
2004	55,0	36,3	4,5	6,2	5.326

Fonte: Consob.

Tav. aIV.3

Distribuzione delle società oggetto di studi monografici per grado di copertura

	Numero di società oggetto di studi monografici ¹	Ripartizione delle società oggetto di studi per n. di studi prodotti ²					Totale
		≥ 51	25 - 50	13 - 24	5 - 12	≤ 4	
1998	179	4,5	10,1	21,2	25,1	39,1	100,0
1999	146	4,9	8,9	16,4	27,4	42,4	100,0
2000	261	9,9	9,3	15,6	27,4	37,8	100,0
2001	217	7,8	17,5	14,7	24,4	35,6	100,0
2002	198	9,4	19,1	20,8	22,6	28,1	100,0
2003	255	8,4	15,5	17,7	23,9	34,5	100,0
2004	259	8,9	16,2	18,4	23,3	33,2	100,0

Fonte: Consob. ¹ Società quotate su mercati regolamentati gestiti da Borsa Italiana spa. ² Dati in percentuale.

Tav. aIV.4

Comunicazioni di partecipazioni rilevanti ai sensi dell'art. 120 del Tuf

	Superamento della soglia del 2%	Variazione di partecipazione rilevante già detenuta	Riduzione entro il 2%	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

Tav. aIV.5

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

Tipologia dei giudizi

	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 a esprimere un giudizio per gravi limitazioni	Impossibilità a 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

Si veda la sezione 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.

Tav. aIV.6

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	--

Tav. aV.1

Richieste di dati e notizie in materia di insider trading e aggio

	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 ⁴
2002	154	28	52 ³	1	24	259 ⁵
2003	185	15	55 ⁶	3	27	285 ⁷
2004	146	13	23 ⁸	2	11	195 ⁹

¹ Banche, Sim, Sgr e agenti di cambio. ² Il dato include 7 audizioni. ³ Il dato include 19 audizioni. ⁴ Di cui 156 per conto di Autorità estere. 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 Autorità estere.

Tav. aV.2

Soggetti coinvolti in ipotesi di insider trading e aggio segnalate all'Autorità Giudiziaria

	Intermediari autorizzati ¹	Insiders istituzionali ²	Altri soggetti ³	Operatori esteri	Totale
	Insider Trading				
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
Aggio					
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

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).

Tav. aVI.1

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	4	7	--	2	1	--	--	1	4	--	5	1	--	--	1	7

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.

Tav. aVI.2

Sim: iscrizioni e cancellazioni dall'albo¹
(1991-2004)

	Sim iscritte all'albo	Entrate	Uscite
1991	255	255	—
1992	356	110	9
1993	326	19	49
1994	289	12	49
1995	284	20	25
1996	236	4	52
1997	212	3	27
1998	191	9	30
1999	183	12	20
2000	171	15	27
2001	162	15	24
2002	158	11	15
2003	131	6	33
2004	115	5	21

¹ Sono incluse le società fiduciarie.

Interventi del Fondo nazionale di garanzia
(situazione al 31 dicembre 2004; 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	--	--	--
<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	1.146	870	2.016
Importo crediti ammessi²	29.469	37.858	67.327
Interventi del fondo³	7.878	10.909	18.787

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.

Iscrizioni e cancellazioni dall'albo dei promotori

	Promotori iscritti all'albo ¹	Entrate ²	Uscite ²	Turnover ³
1995	25.902	4.512	1.344	14,8
1996	27.105	3.236	1.443	6,9
1997	27.994	2.922	1.961	3,5
1998	33.063	6.358	1.402	17,7
1999	42.810	10.383 ⁴	1.278	27,5
2000	49.856	8.774	1.085	18,0
2001	59.610	11.001 ⁵	1.182	19,7
2002	66.743	9.300	2.201	11,9
2003	66.554	4.530	4.735	-0,3
2004	64.894	2.982	4.644	-2,4

¹ Al 31 dicembre di ogni anno. ² Nel dato non sono considerati i provvedimenti di revoca di precedenti delibere di iscrizione e cancellazione. ³ Rapporto tra le nuove iscrizioni all'albo al netto delle cancellazioni e il totale degli iscritti all'albo nell'anno precedente. Valori in percentuale. ⁴ Di cui 1.800 iscritti di diritto ai sensi dell'art. 3 del d.m. 322/1997. ⁵ Di cui 2.100 iscritti di diritto ai sensi dell'art. 3 del d.m. 472/1998.

Tav. aVII.1

Provvedimenti nei confronti dei promotori e segnalazioni all'Autorità Giudiziaria

	Tipo di provvedimento						Segnalazioni all'Autorità Giudiziaria
	Sanzioni				Totale	Provvedimenti cautelari	
	Richiamo	Radiazione dall'albo	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

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.

Tav. aVII.2

Attività di vigilanza e di enforcement via internet

	N. siti ispezionati per:				Azioni di enforcement	Segnalazioni ad altre attività						
	Web Spidering	Rassegna Stampa	Segnalazioni Uffici operativi Consob	Totale	Provvedimenti sanzionatori e cautelari 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

¹ A partire dal 2004 sono inclusi i provvedimenti di oscuramento dei siti internet (ex d.lgs. 70/2003)

Tav. aIX.1

Cooperazione internazionale
(richieste di collaborazione per area geografica)

		2003		2004	
		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
	USA	1	1	1	1
	Altri	3	2	2	1
Manipolazione dei prezzi di valori mobiliari	UE	3	2	7	3
	USA	1	--	1	--
	Altri	--	--	--	--
Sollecitazione e attività di intermediazione abusive	UE	4	3	--	1
	USA	--	--	2	1
	Altri	1	1	--	1
Trasparenza e informativa societaria	UE	3	--	9	--
	USA	2	--	--	--
	Altri	1	--	--	--
Partecipazioni rilevanti al capitale di società quotate e di intermediari autorizzati	UE	2	--	--	--
	USA	--	1	--	--
	Altri	1	--	1	--
Requisiti di onorabilità e professionalità	UE	20	62	6	34
	USA	--	1	--	2
	Altri	1	7	1	8
Violazione regole di condotta	UE	1	--	1	--
	USA	--	--	--	--
	Altri	--	--	1	--
<i>Totale</i>		<i>51</i>	<i>94</i>	<i>37</i>	<i>68</i>

Impugnazioni di sanzioni amministrative proposte o adottate dalla Consob presentate avanti al giudice ordinario negli anni 2002 – 2004

Tipologia ricorrenti	Ricorsi	Autorità adita	Tipologia sanzione	Esito al 31 dicembre 2004	
				Primo grado	Ricorso in Cassazione
ANNO 2002					
Promotori	4	Tribunale (4)	pecuniaria (1) radiazione (2) sospensione sanzionatoria (1)	respinto (1) respinto (2) respinto (1)	
Sim	1	Corte d'Appello (1)	pecuniaria (1)	accolto (1)	in corso (1)
Esponenti aziendali Sim	7 ¹	Corte d'Appello (7)	pecuniaria (7)	accolto (5) respinto (2)	in corso (2)
Esponenti aziendali banche	5	Corte d'Appello (5)	pecuniaria (5)	respinto (5)	accolto (1) in corso (4)
Agenti di cambio	3 ²	Corte d'Appello (3)	pecuniaria (3)	respinto (2) accolto parzialmente (1)	
Dipendenti agenti di cambio	1	Corte d'Appello (1)	pecuniaria (1)	respinto (1)	
Esponenti gestori di sistemi di scambi organizzati	1	Corte d'Appello (1)	pecuniaria (1)	respinto (1)	
Esponenti società quotata e società quotate	9	Corte d'Appello (9)	pecuniaria (9)	respinto (7) accolto (2)	in corso (2)
Esponenti ente locale e ente locale	1	Corte d'Appello (1)	pecuniaria (1)	accolto parzialmente (1)	in corso (1)
Responsabile del collocamento	1	Corte d'Appello (1)	pecuniaria (1)	respinto (1)	
Esponenti società non quotate e società non quotate	5	Corte d'Appello (5)	pecuniaria (5)	respinto (1)	
Società quotata	1	Corte d'Appello (1)	pecuniaria (1)	in corso(4) ³ cessata materia del contendere (1)	
Partecipanti società quotata	1	Corte d'Appello (1)	pecuniaria (1)	accolto (1)	in corso (1)
<i>Totale</i>	<i>40</i>				
ANNO 2003					
Promotori	1	Tribunale (1)	pecuniaria (1)	respinto (1)	
Sim	2 ⁴	Corte d'Appello (2)	pecuniaria (2)	accolto (1) respinto (1)	in corso (1)
Esponenti aziendali Sim	11 ⁵	Corte d'Appello (11)	pecuniaria (11)	accolto (6) ridotta sanzione (3) respinto (2)	in corso (4)
Banche	1	Corte d'Appello (1)	pecuniaria (1)	accolto (1)	in corso (1)
Esponenti aziendali banche	19 ⁶	Corte d'Appello (19)	pecuniaria (19)	accolto (15) accolto parzialmente (2) respinto (2)	in corso (15)
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 ⁷	Corte d'Appello (6)	pecuniaria (6)	accolto (4) accolto parzialmente (2)	in corso (4)
Esponenti gestori dei sistemi di scambi organizzati	3 ⁸	Corte d'Appello (3)	pecuniaria (3)	respinto (3)	
Società non quotate	6	Corte d'Appello (6)	pecuniaria (6)	respinto (6)	in corso (1)

--- Segue ---

RELAZIONE PER L'ANNO 2004

--- Segue Tav. aX.1 ---

Tipologia ricorrenti	Ricorsi	Autorità adita	Tipologia sanzione	Esito al 31 dicembre 2004	
				Primo grado	Ricorso in Cassazione
Partecipanti società quotate	3	Corte d'Appello (3)	pecuniaria (3)	respinto (2) accolto (1)	
Esponenti società quotata e società quotate	8 ⁹	Corte d'Appello (8)	pecuniaria (8)	accolto (8)	in corso (8)
<i>Totale</i>	<i>62</i>				

ANNO 2004					
Promotori	2	Tribunale (2)	radiazione (2)	accolta sospensiva (1) in corso (1)	
Esponenti aziendali Sim	1 ¹⁰	Corte d'Appello (1)	pecuniaria (1)	respinto (1)	
Esponenti aziendali banche	42 ¹¹	Corte d'Appello (42)	pecuniaria (42)	accolto (5) ridotta sanzione (6) respinto (19) in corso (12)	
Agenti di cambio	2	Corte d'Appello (2)	pecuniaria (2)	respinto (2)	
Dipendenti agenti di cambio	2	Corte d'Appello (2)	pecuniaria (2)	respinto (2)	
Esponenti Sgr	7 ¹²	Corte d'Appello (7)	pecuniaria (7)	accolto (1) accolto parzialmente (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)	
Esponenti emittenti titoli diffusi	1	Corte d'Appello (1)	pecuniaria (1)	accolto (1)	
<i>Totale</i>	<i>61</i>				

¹ Gli esponenti sono in totale 31. In un caso, l'opposizione è stata presentata congiuntamente da 14 persone fisiche e dalla sim di appartenenza. ² In un caso, il ricorso è stato presentato da 4 agenti di cambio in associazione amministrativa. ³ Quattro ricorsi sono stati riassunti dopo la pronuncia della Corte di Cassazione che ha confermato la giurisdizione della Corte d'Appello. ⁴ Una Sim ha impugnato il medesimo provvedimento sanzionatorio anche avanti al Tar. ⁵ Gli oppositori 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 oppositori. In altrettanti casi, la medesima impugnazione è stata presentata anche avanti al Tar. ⁶ Gli oppositori 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 oppositori. Quindici opposizioni sono state individualmente presentate da altrettanti esponenti di un istituto di credito, anch'esso autore di un'autonoma impugnazione. ⁷ Gli oppositori 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. ⁸ Le tre opposizioni sono state presentate dai sindaci di un medesimo intermediario gestore di un sistema di scambi organizzati. ⁹ In sette casi, l'impugnazione è stata presentata anche al Tar. ¹⁰ L'opposizione è stata presentata da 9 esponenti di una Sim, unitamente a quest'ultima. ¹¹ Gli oppositori 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. ¹² Gli oppositori 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.

Ricorsi presentati avanti al giudice amministrativo contro i provvedimenti della Consob e del Ministro dell'economia e delle finanze su proposta dell'Istituto negli anni 2002-2004

Tipologia ricorrenti	Ricorsi	Oggetto atto	Esito al 31 dicembre 2004	
			Ricorso al Tar	Appello al Consiglio di Stato
ANNO 2002				
Promotori	4 ¹	radiazione	radiazione sospensiva (2) in corso (2)	
Promotori	3	sospensione sanzionatoria	respinta sospensiva (1) in corso (2)	
Promotori	2	sospensione cautelare	respinta sospensiva (2)	
Promotori	2	cancellazione	accolto (1) rinunciato (1)	
Promotori	2	diniego iscrizione	in corso (1) cessata materia del contendere (1)	
Sim	1	sanzione pecuniaria	in corso (1)	
Esponenti aziendali banche	6 ²	sanzione pecuniaria	respinta sospensiva (3) in corso (3)	
Agenti di cambio	2	sanzione pecuniaria	respinta sospensiva (1) respinto (1)	in corso (1)
Agenti di cambio	3	sospensione cautelare	respinta sospensiva (1) in corso (2)	respinto appello ricorrente (1)
Gestori di sistemi di scambi organizzati	1	divieto di scambi	respinta sospensiva (1)	
Azionista società quotata	1	parere su opa e risarcimento danni	accolto parzialmente (1)	dichiarato improcedibile appello controinteressato (1)
Esponenti società quotate e società quotate	4	sanzione pecuniaria	in corso (4)	
Esponenti società non quotate e società non quotate	3	sanzione pecuniaria	respinta sospensiva (2) in corso (1)	
Sindacato azionisti	1	risposta ad esposto su Opa	respinta sospensiva (1)	
Società di revisione	3	intimazione di non avvalersi di socio	in corso (3)	
Altri	1	archiviazione esposto	in corso (1)	
<i>Totale</i>	<i>39</i>			
Ricorso straordinario al Capo dello Stato				
Promotori	1	radiazione	respinto (1)	
Spa	1	divieto svolgimento sollecitazione	respinto (1)	
<i>Totale</i>	<i>2</i>			
ANNO 2003				
Promotori	5	radiazione	respinta sospensiva (3) respinto (2)	
Promotori	2	sospensione sanzionatoria	in corso (2)	
Promotori	1	sospensione cautelare	accolta sospensiva (1)	
Promotori	1	cancellazione	rinunciato (1)	
Sim	2 ³	sanzione pecuniaria	respinta sospensiva (1) rinunciato (1)	
Esponenti aziendali Sim	3 ⁴	sanzione pecuniaria	respinta sospensiva (1) rinunciato (1) in corso (1)	

--- Segue ---

RELAZIONE PER L'ANNO 2004

--- Segue Tav. aX.2 ---

Tipologia ricorrenti	Ricorsi	Oggetto atto	Esito al 31 dicembre 2004	
			Ricorso al Tar	Appello al Consiglio di Stato
Agenti di cambio	1	cancellazione dal ruolo	in corso (1)	
Società gestione mercato regolamentato	1 ⁵	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 ⁶	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)	
<i>Totale</i>	<i>31</i>			

ANNO 2004

Promotori	4	radiazione	respinta sospensiva (2) respinto (2)
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 (2) in corso (1)
Promotori	1	mancato superamento esame di idoneità	in corso (1)
Esponenti aziendali Sim	1 ⁷	scioglimento organi amministrativi	respinta sospensiva (1)
Dipendenti agenti di cambio	1	sanzione pecuniaria	in corso (1)
Società di revisione e revisione	1	diniego accesso atti	accolto parzialmente (1)
Società di revisione e revisione	4	intimazione di non avvalersi di socio	respinta sospensiva (1) in corso (3)
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)
<i>Totale</i>	<i>29</i>		

Ricorso straordinario al Capo dello Stato

Azionista società quotata	1	nulla-osta Opa	in corso (1)
Obbligazionista società non quotata	1	decadenza offerta pubblica di scambio	in corso (1)
<i>Totale</i>	<i>2</i>		

¹ In un caso, il ricorso è stato presentato anche avanti al Giudice ordinario. ² Trattasi di sei ricorsi presentati complessivamente, da 21 esponenti di una medesima banca. Essi hanno presentato anche opposizione alla Corte d'Appello avverso il medesimo provvedimento sanzionatorio. ³ Una Sim ha impugnato il medesimo provvedimento sanzionatorio anche avanti alla competente Corte d'Appello ai sensi dell'art. 195 del d.lgs. n. 58 del 1998. ⁴ 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. n. 58 del 1998. ⁵ Successivamente all'instaurazione del giudizio è stata depositata istanza di rinuncia agli atti. ⁶ 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. n. 58 del 1998. ⁷ Il ricorso è stato presentato congiuntamente da cinque esponenti di una Sim.

Azioni contro la Consob per il risarcimento dei danni¹

Tipologia ricorrenti	1996	1997	1998	1999	2000 ²	2001	2002	2003 ³	2004	Motivi	Esito al 31 dicembre 2004
	1	1	4	9	1	--	--	29	59	Omissione attività di controllo	In corso; 1 sentenza sfavorevole - proposto appello; 1 sentenza favorevole
Cliente intermediario	--	1	--	--	--	2	--	--	--	Omissione attività di controllo - citazione ex art. 185, comma 2, c.p.	In corso ⁴
	--	--	--	1	--	--	--	--	--	Omissione attività di controllo - citazione ex art. 185, comma 2, c.p.	Estromissione Consob dal procedimento penale
	--	2	--	--	--	--	--	--	--	Diffamazione	In corso
Fallimento Sim	--	1	--	--	--	--	--	--	--	Omissione attività di controllo	Sospeso
	--	1	--	--	--	--	--	--	1	Omissione attività di controllo - chiamata in causa ex art. 106, c.p.c.	In corso
Sim	--	1	--	--	--	--	--	--	--	Diniego estensione autorizzazione	In corso; respinta domanda in primo grado; proposto appello
	--	--	--	--	--	--	--	--	2	Comportamento illegittimo nell'attività di vigilanza	In corso
Azionista società quotata	1	--	--	--	--	--	--	--	--	Illegittimità dell'esonero Consob dall'obbligo di promuovere opa	Respinta domanda di risarcimento in II grado.
	1	--	--	--	--	2	1	--	1	Omissione attività di controllo	In corso ⁵
Cliente agente di cambio	1	--	--	--	--	--	--	--	--	Fatto illecito dipendente - citazione ex art. 185 comma 2, c.p.	Respinta domanda di risarcimento in secondo grado - proposto ricorso in Cassazione
	--	--	--	3	1	--	--	--	1	Omissione attività di controllo	In corso
Fallimento agente di cambio	--	--	--	--	--	--	--	1	--		In corso
Cliente agente di cambio e Sim	1	--	--	--	--	--	--	--	--	Omissione attività di controllo	In corso
Comitato azionisti	--	--	1	--	--	--	--	--	--	Interdizione attività di abusiva sollecitazione	In corso
Cliente società fiduciaria	--	--	--	2	--	1	--	--	--	Omissione attività di controllo	In corso; respinta una domanda di risarcimento
Clienti promotori	--	--	--	--	--	--	5	--	--	Omissione attività di controllo	In corso; respinta una domanda di risarcimento

--- Segue ---

RELAZIONE PER L'ANNO 2004

--- Segue Tav. aX.3 ---

Tipologia ricorrenti	1996	1997	1998	1999	2000 ²	2001	2002	2003 ³	2004	Motivi	Esito al 31 dicembre 2004
Promotori	--	--	--	--	--	1	1	--	--	Illegittima cancellazione	In corso; respinta una domanda di risarcimento
Consulente 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
<i>Totale</i>	<i>5</i>	<i>7</i>	<i>5</i>	<i>15</i>	<i>2</i>	<i>6</i>	<i>7</i>	<i>30</i>	<i>66</i>		

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 riferimento a un contenzioso sorto nel 2000 innanzi al giudice amministrativo le Sezioni Unite della Cassazione hanno dichiarato il difetto di giurisdizione del giudice adito e la giurisdizione del giudice ordinario. 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.

Tav. aXI.1

Contribuzioni dai soggetti vigilati al finanziamento della Consob
(milioni di euro)

	Categorie di operatori										<i>Totale entrate contributive</i>
	Intermediari		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	
	Sim e agenti di cambio	Banche									
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 ²	0,9	7,6	2,8	9,6	3,9	8,2	5,6	6,0	—	1,4	46,0

¹ Dati consuntivi. ² Dati di preventivo definitivo. ³ In tale categoria sono ricompresi Borsa Italiana 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.

Tav. aXI.2

Il personale¹

	Dipendenti di ruolo				Dipendenti a tempo determinato	<i>Totale</i>
	Carriera direttiva	Carriera operativa	Carriera dei servizi generali	<i>Totale</i>		
1990	91	63	16	170	67	237
1993	134	72	16	222	96	318
1996	128	152	16	296	108	404
1997	125	161	21	307	96	403
1998	122	156	17	295	88	383
1999	116	205	19	340	24	364
2000	110	246	20	376	13	389
2001	110	241	19	370	15	385
2002	126	250	15	391	17	408
2003	129	245	15	389	19	408
2004	131	236	15	382	20	402

Si veda la sezione Note metodologiche. ¹ Dati di fine anno.

Richieste di documentazione e informazioni sull'attività dell'Istituto

	Soggetti			Oggetto della richiesta				
	Investitori e operatori istituzionali	Risparmiatori, studenti e altri soggetti	<i>Totale</i>	Delibere, comunicazioni, prospetti	Testi integrati di leggi e regolamenti	Dati e informazioni	Altro	<i>Totale</i>
1997	673	441	<i>1.114</i>	451	367	286	10	<i>1.114</i>
1998	597	448	<i>1.045</i>	427	300	300	18	<i>1.045</i>
1999	540	475	<i>1.015</i>	310	290	300	115	<i>1.015</i>
2000	1.460	1.158	<i>2.618</i>	588	379	1.261	390	<i>2.618</i>
2001	782	1.407	<i>2.189</i>	365	112	1.259	453	<i>2.189</i>
2002	655	922	<i>1.577</i>	182	79	1.092	224	<i>1.577</i>
2003	365	1.114	<i>1.479</i>	149	6	1.007	317	<i>1.479</i>
2004	247	1.277	<i>1.524</i>	182	48	1.024	270	<i>1.524</i>

NOTE METODOLOGICHE

Avvertenze

Nelle tavole della Relazione 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.

L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra dei valori di alcune tavole è dovuta agli arrotondamenti.

Fonte dei dati: se la fonte non è espressamente citata, i dati riportati nelle tavole sono acquisiti dalla Consob nell'ambito dell'esercizio delle attività istituzionali di vigilanza.

LE SOCIETÀ

Tavv. I.2, I.3, I.4, I.5, I.6 e Tavv. al.1, al.4, al.5, al.6

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 delle quote 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. I.2 e Tav. al.1

Le elaborazioni hanno riguardato esclusivamente le offerte di titoli quotati o emessi da società quotate e le offerte finalizzate alla quotazione. La classificazione temporale delle operazioni di collocamento è effettuata in funzione della data di inizio dell'operazione.

Nel campione non sono incluse le operazioni finalizzate alla ristrutturazione del debito della società emittente e riservate alle banche creditrici, né gli aumenti di capitale con conferimento in natura, mentre sono inclusi gli aumenti di capitale asserviti alla conversione di azioni con conguaglio in denaro. I dati relativi alle offerte destinate al pubblico comprendono l'offerta in borsa dei diritti inopinati e le eventuali quote riservate ai clienti o agli utenti della società emittente; la voce "Altri" comprende i titoli acquistati da membri del consorzio e il collocamento riservato a soggetti nominativamente individuati. In alcune offerte pubbliche di vendita e sottoscrizione, in cui non è nota la ripartizione dell'offerta tra vendita di titoli già esistenti e sottoscrizione di nuovi titoli per tipologia di destinatario, la ripartizione è stata effettuata in proporzione al numero complessivo di titoli assegnati a ogni categoria.

Tav. I.5

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 banche 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 agli affidamenti.

Non si considerano le opzioni per l'acquisto o la sottoscrizione di azioni detenute dai predetti soggetti ai fini della rilevazione dei rapporti partecipativi.

Tavv. I.8, I.9, I.10 e Tav. al.12

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.

Tav. I.9

La definizione dei modelli di controllo è la seguente:

- di diritto: si ha quando un singolo azionista detiene più del 50 per cento dei diritti di voto esercitabili in assemblea ordinaria;
- di fatto: si ha quando un soggetto, che non controlla di diritto la società, è in grado di esercitare un'influenza dominante sull'assemblea ordinaria;
- patto di sindacato: si ha 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.

Tav. al.3

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.

Tav. aI.6

I dati si riferiscono agli intermediari finanziari che svolgono il ruolo di coordinatore dell'offerta globale e di capofila dell'offerta pubblica nelle offerte finalizzate all'ammissione a quotazione.

Nel caso in cui un soggetto partecipi a più operazioni, il dato in tabella è rappresentato dalla somma delle relative offerte rispetto al totale del mercato (costituito, a seconda dei casi, dal totale delle offerte globali o delle offerte pubbliche avvenute nell'anno). Inoltre, qualora per un'operazione vi siano più *global coordinators* e/o *lead managers*, il valore della relativa offerta viene diviso per il numero di soggetti e la quota di mercato di ognuno è calcolata sulla base degli importi così ottenuti.

Tavv. aI.9, aI.10, aI.11

Le informazioni sui patti di sindacato sono ricavate dalle comunicazioni di cui all'art. 122 del Tuf, in base al quale qualunque patto o accordo che comporti per gli aderenti limitazioni o regolamentazioni del diritto di voto, obblighi o facoltà di preventiva consultazione per l'esercizio dello stesso, obblighi circa il trasferimento di azioni, ovvero qualunque accordo per l'acquisto concertato, deve essere comunicato, pena l'inefficacia, alla Consob, entro cinque giorni dalla data di stipula.

Sono stati considerati solo i patti la cui quota sindacata è superiore al 5 per cento.

GLI INTERMEDIARI

Tavv. III.1, III.2, III.8 e Tav. aIII.2

Per gestione individuale si intende quanto disposto dall'art. 1, comma 5, lettera d, del Tuf. Per Oicr si intendono gli organismi di investimento collettivo del risparmio. Il dato relativo ai fondi comprende anche le Sicav.

Tav. III.3

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 rilevanti; 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. aIII.2

Le categorie dei fondi sono state individuate sulla base delle classificazioni Assogestioni vigenti alle date di riferimento.

LA VIGILANZA SULLE SOCIETÀ

Tav. aIV.5

Le tipologie di giudizio che possono essere rilasciate dalla società di revisione sono riportate di seguito.

- 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; in presenza di una situazione di incertezza significativa non adeguatamente descritta in bilancio o laddove le azioni poste in essere dagli amministratori appaiano non condivisibili.

- 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.

- 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.

- 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.

LA GESTIONE INTERNA E LE RELAZIONI CON L'ESTERNO

Tav. XI.2 e Tav. aXI.2

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.

INDICE GENERALE

DISCORSO DEL PRESIDENTE DELLA CONSOB AL MERCATO FINANZIARIO	1
<i>Il sistema italiano dopo le crisi</i>	4
<i>L'evoluzione dell'attività di vigilanza a partire dai casi di crisi</i>	8
<i>La vigilanza della Consob nei mutamenti del controllo nelle società quotate</i>	11
<i>Gli assetti proprietari delle società quotate</i>	15
<i>L'industria dei servizi finanziari e la struttura dei mercati</i>	17
<i>Il contesto internazionale e l'integrazione dei mercati finanziari europei</i>	19
RELAZIONE AL MINISTRO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE	29
LE QUESTIONI IN CORSO E LE LINEE DI INDIRIZZO	31
IL CONTESTO ECONOMICO E ISTITUZIONALE	
<i>Introduzione</i>	33
<i>I principali elementi di evoluzione del quadro economico</i>	35
I SETTORI DI ATTIVITÀ DELLA CONSOB	
<i>L'intermediazione del risparmio, la struttura e il funzionamento dei mercati</i>	41
<i>Il governo societario e l'informazione societaria</i>	49
LE RIFORME DEL QUADRO NORMATIVO E IL RUOLO DELLA CONSOB	
<i>La riforma del risparmio e il recepimento delle direttive europee</i>	60
<i>Il rafforzamento dell'attività di vigilanza e il potenziamento delle risorse della Consob</i>	65

L'EVOLUZIONE DEL QUADRO DI RIFERIMENTO	71
I. LE SOCIETÀ	
<i>La struttura finanziaria e la redditività</i>	73
<i>La raccolta di capitale di rischio e le quotazioni in borsa</i>	76
<i>Le operazioni di acquisizione e fusione</i>	82
<i>Gli assetti proprietari</i>	85
<i>Gli organi societari</i>	88
II. I MERCATI	
<i>I mercati azionari</i>	92
<i>Il mercato degli strumenti derivati</i>	95
<i>Il mercato dei covered warrants e certificates</i>	102
<i>Il mercato obbligazionario</i>	106
<i>Le cartolarizzazioni dei crediti e il mercato delle asset backed securities</i>	110
<i>I sistemi di scambi organizzati</i>	112
III. GLI INTERMEDIARI	
<i>L'intermediazione mobiliare</i>	115
<i>La gestione collettiva del risparmio</i>	116
<i>I servizi di investimento</i>	122
<i>L'attività di intermediazione mobiliare dei principali gruppi bancari</i>	127
L'ATTIVITÀ DELLA CONSOB	129
IV. LA VIGILANZA SULLE SOCIETÀ	
<i>L'informativa societaria</i>	131
<i>L'informativa nell'appello al pubblico risparmio e nelle operazioni di finanza straordinaria</i>	135
<i>L'informativa in sede assembleare</i>	140

	<i>L'informativa contabile</i>	142
	<i>Le società di revisione</i>	149
V.	<i>LA VIGILANZA SUI MERCATI</i>	
	<i>Gli abusi di mercato</i>	153
	<i>La gestione dei mercati regolamentati e gli scambi organizzati</i>	159
	<i>I servizi di compensazione, liquidazione e gestione accentrata di strumenti finanziari</i>	164
VI.	<i>LA VIGILANZA SUGLI INTERMEDIARI</i>	
	<i>Le banche, le Sim e gli agenti di cambio</i>	166
	<i>Le società di gestione collettiva del risparmio</i>	170
	<i>I promotori finanziari</i>	174
VII.	<i>I PROVVEDIMENTI SANZIONATORI E CAUTELARI</i>	
	<i>I provvedimenti relativi agli intermediari e ai promotori finanziari</i>	176
	<i>I provvedimenti relativi agli emittenti e alle società di revisione</i>	180
	<i>L'attività di enforcement via internet</i>	184
VIII.	<i>L'ATTIVITÀ REGOLAMENTARE E INTERPRETATIVA E GLI SVILUPPI INTERNAZIONALI</i>	
	<i>La disciplina dell'appello al pubblico risparmio</i>	186
	<i>La disciplina dell'informativa societaria continua</i>	187
	<i>La disciplina dell'informativa contabile e periodica e delle società di revisione</i>	192
	<i>La disciplina dei mercati</i>	197
	<i>La disciplina degli intermediari</i>	200
IX.	<i>LE RELAZIONI INTERNAZIONALI</i>	
	<i>La cooperazione internazionale</i>	205
	<i>L'attività dell'Unione Europea</i>	207
	<i>L'attività nell'ambito del Committee of the European Securities Regulators (Cesr)</i>	210

	<i>L'attività dell'International Organization of Securities Commissions (Iosco)</i>	213
X.	I CONTROLLI GIURISDIZIONALI SULL'ATTIVITÀ DELLA CONSOB	
	<i>Il contenzioso sui provvedimenti in materia di vigilanza</i>	215
	<i>La verifica in sede giurisdizionale dell'attività dell'Istituto</i>	219
XI.	LA GESTIONE INTERNA E LE RELAZIONI CON L'ESTERNO	
	<i>La gestione finanziaria</i>	220
	<i>La gestione delle risorse umane</i>	221
	<i>Le relazioni con l'esterno e l'attività di investor education</i>	223
	<i>Lo sviluppo del sistema informativo</i>	226
	APPENDICE STATISTICA	229
	<i>Indice delle tavole</i>	231
	<i>Tavole statistiche</i>	235
	<i>Note metodologiche</i>	271

INDICE DEL MATERIALE ILLUSTRATIVO

I. LE SOCIETÀ

Fig. I.1	Leva finanziaria delle imprese non finanziarie italiane e delle multinazionali industriali europee	73
Fig. I.2	Rapporto fra obbligazioni e debiti finanziari delle imprese non finanziarie italiane e delle multinazionali industriali europee	74
Fig. I.3	Rapporto fra debiti finanziari a breve e debiti finanziari totali delle imprese non finanziarie italiane e delle multinazionali industriali europee	74
Fig. I.4	Rapporto fra il numero di miglioramenti (<i>upgrades</i>) e di declassamenti (<i>downgrades</i>) del rating in Italia e in Europa	75
Fig. I.5	Redditività del capitale investito delle imprese non finanziarie italiane e delle multinazionali industriali europee	76
Tav. I.1	Ammissioni a quotazione nei principali mercati azionari europei	77
Tav. I.2	Collocamento di azioni e obbligazioni convertibili di società quotate italiane	77
Tav. I.3	Offerte finalizzate all'ammissione a quotazione di titoli azionari da parte di società italiane	79
Tav. I.4	Sconto alla quotazione	80
Tav. I.5	Rapporti creditizie e partecipativi fra società italiane ammesse a quotazione e intermediari collocatori	81
Tav. I.6	Investitori istituzionali nell'azionariato delle società neoquotate italiane	81
Fig. I.6	Operazioni di fusione e acquisizione fra imprese realizzate in ambito mondiale	82
Fig. I.7	Operazioni di fusione e acquisizione che hanno coinvolto imprese italiane	83
Tav. I.7	Premi di controllo nelle Opa successive	84
Tav. I.8	Concentrazione proprietaria delle società quotate in Borsa e sul Nuovo Mercato	85
Tav. I.9	Modelli di controllo delle società quotate in Borsa e sul Nuovo Mercato	86
Tav. I.10	Partecipazioni rilevanti nelle società quotate in Borsa	88
Tav. I.11	Distribuzione delle società quotate in Borsa per numero di partecipanti alle assemblee	89
Tav. I.12	Quota dei diritti di voto detenuta dagli azionisti rilevanti e dagli investitori istituzionali nelle assemblee delle società quotate	89
Tav. I.13	Quota dei diritti di voto detenuta dagli investitori istituzionali non rilevanti nelle assemblee 2004 delle società quotate per tipologia di soggetto	90
Tav. I.14	Numero medio di amministratori delle società quotate in Borsa nel 2004 per modello di controllo	90

Tav. I.15	Distribuzione delle società quotate in Borsa nel 2004 per numero di componenti del consiglio di amministrazione in relazione al settore di attività	91
Tav. I.16	Società quotate in Borsa interessate da <i>interlocking</i> nel 2004	91

II. I MERCATI

Fig. II.1	Andamento dei corsi azionari	92
Tav. II.1	Acquisti netti di azioni quotate italiane	95
Tav. II.2	Valore nozionale degli strumenti derivati nei paesi del G-10	96
Tav. II.3	Strumenti finanziari derivati scambiati sull'Idem nel 2004	97
Tav. II.4	Covered warrants e certificates quotati	105
Tav. II.5	Emissione di covered warrants e certificates quotati in circolazione al 31 dicembre 2004	106
Tav. II.6	Distribuzione dei covered warrants sulla base del grado di "moneyness" al momento dell'emissione	106
Tav. II.7	Emissioni obbligazionarie	107
Fig. II.2	Differenziale fra il rendimento dei corporate bond in euro di società non finanziarie e il rendimento dei titoli di stato in euro	108
Fig. II.3	Obbligazioni bancarie ordinarie e strutturate	109
Tav. II.8	Numero e controvalore delle emissioni di Abs effettuate ai sensi della legge 130/1999	110
Tav. II.9	Composizione delle emissioni di Abs per tranches di subordinazione e tipologia di crediti sottostanti	111
Tav. II.10	Abs in circolazione a marzo 2004 per tipologia di credito sottostante	111
Tav. II.11	Abs in circolazione a marzo 2004 per tipologia del gruppo di appartenenza della società cedente "originator"	111
Tav. II.12	Titoli negoziati sugli scambi organizzati nel periodo gennaio-giugno 2004	112
Tav. II.13	Distribuzione dei titoli per numero di scambi organizzati in cui sono trattati	113
Tav. II.14	Distribuzione degli scambi organizzati secondo la stabilità del listino e la liquidità degli scambi	113

III. GLI INTERMEDIARI

Fig. III.1	Patrimonio delle gestioni individuali e collettive: ammontare e peso sulle attività finanziarie delle famiglie	115
Tav. III.1	Composizione del patrimonio delle gestioni individuali e collettive per tipologia di prodotto	115
Fig. III.2	Commissioni da servizi di investimento di banche, Sim e Sgr	116

Fig. III.3	Composizione del patrimonio gestito da fondi comuni di investimento per tipologia di fondo per alcuni paesi europei	117
Fig. III.4	Composizione del patrimonio gestito da fondi comuni di investimento per tipologia di fondo per gli Stati Uniti	117
Tav. III.2	Composizione di portafoglio dei fondi comuni di diritto italiano	118
Tav. III.3	Assetti proprietari delle società di gestione di fondi comuni	119
Tav. III.4	Costi a carico degli Oicr aperti armonizzati	120
Tav. III.5	Struttura del mercato dei fondi immobiliari chiusi	122
Tav. III.6	Intermediari per servizi di investimento autorizzati	124
Tav. III.7	Commissioni da servizi di investimento	125
Fig. III.5	Gestioni individuali: ripartizione del patrimonio per soggetto gestore	126
Tav. III.8	Composizione del patrimonio delle gestioni individuali di banche, Sgr e Sim	126
Fig. III.6	Composizione del margine di intermediazione dei primi 5 gruppi bancari	127
Fig. III.7	Composizione dei ricavi da intermediazione mobiliare dei primi 5 gruppi bancari	128
Fig. III.8	Composizione del portafoglio titoli di proprietà dei primi 5 gruppi bancari	128
Fig. III.9	Composizione della raccolta dei primi 5 gruppi bancari	128
<i>IV.</i>	<i>LA VIGILANZA SULLE SOCIETÀ</i>	
Tav. IV.1	Vigilanza sull'informativa societaria, gli assetti proprietari e gli studi	131
Tav. IV.2	Operazioni con parti correlate comunicate al mercato da società quotate nel 2004	133
Tav. IV.3	Emittenti con strumenti finanziari diffusi	135
Tav. IV.4	Attività di vigilanza Consob in materia di sollecitazione, ammissione a quotazione e operazioni di finanza straordinaria	136
Tav. IV.5	Strumenti finanziari oggetto di offerte pubbliche di acquisto e/o di scambio per cui è stato concesso il nulla osta nel 2004	139
<i>V.</i>	<i>LA VIGILANZA SUI MERCATI</i>	
Tav. V.1	Risultanze delle indagini in materia di insider trading e aggio	153
Tav. V.2	Tipologia delle informazioni privilegiate nelle segnalazioni all'Autorità Giudiziaria in cui si ipotizza il reato di insider trading	154
Tav. V.3	Esiti delle relazioni inviate all'Autorità Giudiziaria in materia di insider trading e aggio	156
Tav. V.4	Interventi dell'Istituto in procedimenti penali relativi a reati di insider trading e aggio	158

VI. LA VIGILANZA SUGLI INTERMEDIARI

Tav. VI.1	Esposti degli investitori in materia di servizi di investimento	166
Tav. VI.2	Corporate bonds nel portafoglio delle gestioni individuali e collettive delle Sgr	172
Tav. VI.3	Obbligazioni corporate dei principali gruppi quotati detenute dalle Sgr nell'ambito della gestione collettiva e individuale	172
Tav. VI.4	Incroci fra i consigli di amministrazione delle Sgr e quelli delle società del gruppo	173
Fig. VI.1	Schema di operazione di market timing	173

VII. I PROVVEDIMENTI SANZIONATORI E CAUTELARI

Tav. VII.1	Sanzioni amministrative pecuniarie proposte nei confronti di intermediari mobiliari	176
Tav. VII.2	Sanzioni amministrative pecuniarie proposte nei confronti di esponenti aziendali di intermediari nel 2004	177
Tav. VII.3	Principali violazioni riscontrate nell'attività di vigilanza sugli intermediari mobiliari nel 2004	178
Tav. VII.4	Principali violazioni riscontrate nell'attività di vigilanza nel 2004 per tipologia di intermediario	178
Tav. VII.5	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	180
Tav. VII.6	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	180
Tav. VII.7	Provvedimenti cautelari relativi a operazioni di sollecitazione	181

IX. LE RELAZIONI INTERNAZIONALI

Tav. IX.1	Cooperazione internazionale	206
-----------	-----------------------------	-----

X. I CONTROLLI GIURISDIZIONALI SULL'ATTIVITÀ DELLA CONSOB

Tav. X.1	Ricorsi contro atti proposti o adottati dall'Istituto	215
----------	---	-----

XI. LA GESTIONE INTERNA E LE RELAZIONI CON L'ESTERNO

Tav. XI.1	Schema riassuntivo entrate e spese	220
Tav. XI.2	Distribuzione del personale e qualifica per unità organizzativa	222
Tav. XI.3	Accessi alle pagine del sito internet	225

INDICE DEI RIQUADRI

1.	<i>Gli scambi su azioni quotate originati dall'emittente o da società del gruppo</i>	94
2.	<i>Confronto tra l'indice Mib30 e l'indice S&P/Mib</i>	97
3.	<i>L'operatività in strumenti derivati da parte dei soggetti non finanziari</i>	99
4.	<i>Categorie e segmenti di quotazione dei securitised derivatives</i>	102
5.	<i>Costi operativi e struttura commissionale dei fondi comuni aperti italiani</i>	120
6.	<i>I fondi immobiliari oggetto di sollecitazione al pubblico risparmio</i>	123
7.	<i>Le modifiche al Regolamento emittenti legate all'entrata in vigore della riforma del diritto societario</i>	190
8.	<i>I principi contabili internazionali IAS/IFRS</i>	194
9.	<i>La nuova disciplina dei mercati contenuta nella direttiva 2004/39/CE relativa ai mercati degli strumenti finanziari</i>	198
10.	<i>La nuova disciplina degli intermediari contenuta nella direttiva 2004/39/CE relativa ai mercati degli strumenti finanziari</i>	203