



CONSOB

COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

***RELAZIONE
PER L'ANNO 2006***

ROMA, 31 MARZO 2007

COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

Presidente

Lamberto CARDIA

Componenti

Carla RABITTI BEDOGNI

Paolo DI BENEDETTO

Vittorio CONTI

Michele PEZZINGA

Direttore Generale

Massimo TEZZON

Indice dei riquadri

1. *Utilizzo degli strumenti derivati da parte delle principali società italiane non finanziarie quotate in borsa* 118
2. *La concentrazione nel settore dei servizi di investimento* 205
3. *Liquidazione, incorporazione e istituzione di nuovi fondi comuni aperti di diritto italiano nel periodo 2002-2005* 209
4. *Il rischio dell'investimento in fondi flessibili* 213
5. *Le misure di esecuzione della direttiva 2004/39/CE in materia di mercati* 228
6. *Le misure di esecuzione della direttiva 2004/39/CE in materia di intermediari* 231

RELAZIONE PER L'ANNO 2006

| | |
|--|----------|
| <i>Discorso del Presidente della Consob al mercato finanziario</i> | <i>1</i> |
|--|----------|

| | |
|--|-----------|
| <i>Relazione al Ministro dell'Economia e delle Finanze</i> | <i>31</i> |
|--|-----------|

| | | |
|-----------|---|------------------|
| A. | <i>LE QUESTIONI IN CORSO E LE LINEE DI INDIRIZZO</i> | <i>33</i> |
|-----------|---|------------------|

| | | |
|-------------|---|-----------|
| <i>I.</i> | <i>Il contesto economico e istituzionale</i> | <i>35</i> |
| <i>II.</i> | <i>I settori di attività della Consob</i> | <i>64</i> |
| <i>III.</i> | <i>Le linee di indirizzo dell'attività della Consob</i> | <i>86</i> |

| | | |
|-----------|--|-------------------|
| B. | <i>L'EVOLUZIONE DEL QUADRO DI RIFERIMENTO</i> | <i>113</i> |
|-----------|--|-------------------|

| | | |
|-------------|---------------------------------------|------------|
| <i>I.</i> | <i>Le società</i> | <i>115</i> |
| <i>II.</i> | <i>I mercati</i> | <i>136</i> |
| <i>III.</i> | <i>Gli intermediari e le famiglie</i> | <i>157</i> |

| | | |
|-----------|---------------------------------------|-------------------|
| C. | <i>L'ATTIVITÀ DELLA CONSOB</i> | <i>173</i> |
|-----------|---------------------------------------|-------------------|

| | | |
|--------------|--|------------|
| <i>I.</i> | <i>La vigilanza sulle società</i> | <i>175</i> |
| <i>II.</i> | <i>La vigilanza sui mercati</i> | <i>193</i> |
| <i>III.</i> | <i>La vigilanza sugli intermediari</i> | <i>202</i> |
| <i>IV.</i> | <i>I provvedimenti sanzionatori e cautelari</i> | <i>215</i> |
| <i>V.</i> | <i>L'attività regolamentare e interpretativa e gli sviluppi internazionali</i> | <i>223</i> |
| <i>VI.</i> | <i>Le relazioni internazionali</i> | <i>233</i> |
| <i>VII.</i> | <i>I controlli giurisdizionali sull'attività della Consob</i> | <i>240</i> |
| <i>VIII.</i> | <i>La gestione interna e le relazioni con l'esterno</i> | <i>246</i> |

| | | |
|-----------|--|-------------------|
| D. | <i>APPENDICE E NOTE METODOLOGICHE</i> | <i>253</i> |
|-----------|--|-------------------|

***DISCORSO DEL PRESIDENTE
DELLA CONSOB
AL MERCATO FINANZIARIO***

*Il testo che segue è stato letto il 9 luglio 2007
dal Presidente della Consob presso la Borsa
Italiana.*

Signor Ministro dell'Economia e delle Finanze, Autorità, Signore e Signori,

a nome della Consob desidero esprimere il più vivo ringraziamento oltre che a Lei, Signor Ministro, ai rappresentanti del Parlamento, del Governo, alle Autorità civili, militari, religiose e ai partecipanti tutti.

La Loro presenza conferma l'attenzione alla vita del mercato e l'interesse a conoscere i problemi che si presentano, si affrontano e si risolvono in un divenire sempre più veloce e complesso; la Loro presenza ci impegna a render conto del nostro operare doverosamente rivolto al rispetto delle leggi e dei principi sui quali si fonda il nostro ordinamento e alla tutela di tutti coloro che partecipano al mercato, e primi tra questi dei risparmiatori.

La Commissione opera in composizione conforme a legge, rinnovata in tre dei suoi componenti.

Nel corso del 2006 il dott. Enrico Cervone ha terminato il suo mandato, svolto con passione e competenza. Nello stesso anno sono stati nominati il dott. Vittorio Conti e il dott. Michele Pezzinga. Sin dall'inizio la Commissione ha tratto beneficio dal loro elevato livello di esperienza e capacità professionale.

Nel corso del 2007 la professoressa Carla Rabitti Bedogni ha lasciato la Consob, al termine del suo mandato, per assumere le funzioni di commissario Antitrust. È stato tempestivamente nominato in sua sostituzione il prof. Luca Enriques, il più giovane in assoluto dei commissari Consob, che si è inserito nel collegio con competenza e professionalità.

Ai Commissari uscenti va il ringraziamento più sincero per il prezioso ausilio dato alla Commissione; ai nuovi entrati il più caloroso benvenuto e fervido augurio.

La Commissione rinnova il suo ringraziamento alla Borsa Italiana per l'ospitalità offerta ancora una volta per questo incontro e alla città di Milano che vede la Consob operare nella prestigiosa sede del Palazzo Carmagnola.

1. L'evoluzione del quadro normativo e di mercato

Lo scorso anno il tradizionale incontro con il mercato avveniva al termine di un periodo lungo e difficile, segnato da crisi societarie e gravi violazioni delle regole, i cui effetti sulla reputazione del mercato italiano e sulla fiducia dei risparmiatori non possono ancora dirsi del tutto esauriti.

In quel momento il sistema cominciava a manifestare la propria capacità di reazione, grazie a importanti riforme normative, ai risultati di un intenso sforzo e di un rinnovato indirizzo della vigilanza, a un forte impulso delle strategie imprenditoriali verso la competizione internazionale.

A un anno di distanza, molti segnali di cambiamento risultano consolidati, ma il processo di evoluzione delle regole e dei mercati continua a porre esigenze e opportunità nuove.

La stagione di riforma, iniziata nel 2005 con le norme sugli abusi di mercato, è proseguita con la legge sul risparmio, integrata e migliorata, secondo linee sollecitate dal mercato e dalla stessa Autorità.

La Consob ha contribuito a questo processo e ha adottato i previsti regolamenti attuativi. Sono state coinvolte e ascoltate le diverse componenti del mercato, il cui apporto è stato ben utile, pur se non sempre le aspettative rappresentate sono risultate tra loro compatibili.

La stagione delle riforme è tutt'altro che conclusa. Per effetto della crescente integrazione europea, mercato e Autorità si trovano a operare in un cantiere normativo ancora aperto.

In particolare, le norme delegate di recepimento della direttiva in materia di mercati e servizi finanziari (MiFID⁽¹⁾) sono destinate a cambiare in profondità non solo gli assetti e la fisionomia del mercato, ma anche le stesse modalità operative di vigilanza.

Sono in gioco, da un lato, le prospettive di sviluppo dell'industria dei servizi finanziari; dall'altro, la capacità di assicurare adeguata protezione agli investitori italiani che, più che in altri Paesi europei, sono acquirenti diretti di prodotti finanziari, cui sono spesso associate componenti di rischio elevate, non sempre facilmente percepibili.

In ritardo rispetto alle scadenze europee è il recepimento della direttiva sulle offerte pubbliche di acquisto (direttiva Opa⁽²⁾), che sta ridisegnando le caratteristiche del mercato del controllo societario in Europa. Emerge la tendenza a ridurre l'apertura dei mercati e la contendibilità delle imprese. È interesse comune che l'Italia adotti al più presto la nuova normativa, per superare incertezze interpretative e dare al mercato indirizzi chiari, specie in materia di tutela delle minoranze azionarie. L'attuazione delle direttive sulla trasparenza societaria, i diritti degli azionisti e la revisione contabile porterà a compimento l'impegno di armonizzazione dell'Unione Europea.

Un anno fa, in questa stessa sala, ho auspicato uno sforzo normativo di razionalizzazione che restituisse al Testo unico della finanza (Tuf) quella coerenza sistematica che in parte è andata perduta.

Rinnovo oggi quell'auspicio, condividendo la diffusa convinzione che ogni nuovo intervento di regolamentazione debba essere giustificato da benefici superiori ai costi. In questa direzione si stanno muovendo i principali paesi, compresi gli Stati Uniti, dove più intensa e tempestiva era stata la risposta normativa alle crisi. A questo fine, ha un ruolo importante il Comitato per la Piazza finanziaria italiana, i cui lavori hanno avuto un promettente avvio.

Anche per il mercato l'anno trascorso è stato ricco di eventi. La tendenza di fondo verso le aggregazioni nazionali e internazionali ha subito un'accelerazione.

Il fenomeno ha interessato in particolare il settore bancario. In meno di un anno sono state realizzate due grandi operazioni suscettibili di modificare il panorama italiano ed europeo: Intesa-Sanpaolo e Unicredit-Capitalia. Altre aggregazioni hanno riguardato banche popolari. La stessa tendenza ha interessato il settore assicurativo, i pubblici servizi, l'energia.

I cambiamenti della struttura organizzativa e proprietaria del gruppo Telecom Italia hanno determinato incertezze e tensioni nell'andamento del mercato e ispirato proposte di riforma normativa.

Fin dalla sua privatizzazione, è stato attribuito un ruolo quasi simbolico e una valenza sistemica, non sempre giustificata, all'evoluzione degli assetti di controllo del gruppo.

Nel 2006 il mercato azionario italiano ha mostrato un andamento positivo, per il quarto anno consecutivo, in linea con la tendenza internazionale. L'indice Mibtel è cresciuto del 19,1 per cento. Segnali di un rallentamento e di una maggiore incertezza sono emersi nei primi sei mesi del 2007, con una crescita modesta delle quotazioni⁽³⁾.

All'andamento dei mercati ha contribuito l'impegno del sistema produttivo italiano, che ha ricercato e, almeno in parte, ritrovato la competitività perduta nel periodo successivo all'introduzione dell'euro. La crescita maggiore delle quotazioni ha riguardato il settore industriale.

Anche per effetto del ciclo positivo, la Borsa ha dimostrato capacità di attrazione. Le nuove imprese che hanno scelto la strada della quotazione sono state 21 nel 2006 e 15 nei primi sei mesi del 2007. Il numero complessivo di società italiane quotate è passato da 275 nel 2005 a 284 nel 2006, per giungere a 289 a giugno 2007. Notevole è stata la crescita della capitalizzazione e del volume degli scambi⁽⁴⁾.

Resta peraltro obiettivo primario l'aumento della propensione alla quotazione di società che costituiscono parte rilevante e dinamica del tessuto economico italiano.

Si auspica che un impulso possa venire anche dal Mercato alternativo dei capitali (Mac), concepito come sistema di scambi organizzati di capitale di rischio su cui possono operare solo investitori professionali. Tali caratteristiche ne valorizzano la funzione complementare ai mercati regolamentati. Si tratta di un progetto innovativo che potrà favorire la crescita delle imprese anche in un'ottica di preparazione alla quotazione sui mercati regolamentati.

L'industria delle infrastrutture del mercato mobiliare sta vivendo una fase di intensa trasformazione; le pressioni competitive legate alla globalizzazione sembrano prevalere sulle opportunità di consolidamento a livello europeo.

Si configura un processo di concentrazione dominato da gruppi fortemente internazionalizzati, secondo un modello che prevede l'integrazione delle strutture operative, lasciando le funzioni di ammissione, regolamentazione e vigilanza nella competenza delle singole società di gestione e delle Autorità nazionali.

Il progetto di integrazione tra Borsa Italiana e London Stock Exchange (LSE), destinato a far nascere un gruppo *leader* per capitalizzazione e liquidità, si avvia a essere realizzato secondo questo modello.

Si tratta di un'opportunità importante per la piazza finanziaria italiana, da cui si attendono benefici per imprese, risparmiatori e intermediari. L'integrazione tra strutture di mercato che presentano forti elementi di complementarietà favorisce sinergie e guadagni di efficienza che dovrebbero tradursi in minori costi per operatori e investitori e in più elevate condizioni di liquidità.

È compito delle Autorità vigilare attentamente sul processo di integrazione e sui suoi futuri sviluppi, per salvaguardare la tutela degli investitori e l'integrità del mercato. In tale quadro, anche in vista dell'accesso degli intermediari alla piattaforma comune di negoziazione, si renderà necessario il coordinamento delle scelte regolamentari e della vigilanza su possibili abusi. La Consob e l'Autorità del Regno Unito (*Financial Services Authority*) hanno già in corso iniziative propedeutiche alla definizione di specifici accordi di cooperazione.

Importante per fornire alle Autorità nazionali ulteriori strumenti di trasparenza e di controllo sarà la quotazione sia sul mercato inglese che su quello italiano della *holding* che controllerà le due società di gestione; *holding* nel cui azionariato avranno un peso rilevante le principali banche italiane. È interesse comune, e potrà essere oggetto di attenzione da parte del Comitato per la Piazza finanziaria, che gli attuali punti di forza dell'industria italiana dei servizi di negoziazione e post-negoziazione vengano salvaguardati e valorizzati anche nell'evoluzione futura delle strategie imprenditoriali del nuovo gruppo.

2. Verso un assetto stabile e condiviso del sistema di regolazione del mercato in Europa e in Italia

La dimensione europea è oramai il riferimento naturale dei processi di evoluzione normativa e delle strategie di mercato.

In molti settori si è raggiunta un'elevata armonizzazione delle regole e quindi una sostanziale equivalenza degli ordinamenti.

La convergenza delle normative è frutto in larga misura di un sistema di regolamentazione articolato su più livelli, secondo le raccomandazioni del Rapporto *Lamfalussy*⁽⁵⁾.

Sull'equivalenza degli ordinamenti si fonda il principio del passaporto unico; le attività economiche possono essere esercitate su tutto il territorio dell'Unione, secondo le regole e sotto la vigilanza del paese d'origine.

Rimangono tuttora sottratti a una reale equivalenza i regimi sanzionatori⁽⁶⁾. Difficoltà permangono anche nella convergenza delle prassi interpretative e di vigilanza.

La Consob ha sempre promosso nelle sedi internazionali l'armonizzazione degli *standard* di vigilanza e, per quanto possibile, dei regimi sanzionatori. Una prima risposta a queste istanze viene dal recente avvio, da parte del *Committee of European Securities Regulators* (Cesr), di un'analisi dei sistemi sanzionatori vigenti nei Paesi membri in materia di abusi di mercato.

L'attività del gruppo Cesr sulle gestioni, presieduto dalla Consob, sarà centrale per favorire un maggior coordinamento delle prassi di vigilanza, anche nella prospettiva del progetto di riforma della disciplina delle gestioni collettive, avviato dalla Commissione Europea.

In tale quadro di armonizzazione imperfetta, si aprono spazi per una competizione tra sistemi nazionali di regolazione e vigilanza. L'arbitraggio normativo può rappresentare una sfida per migliorare l'efficienza del sistema italiano, ma può presentare anche rischi.

È recente il caso di un'impresa italiana che ha costituito una società *holding* in uno Stato membro per quotarla in Italia sulla base del riconoscimento del prospetto approvato dall'Autorità del Paese di origine⁽⁷⁾. Il contenuto del prospetto risponde a un modello unitario, essendo disciplinato analiticamente da un regolamento della Commissione Europea. Analoga equivalenza non è garantita per le modalità di controllo e approvazione da parte dell'Autorità competente e per le sanzioni applicabili in caso di violazione delle norme, trattandosi di aspetti non armonizzati.

La convergenza dei comportamenti delle Autorità di vigilanza è favorita da uno *status* istituzionale e da poteri omogenei in ambito europeo, che ne valorizzano i principi di indipendenza, autorevolezza e responsabilità.

Il disegno di legge governativo di riforma delle Autorità indipendenti⁽⁸⁾ va in questa direzione, promuovendo la piena attuazione del modello di ripartizione delle competenze in base alla finalità della vigilanza (stabilità e correttezza).

Di particolare rilievo sono le innovazioni che riguardano i rapporti tra Autorità e organi politici (Governo e Parlamento), per i quali il disegno di riforma istituisce e disciplina nuovi canali istituzionali.

Il Comitato per la stabilità finanziaria, che appare destinato a sostituire il Cicer, può costituire utile sede di confronto degli indirizzi operativi delle Autorità di vigilanza del mercato finanziario⁽⁹⁾.

La riforma potrebbe essere anche migliorata per valorizzare e potenziare le caratteristiche di indipendenza e di autonomia organizzativa e gestionale delle Autorità, in linea con quanto richiesto dai principali organismi internazionali⁽¹⁰⁾.

Sulle previste *“funzioni di indirizzo generale e di alta vigilanza del Governo e dei Ministri”* sono state espresse alcune perplessità. L'attribuzione indeterminata di poteri all'Esecutivo potrebbe produrre riflessi sulla indipendenza delle Autorità laddove esulasse dai limiti già previsti dalle leggi istitutive.

Peraltro, il miglior presidio dell'assunzione di responsabilità da parte delle Autorità indipendenti rimane la trasparenza del loro comportamento, dei loro procedimenti e del loro funzionamento, sottoposti al giudizio pubblico non solo delle istituzioni, ma anche degli operatori del mercato, nonché ovviamente alla tutela giurisdizionale sui provvedimenti.

In materia di autonomia organizzativa, gestionale e finanziaria, l'eventuale standardizzazione legislativa può essere giustificata laddove intenda realizzare benefici a garanzia del sistema generale.

Condivisibile è, ad esempio, l'esigenza di rafforzamento dell'imparzialità nell'assunzione di decisioni sanzionatorie, secondo il principio di separatezza tra funzioni istruttorie degli Uffici e funzioni decisorie del Collegio, peraltro contemplato dalla legge sul risparmio.

La Consob ha già realizzato tale distinzione e ha in corso una riflessione circa l'ipotesi di costituzione di un comitato indipendente per l'irrogazione delle sanzioni, in analogia con le principali esperienze estere⁽¹¹⁾.

Per quanto riguarda il finanziamento, il regime vigente per la Consob prevede un sistema misto, che nel tempo ha visto progressivamente crescere il contributo del

mercato⁽¹²⁾. Un sistema misto trova riscontro nelle funzioni dell'Autorità, che affiancano alla tutela di interessi a beneficio dell'intera collettività servizi di vigilanza sulle diverse categorie di soggetti operanti nell'ordinamento mobiliare.

A garanzia della massima trasparenza sull'impiego delle risorse, potrebbe essere affiancata, al controllo della Corte dei Conti sulla gestione finanziaria, l'attività di un organo indipendente di controllo interno, come uno snello collegio di revisori.

3. Il ruolo della Consob in un contesto in rapida evoluzione

Gli investitori, gli operatori del mercato e le stesse Autorità si trovano a operare in un mondo in cui mutano rapidamente sia i comportamenti sia il ruolo della regolamentazione.

Alle Autorità è richiesta capacità e velocità di adattamento. Esse non possono limitarsi a reagire alle novità degli eventi, ma devono anticipare, per quanto possibile, il verificarsi di situazioni critiche.

La Commissione intende rafforzare il confronto con Parlamento e Governo e con il mercato sui risultati raggiunti e sulle strategie di regolamentazione e controllo, rendendo trasparenti scelte e priorità del proprio intervento.

Si sta consolidando l'attività di consultazione del mercato. Un apposito regolamento definirà modi e tempi del confronto su nuove ipotesi di regolamentazione e sulla verifica dell'efficacia delle norme in essere. La voce di operatori, società e risparmiatori contribuisce alla migliore definizione dei bisogni di tutela e degli strumenti più efficienti per il loro soddisfacimento; aiuta nell'individuazione dei costi che possono essere contenuti attraverso iniziative di autoregolamentazione.

Nella definizione dei regolamenti della legge sul risparmio, la Consob ha interagito con il mercato, con spirito volto a favorire la condivisione dei principi e la gradualità delle innovazioni.

Nel settore del governo societario, gli interventi operati dalla legge sul risparmio sono stati particolarmente incisivi, invertendo in alcuni casi la tendenza al rafforzamento dell'autonomia statutaria che aveva ispirato il Tuf e la riforma del diritto societario.

Gli effetti di un approccio più prescrittivo, frutto della gravità delle crisi societarie degli anni scorsi, saranno valutati sulla base dell'esperienza.

In occasione della transizione dei bilanci verso i nuovi principi contabili internazionali è stato privilegiato il dialogo con le società; a causa delle notevoli difficoltà interpretative e applicative, sono stati promossi comportamenti atti a garantire la correttezza dell'informazione finanziaria piuttosto che l'applicazione formale del principio codificato.

Sempre più intensa è l'attività di collaborazione con le altre Autorità di vigilanza, doverosa in un mercato dai segmenti integrati e dai prodotti fungibili. Sono stati definiti protocolli di collaborazione con Banca d'Italia e Isvap sull'applicazione dei principi contabili.

È prossima l'operatività tecnica dell'accesso diretto della Consob ai dati e alle informazioni della Centrale dei Rischi. Nuovi spazi di coordinamento tra Consob e Banca d'Italia si aprono nell'attuazione della direttiva MiFID. Il previsto esercizio congiunto o coordinato dei poteri regolamentari e di vigilanza consentirà di ridurre l'impatto sui soggetti vigilati e di evitare duplicazioni e sovrapposizioni.

In un sistema che valorizzi la correttezza sostanziale dei comportamenti e la capacità di autogoverno dei soggetti, la vigilanza deve concentrare attività e risorse sui fenomeni più a rischio per la tutela del risparmio e lo sviluppo del mercato. È un orientamento che richiede modelli di analisi sofisticati, strutture e prassi organizzative flessibili e capaci di adattamento.

La Consob è impegnata in questo processo di trasformazione, attraverso una profonda riforma del proprio assetto organizzativo e del proprio modo di operare.

Un buon sistema di regole e una vigilanza efficace possono non essere sufficienti ad assicurare un adeguato livello di protezione del risparmio, se progressivamente non si rafforza anche la capacità di autotutela degli investitori.

L'evoluzione del mercato e del quadro normativo implica maggiori responsabilità e consapevolezza dei rischi assunti; rischi che si collegano sia fisiologicamente alle scelte effettuate sia, sul piano della patologia, a eventuali comportamenti non corretti da parte di fornitori di prodotti e servizi finanziari.

Anche l'attuale congiuntura del mercato azionario richiede una particolare attenzione nel valutare le scelte d'investimento. L'esperienza mostra come gli investitori individuali tendano a entrare nel mercato nelle fasi di crescita prolungata dei prezzi, cui spesso seguono riassetamenti, anche di forte intensità.

La formazione di una diffusa cultura finanziaria deve diventare una priorità, che coinvolga le responsabilità delle Istituzioni, delle Autorità di vigilanza e degli operatori del mercato.

Si avverte forte l'esigenza di favorire il ricorso degli investitori alle azioni risarcitorie dei danni, fino a oggi limitato dai tempi lunghi della giustizia civile.

Un ruolo importante può essere svolto dalle nuove procedure di conciliazione e arbitrato e dal sistema di indennizzo dei risparmiatori introdotti dalla legge sul risparmio. Per la loro efficacia, è necessario che il nuovo sistema, oltre che garantire l'efficienza delle

procedure, sia in grado di costituire una reale affidabile alternativa al ricorso alla sede giudiziaria.

4. *L'integrità del mercato*

Un settore di forte impegno della Consob per trovare una giusta misura tra libera espressione dei fenomeni di mercato e correttezza dei comportamenti riguarda la trasparenza di vicende societarie complesse e in rapida evoluzione.

Nel 2006 e nei primi sei mesi del 2007, il mercato ha vissuto periodi di incertezza che hanno richiesto numerosi interventi.

Tensioni hanno riguardato in particolare gli assetti proprietari e di controllo di società quotate, la struttura organizzativa di gruppi societari, situazioni di difficoltà finanziaria di emittenti anche di natura bancaria.

L'evoluzione di vicende che si definiscono secondo un percorso articolato e prolungato nel tempo crea inevitabilmente condizioni di incertezza, a volte enfatizzate dai mezzi di informazione, soprattutto per eventi che coinvolgono società ritenute centrali per gli equilibri generali del sistema.

Nell'ultimo anno hanno assunto particolare rilievo gli sviluppi che hanno riguardato il gruppo Telecom Italia, il tormentato *iter* per la privatizzazione di Alitalia, il progetto di fusione tra Autostrade e la società spagnola Abertis, le operazioni di concentrazione nel settore bancario.

L'impegno di vigilanza cresce quando il confronto si estende a soggetti esteri e coinvolge la contestuale applicazione di regimi non ancora del tutto convergenti. I tentativi di acquisizione di primarie società estere da parte delle due maggiori società energetiche italiane hanno richiesto un monitoraggio continuo da parte della Consob e delle Autorità estere e uno sforzo non lieve di coordinamento.

Nelle vicende complesse si avverte spesso l'esigenza di forzare tempi e contenuti del flusso di informazioni verso il mercato, anche quando l'evento da rendere pubblico viene considerato non sufficientemente maturo dagli emittenti e dai loro controllanti.

Ne deriva una continua tensione tra obiettivi contrapposti: da un lato, correggere tempestivamente asimmetrie informative originate da indiscrezioni o andamenti anomali degli scambi; dall'altro, evitare di alimentare l'incertezza con la diffusione continua di notizie non mature o incomplete.

La ricerca di un equilibrio tra trasparenza e riservatezza è più difficile quando predomina sul mercato l'attività di negoziazione di brevissimo periodo, spesso infragiornaliera. Si moltiplica l'intensità di ogni indiscrezione o aspettativa, si alimentano mini-bolle speculative e conseguenti anomalie negli scambi.

Il quadro informativo è ancor più delicato da tutelare quando sono coinvolti, oltre a emittenti e controllanti attuali o potenziali, altre Autorità di vigilanza (si pensi al caso delle banche e delle assicurazioni) e gli Organi di Governo (in caso di concessioni pubbliche o attività di rilevante interesse pubblico).

È responsabilità di tutti i soggetti coinvolti adottare comportamenti coerenti con le regole e con le migliori prassi, assicurando adeguata riservatezza alle trattative in corso, evitando la comunicazione di segnali fuorvianti o prematuri, riconducendo nelle sedi proprie la definizione e il confronto su eventuali scelte di indirizzo politico.

L'informazione giornalistica svolge, in tal contesto, un ruolo importante. Lo scorso 5 giugno la Consob ha riconosciuto la Carta dei doveri dell'informazione economica del Consiglio Nazionale dell'Ordine dei Giornalisti come forma di autoregolamentazione equivalente alle norme sulla correttezza e la trasparenza dei conflitti di interessi richiesti dalla direttiva sugli abusi di mercato.

È interesse di tutti che produca gli effetti ricercati.

Tensioni informative, dovute alla complessa situazione societaria e alle peculiarità della procedura di dismissione della partecipazione pubblica, sono venute in evidenza con riferimento alla società Alitalia. Da luglio 2004 la società è stata soggetta a obblighi d'informazione mensile del mercato sulla propria situazione finanziaria, essendosi verificate le condizioni di rischio per la continuità aziendale. Attualmente tali obblighi riguardano complessivamente 15 società quotate. Nel dicembre 2006 è stata avviata una procedura competitiva a trattativa diretta per la cessione della quota di controllo di Alitalia detenuta dal Ministero dell'Economia.

Come riferito in occasione di una audizione parlamentare dello scorso aprile, la Consob è intervenuta con continuità, anche nei confronti dell'azionista di controllo, per assicurare le informazioni utili per il mercato. Vincoli alla trasparenza sono tuttavia impliciti in procedure che prevedono fasi successive di formazione delle offerte.

Problemi riguardanti l'informazione del mercato sono emersi recentemente anche con riguardo a Banca Italease. Inizialmente, la presenza di rilevanti posizioni creditorie nei confronti di un gruppo in stato di crisi finanziaria ha reso necessario, nel marzo 2007, l'avvio di accertamenti di vigilanza.

Il successivo emergere, nel maggio 2007, di una rilevante esposizione in derivati, che si è riflesso in una forte contrazione delle quotazioni, ha indotto a chiedere anche la collaborazione della Banca d'Italia che aveva in corso un'attività ispettiva sull'emittente.

Il ricorso agli strumenti derivati rappresenta un fenomeno di crescente diffusione ed è oggetto di attenzione da parte delle Autorità di vigilanza per gli effetti sul livello complessivo di rischio per il sistema e la sua distribuzione tra i singoli utilizzatori⁽¹³⁾.

La tutela dell'integrità del mercato beneficia dei più efficaci strumenti di prevenzione, accertamento e sanzione offerti dalla nuova disciplina sugli abusi di mercato.

La prima delibera sanzionatoria adottata dalla Consob nel febbraio 2007 in applicazione delle nuove norme ha riguardato un caso di manipolazione informativa relativo alle notizie diffuse al pubblico nell'agosto 2005 in merito al titolo Fiat. Sulla vicenda, che vede coinvolte le società Ifil ed Exor, è stata prestata collaborazione all'Autorità Giudiziaria.

In due altri casi sono state applicate sanzioni per illeciti di abuso di informazioni privilegiate relative all'operatività sui titoli della Cmi spa (oggi Enertad spa) e su obbligazioni Unipol.

Sono state irrogate sanzioni amministrative pecuniarie a carico di 12 soggetti, per un ammontare complessivo pari a oltre 21 milioni di euro, e sanzioni amministrative accessorie di carattere interdittivo a carico di 10 soggetti, per complessivi 72 mesi.

Nei casi di abuso di informazioni privilegiate la Consob ha disposto, previa autorizzazione dell'Autorità Giudiziaria, il sequestro del prodotto degli illeciti rilevati, per un importo complessivo di circa 40 milioni di euro, avvalendosi dell'efficace collaborazione della Guardia di Finanza, regolata da un protocollo bilaterale sottoscritto nel maggio 2006. Al sequestro ha fatto seguito, come richiesto dalla legge, la confisca disposta dalla Consob con i provvedimenti sanzionatori giunti a conclusione.

Sanzioni amministrative per oltre 6 milioni di euro sono state comminate per comportamenti lesivi dell'integrità del mercato – in particolare per mancate comunicazioni di patti parasociali, di partecipazioni rilevanti e di informazioni privilegiate, nonché per violazione degli obblighi di offerta pubblica d'acquisto – in relazione alla scalata Antonveneta. Per le stesse violazioni esponenti della Banca Popolare Italiana sono ricorsi all'oblazione per un ammontare complessivo superiore ai 4 milioni di euro, con conseguente estinzione dei relativi procedimenti sanzionatori.

Sanzioni pecuniarie sono state anche comminate con riferimento all'accertata violazione degli obblighi di informativa in materia di patti parasociali conclusi in occasione del tentativo di scalata della Banca Nazionale del Lavoro (BNL) da parte di Unipol.

La previsione del cosiddetto doppio binario sanzionatorio, penale e amministrativo, richiede un impegno di coordinamento tra le attività della Consob e quelle dell'Autorità Giudiziaria, al fine di salvaguardare la coerenza complessiva del sistema.

La maggior parte delle ipotesi di abuso infatti assume rilevanza in entrambi gli ambiti. È, dunque, opportuno assicurare omogeneità nell'identificazione delle concrete fattispecie. Il sistema normativo attribuisce alla Consob, in considerazione dell'esperienza

acquisita e della conoscenza delle pratiche di mercato, una funzione tecnica nella valutazione delle ipotesi di reato. I tempi e le modalità di interazione tra Autorità Giudiziaria e Consob sono essenziali per valorizzare tale funzione.

Le modifiche introdotte nel Tuf dalla legge n. 62/2005 in attuazione della normativa comunitaria in materia di abusi di mercato attribuiscono grande importanza al rapporto tra Autorità amministrativa e Autorità Giudiziaria, non solo per la repressione delle fattispecie penali, ma anche per l'accertamento delle violazioni di natura amministrativa, autonomamente sanzionabili dalla Commissione.

L'attività di collaborazione informativa è stata particolarmente intensa nelle indagini penali relative alle scalate su Banca Antonveneta e BNL e al ruolo svolto dalla ex Banca Popolare di Lodi e da Unipol.

Analoga collaborazione è in corso per le vicende riguardanti il gruppo Magiste, il gruppo Ipi e una società calcistica.

Su alcune di tali vicende sono tuttora in corso attività di vigilanza.

In tale contesto gli Uffici della Consob sono stati e continuano a essere costantemente impegnati in un proficuo scambio di documenti, atti e informazioni con gli Uffici di Procura incaricati delle indagini, anche mediante audizioni di dirigenti e funzionari dell'Istituto in qualità di persone informate sui fatti.

L'attività di supporto della Consob alla magistratura inquirente ha altresì continuato a svolgersi in ordine alle numerose richieste di dati e notizie (circa 100) formulate in relazione a indagini penali in corso.

Intensa è stata anche l'attività di sostegno processuale all'Autorità Giudiziaria requirente: nel corso degli ultimi diciotto mesi la Consob si è costituita parte civile in 22 procedimenti penali per ipotesi di *insider trading*, manipolazione e ostacolo all'attività di vigilanza. Nella maggior parte dei casi l'azione penale è stata esercitata a seguito di segnalazioni trasmesse dalla Consob in esito all'attività di vigilanza svolta. In cinque diversi giudizi (di cui tre per manipolazione del mercato e due per *insider trading*) il Tribunale di Milano ha disposto la condanna degli imputati al risarcimento del danno patrimoniale e non patrimoniale cagionato alla Consob dalle condotte di abuso di mercato, confermando la legittimazione dell'Autorità a rappresentare, anche in sede risarcitoria, gli interessi pubblici affidati alla sua cura.

Tra i procedimenti pendenti nei quali la Consob è parte civile, assumono rilievo quelli concernenti esponenti, dipendenti e revisori del gruppo Parmalat per i reati di manipolazione e ostacolo all'attività di vigilanza della Consob (attualmente in avanzata fase dibattimentale), nonché quelli relativi a esponenti e dipendenti di alcune banche estere per il reato di manipolazione sui titoli Parmalat, di recente rinviati a giudizio; per essi l'inizio del dibattimento è fissato per il prossimo autunno. Per lo stesso reato, esponenti di

una Società di gestione del risparmio, già sanzionati in via amministrativa, hanno recentemente patteggiato la pena.

Parimenti in fase dibattimentale sono altri due procedimenti a carico di esponenti della società Unipol e di un negoziatore di una banca, per il reato di manipolazione. È infine iniziata l'udienza preliminare di tre procedimenti per reati di manipolazione su titoli quotati.

Il Tar del Lazio ha confermato la legittimità dell'atto di accertamento con cui è stata dichiarata l'interposizione di fondi comuni di diritto estero, gestiti da una società delle Isole Cayman, in acquisti di azioni della Banca Antonveneta. Lo stesso Giudice ha confermato la cancellazione dall'albo per gravi irregolarità della società di revisione che aveva rilasciato un giudizio positivo sui bilanci della Parmalat e della sua controllata Bonlat.

Rispetto all'elevato numero di giudizi civili instaurati nei confronti della Consob per asserita omessa vigilanza, tutte le 36 sentenze sinora emesse hanno respinto le domande formulate dagli attori nei confronti dell'Istituto.

Nel 2006 si è concluso avanti alle competenti Corti d'Appello il contenzioso avverso le sanzioni comminate a numerosi intermediari per le vicende "Cirio" e "Argentina". Al pari delle decisioni assunte nel 2005, le pronunce depositate nel 2006 hanno riconosciuto la sussistenza delle violazioni accertate dalla Consob; in un solo caso, è stata ridotta l'entità della sanzione comminata a una banca per prescrizione degli illeciti commessi da due esponenti aziendali.

La vigilanza sugli intermediari è proseguita con intensità, portando all'applicazione di sanzioni amministrative di una certa rilevanza anche nel 2006 e nei primi sei mesi del 2007⁽¹⁴⁾.

5. Il governo societario e la dinamica della proprietà e del controllo delle società quotate

La separazione tra proprietà e controllo è caratteristica strutturale delle società quotate che ricorrono al mercato per raccogliere capitale di rischio.

Nella realtà italiana, la pluralità di forme di articolazione della struttura proprietaria delle società quotate è il riflesso dell'elevato valore che il controllo ha storicamente avuto e ha tuttora. Dai cospicui benefici che vi si ricollegano discende la tradizionale riluttanza all'apertura della proprietà al mercato, solo parzialmente attenuata negli ultimi anni.

Dall'obiettivo di mantenere il controllo discende un elevato grado di concentrazione proprietaria, il ricorso alla formazione di gruppi piramidali articolati su diversi livelli di

società quotate, l'emissione di azioni senza diritto di voto, la formazione di coalizioni di azionisti rilevanti nonché fenomeni di proprietà circolare.

La progressiva apertura dei mercati agli investitori internazionali e una crescente consapevolezza dei potenziali aspetti critici associati a queste caratteristiche strutturali degli assetti di controllo stanno attenuando l'intensità dei fenomeni.

La concentrazione proprietaria mostra una progressiva diminuzione, sebbene limitatamente a imprese di più grandi dimensioni e a società bancarie⁽¹⁵⁾.

La presenza dei gruppi piramidali è diventata meno diffusa⁽¹⁶⁾. Il grado di complessità e la profondità di tali gruppi si sono drasticamente ridotti⁽¹⁷⁾. La realizzazione di operazioni di fusione ha portato alla scomparsa di diverse scatole cinesi. I principali gruppi hanno ceduto il controllo di società quotate non strategiche.

Si è ridotto considerevolmente il numero delle società quotate con azioni senza diritto di voto e il peso di queste sul capitale⁽¹⁸⁾.

Significativa è la riduzione del valore dei principali indicatori che misurano il disfavore del mercato verso gli strumenti di separazione tra proprietà e controllo⁽¹⁹⁾. Il premio per il voto, calcolato come differenza tra il prezzo delle azioni ordinarie e il prezzo delle azioni di risparmio, si è ridotto a livelli comparabili a quelli dei principali mercati. Minore appare anche lo sconto della valutazione delle società quotate che detengono partecipazioni di controllo in altre società quotate.

Tale evoluzione indica una maggiore capacità selettiva del mercato nel penalizzare le situazioni ritenute più rischiose per gli interessi degli investitori.

Parallelamente, il ricorso a forme coalizionali e l'incremento delle relazioni proprietarie tra banche e imprese non finanziarie, caratteristiche non nuove per il mercato italiano, stanno assumendo negli ultimi anni un ruolo sempre maggiore⁽²⁰⁾.

Ne risulta un quadro che vede mutare, almeno in parte, gli strumenti e l'articolazione delle modalità con le quali viene esercitato il controllo, ma in cui il grado di contendibilità delle imprese quotate resta modesto.

Tra gli elementi che frenano il dinamismo delle imprese sono da segnalare alcune debolezze strutturali del sistema italiano.

Per le grandi imprese, la dinamica del mercato del controllo societario subisce l'influenza di istanze di politica industriale o più in generale di interessi ritenuti strategici per gli equilibri del sistema nazionale. Ne derivano la percezione di una scarsa apertura nei confronti di soggetti esterni agli equilibri attuali e dunque il rafforzamento delle posizioni di controllo esistenti.

Inoltre, nonostante i miglioramenti normativi, resta presente il rischio che dal controllo delle società si traggano benefici privati a danno degli azionisti di minoranza.

È compito del Parlamento e del Governo, nell'ambito delle rispettive competenze, determinare il livello ottimale di conciliazione tra l'obiettivo di sviluppare il mercato dei capitali e quello del perseguimento di altri interessi pubblici, quali il controllo di settori o attività strategici, valutando l'impatto delle scelte individuate sul grado di tutela degli investitori.

Rispetto ai rischi di condotte espropriative nei confronti degli azionisti di minoranza, è possibile intervenire per rendere più efficace la disciplina sulle operazioni in conflitto di interessi, in particolare nell'area delle operazioni con parti correlate. La Consob ha già avviato, e sottoporrà presto al confronto con il mercato, l'elaborazione di ipotesi di regolamentazione che, oltre a garantire condizioni di adeguata trasparenza, incidano sulla correttezza sostanziale e procedurale di tali operazioni. Ci si attende una forte assunzione di responsabilità da parte delle singole società nel definire adeguati criteri applicativi e pratiche di vigilanza per gli organi di gestione e di controllo interno, ai quali sono attribuiti specifici poteri e connessi doveri.

La Consob ha allo studio l'ipotesi di assoggettare a più stringenti obblighi di informazione sulle operazioni con parti correlate le società che presentano un più elevato rischio di conflitto di interessi. Tali società potrebbero essere individuate in ragione degli assetti proprietari ovvero dell'articolazione delle attività del gruppo di appartenenza.

Autonomia organizzativa e responsabilità sono i principi fondamentali di un efficace sistema di governo societario. Le società possono giovare oggi di più ampi margini di libertà in materia di struttura del capitale e di articolazione delle funzioni di gestione e controllo.

La riforma del risparmio ha introdotto alcune misure che rafforzano la dialettica societaria. È stato valorizzato il ruolo delle minoranze, anche attraverso la previsione di loro rappresentanti negli organi di gestione e di controllo. Sono state potenziate l'indipendenza e l'efficacia dei controlli interni, anche attraverso il limite al cumulo di incarichi dei componenti gli organi di controllo.

Nell'attuare le norme che incidono sulla vita societaria e sullo svolgimento di attività da parte di categorie professionali, la Consob ha adottato un approccio graduale, individuando soluzioni che ha sottoposto a un aperto confronto con il mercato. Le specificità di particolari settori, quali quello delle società cooperative quotate, e di determinate figure, quali i membri del consiglio di sorveglianza, sono state attentamente considerate.

L'efficacia delle regole adottate sarà valutata alla luce dell'esperienza applicativa e dei risultati raggiunti.

In questa difficile fase di adeguamento non sembra opportuno introdurre nuove norme che limitino ulteriormente l'autonomia del mercato nel determinare assetti organizzativi e di controllo. Peraltro alcuni fenomeni, tra i quali quello dei gruppi piramidali, appaiono avviarsi spontaneamente verso dimensioni fisiologiche.

Al contrario, allo scopo di favorire un maggiore ricorso alla quotazione, il legislatore potrebbe valutare l'opportunità di accrescere i margini di libertà statutaria, proseguendo nella direzione già avviata con la riforma del diritto societario. Merita un approfondimento l'ipotesi di consentire una più ampia articolazione dei diritti di proprietà e di controllo, soprattutto per le società che arrivano alla quotazione. Gli ordinamenti di alcuni paesi prevedono margini di libertà nell'emissione di azioni con diritti di voto differenziati che si estendono sino alle azioni con voto multiplo⁽²¹⁾.

Alcuni elementi di rigidità sono presenti nella disciplina dei modelli societari. Problemi emergono dalla recente adozione, da parte di importanti società quotate, soprattutto bancarie, del modello societario di tipo dualistico. La Consob si è adoperata per assicurare la più ampia trasparenza sull'articolazione delle competenze che, soprattutto in occasione di operazioni di fusione, ha creato complessi meccanismi di *governance*, a volte integrati da accordi parasociali.

Dall'analisi delle scelte adottate emerge una tendenza ad attribuire al consiglio di sorveglianza ampi poteri deliberanti in merito alle operazioni strategiche e ai piani industriali e finanziari, nozioni cui spesso è stata data una definizione particolarmente estesa. Ne deriva una non sempre chiara distinzione tra funzioni gestorie e di controllo e tra le rispettive responsabilità. Anche in questo caso, è compito delle società individuare soluzioni idonee a salvaguardare l'efficacia, l'integrità e l'indipendenza delle funzioni di controllo che costituiscono la principale responsabilità dei membri del consiglio di sorveglianza, ai quali sono attribuiti compiti e richiesti requisiti propri dei sindaci.

Sulla base delle esperienze in corso sarà possibile valutare l'opportunità di perfezionare il quadro normativo, eventualmente prevedendo l'affidamento delle funzioni di controllo, con i connessi requisiti, a uno specifico comitato costituito all'interno del consiglio di sorveglianza. L'attribuzione, a un membro di tale comitato, del compito di assistere alle riunioni del consiglio di gestione consentirebbe anche di superare i problemi di raccordo tra l'organo di vigilanza e quello amministrativo, recentemente emersi in importanti società quotate.

Nell'ambito dei controlli societari un ruolo fondamentale è assegnato alla funzione di revisione contabile. L'intensità dell'attività di controllo svolta dalle società di revisione è stata potenziata dalla riforma del risparmio. Sono stati previsti compiti di vigilanza più

stringenti ed è stata rafforzata l'indipendenza della società di revisione e dei singoli revisori, attraverso una più analitica disciplina delle situazioni di incompatibilità.

Nella seconda metà del 2007 la Consob avvierà i previsti controlli sulla qualità dell'attività dei revisori. Come richiesto dal Tuf, dei loro esiti sarà data informazione al mercato, con l'obiettivo di creare prassi condivise e di migliorare l'affidabilità del sistema.

La nuova VIII direttiva ha lasciato agli Stati membri margini di discrezionalità nell'organizzazione della vigilanza sui revisori; sembra preferibile che rimanga affidata alla Consob la responsabilità dei controlli sui soli revisori che svolgono l'attività presso soggetti sottoposti alla vigilanza dell'Istituto. I controlli sugli altri revisori potrebbero essere utilmente attribuiti a un organismo di nuova istituzione.

A livello europeo è in corso un ampio dibattito sul tema della responsabilità civile dei revisori. Eventuali modifiche dell'attuale regime meritano però attente valutazioni.

Scelte legislative urgenti sono richieste per il recepimento della direttiva sulle offerte pubbliche di acquisto. I ritardi rispetto al termine stabilito creano incertezze in particolare sulla determinazione del prezzo in caso di Opa obbligatoria. La disciplina attuale inoltre non attribuisce alla Consob tutti i poteri previsti dalla direttiva per la vigilanza e la cooperazione internazionale nei casi di offerte transfrontaliere. Con il recepimento, potrebbero essere estesi i poteri informativi della Consob, come avviene in altri ordinamenti, nei confronti di chiunque sia potenzialmente coinvolto nel lancio di un'offerta, rimuovendo l'attuale asimmetria che li limita agli emittenti quotati e ai loro controllanti.

È soprattutto importante che si dia certezza al mercato in merito alle opzioni che una insufficiente armonizzazione a livello europeo ha lasciato agli ordinamenti nazionali.

Le scelte effettuate in altri Paesi dell'Unione delineano un quadro non omogeneo delle condizioni di contendibilità delle imprese nel mercato europeo.

La Consob ha più volte sottolineato come l'impostazione della disciplina delle Opa contenuta nel Tuf si sia dimostrata efficace per la tutela degli investitori e l'efficienza e trasparenza del mercato del controllo societario.

In continuità con tale impostazione sarebbe opportuno mantenere la centralità dei diritti decisionali degli azionisti nel determinare le condizioni e i comportamenti della società rispetto alla possibilità di trasferimento del controllo.

Anche la conservazione di una soglia fissa, attualmente pari al 30 per cento, il cui superamento determina le condizioni per l'obbligo di offerta, appare coerente con le esigenze di certezza e di trasparenza del mercato. Altre scelte, basate ad esempio sull'individuazione *ex post* dei casi di effettivo passaggio di controllo, che pure consentirebbero di superare i limiti del sistema a soglia fissa, richiederebbero modalità

complesse e tempi lunghi delle decisioni e non sarebbero in linea con gli orientamenti prevalenti in altri Paesi europei.

Nuove tipologie di investitori istituzionali, quali i fondi di *private equity* e gli *hedge funds*, stanno assumendo un ruolo sempre più importante nel funzionamento dei mercati. Caratteristiche comuni di tali fondi sono le grandi dimensioni dei flussi gestiti, l'alto livello di leva finanziaria impiegata e l'ampio ricorso agli strumenti finanziari più innovativi.

Il loro sviluppo ha avuto effetti positivi sulla diversificazione dei portafogli degli operatori e sulla liquidità degli scambi ma comporta rischi per la stabilità sistemica, l'integrità dei mercati e la protezione degli investitori.

Crescente è l'impegno dei fondi di *private equity* e di alcuni *hedge funds* nello sviluppare forme di attivismo nei confronti della gestione e dell'evoluzione degli assetti di controllo di società quotate. L'attivismo di tali soggetti può contribuire ad aumentare la responsabilità dei vertici aziendali nei confronti degli azionisti e a rendere più dinamico il mercato del controllo societario. Tuttavia l'uso intenso di strategie e strumenti finanziari che consentono di dissociare l'interesse economico dall'esercizio del diritto di voto oppure di occultare l'acquisto di partecipazioni rilevanti può determinare situazioni di opacità e una minore efficacia della disciplina del governo societario.

Presso le Autorità di vigilanza e importanti organismi internazionali, quali il *Financial Stability Forum* e l'Ocse, emerge un orientamento che privilegia la capacità di autodisciplina del mercato⁽²²⁾.

Il crescente utilizzo di alcune tipologie di strumenti derivati, quali gli *equity swaps*, potrebbe peraltro indurre ad adeguare la disciplina sulla trasparenza proprietaria e sull'Opa, includendo tali strumenti tra quelli rilevanti ai fini del calcolo dell'entità della partecipazione detenuta. Ciò consentirebbe una più efficace rappresentazione della dinamica degli assetti proprietari. Risulterebbe ulteriormente aumentato il livello di eccellenza della disciplina italiana sulla trasparenza proprietaria, la cui soglia del 2 per cento si è confermata nel tempo adeguata alle esigenze del mercato.

6. La tutela degli investitori nel nuovo quadro della MiFID

La disciplina di attuazione della direttiva MiFID entrerà in vigore entro il 1° novembre 2007 e modificherà significativamente la normativa vigente in Italia.

Le scelte regolamentari, come noto, sono state per la gran parte operate nelle sedi comunitarie. Limiti espliciti sono stati previsti all'introduzione, a livello nazionale, di requisiti aggiuntivi rispetto a quelli comunitari.

Le misure attuative predisposte dal Governo confermano l'approccio del Testo Unico della finanza, introducendo norme di principio e affidando alle Autorità di vigilanza estese competenze regolamentari.

Le modalità di esercizio dei poteri da parte di Consob e Banca d'Italia risultano innovate. Fermo restando il principio della ripartizione per finalità delle competenze, viene prevista, per talune materie, l'emanazione congiunta di norme regolamentari e la conclusione di un protocollo tra le due Autorità per l'esercizio dei poteri di vigilanza.

La Consob sta operando affinché il quadro normativo di riferimento sia conoscibile al più presto. Entro questo mese la Commissione conta di avviare le consultazioni sugli schemi di norme attuative del Tuf di propria competenza.

Nel periodo immediatamente successivo all'emanazione dei regolamenti, è intendimento della Commissione collaborare con le Associazioni di categoria nella definizione di modelli applicativi, anche sulla base delle indicazioni che emergeranno dagli approfondimenti svolti con gli operatori.

Un piano di iniziative formative sarà rivolto alle Associazioni di consumatori.

Il nuovo sistema di norme produrrà notevoli effetti sulle strategie competitive degli intermediari mobiliari.

La MiFID adotta un approccio di graduazione delle regole di condotta dell'intermediario in funzione della tipologia di investitore (professionale o al dettaglio) e delle diverse modalità di prestazione del servizio scelte dal cliente (con o senza consulenza oppure di "mera esecuzione"). Alla diversa intensità degli obblighi a tutela del cliente, corrisponderanno costi di prestazione del servizio differenziati e quindi livelli diversi delle commissioni richieste.

Gli intermediari dovranno effettuare scelte strategiche sui segmenti di mercato nei quali specializzarsi, evidenziando chiaramente il contenuto e i costi delle diverse prestazioni fornite al cliente.

Il principio di corrispondenza tra servizi prestati, da un lato, costi e obblighi in capo all'intermediario, dall'altro, si riflette anche nelle nuove disposizioni in materia di corresponsione di incentivi alla distribuzione (*inducements*).

Viene introdotto un generale divieto di percezione o pagamento di incentivi alla distribuzione che non siano giustificati dal miglioramento della qualità del servizio fornito al cliente.

Le diverse componenti di costo del servizio pagato dall'investitore finale, spesso ripartite tra distributore e produttore, dovranno essere più trasparenti e corrispondenti ai servizi effettivamente resi. Ne deriva una spinta verso architetture distributive aperte a più fonti di produzione di strumenti finanziari con vantaggio per gli investitori.

L'industria italiana del risparmio gestito – tuttora legata ai canali distributivi del gruppo di appartenenza – potrà beneficiare di maggiori spazi di autonomia operativa e di maggiori incentivi alla innovazione produttiva. Condizione perché questo processo si realizzi è l'adozione di strutture di governo societario che garantiscano l'indipendenza dalle logiche di gruppo, pur in assenza di modifiche degli assetti proprietari.

L'estensione dei principi di correttezza e trasparenza anche alla distribuzione di prodotti finanziari emessi da banche e da imprese di assicurazione, realizzata dalla legge sul risparmio, ridurrà i rischi di distorsioni concorrenziali e comportamenti opportunistici.

Altra importante innovazione è rappresentata dalla nuova normativa in materia di “migliore esecuzione” (*best execution*).

Gli intermediari dovranno adottare specifiche strategie di esecuzione e individuare, attraverso una valutazione comparativa, le migliori condizioni per il cliente, non potendo più considerare assolto l'obbligo di *best execution* attraverso l'esecuzione dell'ordine su un mercato regolamentato.

Tali innovazioni aprono nuove opportunità imprenditoriali. Alcuni grandi intermediari potranno gestire direttamente una piattaforma elettronica di negoziazione; altri potranno specializzarsi negoziando stabilmente alcuni titoli con la clientela (“internalizzatori sistematici”).

La frammentazione delle negoziazioni fra varie sedi viene affrontata dalla MiFID con nuove e più dettagliate condizioni di trasparenza *pre* e *post*-negoziazione per il mercato azionario.

Per i mercati obbligazionari, che in Italia vedono una diffusa presenza di investitori al dettaglio, la mancanza di un quadro normativo europeo rende più complesso realizzare una sufficiente trasparenza senza penalizzare gli operatori nazionali nella competizione europea.

I mercati regolamentati europei sembrano orientarsi spontaneamente verso il mantenimento dei livelli di trasparenza esistenti.

Più difficile sarà trovare un giusto equilibrio per le negoziazioni di titoli non quotati. In Italia una quota rilevante riguarda titoli bancari non quotati, trattati nei sistemi di scambi organizzati. L'evoluzione di tali sistemi rappresenta un'occasione per trovare, a partire dagli *standard* di trasparenza già presenti, soluzioni condivise e adeguate alle caratteristiche della realtà italiana.

La rilevanza del coinvolgimento degli investitori al dettaglio nel mercato delle obbligazioni bancarie è testimoniato dal numero e dal volume di operazioni di offerta al pubblico di tali strumenti. La Consob – nel periodo che va dal maggio 2006, in cui a tali

offerte è stata estesa la disciplina della sollecitazione del pubblico risparmio, a oggi – ha approvato oltre 1.000 prospetti. Altri 350 prospetti sono stati già depositati e sono in fase di approvazione⁽²³⁾.

Oltre il 40 per cento del volume collocato è rappresentato da obbligazioni strutturate e si rileva una tendenza all'aumento di tale percentuale, soprattutto per le obbligazioni che presentano una maggiore complessità nella definizione delle clausole contrattuali.

La Consob da tempo è impegnata nella vigilanza sui possibili problemi derivanti dalle difficoltà di rappresentazione e di percezione dei profili di rischio di questi strumenti. Tale attività, che ha influito sulla virtuale scomparsa di categorie di prodotti particolarmente inadatti per la clientela al dettaglio, sarà ulteriormente sviluppata con il supporto di specifici modelli di analisi.

Conclusioni

La fiducia nel buon funzionamento dei mercati finanziari si costruisce su regole adeguate e sull'aspettativa che esse vengano rispettate.

L'esperienza ha insegnato che tale obiettivo deve essere perseguito con un sistema articolato di strumenti che distribuisca compiti e responsabilità a tutti i livelli: la vigilanza pubblica, l'autoregolamentazione, i controlli interni alle imprese, la responsabilità individuale, anche improntata a principi etici, nonché il controllo di un'opinione pubblica compiutamente informata.

Ciascuna componente deve esistere e svilupparsi in un quadro armonico ed equilibrato. Su nessuna di esse può singolarmente poggiare l'irrealistica aspettativa di garanzia della correttezza generalizzata dei comportamenti.

Il sistema delle regole ha raggiunto ormai un grado di maturità elevato, grazie alle norme poste dall'Unione Europea e alle riforme del diritto societario e del risparmio.

Le regole comunitarie, pur in un contesto di elevata armonizzazione, lasciano agli operatori margini per arbitraggi normativi. Gli Stati membri sono in concorrenza tra loro negli spazi residui lasciati ai legislatori nazionali, ma soprattutto nell'esercizio concreto dell'attività di vigilanza e sanzionatoria.

Si tratta di un fattore di rischio per gli investitori, esposti a livelli di tutela che in concreto possono rivelarsi assai eterogenei, e di una sfida per le Autorità di vigilanza.

La Consob è pronta a raccogliere questa sfida, rafforzando l'efficienza e l'efficacia della propria vigilanza, e promuovendo a livello europeo e nei rapporti bilaterali la cooperazione e la massima convergenza delle prassi operative.

La nuova organizzazione dell'Istituto, adottata questa primavera, è ispirata all'obiettivo di rafforzare la capacità di analisi preventiva dei principali fattori di rischio che emergono dalla rapida e continua evoluzione del mercato.

Specifici sistemi di allerta, basati su modelli di valutazione di una molteplicità di fonti informative, sono in corso di sviluppo per fornire costante supporto all'indirizzo dei piani di vigilanza. Una sistematica analisi d'impatto della regolamentazione orienterà la politica dell'Istituto nell'evoluzione del quadro regolamentare.

Il rafforzamento delle funzioni di coordinamento ha l'obiettivo di promuovere e verificare miglioramenti nell'efficienza operativa. Ulteriori interventi sono allo studio per snellire e rendere più veloci le procedure nella consapevolezza che tempi e costi dei procedimenti delle Autorità sono elementi di competitività del sistema.

Restano da sviluppare nel sistema italiano nuove iniziative di autoregolamentazione e di definizione di migliori pratiche da parte degli operatori. Esse sono utili se inducono effettivi miglioramenti nelle prassi correnti.

Per gli emittenti, vi sono ampi margini per rafforzare i controlli interni, anche attraverso una più efficace composizione dei consigli d'amministrazione. Una più precisa indicazione del numero minimo dei consiglieri indipendenti nel codice di autodisciplina darebbe un segnale molto positivo al mercato⁽²⁴⁾. Anche le dimensioni dei consigli – tema non affrontato dal codice – dovrebbero essere oggetto di una riflessione specifica. Consigli ipertrofici, che l'adozione del sistema dualistico rischia di rendere più frequenti, possono ridurre la responsabilizzazione dei singoli membri e l'efficacia del comune operare⁽²⁵⁾.

Gli assetti proprietari delle società quotate non possono essere condizionati da norme che pongono divieti e limitazioni all'autonomia organizzativa delle modalità di controllo. Ciò che conta sono regole stringenti sulle operazioni in conflitto di interessi tali da impedire agli azionisti di controllo di sottrarre valore alle minoranze.

La trasparenza e la prevenzione dei conflitti di interessi sono valori tutelati anche dalla capacità di partecipazione e intervento di azionisti di minoranza qualificati e attivi, tra i quali gli investitori istituzionali.

Il recepimento della direttiva sull'esercizio dei diritti degli azionisti in assemblea, richiedendo una revisione del regime esistente in materia di deleghe e di modalità di espressione del voto, può essere l'occasione per ridurre i costi della partecipazione favorendo l'adozione di mezzi elettronici e un più agevole sistema di conferimento delle deleghe.

In Italia, il ruolo degli investitori istituzionali non ha ancora avuto uno sviluppo adeguato alle dimensioni e alle potenzialità del mercato.

I ritardi nella crescita dei fondi pensione sono stati compensati solo in parte da altre forme di gestione del risparmio.

Il settore dei fondi comuni registra una prolungata fase di difficoltà mentre aumenta il peso nel portafoglio dei risparmiatori di altre forme di investimento quali le polizze assicurative a contenuto finanziario e le obbligazioni bancarie, spesso caratterizzate da strutture complesse e di più difficile valutazione.

Questa evoluzione riflette, in larga parte, gli obiettivi delle reti distributive, che negli ultimi anni hanno visto privilegiare la vendita dei prodotti finanziari a più elevati margini di rendimento per i distributori e funzionali alle strategie di finanziamento dei gruppi di appartenenza.

Gli alti costi di distribuzione riducono non solo il rendimento finale per gli investitori, ma anche le risorse destinabili all'innalzamento della qualità del servizio di gestione.

L'applicazione della MiFID rappresenta un'occasione per gli intermediari di riconoscere che il miglioramento della qualità dei servizi resi ai propri clienti rappresenta la principale opportunità per realizzare profitti, in un quadro di mercato aperto alla competizione con soggetti appartenenti a sistemi già orientati a questi principi.

La MiFID rimette alla responsabilità degli intermediari le scelte organizzative per garantire trasparenza e correttezza nella gestione dei conflitti di interessi. In tale ambito dovranno operare incentivi ai dipendenti e dovrà essere curata al meglio la loro preparazione professionale, affinché assumano comportamenti corretti e di elevata qualificazione; dovrà essere favorita la diffusione di una cultura aziendale orientata a uno sviluppo compatibile con la tutela degli interessi dei clienti.

Le Autorità sono chiamate a vigilare sulle scelte compiute.

Un'area prioritaria per la Consob è il miglioramento della trasparenza nella definizione delle caratteristiche e nelle modalità di collocamento delle obbligazioni strutturate. In ogni caso, la piena conoscenza, da parte dell'investitore, dei profili di rischio associati a tali strumenti è un'esigenza che deve essere assolta dall'intermediario.

Allo sviluppo di un'etica degli intermediari devono corrispondere iniziative che, attraverso un'educazione al risparmio, aumentino la consapevolezza degli investitori e disincentivino comportamenti di "azzardo morale" (*moral hazard*).

I risparmiatori italiani hanno infine bisogno di maggiori garanzie sull'efficacia delle sanzioni giuridiche e morali nei confronti di chi compie gravi violazioni.

La continua e proficua collaborazione con l'Autorità giudiziaria, attraverso un'attività coordinata nell'assunzione e gestione delle informazioni, ha portato in evidenza comportamenti gravemente lesivi delle regole.

Al di là della necessaria funzione repressiva propria delle sedi penali, l'ordinamento comunitario privilegia le sanzioni amministrative, che consentono procedure più rapide e valorizzano la funzione tecnica delle Autorità di vigilanza e la loro possibilità di operare nel quadro di un sistema efficace di cooperazione a livello internazionale.

Va anche esplorata la possibilità, diffusa in altri ordinamenti, di procedere a patteggiamenti amministrativi in caso di accertate violazioni di regole da parte dei soggetti vigilati. Il risultato di eventuali transazioni dovrebbe peraltro essere reso pubblico e condizionato a iniziative correttive delle irregolarità accertate, a differenza di quanto oggi accade con l'istituto dell'oblazione.

La capacità dei risparmiatori di associarsi per agire in giudizio contro amministratori o intermediari potrebbe essere rafforzata, usando le necessarie cautele per non favorire mere azioni di disturbo.

Efficaci procedure di conciliazione e arbitrato extragiudiziali, il cui sviluppo è visto con favore dal legislatore comunitario, possono assicurare un concreto ristoro economico dei danni subiti, sollevando i singoli investitori da costose iniziative giudiziarie in sede civile.

Il Sistema Paese deve quindi agire con spirito unitario. Ciascuna componente deve contribuire alla creazione di condizioni competitive sul piano delle regole, dei comportamenti e dei valori etici, affinché si colgano le opportunità di sviluppo nel medio e lungo periodo.

La dimensione europea e internazionale delle attività economiche, ma sempre più anche delle regole e dei valori, ci offre questa grande opportunità. Le strategie di crescita anche internazionale di alcune delle nostre principali banche e di altre imprese nonché la progettata integrazione tra le borse italiana e inglese sono importanti segnali della capacità di reazione del sistema italiano. Essi vanno favoriti e accompagnati per assicurare che i benefici si estendano a tutte le componenti del mercato, risparmiatori e consumatori per primi.

Signor Ministro, Autorità, Signore e Signori,

nei precedenti incontri la Consob segnalava l'esigenza di nuove, più incisive norme e di un potenziamento dell'Istituzione.

Dal 2005 a oggi leggi di particolare valenza e aumenti degli organici hanno dotato la Consob di migliori strumenti normativi e di mezzi aggiuntivi e hanno realizzato in buona misura i presupposti di un più efficace operare.

Da parte sua, l'Istituzione non si è sottratta in alcun modo ai suoi doveri, pur se è ben nota la crescita quasi esponenziale dei compiti che è chiamata a svolgere e delle vicende da analizzare e affrontare.

Il suo impegno è stato confortato da una particolare, efficace collaborazione con tutte le Magistrature, con l'Avvocatura dello Stato, con la Banca d'Italia e con la Guardia di Finanza.

A esse la Commissione rivolge il più vivo e sincero ringraziamento.

Ai dirigenti e al personale tutto va dato atto, con gratitudine, dell'elevata qualificazione professionale, dell'attaccamento all'Istituto e dell'impegno profuso con encomiabile spirito di sacrificio.

Le Organizzazioni Sindacali sono state di stimolo e supporto per la tutela degli interessi del personale e per la migliore riorganizzazione dell'Istituto, peraltro ancora in fase di completamento.

Lo scorso anno, nel riaffermare l'intendimento della Consob di continuare a operare con animo sereno e neutrale, "*nec spe nec metu*", accennavo al fatto che in realtà timori e speranze sono sempre presenti.

Oggi, timori e speranze si rinnovano e si nutrono delle nuove sfide che siamo chiamati a fronteggiare.

Il timore di non riuscire a cogliere sempre e con tempestività tutte le implicazioni di un divenire intenso, a volte addirittura vorticoso, è sempre presente.

La speranza è di riuscire a contribuire, attraverso il continuo e aperto confronto con tutte le componenti del mercato, a una maturazione complessiva del sistema finanziario che sappia trovare, soprattutto in se stesso, la forza di realizzare i cambiamenti profondi che le nuove condizioni impongono, con un operare anche ispirato a principi etici, valorizzando al meglio il bene primario del risparmio che è alla radice di ogni possibilità di sviluppo.

NOTE DEL DISCORSO

- ⁽¹⁾ Direttiva n. 2004/39/CE, *Markets in Financial Instruments Directive*.
- ⁽²⁾ Direttiva n. 2004/25/CE, *Takeover bids Directive*.
- ⁽³⁾ Nel primo semestre 2007 l'indice generale Mibtel è cresciuto del 3,1 per cento, mentre l'indice *Standard & Poor's Mib* delle maggiori società è cresciuto dell'1,3 per cento.
- ⁽⁴⁾ La capitalizzazione delle società quotate italiane è cresciuta da 676 miliardi di euro di fine 2005 a 778 miliardi di euro di fine 2006. A fine giugno 2007 la capitalizzazione era pari a 814 miliardi di euro. Il volume degli scambi è passato da 894 miliardi di euro del 2005 a 1078 del 2006. Nel primo semestre 2007 si sono avuti scambi per 797 miliardi di euro.
- ⁽⁵⁾ Perno delle raccomandazioni del Rapporto *Lamfalussy* è la distinzione tra normativa di primo livello, recante principi generali, e normativa di secondo livello, contenente norme attuative adottate dalla Commissione Europea, con il parere tecnico del *Committee of European Securities Regulators* (Cesr), al quale la Consob partecipa con una attiva presenza. Ai primi due si aggiungono un terzo livello, nel quale il Cesr definisce *standard* applicativi comuni, e un quarto che prevede la verifica della corretta attuazione della normativa da parte degli Stati membri. Sono concepite secondo il modello *Lamfalussy* le direttive sugli abusi di mercato 2003/6/CE, sui prospetti informativi 2003/71/CE, sui mercati e i servizi finanziari (MiFID) 2004/39/CE, sugli obblighi di trasparenza degli emittenti titoli quotati (*Transparency*) 2004/109/CE.
- ⁽⁶⁾ Tutte le direttive relative al mercato finanziario richiedono l'irrogazione di sanzioni amministrative efficaci e dissuasive, ma nessuna di esse stabilisce parametri per determinarne l'ammontare.
- ⁽⁷⁾ Si tratta della *D'Amico International Shipping Sa* con sede in Lussemburgo, quotata sul segmento Star di Borsa Italiana Spa dal 3 maggio 2007.
- ⁽⁸⁾ Il disegno di legge governativo recante "*Disposizioni in materia di regolazione e vigilanza sui mercati e di funzionamento delle Autorità Indipendenti preposte ai medesimi*" (Atto Senato n. 1366).
- ⁽⁹⁾ È previsto che il Comitato per la Stabilità Finanziaria sia composto dal Ministro dell'Economia e delle Finanze, che lo presiede, dal Governatore della Banca d'Italia e dal Presidente della Consob. Il Presidente del Comitato può invitare a intervenire a singole riunioni il Presidente dell'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato, altri ministri e altri soggetti dei quali sia opportuna la consultazione.
- ⁽¹⁰⁾ I Principi internazionali posti dall'Iosco (*International Organization of Securities Commissions*) richiedono che le Autorità esercitino le proprie funzioni in un contesto di piena indipendenza, anche operativa. Anche il Fondo Monetario Internazionale, nei programmi periodici di valutazione degli ordinamenti finanziari, attribuisce fondamentale importanza all'autonomia e all'indipendenza delle Autorità nella realizzazione della vigilanza e nell'irrogazione delle conseguenti sanzioni.
- ⁽¹¹⁾ In alcuni importanti ordinamenti europei, l'applicazione del principio di separatezza tra funzioni istruttorie e funzioni decisorie nell'applicazione di sanzioni amministrative si è spinto fino al punto di affidare competenze sanzionatorie a comitati interni all'Autorità, ma composti in tutto o in parte da personalità che non appartengono a essa.
- ⁽¹²⁾ Per il 2007 il gettito contributivo a carico del mercato è rimasto sostanzialmente stabile rispetto all'anno precedente, pur in presenza di una riduzione del trasferimento statale di circa due milioni di euro.
- ⁽¹³⁾ L'esposizione delle banche italiane su strumenti finanziari derivati è cresciuta in misura considerevole negli ultimi anni: il controvalore nozionale delle posizioni in derivati, a fine 2006,

era pari a oltre 6.000 miliardi di euro, concentrato quasi interamente sui primi dieci gruppi bancari. Anche le imprese quotate non finanziarie hanno fortemente accresciuto il ricorso a strumenti derivati per la gestione dei rischi finanziari e commerciali; il controvalore nozionale di tali posizioni in derivati è stimabile, a fine 2006, in oltre 100 miliardi di euro ed è detenuto essenzialmente per finalità di copertura dei rischi di tasso d'interesse e di cambio.

⁽¹⁴⁾ L'attività di vigilanza sugli intermediari ha portato all'applicazione di sanzioni amministrative per un importo di 1,8 milioni di euro relativo a 96 esponenti aziendali, nel corso del 2006, e per un importo di 900 mila euro nei confronti di 69 esponenti, nei primi sei mesi del 2007. Nel 2006 sanzioni sono state applicate anche nei confronti di 82 promotori finanziari, di cui 49 radiazioni dall'albo. Nei primi sei mesi del 2007 le sanzioni sono state 61, di cui 32 radiazioni.

⁽¹⁵⁾ La quota media del primo azionista delle società quotate, ponderata per la capitalizzazione, si è ridotta dal 47,9 per cento nel 1990 al 42 per cento nel 2001 al 27,6 per cento nel 2006. La riduzione della quota del primo azionista è molto minore se si considerano le medie semplici (passata dal 54,7 per cento del 1990 al 45,4 per cento del 2001 al 44 per cento del 2006), indicando che il fenomeno ha riguardato soprattutto le società di maggiori dimensioni. Per le banche quotate la riduzione è stata particolarmente rilevante: la quota media del primo azionista si è ridotta infatti sia considerando i valori ponderati per la capitalizzazione (dal 54,3 per cento nel 1990 al 28,3 per cento nel 2001 al 14,9 per cento nel 2006) sia i valori non ponderati (dal 64,7 per cento del 1990 al 34,3 per cento del 2001 al 31,3 per cento del 2006).

⁽¹⁶⁾ Una recente ricerca effettuata per conto della Commissione Europea, che dichiara una presenza delle piramidi societarie maggiore in Italia che negli altri paesi europei, utilizza una definizione di "piramide" che non considera l'aspetto qualificante ai fini di una compiuta rappresentazione del fenomeno, cioè la presenza di più di una società quotata ai diversi livelli della catena partecipativa. Una volta adottato questo criterio, la presenza di piramidi nel campione di società italiane quotate considerate nello studio si riduce dal 45 al 25 per cento.

⁽¹⁷⁾ Il numero di società quotate appartenenti ai 10 gruppi non finanziari a maggiore capitalizzazione si è ridotto da 68 nel 2000, a 34 nel 2001 a 25 nel 2006. Il numero massimo di società quotate appartenenti allo stesso gruppo era pari a 21 nel 1990, a 7 nel 2001, a 4 nel 2006. Anche la lunghezza della catena di controllo si è ridotta: nei 10 gruppi non finanziari a maggiore capitalizzazione, il numero medio di livelli in cui è presente una società quotata è ridotto da 2,6 nel 1990 a 2,1 nel 2001 a 1,6 nel 2006.

⁽¹⁸⁾ Il numero di società con azioni di risparmio si è quasi dimezzato negli ultimi dieci anni. Alla fine del 2006 solo l'11,6 per cento delle società aveva azioni di risparmio a fronte del 12,7 del 2001 e del 26 per cento del 1997. Il peso medio delle azioni di risparmio sul capitale delle società che le hanno emesse è anche diminuito dal 19,3 per cento del 1997 al 17,1 del 2001 all'11,1 del 2006.

⁽¹⁹⁾ Il premio per il voto, calcolato come differenza tra il prezzo delle azioni ordinarie e quello delle azioni di risparmio, si è ridotto progressivamente negli ultimi 10 anni sia nei valori medi (da circa il 55,9 per cento nel 1997 a circa il 20 per cento nel 2001, a poco più del 6 per cento nel 2006) sia nei valori mediani (rispettivamente pari al 50 per cento, al 17 per cento e al 5 per cento nei tre anni considerati). Il cosiddetto *holding discount*, che misura lo sconto, rispetto al valore delle sue attività, con il quale vengono valutate sul mercato le azioni delle società quotate che detengono in misura prevalente partecipazioni di controllo in altre società quotate, mostra una tendenza alla riduzione negli ultimi 10 anni, sebbene con oscillazioni influenzate anche dal ciclo borsistico. Il valore medio, pari a circa il 23 per cento nella seconda metà degli anni '90, è sceso nel 2006 a circa il 18 per cento. Lo sconto appare maggiore nelle società appartenenti a gruppi più articolati, in termini di numero di società quotate controllate.

⁽²⁰⁾ Oltre un quarto della capitalizzazione complessiva di borsa a fine 2006 era riferibile a società controllate da coalizioni formalizzate in patti di sindacato. Le società controllate direttamente da un patto di sindacato erano circa il 10 per cento del totale, con un peso in termini di capitalizzazione pari a oltre il 22 per cento. A queste si aggiungono le società quotate controllate da una società non

quotata a sua volta controllata da un patto di sindacato che erano pari al 5 per cento sia in termini di numero che di capitalizzazione.

(21) La possibilità di emettere azioni con voto multiplo è prevista negli Stati Uniti, Regno Unito, Giappone, Francia, Svezia, Irlanda e Finlandia.

(22) Nel maggio 2007 il *Financial Stability Forum* ha pubblicato un approfondito aggiornamento dello studio realizzato nel 2000 sugli *hedge funds* (*Report of the Working Group on Highly Leveraged Institutions*).

Sempre nel maggio 2007 lo *Steering Group* dell'Ocse sulla *Corporate Governance*, presieduto dalla Consob, ha pubblicato uno studio sul ruolo dei fondi di *private equity* e degli *hedge funds* nella *corporate governance* (*The Role of Private Pools of Capital in Corporate Governance: Summary and main Findings about the Role of Private Equity Firms and "Activist" Hedge Funds*).

(23) Il volume delle obbligazioni collocate da oltre 350 emittenti bancari nel periodo che va dal 12 maggio al 31 dicembre 2006 è stato pari a circa 15 miliardi di euro.

(24) L'indagine annuale condotta dall'Associazione delle società per azioni (Assonime) evidenzia come le relazioni delle società relative all'adesione al Codice di Autodisciplina del Comitato per la *corporate governance* costituito presso Borsa Italiana siano oggi sensibilmente più complete, più facilmente leggibili e più trasparenti, sia in caso di adesione alle raccomandazioni del Codice, sia nelle ipotesi di eventuale mancata adesione. All'interno di questo quadro complessivamente positivo, esiste peraltro una notevole variabilità nel grado di adesione ai principi raccomandati dal Codice e nel livello di trasparenza sull'applicazione delle singole disposizioni in esso contenute.

(25) Da un confronto tra le società quotate italiane e inglesi di grandi dimensioni (le 50 società italiane e le 150 società inglesi con capitalizzazione superiore, a fine 2006, a 2.500 milioni di euro) risulta che la dimensione media del consiglio è di 14,3 membri per le società italiane contro 10,8 per quelle inglesi. Circa un terzo delle società italiane considerate ha un numero di membri inferiore a 12, mentre la percentuale è pari a oltre il 60 per cento per le società inglesi. Con riguardo alla presenza di amministratori indipendenti, il loro peso sul numero totale di consiglieri è pari al 53 per cento per le società italiane e al 63 per cento per quelle inglesi. Inoltre mentre nelle società inglesi la quasi totalità degli amministratori non esecutivi è anche indipendente (il 95 per cento) nelle società italiane tale percentuale è pari solo al 60 per cento.

***RELAZIONE AL MINISTRO
DELL'ECONOMIA E
DELLE FINANZE***

La relazione che segue, riferita all'anno 2006, 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.

A

***LE QUESTIONI IN CORSO
E LE LINEE DI INDIRIZZO***

I – IL CONTESTO ECONOMICO E ISTITUZIONALE

1. *L'evoluzione del quadro normativo*

1.1. Il nuovo scenario delle regole alla luce delle riforme legislative

Un sistema di regolamentazione efficace deve garantire la relativa stabilità nel tempo dei suoi principi fondamentali.

In un settore, come quello finanziario, pervaso da spinte innovative e tecniche sofisticate, la stabilità delle regole coincide con la loro capacità di realizzare un equilibrio, tra vincoli e flessibilità, che goda di diffusa accettazione da parte di tutte le componenti del mercato.

Il raggiungimento di questo obiettivo avviene all'esito di un percorso difficile, non sempre lineare, a volte frutto di reazioni alle crisi, di ripensamenti e successivi assestamenti.

Ad esempio, a seguito del verificarsi di scandali finanziari, il legislatore interviene spesso con una normativa connotata da un notevole tasso di imperatività e di dettaglio.

A queste fasi, seguono normalmente periodi in cui alle norme imperative si sostituiscono norme che lasciano maggiore spazio all'autonomia statutaria (e contrattuale in genere) e all'autoregolamentazione.

È quanto sembra accadere attualmente nella comunità internazionale, e in Italia, con caratteristiche e velocità che necessariamente si differenziano in funzione dei diversi punti di partenza.

Negli Stati Uniti, dopo i noti scandali, si è sentito il bisogno di una regolamentazione più rigida su alcuni aspetti della *governance* societaria, realizzata con il Sarbanes&Oxley Act, per poi avviare una riflessione critica sull'utilità di alcune nuove regole, in relazione all'analisi dei costi che ne sono derivati.

In Europa, si è appena conclusa una fase particolarmente intensa di definizione di regole armonizzate, ritenute necessarie per facilitare la realizzazione di un mercato europeo integrato dei servizi finanziari. Non sempre, tuttavia, i rimedi sono apparsi soddisfacenti. In alcuni casi la regolamentazione europea, invece di eliminare le barriere, sembra aver prodotto nuovi ostacoli, come dichiarato il 27 febbraio 2007 dallo stesso Commissario europeo al mercato interno Mc Creevy, in occasione della presentazione di un Rapporto della Commissione Europea sullo stato di recepimento della direttiva sulle offerte pubbliche d'acquisto (Opa)⁽¹⁾.

Nell'ultimo periodo molte società italiane sono impegnate da protagoniste in operazioni di aggregazione e di confronto con competitori di altri paesi membri, in settori anche di importanza strategica per le economie nazionali.

Questa circostanza sottopone a un ulteriore fondamentale test di verifica gli ordinamenti nazionali, dei quali viene misurata sul campo la capacità, oltre che di tutelare i soggetti più deboli, di non svantaggiare, sul piano dei vincoli regolamentari, la competitività dei loro operatori.

L'Italia ha partecipato attivamente al processo di regolamentazione europea. Tra il 2005 e il 2006 la legislazione del mercato finanziario ha subito una radicale trasformazione, innestata sia dagli obblighi di recepimento della normativa europea sia dalle spinte che sul piano interno e internazionale si sono fatte incessanti, dopo scandali societari e vicende relative a scalate bancarie.

Le trasformazioni avvenute in Italia sono destinate a incidere profondamente anche sull'assetto istituzionale delle Autorità di vigilanza, sulla loro capacità di intervento e sugli aspetti di prevenzione, oltre che di sanzione, di comportamenti non corretti, suscettibili di minare in modo grave la fiducia nel funzionamento del mercato.

Dopo l'avvio avvenuto a metà del 2005, il 2006 è l'anno della piena operatività della nuova disciplina sugli abusi di mercato. È quindi l'anno in cui società, mercati e intermediari hanno avviato la realizzazione di nuove prassi comportamentali, fondate su più intensi livelli di monitoraggio dei propri esponenti e delle transazioni effettuate e su circuiti informativi più completi e integrati sia interni che nei confronti delle Autorità e del mercato.

Il 2006 è anche l'anno della riforma del risparmio che, approvata alla fine dell'anno precedente, ha goduto dei risultati di una positiva, pur se lunga, riflessione, comune tra Autorità e mercato, che ha portato all'approvazione, alla fine dell'anno, del decreto con il quale sono state apportate necessarie norme di coordinamento con il Testo unico della finanza (Tuf) e con il Testo unico bancario (Tub). La normativa rappresenta ora un quadro di riferimento organico e potenzialmente dotato di adeguata stabilità.

Da ultimo, il 2006 è stato un anno determinante per la maturazione di un progetto di riforma istituzionale delle Autorità indipendenti che, approvato dal Governo nella seduta del 2 febbraio 2007, impegnerà il dibattito pubblico e parlamentare nei mesi a venire.

L'entrata in vigore della nuova disciplina sugli abusi di mercato

La nuova disciplina sugli abusi di mercato (contenuta nell'art. 9 della legge 62 del 2005: "*Legge comunitaria del 2004*"), entrata ormai pienamente in vigore, rafforza tre aspetti fondamentali della vigilanza sui mercati: prevenzione, accertamento e sanzione.

Sono state introdotte nuove misure di prevenzione, che puntano sulla trasparenza di informazioni fondamentali per la valutazione del corretto andamento del mercato (*internal dealing*, operazioni sospette, *fair disclosure* degli emittenti). Sono stati potenziati i poteri di accertamento della Consob, esercitabili nei confronti di una più estesa pluralità di

soggetti e comprendenti modalità conoscitive e di intervento particolarmente incisive (accesso ai documenti, alle sedi, acquisizione di registrazioni telefoniche, sequestri, ecc.). È stato affiancato al preesistente regime sanzionatorio penale un parallelo regime di tipo amministrativo, che prevede l'applicazione autonoma e diretta delle sanzioni da parte della Consob, con un significativo aumento del livello delle sanzioni e della loro potenziale deterrenza.

Con queste innovazioni, la disciplina sugli abusi di mercato ha assunto una posizione di assoluta centralità nel quadro delle misure a tutela del mercato, che prevede nuovi rilevanti oneri per gli operatori e per le Autorità di vigilanza.

Emittenti e intermediari sono chiamati ad adottare nuove regole di comportamento sul mercato e a realizzare nuove misure organizzative, atte a prevenire comportamenti che pregiudicano la corretta informazione del mercato e l'integrità delle negoziazioni.

La Consob è chiamata, anche attraverso la riorganizzazione delle sue strutture e procedure, a garantire la tempestiva rilevazione delle ipotesi di abuso e la conseguente conduzione dei procedimenti di contestazione e sanzione.

Ne sono derivati rilevanti oneri di adattamento per tutti i soggetti coinvolti, per l'intensità e la rapidità dei cambiamenti indotti.

Un immediato banco di prova del nuovo sistema è stato offerto da fenomeni critici collegati a vicende societarie di grande rilevanza, il cui sviluppo si è delineato proprio nel periodo di entrata in vigore della nuova disciplina.

Su questi fenomeni l'azione di vigilanza e repressione è stata intensa e si è giovata dei nuovi strumenti e poteri di indagine e di una proficua, reciproca collaborazione con l'Autorità Giudiziaria.

La Consob apporta il proprio patrimonio di competenza tecnica, neutralità e indipendenza per favorire l'adozione da parte degli operatori di modelli di comportamento sempre più aderenti ai principi della regolamentazione.

Sul piano repressivo, la complementarità tra azione penale e azione amministrativa, che il legislatore nazionale ha voluto affiancare nel perseguimento degli abusi di mercato, richiede la valorizzazione delle rispettive specializzazioni e competenze in un quadro di proporzionalità delle misure e degli strumenti adottati.

La riforma del risparmio

Nel corso del 2006 è stata portata a termine la riforma del quadro normativo avviata con la riforma del risparmio (legge 28 dicembre 2005, n. 262: "*Disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari*"), attraverso l'attuazione delle misure di coordinamento con il Testo unico della finanza e con il Testo unico bancario che hanno anche apportato significative correzioni al testo originario (decreto legislativo 29 dicembre

2006, n. 303: “*Coordinamento con la legge 28 dicembre 2005, n. 262, del Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia e del Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*”).

Tali correzioni hanno consentito di dare maggiore unitarietà al sistema delle regole, eliminando gran parte di quegli elementi che non sempre assicuravano un'adeguata coerenza complessiva del quadro normativo e il necessario equilibrio tra costi e benefici delle regole.

Oggi si è realizzata la piena estensione ai prodotti finanziari emessi da banche e assicurazioni delle regole di trasparenza e correttezza previste dal Tuf e il conseguente riconoscimento alla Consob della funzione primaria di Autorità di vigilanza sulla trasparenza e correttezza dei comportamenti con riguardo all'intera gamma dei servizi di intermediazione mobiliare e dei prodotti a contenuto finanziario.

Alcune disomogeneità e sovrapposizioni si riscontrano ancora nell'area del risparmio gestito e dei prodotti previdenziali, che vedono coinvolte altre Autorità anche su aspetti di trasparenza.

La riforma impegna la Consob in un imponente sforzo di regolamentazione, in corso in questi mesi, per rendere operative le nuove previsioni che in molti casi intervengono su aree e fenomeni precedentemente non regolamentati.

Il difficile obiettivo è di disegnare un nuovo quadro di regole che consenta di attuare il rafforzamento della tutela degli investitori, alla base del disegno di riforma, assicurando al contempo un adeguato equilibrio tra costi e benefici della regolamentazione, in un contesto caratterizzato da una sempre maggiore integrazione internazionale e da competizione tra piazze finanziarie.

La riforma del risparmio, pur con alcuni limiti, rappresenta un passo importante per l'evoluzione del quadro normativo italiano. Le soluzioni individuate ai principali problemi emersi negli scandali societari (e non solo) degli ultimi anni possono non sempre essere ottimali, ma costituiscono comunque una forte risposta che il sistema italiano è riuscito a dare alla crisi di credibilità e fiducia che quegli scandali avevano generato.

Alcuni ulteriori aggiustamenti delle norme possono essere opportuni, oltre a quelli già attuati con il decreto di coordinamento, ma soprattutto è necessario che si arrivi rapidamente al consolidamento dell'impianto generale del quadro normativo che si è venuto a determinare con la riforma del risparmio, ricostituendo la coerenza sistematica che il Tuf aveva al momento della sua definizione e recuperando un'impostazione di regolazione per principi che garantisca un adeguato equilibrio tra costi e benefici delle regole. Tale consolidamento dovrà inoltre coinvolgere i cambiamenti di grande rilevanza che saranno indotti dall'imminente recepimento di alcune importanti direttive comunitarie il cui campo di applicazione attraversa l'intero spettro delle aree sottoposte a vigilanza.

Solo con una stabilizzazione delle regole è infatti possibile che si avvii la fase di attuazione che richiede nuovi e significativi sforzi da parte di tutti i soggetti che svolgono funzioni di controllo operando all'interno dei meccanismi di governo societario o nelle funzioni di analisi e filtro delle informazioni societarie o, ancora, come organo di vigilanza.

Si tratta in altre parole di ricostituire, sulle nuove basi che la riforma ha posto, una efficiente catena di controlli societari, che consenta di ridurre i rischi di "fallimento" che si sono manifestati negli scandali avvenuti sia in Italia che in altri paesi.

In tale ottica, occorre privilegiare soprattutto le funzioni di *enforcement* delle regole non solo nelle forme tradizionali di vigilanza pubblica da parte delle Autorità a ciò preposte, ma anche attraverso un più intenso uso degli strumenti di controllo da parte dei diversi soggetti che concorrono alla dialettica societaria, in particolare nelle aree che sono state oggetto delle principali innovazioni legislative.

1.2. La riforma delle Autorità di vigilanza

La riforma delle Autorità indipendenti rappresenta un'ulteriore risposta alle esigenze poste dall'evoluzione dei mercati finanziari e della loro disciplina e pone riflessioni che hanno, allo stesso modo, interessato i principali paesi sviluppati.

Prima di oggi, vi sono stati tentativi ripetuti di ricondurre a un quadro unitario la frastagliata disciplina delle Autorità.

Dopo la prima indagine conoscitiva avviata nel gennaio 1999 dalla Camera, si sono susseguite nel biennio 2001/2002 quattro proposte di legge e una Commissione ministeriale⁽²⁾, per arrivare, il 2 febbraio 2007, all'approvazione da parte del Consiglio dei Ministri di un testo di riforma che ha iniziato in questi giorni l'*iter* parlamentare (Atto Senato n. 1366).

Nelle materie di competenza della Consob, esso delinea un sistema istituzionale dei controlli più aderente all'evoluzione registrata nell'attività degli intermediari e, in questo senso, si pone in una linea di continuità con la legge sul risparmio.

Nel progetto sono condensati molti punti fermi in materia di struttura e funzionamento delle Autorità, sui quali nel corso degli anni si è raggiunta una diffusa convergenza⁽³⁾.

Questo nucleo fondamentale di regole è opportunamente inteso a lasciare la massima flessibilità nell'esercizio dell'autonomia, anche organizzativa e gestionale, delle Autorità, che devono rispondere dell'efficienza complessiva del loro operato.

Le Autorità indipendenti si trovano a operare in un contesto che, da un lato, attraverso l'apertura e l'integrazione dei mercati, tende all'uniformità del quadro normativo, ma, dall'altro, soffre ancora di condizionamenti in ambito nazionale dovuti a

fattori storici, culturali ed economici. Le Autorità indipendenti si trovano di conseguenza al centro di una rete istituzionale che le vede dialogare da una posizione di neutralità con altre Autorità nazionali e sopranazionali, con i soggetti vigilati, con i risparmiatori, con organi legislativi e giudiziari.

In quest'ambito è particolarmente importante che il processo di regolazione, i cui contenuti tecnici sono affidati, anche a livello europeo, alle Autorità indipendenti, preveda meccanismi, non solo di consultazione del mercato, ma di "quasi-negoziato" del giusto equilibrio tra oneri e benefici delle regole, tra istanze degli operatori ed esigenze di tutela degli investitori.

Le Autorità devono "ascoltare il mercato" in tutte le sue componenti e il mercato dovrebbe partecipare attivamente a questo processo, sia attraverso le consultazioni sia attraverso una maggior capacità di autoregolamentazione. Devono, peraltro, essere trovate soluzioni efficaci per coinvolgere nel processo di consultazione non solo gli operatori ma anche gli investitori, inclusi quelli al dettaglio.

Il disegno di legge governativo sulla riforma delle Autorità di vigilanza prefigura un'evoluzione istituzionale e delle funzioni di regolazione e vigilanza sui mercati finanziari che risponde alle esigenze di razionalizzazione e di rafforzamento della loro efficacia.

La molteplicità di Autorità e di regole che intervengono nello stesso settore di attività, conseguente a una ripartizione per soggetti delle competenze di vigilanza, può generare infatti insofferenza negli operatori, deresponsabilizzazione dei soggetti vigilati, svilimento della capacità di giudizio e di autotutela di azionisti e risparmiatori.

Tale sistema, inoltre, si pone in contraddizione con la crescente assimilazione dei prodotti offerti ai risparmiatori nei diversi comparti del mercato finanziario e si risolve, in definitiva, in livelli non omogenei di tutela.

Come già segnalato, la legge sul risparmio ha eliminato molti difetti del sistema, estendendo i controlli della Consob, finalizzati alla trasparenza, ai prodotti finanziari emessi da banche e assicurazioni.

Il disegno di riforma promuove la piena attuazione del modello che prevede la ripartizione delle competenze tra Autorità in base alla finalità della vigilanza.

Tale modello opera un'allocazione efficiente delle competenze, evitando conflitti, duplicazioni di costi e, al contempo, garantendo pari dignità ai differenti interessi tutelati, quali la stabilità e la trasparenza.

Le relazioni che esistono tra le diverse finalità, ad esempio tra correttezza di comportamento e stabilità degli intermediari, richiedono di rafforzare la cooperazione e lo scambio di informazioni tra le Autorità di vigilanza, ma non possono giustificare le sovrapposizioni che persistono in alcune aree (soprattutto nella disciplina degli

intermediari e del risparmio gestito) che possono ridurre l'efficacia delle funzioni di vigilanza e aumentare i costi della regolamentazione.

Il disegno di legge di riforma prevede anche una nuova sede di utile confronto istituzionale, con la creazione, contestuale alla soppressione del Cidr, di un Comitato per la stabilità finanziaria, composto dal Ministro dell'Economia e delle Finanze, che lo presiede, dal Governatore della Banca d'Italia e dal Presidente della Consob, incaricato dell'esame di problemi che possono influire sulla stabilità dell'intero sistema finanziario nazionale.

Il progetto si inserisce dunque in modo coerente nel processo di razionalizzazione della disciplina dei mercati e degli intermediari e ha il pregio di affrontare con una visione ampia e unitaria i problemi e le disomogeneità che hanno fino a oggi caratterizzato il comparto delle Autorità di vigilanza di settore.

Sugli strumenti per raggiungere obiettivi ormai condivisi il confronto sarà aperto e non facile, ma sarà comunque necessario che giunga a conclusione.

1.3. Lo scenario europeo e il coordinamento internazionale

Come si è accennato, all'evoluzione del quadro normativo negli ultimi 2 anni hanno concorso e concorrono in misura crescente le norme stabilite a livello dell'Unione Europea finalizzate alla realizzazione del mercato interno dei servizi finanziari.

Si tratta di una normazione in taluni settori particolarmente pervasiva, secondo le linee delineate nel rapporto Lamfalussy del 2001 per il mercato dei valori mobiliari e successivamente estese anche ai settori del credito e delle assicurazioni.

Il rapporto Lamfalussy, con l'obiettivo di accelerare e favorire l'effettiva integrazione e armonizzazione nel settore finanziario, ha suggerito di strutturare la normativa europea secondo un modello "a cascata", articolato su quattro livelli.

Al primo livello si collocano le direttive e i regolamenti, adottati secondo la procedura di codecisione tra Consiglio e Parlamento, destinati a contenere principi di carattere generale.

Al secondo livello si collocano le direttive e i regolamenti adottati dalla Commissione Europea, con l'assistenza di appositi comitati, quali il Comitato che riunisce a livello europeo le Autorità di vigilanza del settore mobiliare (*Committee of European Securities Regulators* – Cesr) e il Comitato valori mobiliari in cui siedono i rappresentanti degli Stati membri (*European Securities Committee* – Esc). Obiettivo delle norme di secondo livello è quello di stabilire regole di armonizzazione dettagliate, destinate a regolare uniformemente il comportamento dei diversi attori del mercato europeo.

Il sistema è poi completato dalle norme di terzo livello, ovvero dagli standard adottati dal Cesr per favorire l'attuazione coordinata della normativa e, soprattutto, la convergenza delle prassi operative di vigilanza. L'esistenza di norme uguali, infatti, non

elimina gli arbitraggi regolamentari e la permanenza di diversi approcci nella vigilanza e nell'attività sanzionatoria può creare difformità nelle garanzie a tutela degli investitori. Al quarto livello si pone la verifica della Commissione Europea della tempestiva ed efficace attuazione delle disposizioni comunitarie nelle normative nazionali.

Ciascun paese deve quindi partecipare ai diversi livelli del processo legislativo comunitario attraverso le proprie istituzioni, politiche e tecniche. Queste devono essere in condizione di sostenere coerentemente le istanze di regolamentazione provenienti dal proprio ordinamento, per far sì che l'insieme delle misure elaborate a livello europeo, ormai caratterizzate da un livello di dettaglio assai elevato, non comporti necessità di adattamento dei sistemi nazionali a regole non pienamente condivise.

I risultati prodotti sin qui dall'attuazione del modello di regolamentazione a cascata, senz'altro positivi in termini di tempi ed estensione delle nuove iniziative legislative, costituiscono attualmente oggetto di valutazione da parte delle istituzioni comunitarie. Un apposito gruppo di "saggi" costituito dalla Commissione Europea, il *monitoring group*, ha pubblicato recentemente una prima ipotesi di raccomandazioni per migliorare l'efficienza del modello.

Un punto critico riguarda la limitata convergenza nell'operato concreto delle Autorità di vigilanza dei diversi paesi. Permangono infatti resistenze da parte delle Autorità a modificare le proprie prassi operative e a orientare i propri comportamenti verso standard comuni.

Le diversità nelle tipologie di mercati vigilati e, in particolare la dicotomia tra mercati dove si privilegiano gli aspetti di protezione del risparmio, per la diffusa presenza di investitori al dettaglio, e mercati dove si tende a favorire lo sviluppo dell'industria, non agevola lo sviluppo di approcci comuni nella vigilanza.

Inoltre, il mantenimento a livello nazionale di poteri di "alta vigilanza" in capo ai governi, con la possibile indicazione di linee di indirizzo sulle attività delle Autorità, può ridurre l'autonomia e ritardare la convergenza verso un approccio comune.

Le riflessioni svolte nell'ambito del *monitoring group* potrebbero quindi fornire un utile contributo per promuovere un maggior coordinamento tra le Autorità dei diversi paesi.

Per quanto attiene più in generale alla razionalizzazione delle attività di vigilanza su soggetti attivi su più mercati e al coordinamento nell'irrogazione di misure sanzionatorie, va rilevato come il forte radicamento di tali attività negli ordinamenti nazionali non consenta attualmente di addivenire a soluzioni, quali quelle auspiccate dall'industria, per cui un comportamento che costituisce violazione in più mercati venga sanzionato una sola volta. Per tali ragioni, un intervento da parte del Cesr non appare sufficiente. Dovrebbe essere il legislatore comunitario a intervenire, stabilendo regole chiare e precise sulle competenze, quanto meno in ambito amministrativo.

La normativa in materia di intermediari e mercati (direttiva MiFID)

Innovazioni profonde per il funzionamento dei mercati regolamentati di strumenti finanziari e per l'attività degli intermediari deriveranno dall'attuazione nell'ordinamento interno della direttiva sui Mercati di strumenti finanziari (MiFID⁽⁴⁾) e della normativa di secondo livello adottata formalmente dalla Commissione Europea nel 2006⁽⁵⁾.

Si tratta di un *corpus* normativo particolarmente ampio e dettagliato.

La notevole analiticità delle norme riguarda, in particolare, la disciplina degli intermediari e mira a consentir loro di operare sull'intero territorio comunitario sulla base delle regole vigenti nel paese di origine. In precedenza, infatti, il passaporto europeo rilasciato a un intermediario, essendo basato su norme europee di carattere generale, implicava comunque l'obbligo di rispettare le regole stabilite nei diversi paesi ospitanti per l'offerta di servizi, con conseguente frammentazione del mercato e aggravio di costi.

La prima significativa novità per l'ordinamento italiano riguarda la previsione di nuovi servizi di investimento e accessori. Tra i primi, viene menzionata la consulenza in materia di investimenti (in precedenza considerata un servizio accessorio) e la gestione di sistemi multilaterali di negoziazione, la cui prestazione dovrà pertanto essere debitamente autorizzata. Con specifico riferimento alla consulenza in materia di investimenti, la direttiva 2006/73/CE chiarisce il perimetro del servizio, focalizzandone l'oggetto nella prestazione di raccomandazioni personalizzate relative a singoli strumenti finanziari, in ciò introducendo una rilevante differenza rispetto alla disciplina italiana vigente, nella quale il rilascio di singoli consigli relativi a strumenti finanziari, nel contesto dello svolgimento dei servizi di investimento, era stato di norma considerato parte integrante dei servizi di investimento prestati.

Per garantire la piena concorrenza tra intermediari europei e al contempo adeguata tutela ai risparmiatori, è stato necessario definire in dettaglio anche regole di organizzazione interna e di comportamento.

Sono meritevoli di menzione la possibilità di prestare servizi consistenti esclusivamente nell'esecuzione e/o nella ricezione e trasmissione di ordini del cliente (cosiddetta *execution only*); l'approccio previsto per garantire l'adempimento dell'obbligo di eseguire gli ordini alle condizioni più favorevoli per il cliente (cosiddetta *best execution*); la disciplina degli incentivi (*inducements*).

Nell'*execution only*, l'impresa di investimento è esonerata dall'obbligo, normalmente previsto, di ottenere informazioni per valutare l'appropriatezza delle operazioni rispetto al profilo dell'investitore. In questo caso vengono meno le tutele previste nell'ordinamento italiano, nel quale l'obbligo di valutazione dell'adeguatezza degli investimenti è disciplinato in modo analogo per tutti i servizi di investimento. È quindi importante che gli investitori italiani, il cui risparmio risulta in misura rilevante "amministrato" e non "gestito", siano chiaramente edotti del nuovo assetto regolamentare e, in particolare, del

fatto che l'*execution only* è una modalità che garantisce velocità di esecuzione, ma che priva il cliente di qualsivoglia filtro di valutazione di “adeguatezza” degli investimenti da parte dell'intermediario.

Per quanto riguarda l'applicazione della regola di *best execution*, gli intermediari italiani dovranno dotarsi di nuovi sistemi e procedure che consentano il pieno adempimento dell'obbligo di assicurare al cliente la migliore esecuzione dell'ordine, nel nuovo contesto di concorrenza tra piattaforme di negoziazione⁽⁶⁾.

Un ulteriore aspetto meritevole di menzione riguarda la disciplina degli incentivi ricevuti o pagati dai prestatori dei servizi di investimento (*inducements*), in connessione con la propria attività. Sul punto, la direttiva 2006/73/CE ha previsto una disposizione rigorosa relativa alla possibilità per le imprese di ricevere (o erogare) pagamenti o altri benefici non monetari, in particolare concernenti soggetti terzi. Anche la disciplina comunitaria degli *inducements* prospetta consistenti effetti sull'industria dei servizi finanziari e sul ruolo di ciascun intermediario nella catena di produzione e distribuzione degli strumenti finanziari e dei servizi di investimento. L'ammissibilità di alcune forme di incentivo, peraltro ampiamente diffuse in diversi ordinamenti, subirà restrizioni in applicazione dei principi comunitari, con prevedibili effetti sulla rappresentazione ai clienti dell'oggetto dei servizi prestati e dei costi direttamente o indirettamente da essi sostenuti nonché possibili riflessi sulle modalità di remunerazione dei prestatori dei servizi di investimento. La disciplina in materia di *inducements*, unita all'assetto conferito dalle direttive al “nuovo” servizio di consulenza, potrà determinare l'enfaticizzazione, potenzialmente anche in termini di remunerazione, dell'autonomo valore di tale servizio.

A differenza del settore degli intermediari, nel quale il dettaglio delle norme di secondo livello preclude alle Autorità nazionali di effettuare scelte regolamentari differenziate, nel settore dei mercati rimangono ambiti di discrezionalità nel recepimento delle norme nei singoli ordinamenti. Si fa riferimento, in particolare, alla regola di trasparenza dei prezzi di titoli diversi dalle azioni, per i quali è prevista una serie di opzioni, il cui esercizio potrà determinare notevoli divergenze tra i mercati europei. L'armonizzazione a livello comunitario, infatti, è stata limitata al settore azionario.

Viene anche meno la facoltà di applicare la regola di concentrazione degli scambi. In tal modo vengono create le condizioni per il libero esplicarsi della concorrenza fra infrastrutture di mercato e, quindi, per la libera scelta da parte di intermediari e investitori del “luogo” di esecuzione degli ordini. A ciò si accompagna il pieno riconoscimento di soggetti che offrono servizi per molti versi simili a quelli offerti dai mercati regolamentati (sistemi multilaterali di negoziazione e intermediari internalizzatori sistematici⁽⁷⁾), che vengono sottoposti ad apposita disciplina.

In tale contesto, deve essere garantita la possibilità di valutare in qualunque momento le migliori condizioni disponibili sul mercato per effettuare una transazione e di verificare a posteriori le condizioni alle quali l'operazione è stata conclusa. Per questo motivo, la

direttiva introduce una serie di misure regolamentari e di vigilanza centrate su obblighi informativi.

La crescita delle fonti informative e la maggiore articolazione delle modalità e degli strumenti di negoziazione richiederà un maggiore sforzo nella costruzione di sistemi di analisi dei dati e delle informazioni. Il regime risulta piuttosto complesso, non solo per l'industria, ma anche per la vigilanza.

Il legislatore comunitario non ha stabilito norme vincolanti in materia di consolidamento delle informazioni, nell'auspicio che siano le libere forze del mercato a individuare la soluzione più efficiente. Le Autorità di vigilanza riunite nel Cesr, pur senza contravvenire a detto principio, hanno ritenuto di fornire alcune indicazioni quanto alle caratteristiche delle informazioni da rendere pubbliche, in modo da assicurare un livello di omogeneità che renda effettiva la possibilità di consolidamento delle informazioni.

Dal punto di vista della vigilanza, la Consob sta già ristrutturando i propri sistemi di monitoraggio degli scambi, partecipando, in collaborazione con le altre Autorità europee in sede Cesr, alla creazione del cosiddetto sistema *Trem* (*Transaction reporting mechanism*) destinato a consentire lo scambio tra Autorità di informazioni sulle transazioni su titoli quotati nei mercati regolamentati europei.

Il Parlamento ha approvato a inizio d'anno i criteri di delega per il recepimento della normativa appartenente al "sistema" MiFID, confermando essenzialmente l'impianto normativo del Tuf per quanto attiene alla ripartizione delle competenze tra Consob e Banca d'Italia.

Tra i criteri di delega figurano, altresì, norme volte a introdurre nell'ordinamento interno la figura del "consulente indipendente", inteso come persona fisica, sottoposta alla vigilanza di un ordine professionale di nuova creazione. Alla Consob viene attribuita la vigilanza sul predetto ordine professionale.

La bozza di decreto legislativo delegato per l'attuazione della direttiva, recentemente pubblicata per consultazione dal Ministero dell'Economia e delle Finanze, introduce nuove forme di collaborazione e coordinamento tra Consob e Banca d'Italia, al fine di minimizzare l'impatto sui soggetti vigilati e di evitare comunque duplicazioni di richieste. In quest'ottica si muove anche l'innovazione in base alla quale le materie dell'organizzazione interna, della gestione dei conflitti di interesse e degli incentivi alla distribuzione dovranno essere disciplinate da norme emanate congiuntamente dalle 2 Autorità.

La Consob sta lavorando alla predisposizione dei regolamenti di attuazione delle nuove norme nell'auspicio che, con il contributo di tutti i soggetti coinvolti, si possa avere un regime pienamente operante dal 1° novembre 2007, come richiesto dalla direttiva.

La disciplina delle offerte pubbliche di acquisto (direttiva Opa)

Il termine per il recepimento della direttiva sulle Opa è scaduto il 20 maggio 2006⁽⁸⁾. La complessità della materia e la rilevanza e l'ampiezza dei margini di discrezionalità lasciati ai legislatori nazionali hanno fatto sì che pochi paesi europei siano riusciti a rispettare la scadenza prevista. Alla fine di marzo 2007, il processo di recepimento si è però concluso nella maggior parte dei grandi paesi europei, con l'eccezione di Italia, Spagna e Belgio.

La direttiva Opa, al contrario delle cosiddette direttive Lamfalussy, è una direttiva di "armonizzazione minima" con la possibilità, per gli Stati membri, di esercitare una serie di opzioni, che si estendono sino alla facoltà di non recepire (cosiddetto *opt out system*) talune delle norme contenute nella direttiva. Si tratta, in particolare, delle cosiddette norme sulla "passività" degli amministratori (*passivity rule*), che richiedono l'autorizzazione dell'assemblea per l'adozione di misure di difesa, e di quelle sulla "neutralizzazione" (*break-through rule*), che sterilizzano una serie di strumenti che possono ostacolare un'Opa (patti di sindacato, restrizioni statutarie al diritto di voto, ecc.).

Inoltre, la direttiva prevede la possibilità di introdurre una "clausola di reciprocità" che consenta alle società bersaglio, sottoposte a norme sulla passività e/o sulla neutralizzazione, di disapplicare dette norme nel caso in cui l'offerente non sia sottoposto ad analoghe condizioni.

Un rapporto recentemente pubblicato dalla Commissione Europea sull'attuazione della direttiva indica che 8 paesi, tra cui Germania, Olanda e Lussemburgo, non hanno introdotto la *passivity rule* e che nessun paese (eccetto Estonia, Lettonia e Lituania) ha introdotto le regole di neutralizzazione prefigurate dalla direttiva.

In base ai dati raccolti dalla Commissione Europea, risulta che le società non sottoposte alla *passivity rule* rappresentano il 32% della capitalizzazione del mercato europeo e che i paesi che hanno recepito la clausola di reciprocità (tra cui Francia, Germania, Olanda, Portogallo e Spagna) rappresentano una capitalizzazione pari al 62%.

Alcuni paesi, come la Francia, hanno altresì introdotto vere e proprie misure di difesa (*poison pills*), come la possibilità di emettere titoli da assegnare ai soci al fine di aumentare il costo dell'acquisizione. La Francia ha inoltre introdotto norme particolarmente stringenti sull'obbligo, anche in presenza di sole voci di mercato (*rumors*), di dichiarare pubblicamente le proprie intenzioni e depositare un documento di offerta (entro un termine determinato volta per volta dall'Autorità) o, in caso contrario, di astenersi per 6 mesi dal lanciare un'Opa. Sono evidenti gli effetti che tali misure possono avere sulla contendibilità delle società, esponendo i potenziali scalatori all'obbligo di una dichiarazione di intenzioni prematura e fortemente condizionante sui comportamenti futuri. Nonostante la norma prescindendo dalla nazionalità del potenziale scalatore, è possibile che essa venga utilizzata a difesa di interessi nazionali, per scoraggiare acquisizioni ostili da parte di soggetti esteri.

Ciò ha trovato conferma in alcuni recenti casi che hanno coinvolto emittenti italiani nella veste di possibili scalatori di società quotate francesi.

Anche altre norme della direttiva sono state recepite in maniera tale da creare ostacoli al mercato del controllo societario. Tra esse, la soglia al passaggio della quale si determina l'obbligo di lanciare l'Opa varia molto da paese a paese, arrivando fino al 66% in Polonia.

Si può, pertanto, concludere che, con l'eccezione del Regno Unito che ha mantenuto in maniera pressoché integrale un impianto normativo caratterizzato da un elevato grado di apertura del controllo societario, le scelte effettuate dagli altri principali paesi europei indicano una diffusa propensione a utilizzare le opzioni della direttiva per mantenere elementi di protezione degli assetti di controllo nazionali.

In Italia, la disciplina definita dal Tuf, fortemente orientata alla tutela degli investitori e della contendibilità delle società quotate, ha contribuito a rendere il mercato italiano più dinamico e aperto ai cambiamenti. La Consob ha affermato, in più occasioni, l'opportunità di assicurare una linea di continuità con l'impostazione del Tuf, mantenendo l'obbligatorietà dell'approvazione assembleare per l'adozione di strumenti di difesa e la possibilità di recesso *ad nutum* dai patti parasociali in caso di Opa.

Si tratta di due misure, apprezzate dagli investitori anche internazionali, che l'ordinamento italiano conosce da quasi 10 anni. In particolare, la possibilità di recesso dai patti di sindacato, che il legislatore comunitario ha mutuato proprio dalla disciplina italiana, rappresenta un elemento importante per garantire la contendibilità del controllo.

L'eventuale introduzione, consentita dalla direttiva, del principio di reciprocità, potrebbe determinare una riduzione della tutela degli interessi degli azionisti delle società italiane oggetto di un'offerta pubblica, ai cui fini non assume rilevanza il grado di apertura alla contendibilità del soggetto offerente.

È da rilevare però che, come esposto, sta emergendo un quadro caratterizzato da una generale riduzione della contendibilità del controllo, in particolar modo in caso di offerte transfrontaliere relative a settori di interesse strategico per le economie nazionali.

Allo stato, la definizione di un sistema normativo che, mantenendo gli attuali presidi in materia di misure di difesa e recesso dai patti di sindacato, consenta alle singole società italiane l'applicazione della regola della reciprocità può rappresentare una comprensibile e realistica reazione alle disomogeneità normative che si vanno determinando in ambito continentale.

Il sistema delineato garantirebbe alle società italiane che scelgono l'opzione statutaria della reciprocità la possibilità di difendersi da un offerente estero che non applica le medesime norme in materia di *passivity rule* e neutralizzazione, e permetterebbe alle società che non effettuano tale scelta di mantenere un regime di apertura completa, anche nei confronti di chi non applica il medesimo regime.

Inoltre gli azionisti, con la possibilità di adozione statutaria della regola della reciprocità, verrebbero coinvolti nella decisione, attraverso la partecipazione all'assemblea straordinaria di modifica statutaria, e si garantirebbe piena trasparenza sulle scelte degli emittenti e sulle ragioni di tali scelte.

Potrebbe poi essere valutata la possibilità di introdurre anche nell'ordinamento italiano una disposizione legislativa che rafforzi i poteri informativi della Consob, prevedendo poteri di richiesta di informazioni e di imposizione della diffusione di notizie ritenute necessarie per il mercato nei confronti di qualsiasi soggetto potenzialmente coinvolto nel lancio di un'offerta.

La disciplina dell'informazione e dei controlli societari

Il quadro delle innovazioni regolamentari di derivazione europea si completerà con l'attuazione della disciplina sugli obblighi informativi degli emittenti (direttiva *Transparency*⁽⁹⁾), i cui termini per il recepimento sono scaduti il 20 gennaio 2007.

Con la direttiva dovrà essere definito un sistema di diffusione delle informazioni sugli emittenti, integrato a livello europeo, finalizzato a consentire la parità di accesso all'informazione a prescindere dai tradizionali confini nazionali e dalle piattaforme di negoziazione su cui si opera. Dovrà, inoltre, essere istituito un sistema centralizzato che renda le informazioni pubblicate dalle società quotate accessibili agli investitori.

In un orizzonte temporale più lungo si pone l'attuazione della direttiva europea in materia di revisione obbligatoria dei conti⁽¹⁰⁾, che ha modificato in maniera radicale la disciplina contenuta nell'ormai superata ottava direttiva.

Estremamente innovativo per l'Unione Europea è il tema del controllo pubblico su tutta la categoria professionale dei revisori, novità che determinerà in Europa la fine degli spazi di autoregolamentazione della professione, sulla scia di quanto già avvenuto negli Stati Uniti a seguito del caso Enron. La direttiva prevede infatti che ogni Stato membro debba dotarsi di forme di controllo di natura pubblicistica sulla correttezza e qualità dei revisori, attraverso l'istituzione di organismi composti, almeno in maggioranza, da persone indipendenti estranee alla professione contabile.

Il sistema previsto nella direttiva appare sostanzialmente in linea con l'ordinamento italiano, che attribuisce da oltre 20 anni alla Consob rilevanti compiti di vigilanza e regolamentazione dell'attività di revisione sulle società quotate. Il sistema italiano supera in molti casi gli standard comunitari, soprattutto dopo le modifiche introdotte dalla riforma del risparmio che ha sensibilmente aumentato l'efficacia e l'estensione di tali compiti.

È comunque importante avviare una riflessione comune sulle possibili implicazioni derivanti dall'estensione del sistema di controllo previsto dalla direttiva a coloro che effettuano la revisione di società di interesse pubblico, non solo di società con titoli quotati

in borsa. La prevista vigilanza sui revisori persone fisiche, infine, amplia notevolmente l'ambito del controllo pubblico rispetto al sistema oggi vigente.

Evoluzione della normativa in tema di gestioni collettive

In sede europea il settore delle gestioni collettive ha sempre rappresentato una peculiarità. La normativa che regola questa attività si è stratificata nel tempo, senza raggiungere una visione unitaria e sistematica. Le norme vigenti si limitano ad armonizzare le caratteristiche del prodotto (quote del fondo) e alcuni profili relativi alla società di gestione.

Il Piano d'azione dei servizi finanziari, tuttavia, non ha dedicato particolare attenzione a questo settore, concentrandosi principalmente sulla normativa in materia di servizi di investimento. Dopo un lungo lavoro di analisi, la Commissione Europea ha pubblicato, nel novembre 2006, un Libro Bianco su una possibile riforma della legislazione, che dovrebbe condurre alla formalizzazione di una "direttiva fondi" secondo il modello Lamfalussy entro il 2008.

La scelta della Commissione non sembra tuttavia quella di un completo cambiamento di impostazione. L'obiettivo principale è favorire l'operatività transfrontaliera dei gestori, permettendo la realizzazione di economie di scala e consentendo forme di gestione in *pool* delle risorse dei diversi fondi. La Commissione Europea intende anche allargare il novero dei prodotti che rientrano nel perimetro dell'armonizzazione, già peraltro notevolmente ampliato attraverso la recente normativa che consente ai gestori di confezionare prodotti innovativi, anche attraverso il ricorso a prodotti derivati.

Per quanto attiene agli aspetti di interesse dell'investitore, la Commissione Europea ha annunciato l'intento di procedere a una profonda innovazione dell'attuale prospetto semplificato, introducendo regole, che saranno a breve sottoposte a consultazione, volte ad assicurare che l'investitore al dettaglio riceva un'informazione comprensibile e adeguata.

La Consob segue attivamente, anche attraverso la presidenza del gruppo Cesr sulle gestioni, le innovazioni in corso in sede europea, che possono rappresentare importanti opportunità di sviluppo per il mercato nazionale; mercato che, secondo una serie di studi pubblicati dalla Commissione Europea, soffre di inefficienze ed è caratterizzato da costi di distribuzione estremamente elevati.

Il gruppo presieduto dalla Consob ha elaborato, nel 2006, misure destinate alla semplificazione delle procedure di notifica per la commercializzazione transfrontaliera dei fondi comuni e norme di secondo e terzo livello sugli investimenti ammissibili dei fondi. Sulla base del quadro normativo vigente, il gruppo del Cesr è impegnato nel raggiungere il massimo coordinamento possibile delle prassi di vigilanza, anche grazie ai lavori di una *Task Force* recentemente costituita (*Investment Management Task Force*), anch'essa

coordinata dalla Consob, incaricata della valutazione degli aspetti operativi dell'attività di controllo.

Prospettive europee di consolidamento del settore di post-negoziazione (post-trading)

Il futuro delle infrastrutture di *post-trading* gioca un ruolo importante nella realizzazione di un mercato integrato europeo.

La Commissione Europea ha più volte sottolineato l'inefficienza dell'attuale struttura dell'industria dei servizi di *post-trading*, nonché i costi particolarmente elevati per il regolamento di transazioni transfrontaliere, in particolare rispetto al costo del regolamento delle transazioni a livello nazionale. A seguito degli esiti dell'analisi di impatto di una possibile direttiva, si è optato per favorire iniziative autonome dell'industria.

Alla fine del 2006, l'industria ha adottato un codice di condotta per le infrastrutture di *post-trading*, con l'obiettivo di favorire la concorrenza tra sistemi in funzione dei livelli di trasparenza assicurati. Inoltre, l'industria si è impegnata a favorire l'inter-operabilità tra i sistemi e l'accesso su basi non discriminatorie agli intermediari europei, in linea con la direttiva MiFID.

Nel corso del 2006, tuttavia, la Banca Centrale Europea si è fatta promotrice di un progetto di integrazione, denominato *Target2-Securities*, complementare al sistema dei pagamenti gestito dalla Banca Centrale, con l'intento di incrementare il livello di efficienza del regolamento transnazionale nell'area euro. In particolare, la Banca Centrale Europea si propone di realizzare il servizio di liquidazione mediante una piattaforma tecnologica unica direttamente gestita dalla BCE stessa.

In febbraio sono stati resi noti gli studi di fattibilità, che dimostrano i vantaggi di avere una piattaforma unica a livello europeo in termini di risparmi di costo e maggiore efficienza (anche tecnologica) a beneficio degli utenti diretti dei depositari centrali nazionali e, dunque, degli investitori finali.

Il libero operare delle forze di mercato non ha dato luogo finora a significativi avanzamenti sul fronte dell'armonizzazione e integrazione del *post-trading*, tanto da giustificare anche un intervento pubblico. Vanno comunque valutati gli effetti di tale iniziativa in un contesto che ha visto consolidarsi una tendenza alla privatizzazione delle infrastrutture di mercato i cui investimenti nel settore sono stati considerevoli.

Il coordinamento internazionale

La Consob ha partecipato alle attività in sede Iosco, l'organizzazione mondiale delle Autorità di vigilanza dei mercati mobiliari attiva dal 1986. L'attività dell'organizzazione nell'ultimo anno è stata guidata dai risultati del lavoro della *Task Force* sulle frodi finanziarie, istituita dopo gli scandali societari verificatisi nei principali paesi. Oggetto di

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

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

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

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

1.4. La competitività della Piazza finanziaria italiana

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

2. I principali elementi di evoluzione del quadro economico

2.1. L'andamento dei mercati finanziari

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

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

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

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

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

Nel 2006 è proseguita la fase positiva dei principali mercati azionari internazionali. La crescita dei corsi azionari è stata costante ed è stata meno marcata negli Stati Uniti che nell'area dell'euro⁽¹¹⁾. Solo nei mesi di maggio e giugno del 2006, i corsi azionari sono diminuiti sensibilmente soprattutto a causa della crescita del prezzo del petrolio e delle materie prime. Nello stesso periodo l'incertezza prodotta dalla prospettiva di un ulteriore restringimento della politica monetaria e di un rallentamento dell'economia statunitense ha causato un aumento della volatilità implicita su entrambi i mercati.

Sull'andamento dei mercati azionari hanno influito positivamente i favorevoli risultati economici delle principali società quotate nelle principali piazze finanziarie, che hanno registrato tassi di crescita degli utili in media superiori a quelli attesi dagli analisti⁽¹²⁾.

La perdurante crescita delle quotazioni ha favorito una decisa ripresa della raccolta di capitale di rischio sulle borse dei principali paesi industrializzati, anche in questo caso più accentuata nei paesi dell'area euro e nel Regno Unito che negli Stati Uniti⁽¹³⁾.

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

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

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

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

Il listino delle società domestiche quotate non ha subito, tuttavia, variazioni particolarmente rilevanti nel 2006 e continua a rappresentare scarsamente il sistema economico italiano⁽¹⁴⁾.

Le 25 nuove ammissioni a quotazione realizzate nel 2006 rappresentano comunque un segnale di ripresa del ricorso al mercato azionario, sia per il loro numero (ben superiore a quello medio degli ultimi 5 anni e in linea con quello degli anni della bolla speculativa della fine degli anni '90), sia per le caratteristiche delle società neo-quotate. Molte di esse, infatti, rappresentano realtà economiche indipendenti dai gruppi già quotati e sono società di media dimensione operanti nei settori industriali "tradizionali", che costituiscono un bacino di alimentazione della borsa finora poco sfruttato.

Il volume di capitali raccolti nelle nuove quotazioni è stato pari a circa 3,7 miliardi di euro, con un aumento di oltre il 150% rispetto al 2005⁽¹⁵⁾.

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

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

Gli scambi di strumenti derivati e il mercato obbligazionario

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

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

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

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

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

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

In forte crescita è risultato nel 2006 il mercato delle emissioni obbligazionarie negli Stati Uniti e nei principali paesi europei. Il miglioramento della qualità del credito degli emittenti (conseguente alla positiva congiuntura economica e misurato dalla riduzione dei differenziali di rendimento tra le obbligazioni di emittenti non finanziari e i titoli di Stato in euro), ha favorito il ricorso al mercato obbligazionario per sostenere politiche di crescita nell'ambito di una generalizzata ripresa delle attività di fusione e acquisizione⁽¹⁷⁾.

In Italia, invece, l'evoluzione del mercato obbligazionario evidenzia una difficoltà di ripresa di un settore che è stato ampiamente coinvolto nei casi di crisi degli anni passati, anche se non si sono verificati nuovi episodi critici nel periodo più recente⁽¹⁸⁾.

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

Nel 2006 è stata, invece, molto intensa la raccolta obbligazionaria delle banche italiane sull'euromercato (ossia presso investitori istituzionali). Le emissioni lorde sono state pari a 67 miliardi di euro circa (contro i 46 miliardi di euro del 2005:+45%), mentre le emissioni nette si sono più che raddoppiate passando da 23 a 55 miliardi di euro. A fine 2005 lo *stock* di obbligazioni emesse da banche italiane risultava composto per circa il 50% da titoli strutturati, spesso con caratteristiche molto complesse, quota che si è lievemente ridotta a settembre 2006 (45% circa).

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

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

Si riscontra peraltro una contrazione dell'operatività di tali sistemi, che si è accentuata nel secondo semestre del 2006⁽¹⁹⁾.

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

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

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

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

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

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

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

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

Lo sviluppo degli hedge funds

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

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

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

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

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

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

Gli *hedge funds* presentano infatti caratteristiche peculiari rispetto ad altri operatori del mercato che pure sono in grado di assumere posizioni di grandi dimensioni, come le banche d'investimento, le *securities firms* e le stesse *holdings* di partecipazioni. Queste categorie di soggetti sono infatti generalmente legate da un complesso di relazioni e di interessi con gli emittenti e più in generale con il mercato in cui operano e sono quindi più propense ad avere portafogli più diversificati e con posizioni di rischio maggiormente compensate. Ne deriva una loro maggiore propensione a salvaguardare l'equilibrio del mercato. Gli *hedge funds*, invece, hanno una strategia più concentrata sull'unico obiettivo di massimizzare i rendimenti della loro operatività e sono quindi meno influenzati, rispetto agli altri soggetti, da condizionamenti di sistema, con la conseguenza che possono adottare comportamenti più aggressivi nei confronti del mercato.

Dalla tendenza a una maggiore concentrazione degli investimenti degli *hedge funds* deriva anche un loro possibile coinvolgimento nella *corporate governance* delle società quotate. Molti *hedge funds* hanno inserito nella definizione delle strategie di gestione dei fondi una politica di "attivismo", con una costante pressione nei confronti del *management* delle società partecipate volta al miglioramento dei risultati. In alcuni casi, l'assunzione di partecipazioni rilevanti consente agli *hedge funds* di esercitare un'influenza, a volte decisiva, nella definizione delle linee strategiche e nella realizzazione di operazioni di

fusionione e acquisizione. In tal modo, il ruolo degli *hedge funds* viene ad avvicinarsi a quello dei fondi di *private equity*, il cui impatto sul mercato, e in particolare sulla dinamica degli assetti di controllo delle società quotate, ha assunto dimensioni importanti.

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

Ulteriori elementi di rischio per la stabilità sistemica derivano dalla tendenza alla convergenza delle strategie di investimento di molti *hedge funds*, che si traduce in una accresciuta interdipendenza delle loro posizioni. Tale elemento costituisce un fattore di debolezza potenziale del mercato in quanto brusche variazioni nei prezzi e nei flussi di investimento potrebbero essere amplificate da effetti "a catena" e imitativi che, considerato il peso degli *hedge funds* soprattutto sulla dinamica degli scambi, potrebbero influenzare la stabilità complessiva del sistema.

Inoltre, l'accresciuta competitività nel mercato degli *hedge funds* sta comportando una riduzione dei loro rendimenti, da cui può derivare una maggiore propensione ad assumere strategie di investimento più rischiose, aumentando il ricorso all'indebitamento, alla ricerca di rendimenti più elevati in grado di soddisfare la domanda degli investitori.

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

Per quanto riguarda il profilo della protezione degli investitori, fino a ora è prevalso un approccio che, in considerazione della tipologia dei soggetti che hanno accesso a tali fondi, ha fatto ritenere che essi disponessero di strumenti e incentivi adeguati per effettuare la valutazione dei rischi connessi a tali strumenti. Profili critici, che potrebbero spingere verso una esigenza di maggiore trasparenza, cominciano però a emergere in considerazione del crescente coinvolgimento tra i clienti degli *hedge funds* di investitori istituzionali che gestiscono fondi anche di piccoli investitori e della diffusione di fenomeni di "discriminazione informativa" che i gestori degli *hedge funds* realizzano nei confronti di diverse categorie di clienti (fenomeno delle cosiddette "side letters").

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

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

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

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

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

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

Le modifiche al regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana, una volta recepite le indicazioni della Consob⁽²⁰⁾, sono state approvate dalla Commissione in data 27 Febbraio 2007.

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

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

Le trattative relative a entrambi i progetti non sono andate a buon fine, per motivazioni diverse. Le trattative fra Borsa Italiana e Deutsche Börse – per

un'aggregazione che avrebbe dovuto estendersi anche a Euronext – si sono interrotte nel novembre 2006, per il mancato accordo sulla *governance* della società che avrebbe detenuto la partecipazione di controllo nelle 3 società di gestione (Borsa Italiana, Deutsche Börse e Euronext).

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

II – I SETTORI DI ATTIVITÀ DELLA CONSOB

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

In merito all'utilizzo dei nuovi poteri cautelari previsti nella repressione degli abusi di mercato, rileva segnalare che nel 2006 la Consob ha per la prima volta esercitato il potere di procedere al sequestro dei beni che possono formare oggetto di confisca del prodotto o del profitto di un illecito, nell'ambito di un procedimento amministrativo relativo a un'ipotesi di *insider trading*⁽²¹⁾.

La vigilanza sull'integrità informativa del mercato

Anche nel 2006 il mercato ha vissuto periodi di turbativa per la presenza di incertezze legate a vari aspetti della vita di società quotate, che hanno richiesto interventi della Consob finalizzati alla tutela della correttezza e completezza informativa e dell'integrità del mercato.

L'azione di vigilanza è stata volta a prevenire quanto più possibile, e comunque a rimuovere con tempestività, eventuali asimmetrie informative che potessero alterare il regolare andamento delle negoziazioni, attraverso una costante azione di verifica delle potenziali anomalie e l'immediata adozione di interventi atti a ripristinare la regolarità del mercato.

Tensioni di particolare rilievo, che hanno richiesto un'azione di vigilanza costante, sono emerse in relazione all'evoluzione degli assetti proprietari e di controllo di società quotate, all'articolazione della struttura organizzativa di gruppi societari complessi, all'emergere di situazioni di difficoltà finanziaria di emittenti e intermediari.

L'evoluzione degli assetti proprietari e di controllo presenta diversi profili potenzialmente critici per l'informazione al mercato.

Soprattutto in un mercato, come quello italiano, caratterizzato da assetti di controllo concentrati e sempre più spesso basati su forme coalizionali che coinvolgono diversi azionisti rilevanti, le incertezze o il diffondersi di aspettative su possibili mutamenti negli assetti proprietari rappresentano un elemento di forte impatto sul mercato.

Gli obblighi di trasparenza proprietaria costituiscono uno strumento importante per garantire una piena ed efficace informazione al mercato e la normativa italiana, contenuta nel Tuf, appare particolarmente stringente rispetto a quella dei principali paesi europei⁽²²⁾. Sono, tra l'altro, previste norme di trasparenza dei patti parasociali, che consentono di fornire al mercato un quadro dettagliato dei principali elementi che possono influire sugli assetti proprietari e di controllo delle società quotate.

Si tratta di misure importanti, che rendono il mercato italiano tra i più trasparenti in ambito internazionale, la cui applicazione richiede un'intensa attività di vigilanza per evitare fenomeni elusivi, resi possibili dall'utilizzo di strumenti finanziari e modalità operative e contrattuali che possono celare l'acquisizione di partecipazioni rilevanti. Vanno

anche tenute presenti le difficoltà di provare l'esistenza di accordi non scritti, suscettibili di assumere le caratteristiche e le funzioni di patti parasociali.

La vigilanza sulla trasparenza proprietaria implica quindi un uso intenso dei poteri informativi e di indagine, nel cui ambito svolge una funzione di crescente importanza la cooperazione internazionale con Autorità di vigilanza di paesi con i quali esistono accordi per lo scambio di informazioni. La cooperazione risulta spesso determinante, considerata la sempre più spiccata propensione a ricorrere a soggetti e intermediari internazionali per effettuare operazioni non trasparenti.

Nelle vicende societarie legate alle scalate bancarie, come noto, gli accertamenti sull'esistenza e sull'evoluzione di patti parasociali e di partecipazioni rilevanti, che non erano stati oggetto di corretta e tempestiva informazione al pubblico, hanno svolto un ruolo decisivo nel far emergere profili estremamente critici. Nel 2006 la Consob ha erogato sanzioni nei confronti di 20 esponenti della Banca Popolare Italiana – Banca Popolare di Lodi e nei confronti della stessa banca quale responsabile in solido, in relazione a violazioni della normativa in materia di patti parasociali, informativa societaria, partecipazioni rilevanti e offerte pubbliche d'acquisto nell'ambito della scalata alla Banca Antoniana Popolare Veneta (Antonveneta). Nella stessa vicenda la Consob ha assunto provvedimenti anche sanzionatori nei confronti di Magiste International Sa e The Stefano Ricucci Trust nonché nei confronti del Sig. Danilo Coppola.

Anche sulla base dell'esperienza maturata in tali vicende, l'attività di vigilanza sull'evoluzione degli assetti proprietari e di controllo è stata diretta non solo a rilevare e sanzionare possibili patologie di comportamento, ma anche a ridurre gli effetti sul mercato delle incertezze che inevitabilmente vengono a crearsi in presenza di iniziative o mere aspettative riguardo a cambiamenti degli assetti di controllo.

Lo sviluppo di vicende strutturalmente complesse che coinvolgono mutamenti degli assetti di controllo può essere reso particolarmente lungo e incerto dall'eventuale necessità di autorizzazioni o di altri procedimenti che coinvolgono diverse normative di settore e diverse Autorità di vigilanza.

In tali situazioni diventa particolarmente difficile e impegnativo il compito dell'Autorità che deve assicurare adeguatezza e tempestività dell'informazione al mercato su eventi che, per loro natura e percorso di formazione, presentano forti elementi di incertezza e opacità.

Questo problema si era manifestato con particolare rilevanza nelle vicende legate alle scalate bancarie dove la natura dei soggetti coinvolti, in qualità sia di potenziali acquirenti che di oggetto di acquisizioni, ha comportato complesse procedure autorizzatorie che hanno coinvolto Banca d'Italia e Isvap, i cui tempi si sono sovrapposti e intrecciati con quelli delle attività di vigilanza della Consob.

La Consob ha ripetutamente segnalato l'esigenza di definire un più stretto coordinamento dei diversi procedimenti di autorizzazione e concessione di nulla osta, al fine di ridurre le fasi di incertezza e le conseguenti anomalie nell'andamento delle quotazioni e degli scambi.

Si tratta di un problema che riguarda non solo l'ordinamento italiano, ma che coinvolge la coerenza del processo di creazione del mercato unico europeo, in quanto scarsa trasparenza e difficoltà di coordinamento possono rappresentare ostacoli significativi al processo di consolidamento di settori, quali quelli finanziari, cruciali per l'economia europea.

La Commissione Europea ha recentemente ottenuto l'assenso del Consiglio e del Parlamento Europeo su una proposta di direttiva volta a rendere più rigorose le procedure che le Autorità di vigilanza degli Stati membri devono seguire per valutare i progetti di concentrazione e di acquisizione nei settori bancario, assicurativo e mobiliare, al fine di migliorare la chiarezza e la trasparenza della valutazione da parte delle stesse Autorità e armonizzare il trattamento delle domande di concentrazione e di acquisizione in tutta l'Unione Europea⁽²³⁾.

Appare comunque opportuno che in queste situazioni le Autorità coinvolte, sia a livello nazionale che sopranazionale, rafforzino le modalità e le pratiche di collaborazione, assicurando la massima sincronia possibile dei singoli provvedimenti e la tempestività del procedimento complessivo.

Anche nel 2006 diverse vicende societarie hanno ribadito la rilevanza dei problemi di coordinamento tra Autorità di vigilanza, e tra queste e altri soggetti di natura pubblica che possono essere coinvolti in vari aspetti delle operazioni che comportano mutamenti del controllo di società quotate.

Particolari esigenze di vigilanza si sono manifestate proprio nei settori bancario e dei servizi soggetti a regime di concessione, caratterizzati da una concorrenza di diverse normative e Autorità pubbliche.

Per quanto riguarda il settore bancario, gli assetti proprietari delle società bancarie, che nel corso del 2005 erano state interessate da forti tensioni, hanno raggiunto un loro equilibrio. La realizzazione di offerte pubbliche d'acquisto ha portato all'acquisizione della totalità del capitale della Banca Antonveneta e della Banca Nazionale del Lavoro da parte di due gruppi bancari europei e alla cancellazione delle società acquisite dalla quotazione.

Il settore delle banche quotate ha continuato a essere caratterizzato da un elevato dinamismo degli assetti di controllo, nel quadro della tendenza a una progressiva concentrazione del settore, soprattutto attraverso operazioni di fusione. Nel corso del 2006 sono state avviate, in particolare, due importanti operazioni di fusione tra banche quotate, che hanno portato all'integrazione di due dei principali soggetti bancari italiani, Banca

Intesa e San Paolo Imi, e alla fusione di due importanti banche a vocazione regionale, Bpu e Banca Lombarda.

In tale quadro, il mercato è stato quasi costantemente interessato dal diffondersi di forti aspettative e indiscrezioni (*rumors*) in merito alla realizzazione delle possibili operazioni di aggregazione, da cui sono derivate pressioni sui prezzi e sugli scambi.

La Consob è intervenuta ripetutamente richiedendo ai soggetti coinvolti di fornire al mercato ogni elemento utile a rimuovere fattori di incertezza che potessero pregiudicare il regolare andamento delle quotazioni. Tale esigenza si è manifestata, in alcuni casi, nelle fasi precedenti alla definizione delle operazioni, nelle quali le richieste della Consob (effettuate in entrambi i casi sopra menzionati) hanno consentito un progressivo aggiornamento del mercato sull'evoluzione delle trattative; in altri casi, invece, l'intervento della Consob ha portato alla smentita delle notizie sull'esistenza di operazioni di aggregazione, effettivamente rivelatesi non fondate.

Tensioni sul mercato si sono determinate in relazione alle notizie riguardanti l'ipotesi di fusione della società Autostrade con la società spagnola Abertis.

L'esercizio da parte di Autostrade di un pubblico servizio, in qualità di concessionaria, ha comportato l'emergere di condizioni ostative al progetto di fusione concordato tra le due società. Nel periodo successivo alla comunicazione al mercato di tale progetto, si sono succeduti interventi, dichiarazioni e atti da parte dei soggetti coinvolti nelle complesse procedure autorizzatorie che hanno richiesto numerosi interventi della Consob, finalizzati a rendere trasparenti gli eventuali effetti dell'operazione sugli assetti proprietari della società e a fornire con continuità e tempestività al mercato ogni elemento utile per valutare l'evoluzione della situazione. La Consob ha costantemente monitorato l'evoluzione della vicenda, acquisendo informazioni, anche attraverso audizioni, dagli organi di amministrazione e controllo della stessa Autostrade Spa e dell'Anas nonché intervenendo più volte, ai sensi dell'art. 114, comma 5, del Tuf, affinché il mercato fosse tempestivamente informato di ogni evento rilevante.

Interventi della Consob volti a garantire la completezza informativa nel mercato sono stati resi necessari anche dalla diffusione di notizie in merito alla possibile realizzazione di importanti operazioni di acquisizione di società di altri paesi europei da parte di due dei principali gruppi quotati italiani, Eni e Enel. Si è trattato di casi in cui si è manifestata con particolare rilevanza la disomogeneità nelle regole, nei poteri e nelle prassi di vigilanza che permane in Europa riguardo alla disciplina del mercato del controllo societario. Tali differenze enfatizzano gli elementi di incertezza del mercato rispetto a vicende già complesse per la dimensione dei soggetti coinvolti, per la rilevanza dei settori economici interessati, per la pluralità di interessi che si confrontano. La Consob è tempestivamente intervenuta per assicurare la diffusione al mercato degli elementi informativi necessari per valutare l'evoluzione di tali vicende, cooperando ove necessario con le altre Autorità europee coinvolte.

Anche il mercato nazionale dei servizi di pubblica utilità è caratterizzato dalla tendenza alla realizzazione di operazioni di aggregazione tra società quotate, soprattutto società municipalizzate operanti su base locale, finalizzate a creare sinergie industriali e finanziarie e a migliorare competitività e qualità dei servizi pubblici locali offerti ai clienti.

In tale contesto, nel 2006 la Consob si è occupata in particolare di due operazioni societarie che hanno coinvolto società quotate controllate da enti locali, al fine di verificare l'applicabilità della disciplina Opa e garantire la trasparenza al mercato delle pattuizioni parasociali contenute nei diversi accordi-quadro e protocolli di intesa stipulati tra gli enti⁽²⁴⁾.

In tale occasione la Commissione ha rilevato come in generale non sussista una intrinseca non contendibilità del controllo delle società di capitali affidatarie della gestione di servizi pubblici locali, in quanto l'ordinamento attualmente vigente non impone più il vincolo del controllo pubblico di tali società. D'altra parte, non sono presenti disposizioni normative che consentano di ritenere come non realizzato un trasferimento del controllo qualora esso avvenga tra enti locali, ovvero, come nel caso esaminato, tra un singolo Comune e una società in cui due Comuni partecipano pariteticamente.

Tensioni sul mercato si sono determinate in conseguenza delle incertezze venutesi a creare in merito a progetti di riorganizzazione delle attività del Gruppo Telecom.

In data 11 settembre 2006 il consiglio di amministrazione di Telecom Italia Spa ha comunicato al mercato l'approvazione di un progetto di riorganizzazione che prevedeva la separazione in forme societarie autonome delle attività di telecomunicazione mobile, nonché della rete d'accesso locale. La separazione della rete mobile rappresentava una sostanziale inversione nella strategia del Gruppo che, in tempi recenti (giugno 2005), aveva proceduto all'integrazione tra Telecom e Telecom Italia Mobile. La separazione della cosiddetta rete d'accesso rappresentava una significativa novità sia per le implicazioni sul sistema delle telecomunicazioni, sia per il cambiamento delle prospettive economico-reddituali e finanziarie del gruppo.

La Consob ha effettuato tempestivi interventi, comprese audizioni, al fine di acquisire informazioni dai vertici della stessa Telecom sul citato progetto di riorganizzazione e assicurare una completa informazione al mercato.

Anche sulla base delle richieste avanzate dalla Consob, la società ha progressivamente integrato le informazioni disponibili al mercato in merito all'evoluzione delle strategie del Gruppo, nel quale si è pure determinato un mutamento significativo in alcune delle principali cariche sociali. Ne è emersa una conferma dell'obiettivo strategico di puntare sulla convergenza fra telecomunicazioni fisse, mobili, internet a banda larga e contenuti mediali e dell'assenza di iniziative propedeutiche alla cessione di attività rilevanti.

La Consob segue costantemente le possibili evoluzioni degli assetti di controllo del Gruppo, per i quali si sono intensificate le aspettative di mutamenti rilevanti, i cui effetti hanno forte impatto sulle quotazioni non solo della società Telecom ma anche di quelle a monte della catena partecipativa.

L'evoluzione della situazione della società Alitalia ha richiesto interventi della Consob sotto diversi profili. Fin dal 2004, la società è stata assoggettata dalla Commissione a obblighi di informazione mensile nei confronti del mercato sulla propria posizione finanziaria⁽²⁵⁾. Nel 2006 gli Uffici della Commissione sono più volte intervenuti presso la società affinché precisasse informazioni diffuse dalla stampa in merito a vicende societarie o a dati contabili e assicurasse la tempestività dell'informazione periodica richiesta anche nel periodo successivo all'inizio della procedura per la cessione della quota di controllo, avviata dal Ministero dell'Economia e delle Finanze alla fine dell'anno e tuttora in corso. All'attenzione degli Uffici è anche il mancato rispetto da parte della società dei termini per la pubblicazione dei dati contabili relativi all'ultimo trimestre 2006⁽²⁶⁾.

Per altre società in situazioni di difficoltà finanziaria si è posta l'esigenza di esercitare un'intensa attività di vigilanza sia in merito all'informazione al mercato, reso particolarmente sensibile in presenza di incertezze sui rischi di *default*, sia su altri profili attinenti ai comportamenti degli esponenti sociali.

La Banca Popolare di Intra ha vissuto un periodo di difficoltà a causa della forte esposizione creditizia assunta prevalentemente nei confronti del gruppo Finpart, fallito nell'ottobre 2005, e di altri soggetti in difficoltà economica e finanziaria. La Consob ha attivato la vigilanza già a partire dal 2004, quando erano state diffuse le prime indiscrezioni in merito a possibili difficoltà della banca. Successivamente, e per tutto il 2006, si sono succedute numerose richieste di informazioni al mercato e alla stessa Consob e si è avviata un'attività di collaborazione con la Banca d'Italia e l'Autorità Giudiziaria.

Numerosi interventi della Consob hanno riguardato l'evoluzione della situazione della società Pagnossin e della sua controllata Richard Ginori, già dal luglio 2004 assoggettate all'obbligo di comunicazione mensile al pubblico di informazioni rilevanti sull'evoluzione della situazione finanziaria ed economico-patrimoniale e sull'evoluzione del piano di ristrutturazione del gruppo. Il protrarsi delle incertezze in merito alla possibile cessione delle società a un nuovo azionista di controllo e l'impossibilità di esprimere un giudizio su più esercizi consecutivi da parte della società di revisione hanno determinato le condizioni per la sospensione a tempo indeterminato delle negoziazioni dei titoli di tali società.

Gli avvenimenti legati allo scandalo che ha coinvolto il mondo del calcio, nella primavera del 2006, hanno enfatizzato gli aspetti critici della quotazione dei club calcistici, le cui condizioni sono state create dalla legge 586 del 1996 che ne ha consentito la trasformazione in società per fini di lucro.

Le specificità normative del settore delle società di calcio, tra cui agevolazioni fiscali e inusuali deroghe alle norme civilistiche, non ne hanno favorito la convergenza verso gli standard informativi presenti sul mercato. Perdurano ritardi nell'evoluzione dell'attività di tali società verso assetti in grado di ridurre la volatilità dei redditi e la loro dipendenza dall'aleatorietà dei risultati sportivi. Tali obiettivi erano stati annunciati in fase di quotazione e costituivano il presupposto di una stabile presenza sul listino delle società. L'obbligo di redigere i documenti contabili periodici secondo i principi contabili internazionali comporterà il venir meno di alcune delle opzioni agevolative che la normativa nazionale ha finora concesso alle società calcistiche, con effetti significativi sulla rappresentazione della situazione economico-patrimoniale delle società. La Consob, al fine di avviare la progressiva convergenza dell'informazione a disposizione del pubblico, ha richiesto nel giugno 2006 a due società di calcio, già sottoposte agli obblighi di aggiornamento mensile dell'informazione, di fornire ulteriori informazioni in linea con i criteri previsti dai nuovi principi contabili.

La Consob è dovuta anche ripetutamente intervenire con richieste di informazioni, al fine di assicurare la completezza e l'adeguatezza delle informazioni a disposizione del mercato rispetto a specifiche problematiche societarie ed economico-finanziarie delle società calcistiche, nonché con riferimento a ipotesi di mutamento degli assetti di controllo e di ritiro dalla quotazione.

In particolare, accertamenti sono stati condotti sull'assetto azionario della SS Lazio e su ipotesi di scalata, successivamente rivelatesi infondate, i cui esiti sono stati rappresentati, per quanto di competenza, all'Autorità Giudiziaria.

Una forte situazione di incertezza con tensioni sui prezzi e sui volumi degli scambi si è determinata per società quotate appartenenti al settore immobiliare, in seguito alla pubblicazione, il 4 luglio 2006, di un decreto legge in materia di finanza pubblica che conteneva norme fiscali fortemente penalizzanti per le imprese attive in tale comparto. La Consob, al fine di ristabilire la simmetria informativa, ha richiesto a tutte le società quotate del settore immobiliare di comunicare alla Consob e al mercato una stima degli effetti delle innovazioni fiscali sui propri conti economici e patrimoniali. A tale richiesta alcune delle società hanno opposto reclamo, come previsto dall'art. 114, comma 6, del Tuf, prefigurando il rischio che dalla diffusione delle notizie potesse scaturire un grave danno. La successiva decisione annunciata l'11 luglio successivo dal Governo, al quale la Consob aveva tempestivamente rappresentato gli effetti dell'atto normativo di urgenza, di procedere alla modifica delle disposizioni del decreto ha comportato la revoca della richiesta di informazioni al mercato.

2. La vigilanza sull'informazione periodica e sulla sollecitazione del pubblico risparmio

La vigilanza sulla trasparenza contabile e la transizione ai nuovi principi contabili internazionali

Il Regolamento comunitario n. 1606 del 19 luglio 2002 ha imposto l'obbligo alle società quotate di redigere i conti consolidati secondo i principi contabili internazionali Ias/Ifrs (*International Accounting Standards/International Financial Reporting Standards*) a decorrere dall'esercizio finanziario avente inizio il 1° gennaio 2005 o in data successiva. L'obbligo di adozione degli Ifrs è stato successivamente esteso, a partire dal 2006, anche ad altre categorie di soggetti e alla redazione dei bilanci d'esercizio.

L'obiettivo del Regolamento è l'adozione di un unico corpo di regole contabili che armonizzi l'informativa finanziaria e garantisca un elevato livello di trasparenza e comparabilità dei bilanci delle imprese europee.

Nonostante l'adozione delle nuove norme sia già iniziata, rimangono aperte alcune questioni sulle quali sono in corso riflessioni di tutte le parti interessate, operatori e Autorità di controllo.

In sede di prima adozione dei principi contabili internazionali, sono infatti emerse difficoltà applicative connesse, in via generale, ai seguenti aspetti:

- differenza delle finalità e principi generali previsti dagli Ias/Ifrs rispetto ai criteri fissati dal codice civile e dai principi contabili nazionali;
- complessità delle nuove regole contabili, che in alcuni casi ha comportato modifiche al sistema contabile e di controllo interno degli emittenti;
- assenza di una specifica disciplina in alcune aree contabili (ad esempio riguardo alle operazioni "sotto comune controllo");
- modalità di applicazione degli Ias/Ifrs, originariamente concepiti per il bilancio consolidato, anche al bilancio d'esercizio;
- coordinamento dei principi contabili internazionali con alcuni istituti espressamente disciplinati dal codice civile (ad esempio operazioni di conferimento e fusione) nonché con le disposizioni fiscali vigenti nell'ordinamento nazionale.

In considerazione delle difficoltà riscontrate, nel corso del 2006 sono state assunte iniziative, sia in ambito internazionale che nazionale, volte a favorire un'applicazione efficace dei nuovi principi.

In sede internazionale è proseguita l'attiva partecipazione della Consob, attraverso i gruppi di lavoro istituiti presso la Iosco e il Cesr, ai lavori di aggiornamento e redazione dei principi contabili internazionali da parte dell'*International Accounting Standard Board* (Iasb). In sede Cesr, particolare attenzione è stata rivolta all'esigenza di favorire un

maggior coordinamento e convergenza delle attività di *enforcement* poste in essere in sede nazionale sull'applicazione dei principi contabili internazionali.

In Italia si è avviata una collaborazione con le Autorità di vigilanza (Banca d'Italia e Isvap) coinvolte nella definizione delle modalità applicative dei principi contabili negli specifici settori di competenza, al fine di favorire la convergenza degli orientamenti.

In questo primo anno di piena attuazione delle nuove regole contabili, la Consob ha svolto un'intensa attività di monitoraggio sulle modalità di applicazione da parte degli emittenti italiani, anche attraverso una costante consultazione con gli emittenti stessi e le società di revisione.

Tra le questioni affrontate, particolare novità e rilevanza in termini di impatto sui mercati finanziari hanno le verifiche di eventuali perdite di valore delle attività immobilizzate (*Impairment Test*) e l'applicazione della nozione di "controllo di fatto".

L'utilizzo dell'*Impairment Test* costituisce un cambiamento rilevante nel trattamento contabile delle immobilizzazioni, sostituendo il processo di ammortamento previsto dalle precedenti norme italiane. Il nuovo sistema impone agli amministratori di verificare annualmente se esistono indicatori di perdite di valore delle immobilizzazioni, sulla cui base deve essere effettuata la verifica che il valore contabile non sia superiore al valore realizzabile dell'attività. La realizzazione sistematica dell'*Impairment Test*, i cui effetti sono vincolanti per le scelte di rappresentazione contabile, comporta procedure complesse e innovative, che le società stanno progressivamente affinando.

Problemi interpretativi si sono posti con riguardo alla compatibilità della nozione del cosiddetto controllo "di fatto", disciplinato dalle norme del codice civile, con i principi Ias/Ifrs. Nell'ottobre 2005, lo Iasb ha specificato che il controllo "di fatto" è incluso nei principi sottostanti alle nuove regole contabili e, nelle more di un nuovo principio sulla materia, ha ammesso la possibilità di comportamenti divergenti da parte delle imprese europee, in relazione alle diverse esperienze nazionali. In attesa che lo Iasb chiarisca la nozione di controllo nell'ambito di un più ampio progetto, le società quotate italiane dovranno comunque considerare il "controllo di fatto" come definito dall'attuale principio contabile internazionale.

Tali problematiche si sono mostrate di particolare rilievo nelle numerose e significative operazioni di concentrazione aziendale che hanno interessato il mercato italiano nell'ultimo anno. L'applicazione delle nuove regole ha posto difficoltà nelle modalità di contabilizzazione di tali operazioni e nella valutazione dei beni già presenti nel patrimonio delle imprese prima dell'aggregazione, che possono avere un effetto significativo sulla determinazione del patrimonio netto.

Considerati tali aspetti di oggettiva complessità e novità, la Consob, nell'esercizio della vigilanza sull'informazione contabile, ha ritenuto opportuno conseguire l'obiettivo della trasparenza informativa, piuttosto che attivare sistematicamente poteri di

impugnativa, al fine di ottenere la ricostruzione della correttezza e completezza dell'informativa disponibile per il mercato con immediatezza o, comunque, in tempi decisamente più rapidi di quelli processuali connessi all'impugnativa.

È risultato, infatti, evidente che l'applicazione dei principi contabili internazionali da parte delle società quotate è stata effettuata, in taluni casi, in una situazione di oggettiva incertezza, al cui superamento la Consob ha cercato di contribuire soprattutto attraverso un'attività volta al chiarimento delle regole piuttosto che alla repressione del presunto errore.

La norma che disciplina l'attivazione dei poteri di impugnativa non stabilisce infatti un automatismo tra mancata correttezza del bilancio e impugnativa delle delibere che lo approvano, ma rinvia l'attivazione di tale potere a un apprezzamento da parte della Consob dell'effettivo interesse del mercato alla sua applicazione.

Nel 2006 la Commissione, in un caso specifico (Pirelli & C. Spa), ha ritenuto opportuno rendere pubbliche le determinazioni assunte con riferimento alla modalità di verifica del valore di una partecipazione (*Impairment Test* disciplinato dallo Ias 36 "Riduzione di valore delle attività").

Al riguardo, la Commissione ha considerato che l'effettuazione dell'*Impairment Test*, con le formalità e il dettaglio richiesti dal principio Ias 36, costituisce un importante elemento di novità introdotto nel sistema contabile italiano; novità sulla quale sono assenti un diffuso e univoco orientamento dottrinale e una prassi interpretativa che possano guidare gli amministratori nella concreta applicazione delle norme dettate dal principio in parola.

Inoltre la Commissione ha precisato che, prescindendo dall'entità dei pacchetti azionari posseduti, il valore di mercato può essere considerato il *fair value* se i titoli sono quotati. Ciò costituisce una prima linea d'indirizzo per la redazione dei conti secondo gli Ias/Ifrs, nelle more di un chiarimento in sede comunitaria.

L'informazione finanziaria nei prospetti informativi redatti secondo la normativa europea

A un anno e mezzo dall'entrata in vigore nell'Unione Europea della nuova normativa comunitaria sul prospetto⁽²⁷⁾, la piena operatività di tali regole può dirsi oramai realizzata. La Consob, grazie all'esperienza maturata nel 2006, ha approfondito l'analisi dei requisiti informativi necessari per garantire una efficace attuazione delle disposizioni normative, soprattutto in materia di informazioni finanziarie.

I maggiori approfondimenti e interventi hanno riguardato i contenuti e la forma di presentazione delle informazioni finanziarie storiche, l'informativa cosiddetta pro-forma da presentarsi in caso di significative modifiche dimensionali dell'emittente, le stime e previsioni di utili.

La normativa comunitaria prevede, per gli emittenti titoli di capitale, che le informazioni finanziarie relative almeno agli ultimi due esercizi precedenti alla quotazione siano presentate nel prospetto in una forma coerente con quella che sarà adottata per i successivi bilanci annuali. Pertanto nelle offerte pubbliche finalizzate alla quotazione di azioni l'emittente deve, ai fini della presentazione del prospetto, redigere i bilanci degli ultimi due esercizi secondo i principi contabili internazionali Ias/Ifirs.

La Consob ha provveduto a fornire indicazioni su come rendere le informazioni finanziarie storiche da inserire nel prospetto conformi alle regole contabili di riferimento.

Alcune difficoltà applicative sono emerse con riferimento alle informazioni pro-forma, che gli emittenti interessati da significativi cambiamenti delle dimensioni aziendali devono fornire nel prospetto per consentire una valutazione compiuta in merito all'andamento gestionale e alla situazione finanziaria negli ultimi tre esercizi.

In considerazione della varietà di operazioni di riorganizzazione societaria che possono implicare cambiamenti dimensionali delle attività dell'emittente è stato necessario individuare, caso per caso, le modalità più adeguate di rappresentazione delle informazioni storiche.

Per ciò che riguarda i dati previsionali inseriti nel prospetto, si è provveduto a individuare gli standard che i revisori devono seguire ai fini del rilascio dell'attestazione richiesta dal regolamento comunitario sulla correttezza della stima e sulla coerenza dei criteri contabili adottati.

Con il recepimento della direttiva prospetto e la riforma del risparmio è stato abrogato l'art. 100, comma 1, lett. f) del Tuf che esentava dalla disciplina sulla sollecitazione i prodotti finanziari, diversi dalle azioni e dai titoli equivalenti alle azioni, emessi da enti creditizi.

Con tale modifica è stata superata un'anomalia della precedente normativa nazionale, garantendo maggiore omogeneità di trattamento delle diverse categorie di strumenti finanziari. Da tale cambiamento deriva anche l'esigenza di uno sforzo di adeguamento da parte sia degli operatori sia dell'Autorità di vigilanza.

La Consob ha collaborato intensamente con le associazioni di categoria degli intermediari bancari per agevolare l'adeguamento degli operatori al nuovo quadro normativo, anche incoraggiando iniziative di autoregolamentazione, nel rispetto della normativa stabilita a livello europeo.

Importante è anche l'attività di collaborazione con la Banca d'Italia. Attualmente è in corso di definizione un protocollo d'intesa tra le due Autorità, con l'obiettivo di razionalizzare lo scambio di informazioni relative agli enti creditizi che effettuano emissioni soggette all'obbligo di prospetto.

La Consob è inoltre intervenuta, con proprie Comunicazioni, per risolvere alcuni problemi interpretativi relativi alle modalità di applicazione delle nuove norme.

Un primo problema della nuova normativa si è posto con riguardo all'applicabilità dell'obbligo di prospetto per le offerte per le quali fosse già in corso il periodo di adesione alla data di entrata in vigore della nuova normativa (17 maggio 2006), in assenza di esplicite disposizioni transitorie.

La Consob ha ritenuto, con una apposita Comunicazione, di dover escludere tali offerte dall'ambito di applicazione del nuovo obbligo, in quanto l'applicazione della nuova norma avrebbe determinato l'impossibilità di portare a termine offerte già rivolte al pubblico nel previgente regime normativo, con conseguenze sulle adesioni già intervenute.

La piena operatività dei nuovi obblighi di redazione del prospetto si è quindi realizzata, su base generalizzata, nel secondo semestre del 2006.

Con la stessa Comunicazione, la Consob ha fornito indicazioni in merito agli schemi di prospetto da seguire e alla possibilità di utilizzare per i programmi di offerte al pubblico e per le offerte continue e ripetute la disciplina del prospetto di base.

Al fine di facilitare la comprensione da parte degli investitori delle caratteristiche di rischio/rendimento degli strumenti offerti, la Commissione ha evidenziato, con altra Comunicazione, la necessità che nel prospetto di base, per ciascuna famiglia di obbligazioni, siano individuate esemplificazioni quantitative ovvero algoritmi relativi alla determinazione dei relativi rendimenti, accompagnati da esemplificazioni qualitative.

È stata inoltre svolta una costante attività di collaborazione con gli emittenti, al fine di chiarire incertezze in ordine alla redazione dei prospetti-base e di assicurare la completezza informativa dei prospetti informativi pervenuti nei primi mesi successivi all'entrata in vigore della nuova normativa.

In particolare, nell'analisi preventiva dei prospetti, è stato richiesto con sistematicità di inserire esemplificazioni atte a consentire una comparazione tra il rendimento di uno strumento finanziario a tasso fisso o variabile, ovvero della componente ordinaria di una obbligazione strutturata, e il rendimento dei titoli di Stato. Nonostante la normativa comunitaria di riferimento non preveda obblighi in tal senso, si è ritenuto, anche sulla base di una prassi consolidata, che tale comparazione possa concorrere a far sì che l'investitore valuti in modo fondato il rischio/convenienza di sottoscrivere tali strumenti.

La Consob, al fine di acquisire dati e informazioni utili per poter effettuare un costante monitoraggio dell'evoluzione dell'attività di collocamento di prodotti finanziari emessi sul mercato dai soggetti bancari, ha richiesto alle banche di inviare – attraverso modalità informatiche – una serie di informazioni riepilogative concernenti le offerte al pubblico con cadenza trimestrale.

Sulla base di elaborazioni preliminari su tali dati, risulta che nel periodo esaminato (17/5/2006-31/12/2006) sono stati 352 i soggetti emittenti che hanno collocato prodotti sul mercato, per un controvalore complessivo pari a circa 14,9 miliardi di euro⁽²⁸⁾.

Le obbligazioni ordinarie rappresentano poco più del 60% dei prodotti collocati. Si evidenzia peraltro una tendenza negli ultimi mesi a un incremento della richiesta di autorizzazione di prospetti relativi a programmi di emissione di obbligazioni strutturate, nonché di aggiornamento di prospetti-base già autorizzati con l'inserimento di prodotti più complessi e sofisticati. Tali dati indicano che, dopo una prima fase di adattamento al nuovo regime normativo nella quale, per fronteggiare le immediate esigenze di raccolta, le banche hanno collocato prevalentemente obbligazioni ordinarie, è in atto una progressiva evoluzione dell'offerta verso una composizione più articolata degli strumenti. Nel periodo considerato, il mercato del collocamento di obbligazioni bancarie appare inoltre molto concentrato per quanto riguarda le obbligazioni strutturate (i titoli collocati dai primi 5 emittenti rappresentano il 94% del totale), a differenza del comparto delle obbligazioni ordinarie dove la quota dei primi 5 emittenti è di poco superiore al 30%.

Nel corso d'anno è stato anche riscontrato che alcuni emittenti italiani di titoli di debito, soprattutto di grandi dimensioni e con maggiore proiezione internazionale, hanno scelto quale Autorità del paese di origine quella di altri Stati europei collocando poi i titoli in tutta l'Unione Europea, Italia inclusa, utilizzando il sistema del passaporto europeo.

3. La vigilanza sugli intermediari

L'azione di vigilanza sugli intermediari si inquadra in un contesto operativo caratterizzato da forte dinamicità, dal punto di vista sia dell'offerta sia del quadro regolamentare di riferimento. L'industria dell'offerta dei servizi d'investimento ha evidenziato una sensibile capacità innovativa nell'approccio commerciale, manifestatasi in modo particolare negli ultimi anni, a seguito della crisi dei mercati azionari del 2000-2001 e soprattutto delle crisi di primari emittenti i cui strumenti finanziari erano stati ampiamente collocati presso i risparmiatori.

Inoltre, l'assetto dell'industria italiana dei servizi d'investimento vede un grado di diffusione del risparmio gestito notevolmente inferiore rispetto ai principali paesi, a fronte di una costante crescita dell'investimento diretto degli investitori in prodotti finanziari spesso caratterizzati da profili di rischio elevato con riguardo al rimborso o al rendimento.

L'assetto normativo di riferimento si avvia a recepire importanti innovazioni, che discendono principalmente dalla nuova disciplina comunitaria di armonizzazione, che contribuiscono a ridefinire le condizioni del settore anche in termini di maggiore concorrenza tra operatori che operano su scala internazionale.

In tale contesto l'azione di vigilanza, che negli anni scorsi si era concentrata sull'accertamento delle violazioni delle regole di correttezza emerse nei noti casi di

collocamento di obbligazioni presso il pubblico, è stata volta soprattutto a individuare, in chiave preventiva, i fattori potenzialmente critici e a sensibilizzare gli operatori ad assumere comportamenti conformi a criteri di correttezza e trasparenza nel rapporto con gli investitori.

L'attività di vigilanza sistematica sull'insieme dei soggetti abilitati è stata pertanto affiancata da specifiche iniziative su aree selezionate in base a criteri di individuazione dei principali potenziali fattori di rischio per la correttezza dei comportamenti. Tale analisi si è basata su dati e informazioni raccolti in via sistematica, attraverso richieste specifiche o derivanti da segnalazioni di altre Autorità italiane ed estere. Particolarmente rilevante, per l'individuazione di potenziali elementi critici, è anche l'analisi sistematica degli esposti dei singoli investitori e delle associazioni dei consumatori, che forniscono un flusso continuo e analitico di "segnali di allerta".

Nel 2006 specifica attenzione è stata riservata alla vigilanza sulle reti di vendita, il cui funzionamento, caratterizzato dalla forte integrazione del settore della distribuzione dei prodotti finanziari e dei servizi di investimento con gruppi bancari polifunzionali, rappresenta un elemento-chiave nel definire le condizioni di correttezza nei rapporti tra intermediari e risparmiatori.

L'azione di vigilanza si è incentrata sulla verifica, anche mediante attività ispettive, dell'adeguatezza delle procedure generali di controllo interno adottate dagli intermediari, in particolare per l'organizzazione e la gestione dell'offerta fuori sede e della prestazione del servizio di ricezione e trasmissione ordini da parte dei promotori finanziari. In tali attività, sulla base dell'esperienza di vigilanza maturata negli ultimi anni, sono presenti particolari problemi legati alla gestione delle situazioni di conflitto di interessi in cui si viene a trovare l'intermediario. L'attività della Consob è stata volta a verificare l'esistenza di criteri e meccanismi idonei a guidare e controllare il rispetto degli obblighi di informativa all'investitore sulla natura e sui rischi delle operazioni e di valutazione dell'adeguatezza degli investimenti al profilo dei clienti.

Tra le aree con "maggiore profilo di rischio", è emersa anche l'attività di negoziazione in derivati negoziati fuori dai mercati regolamentati (*Otc – Over the counter*) realizzata da parte di primari gruppi bancari, in particolare con clientela rappresentata da società di capitali, spesso anche di dimensioni medio-piccole.

La crescita quantitativa del fenomeno dell'utilizzo 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 sia da parte degli intermediari che li offrono sia da parte degli investitori.

L'attività di vigilanza su quest'area, per la quale sono state effettuate anche specifiche verifiche ispettive, è stata volta ad analizzare le modalità con le quali è stata condotta l'attività di negoziazione su tali strumenti, soprattutto con riguardo all'adeguatezza dell'informativa fornita ai clienti, sia nelle fasi di avvio del rapporto, sia nelle fasi successive di rinegoziazione su posizioni aperte.

Le verifiche hanno condotto alla contestazione di violazioni delle regole di correttezza. Si è inoltre proceduto a sollecitare l'adozione, da parte dei competenti organi interni degli intermediari, delle necessarie iniziative per correggere disfunzioni organizzative e procedurali.

Anche nell'esercizio dell'attività di vigilanza sulle società di gestione del risparmio assumono particolare rilevanza le caratteristiche strutturali del settore in Italia. Sono presenti infatti alcuni elementi di debolezza, derivanti essenzialmente dalle ridotte dimensioni degli operatori rispetto ai concorrenti europei e dalla loro elevata dipendenza dai canali distributivi bancari. Entrambi questi fattori sono legati agli assetti proprietari delle società di gestione, che vedono la loro pressoché totale appartenenza a gruppi finanziari di matrice bancaria.

L'appartenenza delle società di gestione ai gruppi bancari tende a far privilegiare logiche di gruppo per quanto riguarda le scelte della rete distributiva, dei canali di negoziazione, della banca depositaria. Ne risultano condizionate la determinazione e la ripartizione dei costi tra le varie fasi di produzione dei prodotti e dei servizi di gestione, nonché l'allocazione di funzioni strumentali, strategiche e di controllo interno e più in generale l'indipendenza della gestione rispetto alle politiche di gruppo.

La Consob ha avviato, già a partire dal 2005, un'analisi sistematica dei sistemi di *corporate governance* delle società di gestione, la cui qualità e autonomia rappresentano condizioni indispensabili affinché le attività vengano condotte nell'interesse degli investitori, non solo in termini di costo dei servizi, ma anche di caratteristiche e di differenziazione dei prodotti offerti.

L'analisi realizzata su dati relativi agli ultimi due anni evidenzia il permanere di elementi critici nella qualità dei sistemi di governo delle società di gestione. Il peso dei consiglieri indipendenti nel consiglio di amministrazione è risultato modesto e si è rilevata la tendenza a non applicare appieno il concetto di indipendenza secondo i requisiti richiesti dai protocolli di autonomia dell'associazione di categoria (che prevedono l'assenza di deleghe operative nella società, di rapporti di affari o professionali con la Sgr o con società del gruppo). La maggioranza dei consiglieri non indipendenti inoltre ricopre incarichi all'interno di società del gruppo, anche se si è rilevata una riduzione del numero di consiglieri che ricoprono la medesima carica o svolgono incarichi di tipo dirigenziale all'interno della società capogruppo.

In tale quadro, nel corso del 2006, l'attività di vigilanza sulle Sgr è stata concentrata sulla verifica della loro capacità organizzativa e tecnica, in relazione all'ampiezza della gamma di fondi offerta. Sono emersi alcuni aspetti problematici in assenza di livelli dimensionali idonei a garantire adeguata efficienza nella gestione dei fondi.

Un'attività di vigilanza selettiva è stata condotta su un campione rappresentativo di società di medie e grandi dimensioni che gestiscono fondi aperti, al fine di verificare il rispetto delle norme di correttezza comportamentale e la reale indipendenza delle strategie produttive e commerciali dagli assetti di gruppo. Sono emerse alcune criticità nella definizione e nella gestione delle procedure organizzative e di controllo interno, che sono in corso di approfondimento, anche con il coinvolgimento degli organi di amministrazione e controllo delle società.

Con riguardo all'attività di vigilanza sul mercato dei fondi chiusi, l'attenzione è stata principalmente posta sulle regole di *governance* adottate dalle Sgr che gestiscono fondi chiusi immobiliari, un settore in costante crescita, e in particolare sui presidi a tutela dell'indipendenza delle decisioni d'investimento in situazioni di potenziale conflitto d'interessi.

L'attività di vigilanza sulla correttezza comportamentale ha riguardato anche la gestione dei fondi mobiliari chiusi, specializzati in azioni non quotate di società di medio-piccola dimensione (cosiddette Sgr di *private equity*). In considerazione delle peculiarità tipiche dei fondi di *private equity*, chiamati frequentemente a operare in presenza di situazioni di potenziale conflitto di interessi, l'azione di vigilanza si è anche avvalsa del coinvolgimento delle Associazioni di categoria, che hanno definito un "codice di autodisciplina". L'analisi del grado e delle modalità di adesione al codice costituirà utile riferimento per valutare l'assunzione di eventuali iniziative regolamentari sul tema.

Per ciò che riguarda il profilo dell'informativa da rendere ai sottoscrittori, con l'entrata in vigore dei nuovi schemi di prospetto dei fondi comuni a seguito del recepimento delle direttive comunitarie in materia è stato richiesto di inserire informazioni sull'entità percentuale delle retrocessioni di commissioni a favore dei collocatori, che costituiscono gran parte dei costi complessivi per gli investitori. Le retrocessioni ai collocatori intervengono, infatti, non solo nella fase di sottoscrizione, ma anche nel corso del periodo di investimento nel fondo, con la retrocessione da parte della Sgr di una quota preponderante delle commissioni di gestione e/o di incentivo.

Il miglioramento della trasparenza sui costi complessivi dei fondi, grazie all'evidenza dei loro costi di distribuzione, è tra i principali obiettivi indicati dalla Commissione Europea nel "Libro bianco sul rafforzamento del quadro normativo relativo ai fondi comuni d'investimento" del 15 novembre 2006. Secondo uno studio indipendente realizzato per la Commissione Europea, le differenze di costo dei fondi azionari in Europa sono dovute principalmente ai costi di distribuzione. Una maggiore competizione tra i

collocatori potrebbe tradursi in un consistente risparmio rispetto al costo complessivo gravante sugli investitori.

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

4.1. La collaborazione informativa con l'Autorità Giudiziaria

Lo svolgimento dell'attività di vigilanza della Consob comporta frequenti e intensi rapporti di collaborazione con l'Autorità Giudiziaria, con la quale si condividono sempre più ampi spazi di informazione.

Nel corso del 2006 la Consob ha trasmesso 73 rapporti all'Autorità Giudiziaria per ipotesi di violazioni di legge penalmente sanzionate, rilevate dalle evidenze istruttorie emerse nell'ambito dell'attività di vigilanza.

Le segnalazioni ai sensi dell'art. 331, comma 1, c.p.p. hanno riguardato in massima parte ipotesi di reati comuni previsti dal codice penale (tra le quali appropriazione indebita e truffa): si tratta prevalentemente di condotte rilevate nell'ambito di attività illecite poste in essere da promotori finanziari. Nell'esercizio delle funzioni di vigilanza sono altresì emerse violazioni della normativa del Tuf in materia di abusivismo, oltre che violazioni dell'art. 2621 c.c. in materia di false comunicazioni sociali. Nel 2006, sono state inoltre segnalate 2 ipotesi penalmente rilevanti per abuso di informazioni privilegiate e 5 per manipolazione sia di tipo operativo sia di tipo informativo.

Nell'area della vigilanza sugli abusi di mercato, i rapporti di collaborazione tra Consob e Autorità Giudiziaria assumono particolare rilievo. L'evoluzione legislativa ha rafforzato l'intensità ed esteso l'ambito di applicazione della collaborazione, in conseguenza della coesistenza di due diversi sistemi sanzionatori orientati rispettivamente alla repressione degli illeciti penali e delle violazioni di natura amministrativa previsti dalla normativa.

La modifica del Tuf, realizzata dalla legge 18 aprile 2005, n. 62 (Disposizioni per l'adempimento di obblighi derivanti dall'appartenenza dell'Italia alle Comunità europee – Legge comunitaria 2004), ha determinato, rispetto al passato, un radicale ampliamento dei poteri attivabili dalla Commissione nel corso delle indagini preliminari, affiancando il ruolo dell'Autorità amministrativa a quello dell'Autorità Giudiziaria, non solo per la repressione delle fattispecie penali, ma anche per l'accertamento delle violazioni di natura amministrativa, ora autonomamente sanzionabili dalla Consob (articoli 187-*septies* e 195, come novellati dalla legge n. 62/2005).

Nell'anno trascorso, tale collaborazione ha trovato proficua applicazione in occasione dello svolgimento delle indagini relative alle vicende societarie “Antonveneta”, “Bnl/Unipol”, “Fiat”, “Autostrade” nonché a vicende riguardanti società calcistiche con azioni quotate, impegnando gli Uffici della Commissione in un'intensa attività di

collaborazione e di scambio di informazioni e documenti con gli Uffici di Procura competenti.

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

Tali richieste (in totale 97) hanno riguardato sia l'acquisizione di dati concernenti i soggetti sottoposti alla vigilanza della Commissione, sia più specificamente documenti, informazioni e chiarimenti su istruttorie svolte o in corso di svolgimento da parte dell'Istituto nell'esercizio delle proprie funzioni.

4.2. Il contenzioso

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

La Consob, nel corso del 2006, si è costituita parte civile in 14 procedimenti penali per ipotesi di abusi di mercato od ostacolo all'attività di vigilanza⁽²⁹⁾.

I reati di *insider trading* e manipolazione, compromettendo la possibilità della Consob di operare efficacemente e dunque di perseguire al meglio la realizzazione delle finalità istituzionali a essa attribuite, incidono direttamente sull'efficacia dell'operato dell'Autorità, con ciò legittimandola alla costituzione di parte civile al fine di ottenere il ristoro dei danni morali sofferti a seguito della lesione degli interessi affidati alla sua cura.

In proposito, l'art. 187-*undecies*, comma 2 del Tuf connota espressamente il danno cagionato all'integrità del mercato, da liquidare a favore della Consob quale Autorità di vigilanza titolare dell'interesse pubblico all'integrità del mercato e preposta dall'ordinamento interno e comunitario alla sua tutela⁽³⁰⁾.

Tale impostazione, che ha trovato per la prima volta pieno accoglimento nella giurisprudenza in esito a un giudizio per manipolazione del mercato nel marzo 2006, ha ricevuto ulteriori conferme con 3 sentenze, emanate dal Tribunale di Milano negli ultimi mesi del 2006, con le quali è stata disposta la condanna degli imputati al risarcimento, tra l'altro, del danno non patrimoniale cagionato alla Consob da delitti di abuso di mercato.

Tra i procedimenti pendenti, particolare rilievo assume quello presso il Tribunale di Milano nei confronti di esponenti aziendali e dipendenti di alcune banche estere (anche con succursale in Italia) e di una Sgr italiana⁽³¹⁾, ai quali sono state contestate condotte di aggrottaggio informativo concernente le azioni e i titoli Parmalat quotati presso la Borsa di Milano e altri strumenti finanziari emessi da Parmalat o collegati al rischio di credito di tali strumenti (*credit default swap*).

La vicenda è emersa in seguito alle complesse indagini avviate dalla Procura della Repubblica di Milano in relazione al “crac Parmalat”, all’esito delle quali, come noto, nel 2004 aveva avuto inizio il procedimento – attualmente nella fase dibattimentale – nei confronti degli esponenti aziendali, dipendenti e revisori del Gruppo Parmalat, imputati dei reati di aggio, falso in bilancio e ostacolo alle Autorità di vigilanza, ove la Consob si è ugualmente costituita parte civile.

Nell’ambito dei procedimenti per *insider trading*, due riguardano la particolare fattispecie del *front running*. Con tale termine viene definita la condotta di un soggetto (di norma, un negoziatore) che pone in essere operazioni sul mercato traendo vantaggio dalla conoscenza anticipata di un ordine di rilevanti dimensioni, di imminente esecuzione sul mercato stesso. Uno di essi si è concluso in primo grado con sentenza del 25 ottobre 2006, che, nel disporre la condanna di uno degli imputati, ha affermato, per la prima volta in Italia, la rilevanza penale della condotta sopra indicata.

Negli ultimi anni, un numero crescente di giudizi civili sono stati intentati contro la Consob per asserita mancata vigilanza in relazione a vicende che hanno comportato rilevanti perdite per i risparmiatori (“Cirio”, “Parmalat” e “Argentina”). Le 36 sentenze rese finora dai giudici civili hanno respinto le richieste di risarcimento formulate nei confronti della Consob⁽³²⁾.

Tali sentenze hanno peraltro in massima parte dichiarato la responsabilità degli intermediari coinvolti nella distribuzione delle obbligazioni, con conseguente loro condanna al risarcimento dei danni.

In altri due casi, nel corso del 2006, è stato respinto dalla Corte di Appello di Roma il ricorso avverso la domanda risarcitoria proposta, tra gli altri, nei confronti della Consob per asserito negligente esercizio dei poteri di vigilanza relativamente a società fiduciarie⁽³³⁾.

Il contenzioso sui provvedimenti di vigilanza

Il contenzioso riguardante i provvedimenti adottati o proposti dalla Consob nell’esercizio delle proprie potestà di vigilanza e sanzionatorie ha subito un forte incremento negli ultimi anni, in conseguenza dell’intensificazione di tali provvedimenti soprattutto connessi alle vicende, sopra menzionate, legate alla negoziazione di strumenti finanziari emessi da soggetti successivamente rivelatisi in situazioni di dissesto finanziario.

Nel 2006 si è concluso il contenzioso instaurato avanti alle Corti d’Appello territorialmente competenti, avverso le sanzioni concernenti le vicende “Cirio” e “Argentina”. Al pari delle decisioni assunte nel 2005 (di cui si è dato conto nella Relazione per l’anno 2005), le pronunce depositate nel 2006 hanno riconosciuto la sussistenza delle violazioni accertate; solo in un caso, la Corte d’Appello ha ridotto l’importo delle sanzioni comminate avendo ritenuto “*prescritto il diritto dell’Amministrazione di riscuotere le*

somme di cui alle sanzioni inflitte” nei confronti di due esponenti aziendali, ma ha confermato per il resto il decreto sanzionatorio⁽³⁴⁾.

Altre sanzioni adottate per violazione delle disposizioni di settore in occasione del collocamento e negoziazione di obbligazioni societarie (Lucchini, Giacomelli, Italtractor e Giochi Preziosi) sono state impugnate avanti alla Corte d’Appello di Milano, che ha deciso sulle relative opposizioni confermando la fondatezza della pretesa sanzionatoria⁽³⁵⁾.

Con riguardo al contenzioso in materia di emittenti, nel corso del 2006 la giurisprudenza amministrativa ha confermato le decisioni assunte dalla Consob relativamente alla vicenda dell’acquisizione del controllo della Banca Antonveneta. In particolare, il Tar del Lazio ha rigettato il ricorso di impugnazione dell’atto di accertamento dell’interposizione di due fondi comuni di diritto estero gestiti dalla società ricorrente (aventi sede nelle Isole Cayman) negli acquisti di azioni della Banca Antonveneta posti in essere dalla Banca Popolare di Lodi.

Il giudice amministrativo ha sancito la legittimità dell’atto di accertamento dell’interposizione dei fondi esteri sotto il profilo della coerenza e logicità del ragionamento seguito e sotto il profilo della completezza della motivazione, confermando la necessità che la Consob, per realizzare i propri obiettivi di vigilanza, debba ricorrere, in alcuni casi, ad accertamenti presuntivi in considerazione delle palesi “finalità antielusive avute di mira dal legislatore”.

Il Tar del Lazio ha anche rigettato un ricorso avverso la qualificazione di un’operazione di ristrutturazione del debito intrapresa da un gruppo quotato (Finpart) come “sollecitazione all’investimento” e non come “offerta pubblica di scambio”, con la conseguente applicabilità della relativa disciplina e in particolare dell’art. 96 del Tuf, ai sensi del quale “*la sollecitazione all’investimento non può essere effettuata se la società di revisione ha espresso un giudizio negativo ovvero si è dichiarata impossibilitata a esprimere un giudizio*”.

Il Tar nel corso dell’anno ha confermato sanzioni adottate dalla Commissione nei confronti di società di revisione. Tra queste, ha respinto il ricorso presentato dalla società di revisione che aveva rilasciato il giudizio sui bilanci di Parmalat e della sua controllata estera Bonlat Financing Corporation avverso il procedimento di cancellazione dall’albo a seguito della commissione di gravi irregolarità.

III – LE LINEE DI INDIRIZZO DELL'ATTIVITÀ DELLA CONSOB

Lo scenario in cui si colloca l'attività istituzionale di tutela del risparmio si evolve rapidamente e con continuità, sia a livello internazionale che nazionale. In Italia, la Consob e i partecipanti al mercato si trovano a operare in un "mondo nuovo" che sta cambiando profondamente il ruolo della regolamentazione e i comportamenti tradizionalmente assunti nel nostro ordinamento.

Notevoli sono le difficoltà e i costi di adattamento, particolarmente intensi in questa fase, che vede l'attuazione di riforme legislative di sistema e il recepimento di importanti direttive comunitarie.

Il processo in corso deriva da due esigenze parallele: ripristinare un adeguato livello di fiducia in un mercato che ha assistito a gravi violazioni di regole e di valori; garantire un sistema omogeneo di regole che consenta il libero confronto di una competizione globale basata su capacità imprenditoriali.

Il ruolo della Consob, in questo contesto, è fondamentalmente quello di tradurre nella realtà del mercato i principi di una regolamentazione che non può più ambire alla disciplina puntuale di tutti i fenomeni presenti. Il sistema normativo è ormai orientato verso il consolidamento di obiettivi generali di tutela del risparmio e lascia flessibilità nella definizione degli strumenti di intervento via via più efficienti.

L'esperienza di vigilanza maturata consente di diagnosticare le aree di debolezza esistenti e progettarne i rimedi.

I tradizionali metodi di regolamentazione e vigilanza, basati su un approccio che vede le Autorità intervenire alla comparsa di sintomi di patologia, si sono rivelati insufficienti in tutte le principali economie.

La complessità del mercato, dei suoi prodotti e delle strutture di chi vi opera richiede che si valorizzino le capacità di autocontrollo delle società e degli intermediari, con un miglioramento delle funzioni interne di verifica e sorveglianza della correttezza dei comportamenti. È necessaria anche una maggiore assunzione di responsabilità e capacità di autotutela da parte dei risparmiatori e una sempre maggiore capacità di percezione delle fragilità e dei rischi da parte delle Autorità.

Si tratta, quindi, di costruire un sistema di regole ampiamente condiviso, attraverso l'ormai consolidata dialettica tra regolatori e partecipanti al mercato nella fase di elaborazione di nuove norme e prassi comportamentali.

La Consob è da tempo impegnata nell'obiettivo di superare l'approccio basato sulla determinazione di regole molto dettagliate. Queste, infatti, oltre a minare la capacità di una efficiente auto-organizzazione degli operatori, riducono l'assunzione di responsabilità nell'interpretare la corretta attuazione dei principi della regolamentazione.

Un esempio concreto è venuto dalla continua attività di chiarimento svolta, con finalità non repressive, in occasione della transizione dei bilanci verso i nuovi principi contabili internazionali. La Consob ha dialogato con le società, comprendendo le difficoltà interpretative e applicative, e fornito indirizzi che garantissero il raggiungimento dell'obiettivo sostanziale della correttezza dell'informazione finanziaria.

Gli operatori, le società e i risparmiatori che vivono sul mercato possono fornire le migliori indicazioni sui principali bisogni di tutela e sugli strumenti più efficienti per conseguirla; su quale sia il livello quantitativo e qualitativo dell'informazione idonea a tutelare la consapevolezza di un investitore; su quale sia l'area in cui una maggiore trasparenza evidenzerebbe pratiche scorrette o elusive diffuse sul mercato; su quali siano i costi che si possono ridurre attraverso iniziative di autoregolamentazione.

È un approccio nuovo, che pone l'enfasi sulla capacità del mercato di perseguire prospettive evolutive basate sul rispetto e sulla tutela dei risparmiatori, in quanto risorsa primaria dello sviluppo.

La Consob apporta il proprio contributo nel perseguire questo obiettivo, sia sul fronte dell'attuazione dell'estesa competenza regolamentare che il legislatore le ha assegnato, sia sul fronte della vigilanza di sistema su società, mercati e intermediari.

L'elaborazione dei regolamenti che danno attuazione ai principi introdotti dalla riforma del risparmio si è sviluppata attraverso un'intensa consultazione del mercato e delle associazioni dei risparmiatori.

La consultazione rappresenta una fase indispensabile del processo di regolamentazione, cui anche il legislatore ha attribuito rilevanza istituzionale. Il confronto di interessi, non sempre convergenti, fornisce indicazioni che devono essere adeguatamente considerate per trovare il migliore equilibrio tra costi e benefici delle regole.

Tale modo di operare tende a garantire trasparenza e condivisione del contenuto delle norme. A ciò consegue che i costi da sostenere vanno percepiti come necessari per porre rimedio alle debolezze rilevate sul mercato.

A questo approccio nella definizione delle regole si accompagna una linea di indirizzo della vigilanza che, attraverso l'analisi dei principali fattori di debolezza nei diversi settori, si pone l'obiettivo di concentrare le attività e le risorse sui fenomeni che presentano maggiori rischi per la tutela del risparmio e lo sviluppo del mercato (*risk-based approach*). È un orientamento che richiede di elaborare modelli e sistemi di analisi tecnicamente complessi e di dotarsi di strutture organizzative e prassi operative flessibili e capaci di progressivo adattamento. La Consob, come altre Autorità di vigilanza sui mercati finanziari, è impegnata in questo processo di trasformazione.

1. I regolamenti attuativi della riforma del risparmio

La legge sul risparmio (legge 28 dicembre 2005, n. 262) ha inciso profondamente sul quadro normativo dei mercati finanziari e ha rafforzato notevolmente il ruolo della Consob.

L'improvvisa accelerazione dell'*iter* della legge sul risparmio, impressa a fine 2005, ha reso necessari alcuni interventi di razionalizzazione e di coordinamento della disciplina attuati con il decreto legislativo 29 dicembre 2006, n. 303 (cosiddetto decreto Pinza) nell'esercizio della delega contenuta nell'art. 43 della stessa legge sul risparmio; tale decreto, frutto di un confronto e di un approfondimento cui la Consob ha partecipato attivamente, ha reso più efficiente la portata innovativa di talune disposizioni della legge sul risparmio.

In alcuni casi, gli interventi di adeguamento sono stati finalizzati ad assicurare compatibilità tra la normativa nazionale e quella comunitaria⁽³⁶⁾.

In altri casi, gli interventi realizzati sono stati finalizzati a restituire coerenza al sistema sulla base dei principi fondanti della riforma del 2005, tra i quali, in particolare, quello del migliore perseguimento della ripartizione per finalità delle competenze delle Autorità di vigilanza⁽³⁷⁾.

Ulteriori disposizioni previste nel d.lgs. 303/2006 attengono alla disciplina delle Autorità e sono finalizzate a imprimere maggiore impulso alla collaborazione istituzionale, attraverso la possibilità di invitare la Consob e altre Autorità di settore alle riunioni del Cicer. Peraltro, come già accennato, il disegno di riforma delle Autorità indipendenti prevede la soppressione del Cicer e la contestuale istituzione di un Comitato per la stabilità finanziaria, composto dal Ministro dell'Economia, che lo presiede, dal Governatore della Banca d'Italia e dal Presidente della Consob. A singole riunioni del Comitato possono essere invitati il Presidente dell'Autorità garante della concorrenza e del mercato, altri ministri e altri soggetti dei quali sia opportuna la consultazione.

Il decreto introduce inoltre disposizioni che rafforzano l'indipendenza delle Autorità, assicurando loro protezione legale in caso di attività svolta *bona fide* nell'esercizio dei compiti istituzionali, in linea con i principi internazionali.

Il complesso delle innovazioni introdotte dai citati interventi legislativi in pochi casi ha avuto diretta attuazione. Fra queste vanno ricordati gli obblighi di trasparenza relativi alla emissione delle obbligazioni bancarie la cui prima attuazione ha comportato problemi interpretativi e, soprattutto, un rilevante impatto operativo sull'Istituto.

Altre modifiche normative presuppongono, invece, provvedimenti attuativi di competenza del Governo (in materia di procedure di conciliazione e arbitrato e di trasparenza delle società stabilite in paradisi legali); in questi casi, il previsto intervento regolamentare della Consob non potrà che essere successivo all'adozione di tali provvedimenti.

Nella generalità dei casi, tuttavia, l'attuazione delle norme di legge è stata demandata direttamente alla potestà regolamentare della Consob che è stata quindi chiamata, nei primi mesi del 2007, a un gravoso impegno in numerose aree tematiche. La complessità dei compiti attribuiti alla Consob è ancor più accentuata dal fatto che la normativa primaria, soprattutto in materia di governo societario e di controlli interni agli emittenti quotati, è intervenuta su aspetti di dettaglio, fissando principi che spesso non hanno riscontro negli altri ordinamenti dei paesi comunitari.

Il processo regolamentare si è giovato ampiamente dei contributi apportati dagli operatori del mercato e dalle associazioni dei risparmiatori nel processo di consultazione, che la Consob ha condotto nei ristretti limiti di tempo previsti per l'entrata in vigore dei regolamenti, ricercando il massimo coinvolgimento di tutti gli interessi. Gli esiti del confronto hanno contribuito a individuare le modalità più idonee per attuare le misure di rafforzamento della tutela del risparmio, contenendo i vincoli e gli oneri che potessero condizionare negativamente l'attività e la competitività degli operatori e la loro capacità di adattarsi rapidamente ai mutamenti del contesto operativo.

Di particolare rilievo sono i nuovi compiti regolamentari che la riforma del risparmio ha assegnato alla Consob nell'ambito del governo societario e dei controlli interni agli emittenti quotati.

Con riferimento all'elezione dei rappresentanti delle minoranze azionarie negli organi sociali, che la riforma del risparmio ha previsto per gli organi di amministrazione e di controllo, gli aspetti principali oggetto della regolamentazione Consob riguardano:

- la determinazione della soglia minima di partecipazione al capitale che gli statuti devono prevedere per la presentazione di liste per l'elezione dei membri dell'organo di amministrazione;
- le modalità per l'elezione di un membro dell'organo di controllo da parte di soci di minoranza che non siano collegati, neppure indirettamente, con gli azionisti che hanno presentato o votato la lista che ha raccolto il maggior numero di voti.

La Consob si è posta come obiettivo, da un lato, quello di favorire l'effettiva presenza di rappresentanti delle minoranze all'interno degli organi di amministrazione e controllo, tenuto conto soprattutto della limitata efficacia che la previsione del TUF aveva avuto con riguardo al collegio sindacale; dall'altro, quello di costruire un sistema regolamentare che considerasse le caratteristiche delle società, con riguardo alla dimensione e alla struttura proprietaria, al fine di calibrare le condizioni di esercizio dei diritti delle minoranze alle reali opportunità ed esigenze che si determinano nelle diverse situazioni.

Legato all'esigenza di rafforzare l'efficacia del funzionamento degli organi di controllo nelle società quotate è anche il tema del cumulo degli incarichi. Alla Consob la riforma del risparmio ha affidato il compito di determinare limiti per l'assunzione, da parte

dei componenti degli organi di controllo di emittenti quotati e diffusi, di incarichi di amministrazione e di controllo in altre società di capitali e di stabilire modalità e termini per l'informazione circa gli incarichi rivestiti dai predetti soggetti in altre società⁽³⁸⁾.

La Consob nel regolamentare tale materia, particolarmente delicata, ha tenuto conto delle caratteristiche assunte dagli organi di controllo nei diversi modelli societari, con l'obiettivo di garantire un'adeguata disponibilità e un'elevata qualità tecnico-professionale dei loro componenti.

Altra area rilevante, su cui la riforma del risparmio ha aperto spazi per interventi sia di trasparenza societaria che di vigilanza, riguarda i piani di compenso basati su azioni o altri strumenti finanziari. L'introduzione dell'obbligo dell'approvazione assembleare per l'adozione di tali piani e la previsione di dettagliati obblighi di trasparenza sulle loro motivazioni e caratteristiche trovano fondamento nell'opportunità di prevedere forme di tutela degli azionisti nei confronti di possibili patologie.

L'esperienza ha mostrato come tali forme di remunerazione possano, da un lato, consentire fenomeni di espropriazione di risorse della società, dall'altro, costituire incentivo per effettuare politiche gestionali non favorevoli agli interessi degli azionisti ovvero abusi riguardo all'informazione societaria e all'integrità dei mercati finanziari.

Le scelte regolamentari effettuate dalla Consob vanno nella direzione di attribuire importanza centrale alla consapevolezza dei soci, che decidono tramite la delibera assembleare, e alla presenza di adeguate informazioni da diffondere al pubblico in tutte le fasi su cui può articolarsi la concreta determinazione delle condizioni dei piani e la loro attuazione.

L'esigenza di rafforzare la trasparenza sui sistemi di governo societario delle società quotate, valorizzando la complementarità tra le forme di autoregolamentazione e la vigilanza pubblica, è alla base delle nuove norme introdotte dalla riforma del risparmio sulla trasparenza in merito all'adesione degli emittenti quotati a codici di comportamento promossi da società di gestione di mercati regolamentati o da associazioni di categoria degli operatori, secondo modalità e termini stabiliti con regolamento dalla Consob.

Nel disciplinare l'informazione relativa all'adesione ai codici di comportamento e all'osservanza degli impegni a ciò conseguenti, la Consob ha inteso privilegiare l'esigenza di confrontabilità delle relazioni sull'adesione ai codici di comportamento pubblicate dagli emittenti, assicurando margini di flessibilità nell'elaborazione dei criteri per la loro compilazione che resta demandata al soggetto che promuove il codice.

Altri interventi regolamentari in materia di informazione societaria attengono: alla definizione delle modalità e dei termini per il controllo periodico delle informazioni comunicate al pubblico dagli emittenti quotati (in tal modo viene richiesto all'Istituto di dare trasparenza ai criteri che presiedono alla propria attività di vigilanza); al rafforzamento della disciplina di trasparenza per le operazioni di fusione per

incorporazione in una società quotata di una società non quotata i cui attivi siano significativamente superiori a quelli della quotata; alla definizione del contenuto dell'attestazione che il dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili deve rilasciare circa l'applicazione delle procedure per la formazione del bilancio di esercizio e la corrispondenza dei documenti contabili ai libri e alle scritture contabili.

Numerosi e articolati sono stati gli interventi operati dal legislatore sulla disciplina della revisione contabile, essenzialmente finalizzati a neutralizzare i conflitti di interesse emersi a seguito dei noti casi di dissesto finanziario. In tale ambito alla Consob è stato attribuito un ampio potere di dettare norme di attuazione, che investe pressoché la totalità delle materie attinenti alla revisione.

Un particolare richiamo merita la nuova disciplina delle incompatibilità fino ad ora desumibile dall'art. 3 del d.p.r. 136/1975. Il nuovo testo dell'art. 160 del Tuf ha attribuito alla Consob il compito di stabilire le situazioni di incompatibilità al fine di assicurare l'indipendenza sia della società di revisione che del responsabile della revisione⁽³⁹⁾.

La Consob ha disciplinato, coerentemente con i principi comunitari⁽⁴⁰⁾, le diverse situazioni suscettibili di compromettere l'indipendenza del revisore con riferimento alla società di revisione e a tutti i soggetti che possano, in relazione allo specifico incarico, influenzare il risultato della revisione.

Inoltre, sono stati individuati⁽⁴¹⁾ i criteri di trasparenza contabile, di adeguatezza della struttura organizzativa e del sistema di controlli interni che società estere extraeuropee devono rispettare affinché le azioni della società controllante possano essere quotate in Italia. Si tratta di requisiti essenziali per evitare che la società estera possa essere utilizzata quale veicolo per operazioni non trasparenti e potenzialmente lesive degli interessi degli azionisti, dei creditori e del mercato.

Sono state, inoltre, delineate le condizioni che inibiscono la quotazione di emittenti sottoposti alla direzione e al coordinamento di un'altra società. Sulla base dell'esperienza maturata, le problematiche connesse alla quotazione di siffatti emittenti sono da ricondurre essenzialmente alla possibile mancanza di autonomia sia commerciale e finanziaria, sia degli organi di gestione e di controllo della società quotanda.

Relativamente alle "società finanziarie", considerate le diverse configurazioni che in concreto può assumere la loro attività, dalle *holdings* di partecipazioni fino alle sempre più diffuse tecniche di investimento e gestione di portafogli azionari (ad esempio strategie di *private equity* o di *venture capital*), la Consob ha ritenuto di adottare una regolamentazione per principi piuttosto che prevedere stringenti e dettagliati requisiti, ritenendo elemento chiave della nuova disciplina l'individuazione di criteri di trasparenza circa le modalità di gestione degli investimenti, con particolare riferimento alla diversificazione del rischio.

Nella materia degli intermediari l'art. 25-*bis* del Tuf, introdotto dalla legge sul risparmio e successivamente modificato dal decreto correttivo, dispone l'applicazione delle

norme in materia di contratto e criteri generali di condotta (artt. 21 e 23) alla sottoscrizione e collocamento, da parte delle banche e delle imprese di assicurazione, di propri prodotti finanziari. A tale scelta legislativa, dovuta anche al progressivo superamento della tradizionale e rigida tripartizione del mercato finanziario nei settori bancario, assicurativo e mobiliare, consegue l'attribuzione alla Consob del compito di disciplinare, con regole di dettaglio, l'attività distributiva di tali prodotti. Le norme regolamentari completano la previsione generale contenuta nella legge sul risparmio che sottopone alla disciplina del prospetto le offerte al pubblico aventi ad oggetto prodotti finanziari emessi da banche e imprese di assicurazione.

2. Le linee di sviluppo della strategia di vigilanza nelle aree istituzionali

2.1. La vigilanza sugli intermediari

L'universo di riferimento per l'attività di vigilanza sugli intermediari è caratterizzato dal numero elevato di soggetti che prestano servizi d'investimento e da una diffusa polifunzionalità delle loro attività, che vede la prestazione di più tipologie di servizi svolte dallo stesso soggetto o da soggetti appartenenti al medesimo gruppo.

Queste caratteristiche strutturali, comuni a molti paesi dell'Europa continentale, assumono particolare intensità nella realtà italiana, nella quale a una notevole frammentazione dell'offerta dei servizi di investimento si affianca una ridotta specializzazione dei soggetti, derivante dalla predominanza di gruppi bancari che offrono l'intera gamma dei servizi d'investimento.

In questo quadro, i fattori critici che orientano la vigilanza sono rappresentati dalla presenza dei conflitti di interessi all'interno dei gruppi polifunzionali e dai possibili effetti delle crescenti pressioni competitive sui comportamenti e sugli assetti degli intermediari.

Strumento di vigilanza è la definizione di un modello di analisi dei fattori di rischio che consenta di selezionare le attività di controllo e di orientare la direzione e l'intensità degli interventi.

La costruzione di tale modello, avviata negli ultimi anni, ha richiesto ingenti investimenti nella raccolta e sistematizzazione di un insieme complesso di dati e informazioni, provenienti sia da segnalazioni di vigilanza degli intermediari sia da fonti eterogenee di natura più qualitativa (accertamenti ispettivi, esposti dei clienti, notizie e indiscrezioni diffuse sul mercato, incontri con revisori ed esponenti aziendali).

Il modello di vigilanza implica il progressivo adattamento, in base alle esperienze maturate, della procedura standardizzata di analisi quali/quantitativa delle fonti informative. Obiettivo della procedura è il calcolo di indici valutativi per ciascun servizio di investimento. La successiva aggregazione degli indici consente di elaborare valori sintetici riferiti ai singoli intermediari. La comparazione, anche attraverso adeguati fattori

di ponderazione dei rischi, degli indicatori sintetici dei singoli intermediari porta alla definizione di una graduatoria delle priorità di vigilanza.

L'applicazione del modello, che richiede un costante monitoraggio delle condizioni di mercato, è influenzata dalle innovazioni normative in corso, suscettibili di modificare le aree di prevedibile maggiore rischiosità nello sviluppo dell'attività dei soggetti vigilati.

I principali elementi di cui si dovrà tener conto nel prossimo futuro sono rappresentati, in primo luogo, dall'ulteriore ampliamento dell'area della vigilanza della Consob e, in secondo luogo, dai possibili effetti del processo di integrazione europea sugli assetti competitivi del settore e sulle strategie degli operatori nazionali.

L'ampliamento dell'area di vigilanza riguarda sia i "soggetti", in virtù della sua estensione alle imprese di assicurazione in materia di sistemi distributivi, sia le attività e i "prodotti", in virtù dell'applicazione delle regole di trasparenza e correttezza anche ai prodotti finanziari bancari e assicurativi nonché in virtù della previsione di nuovi servizi, nuove attività di investimento e nuove modalità di prestazione (consulenza, servizi di mera esecuzione).

Sempre sul piano soggettivo, la nuova disciplina enfatizza il ruolo dell'Autorità del paese ospitante rispetto all'attività delle succursali di imprese di investimento comunitarie, in un contesto in cui la regola generalmente applicabile è quella della vigilanza del paese di origine. La coesistenza di responsabilità sullo stesso intermediario in capo ad Autorità di paesi diversi richiederà un'accresciuta cooperazione, da attuarsi anche attraverso speciali accordi di assistenza reciproca (*Memoranda of Understanding*).

Le nuove regole imporranno agli intermediari di intervenire sui propri modelli strategici. Gli obblighi di *best execution*, di diversificazione delle sedi di esecuzione, di trasparenza e correttezza nel pagamento e nella percezione di incentivi potranno determinare, tra l'altro, significativi riflessi sugli assetti procedurali degli intermediari, sulla composizione dei flussi reddituali e, in ultima analisi, sulla loro capacità competitiva.

In tale quadro, sarà opportuno monitorare, in particolare, la situazione dei soggetti già oggi "marginali" nella prestazione dei servizi di negoziazione, i quali saranno chiamati ad affrontare investimenti e nuovi assetti operativi, in conseguenza del superamento della concentrazione degli scambi nei mercati regolamentati. Sarà pure opportuno esplorare le modalità di prestazione del servizio di gestione individuale, centrale nella costruzione giuridica della direttiva MiFID, al fine di valutare l'impatto dell'ampio ricorso a processi di delega delle scelte gestionali e la conseguente diffusione di gestioni patrimoniali che investono in prodotti di risparmio gestito.

Particolari esigenze di vigilanza derivano dalla rilevanza della diffusione di obbligazioni strutturate emesse da banche italiane⁽⁴²⁾. Spesso, tali titoli sono offerti a piccoli risparmiatori in alternativa ad altre forme di investimento, non perfettamente fungibili, quali quote di fondi comuni. Si tratta peraltro di titoli, sovente complessi, la cui

componente “derivata” non è facilmente percepibile e può risultare inadeguata per risparmiatori con una limitata conoscenza ed esperienza in materia di investimenti o con una bassa propensione al rischio.

La direttiva MiFID esclude espressamente che l'intermediario, per le obbligazioni o altri titoli di debito che “incorporano uno strumento derivato”, possa offrire il servizio di mera esecuzione di ordini (*execution only*); servizio che non prevede l'applicazione di regole in materia di appropriatezza o adeguatezza per il cliente.

La specificità delle istanze di vigilanza indotte dal fenomeno della distribuzione in Italia di obbligazioni strutturate da parte delle banche è in larga misura riconducibile alla necessità di rendere effettive le misure di trasparenza nella determinazione del prezzo di tali strumenti in sede di emissione. Il mercato e i risparmiatori devono poter essere in grado di avere parametri di “confronto”, semplici e significativi, capaci di orientarne il consapevole investimento. Per tali titoli si pone anche l'esigenza che il mercato secondario non sia esclusivamente condizionato dalle scelte e dalle disponibilità dello stesso emittente.

Nell'applicazione delle regole di trasparenza e correttezza, estesa dalla riforma del risparmio a tutti i prodotti a contenuto finanziario, verrà pertanto dedicata particolare attenzione alla tutela degli investitori cui vengono offerte tipologie di strumenti con condizioni di rischio elevate e poco trasparenti, per i quali assumono particolare rilievo i potenziali conflitti di interesse derivanti dal fatto che spesso la banca è al contempo produttore e distributore del prodotto.

Problemi specifici si pongono nell'area della gestione collettiva del risparmio, che ha sofferto negli ultimi anni di un significativo deflusso di risorse dai fondi di diritto italiano. Il riaggiustamento di portafoglio operato dagli investitori è per lo più ascrivibile a rendimenti effettivi poco competitivi, su cui incidono elevati costi di gestione⁽⁴³⁾.

La forte dipendenza dell'industria del risparmio gestito nazionale dai canali distributivi, prevalentemente di gruppo, acuisce la vulnerabilità delle società di gestione in termini di stabilità delle masse gestite. L'offerta tende a seguire la “domanda di sicurezza” degli investitori proponendo fondi a strategia protetta; scarsa appare la capacità di assicurare più bassi livelli dei costi di gestione per ampliare il mercato italiano dei fondi.

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

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

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

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

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

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

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

2.2. La vigilanza sugli emittenti

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

L'esigenza di rafforzare gli strumenti di vigilanza sulla qualità dell'informazione societaria degli emittenti quotati, anche al fine di una tempestiva individuazione di eventuali sintomi di difficoltà, aveva già portato la Consob ad avviare lo sviluppo di un modello di vigilanza basato su metodi di valutazione dei rischi, in linea con gli sviluppi

emersi in ambito internazionale. In particolare, il Cesr ha elaborato, con un apporto della Consob di particolare impegno e qualità, alcuni documenti relativi all'attività di vigilanza sull'informazione finanziaria, nei quali sono indicati i principi a cui le Autorità dovrebbero uniformarsi ai fini dello svolgimento dell'attività di *enforcement* sugli emittenti.

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

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

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

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

- i dati economico-patrimoniali e finanziari delle società interessate;
- le segnalazioni ricevute dall'organo di controllo interno e dal revisore dell'emittente;
- l'andamento delle negoziazioni sui titoli dell'emittente (con particolare riguardo a eventuali anomalie nei prezzi e nei volumi);
- le informazioni significative ricevute da altre amministrazioni o soggetti interessati.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

L'analisi periodica condotta dall'associazione delle società di capitali (Assonime) sull'attuazione del codice di autodisciplina del Comitato per la *corporate governance*

promosso da Borsa Italiana mostra come, a fronte di un crescente grado di adesione sia sotto il profilo numerico che qualitativo, permangano alcune aree di opacità e di non omogenea applicazione di alcuni principi fondamentali, quali quelli sui requisiti di indipendenza degli amministratori.

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

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

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

Estremamente innovativo è il tema del controllo pubblico indipendente su tutta la categoria professionale dei revisori, siano essi persone fisiche o società di revisione, che dovrà trovare applicazione per tutte le attività di revisione obbligatorie per legge, a prescindere dai soggetti nei confronti dei quali tale attività sia svolta (entità di interesse pubblico, come le società quotate, o altre entità). Il controllo pubblico dovrà essere esercitato da un organo di vigilanza indipendente, che sarà responsabile di tutte le attività di controllo indicate dalla direttiva. Lo svolgimento diretto di tali attività potrà anche essere affidato, in tutto o in parte, a diverse "Autorità competenti" che opereranno sotto il controllo dell'organo di vigilanza indipendente. Risulterà quindi possibile affidare parte di tali attività alla professione, consentendo in tal modo il permanere di spazi auto-regolamentati, sebbene monitorati dal sistema pubblico.

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

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

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

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

2.3. La vigilanza sui mercati

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

L'accresciuta competizione tra diverse tipologie di piattaforme e modalità di negoziazione (*trading venues*) caratterizza tutti i principali mercati internazionali e subirà un'accelerazione in ambito europeo con l'adozione della direttiva MiFID, a seguito della apertura dell'attività di negoziazione a soggetti e forme alternative ai mercati regolamentati.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

La Consob, nell'obiettivo di realizzare un nuovo sistema per la segnalazione delle transazioni e per lo scambio delle informazioni con Autorità estere, ha già da tempo avviato un confronto con l'industria al fine di individuare la soluzione tecnica che possa far convergere le esigenze degli intermediari e le necessità dell'Istituto⁽⁴⁴⁾.

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

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

L'attuale quadro normativo italiano prevede livelli di trasparenza sulle negoziazioni di strumenti obbligazionari superiori a quelli prevalenti nei principali paesi europei⁽⁴⁵⁾. Nel valutare un eventuale allineamento al livello minimo della direttiva vanno attentamente valutate le peculiarità del sistema italiano, che vede una diffusione di strumenti obbligazionari tra i piccoli risparmiatori superiore a quella degli altri principali paesi europei. Inoltre, le caratteristiche delle obbligazioni in circolazione, negoziate per lo più al di fuori dei mercati regolamentati, determinano spesso profili di rischio di difficile valutazione, in ragione della diffusa presenza di clausole complesse che incidono sul rendimento e sullo stesso rimborso del capitale.

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

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

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

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

La Consob ha già avviato un'attenta analisi delle segnalazioni pervenute, che evidenzia un notevole sforzo di adeguamento da parte degli intermediari nel garantire

significatività alla loro attività di selezione. L'analisi ha anche l'obiettivo di fornire indicazioni utili per un ulteriore perfezionamento delle procedure adottate.

2.4. L'organizzazione interna e il potenziamento delle risorse umane

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

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

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

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

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

incaricati del coordinamento di attività che richiedono il contributo di unità organizzative diverse.

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

È stata poi istituita una specifica funzione per le attività di analisi di impatto della regolamentazione. Essa fornirà il proprio contributo sia nella fase preliminare di elaborazione di ipotesi di regolamentazione da sottoporre alla pubblica consultazione, sia nella fase di verifica sistematica della adeguatezza della regolamentazione vigente. In quest'ultimo ambito saranno analizzati gli effetti dell'applicazione delle regole sul mercato e sugli obiettivi di tutela, allo scopo di procedere al tempestivo adattamento delle regole rivelatesi inadeguate (*better regulation*).

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

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

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

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

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

Il nuovo modello di vigilanza basato sull'analisi dei rischi richiede la formazione e l'aggiornamento di competenze matematiche e statistiche e lo sviluppo dell'uso di tecnologie informatiche. La Commissione ha già approvato un progetto di informatizzazione di tutti i principali processi dell'Istituto. Tra le finalità del progetto vi è anche l'agevolazione, grazie all'utilizzo di canali informatici, degli adempimenti cui sono tenuti i soggetti vigilati e della diffusione delle informazioni al pubblico. L'attuazione del progetto è già in fase di avanzata sperimentazione in materia di raccolta delle segnalazioni relative ai bilanci delle società quotate, alle operazioni su azioni proprie da parte dell'emittente nonché alle segnalazioni di vigilanza degli intermediari. Di tali nuove modalità di adempimento di obblighi informativi si è tenuto conto anche nell'attività di regolamentazione secondaria in corso, coerentemente con l'obiettivo di ridurre il più possibile i nuovi oneri posti a carico degli operatori.

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

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

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

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

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

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

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

NOTE

⁽¹⁾ Direttiva 2004/25/CE.

⁽²⁾ La sequenza delle iniziative è la seguente:

Gennaio 1999: la Commissione Affari costituzionali della Camera delibera una “Indagine conoscitiva sulle Autorità amministrative indipendenti”, conclusasi con un documento datato 4 aprile 2000.

Maggio 2001: viene presentata la proposta di legge n. 121 d’iniziativa dell’On.le Bielli concernente la “Disciplina delle Autorità indipendenti”.

Novembre 2001: l’On.le Frattini, Ministro per la Funzione Pubblica, istituisce una “Commissione per la razionalizzazione e la semplificazione della disciplina delle Autorità indipendenti e delle Agenzie di settore”, i cui lavori – pur se di consistente rilevanza – non giunsero ad essere oggetto di un disegno di legge da parte del Consiglio dei Ministri.

Sempre nel novembre 2001: viene presentata la proposta di legge n. 2052 d’iniziativa degli On.li E. Letta, Pinza e altri concernente “Disposizioni in materia di Autorità indipendenti”. La p.d.l. propone, tra l’altro, l’accorpamento di Consob, Isvap e Covip.

Dicembre 2001: viene presentato anche al Senato un disegno di legge (n. 956) d’iniziativa dei Sen.ri Amato, Mancino e altri concernente “Disposizioni in materia di Autorità indipendenti” dal contenuto identico alla p.d.l. n. 2052 d’iniziativa degli On.li Letta e Pinza.

Gennaio 2002: viene presentata la proposta di legge n. 2224 d’iniziativa degli On.li Tabacci e altri concernente “Nuove norme in materia di Autorità di garanzia, regolazione e vigilanza”. Il progetto effettua una distinzione tra Autorità che svolgono funzioni di garanzia (Commissione sull’esercizio del diritto di sciopero; Antitrust; Garante per la privacy e Autorità per le garanzie nelle comunicazioni), Autorità alle quali sono demandati compiti di regolazione (Autorità dei servizi pubblici a rete) e Autorità di vigilanza e controllo (Consob e neo-istituita Autorità di vigilanza sugli intermediari finanziari che assorbe attribuzioni della Consob, della Banca d’Italia, dell’Isvap e della Covip).

⁽³⁾ In particolare, viene prevista, per tutte le Autorità indipendenti, una disciplina comune in materia di:

- *governance* dell’Autorità (funzionamento collegiale; requisiti dei membri; disciplina delle incompatibilità);
- garanzia dei soggetti vigilati e dei soggetti destinatari di sanzioni (garanzia del procedimento – separazione tra funzioni istruttorie e decisorie; partecipazione al procedimento; tutela giurisdizionale);
- garanzia dell’efficienza della regolamentazione (obbligo di valutazione dell’impatto economico delle regole da parte delle Autorità; obbligo di consentire la partecipazione degli interessati al processo normativo);
- garanzia della trasparenza dell’operato delle Autorità (controllo dei rendiconti; rapporti con il Parlamento e l’Esecutivo).

⁽⁴⁾ Direttiva 2004/39/CE.

⁽⁵⁾ Direttiva 2006/73/CE e Regolamento CE/1287/2006.

⁽⁶⁾ In presenza dell’obbligo di concentrazione degli scambi le condizioni di migliore esecuzione sono assicurate dall’esecuzione della negoziazione sul mercato regolamentato.

⁽⁷⁾ Internalizzatore sistematico è l'impresa di investimento che in modo organizzato, frequente e sistematico negozia per conto proprio, eseguendo gli ordini del cliente al di fuori di un mercato regolamentato o di un sistema multilaterale di negoziazione.

⁽⁸⁾ Il ritardo nel recepimento della direttiva Opa pone inoltre alcuni problemi applicativi dell'attuale disciplina italiana. Si pensi ad esempio al prezzo delle offerte obbligatorie successive, cioè di quelle che deve promuovere un soggetto che abbia superato il 30 per cento dei diritti di voto di una società quotata. Con la normativa italiana pre-direttiva (e ancora attualmente vigente) il prezzo dell'offerta è dato dalla media tra due componenti: il prezzo massimo pagato dall'offerente nei 12 mesi precedenti (che riflette normalmente anche il cosiddetto premio per il controllo) e il prezzo medio di mercato degli ultimi 12 mesi. Con il recepimento della direttiva il prezzo dovrà essere obbligatoriamente quello massimo pagato dall'offerente in un periodo compreso tra i 6 e i 12 mesi precedenti. È una differenza di non poco conto: solitamente il premio per il controllo è consistente soprattutto in Italia, quindi la possibilità che il prezzo dell'offerta possa essere "mediato" con il valore di mercato riduce considerevolmente gli oneri finanziari dell'offerente.

La norma comunitaria, presentando un elemento di discrezionalità (il periodo per il calcolo del prezzo più alto), non può essere automaticamente applicata (*self-executing*). La Consob ha ritenuto di promuovere presso gli offerenti, sul piano della *moral suasion*, l'applicazione volontaria del criterio posto dalla direttiva, laddove esso porti a un prezzo di offerta più alto di quello risultante dall'applicazione del criterio nazionale. Potrebbe essere opportuna una disposizione transitoria che eviti dubbi interpretativi e possibili contenziosi.

⁽⁹⁾ Direttiva 2004/109/CE.

⁽¹⁰⁾ Direttiva 2006/43/CE.

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

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

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

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

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

⁽¹⁶⁾ Il valore nozionale dei *credit default swap*, secondo l'indagine effettuata dalla Banca dei Regolamenti Internazionali, è aumentato del 50% nei primi sei mesi del 2006, arrivando a quasi 20 miliardi di dollari Usa. La quota preponderante dei *credit default swap* è composta da derivati su un singolo debitore, che costituiscono il 70% del valore nozionale totale.

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

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

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

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

⁽²¹⁾ La Consob, ai sensi del combinato disposto del comma 3, lett. d) e del comma 5 dell'art. 187-*octies* del Tuf, ha il potere di procedere al sequestro dei beni che possono formare oggetto di confisca ai sensi dell'art. 187-*sexies* del Tuf, previa autorizzazione del Procuratore della Repubblica.

⁽²²⁾ Con riferimento alla soglia minima di partecipazione al cui superamento scattano gli obblighi informativi (il 2% a fronte del 5% previsto dalla direttiva *Transparency* adottata nella maggior parte dei paesi europei), alle ulteriori soglie di trasparenza (5%, 7,5%, 10% e tutti i successivi multipli del 5%), ai tempi di comunicazione (5 giorni di mercato aperto in linea con la direttiva).

⁽²³⁾ Le vigenti norme comunitarie permettono alle Autorità di vigilanza di opporsi a un progetto di concentrazione o acquisizione se ritengono che possa compromettere "la gestione sana e prudente" dell'impresa oggetto dell'operazione. La nuova direttiva, che modifica diverse direttive vigenti, precisa in particolare i criteri che le Autorità di vigilanza devono applicare nella valutazione delle operazioni di concentrazione e acquisizione e i tempi massimi dei relativi procedimenti.

(24) Nel primo caso esaminato dalla Commissione si è ritenuto sussistente l'obbligo di promuovere un'Opa obbligatoria in un'operazione di integrazione societaria tra due aziende quotate, non risultando applicabile in tale ipotesi l'esenzione prevista dalla normativa in materia per le operazioni di fusione. Il mutamento degli assetti di controllo che si determinava non era infatti conseguenza diretta e automatica della fusione, né si realizzava semplicemente in virtù dell'adesione a patti parasociali funzionali e indispensabili all'integrazione. Nel secondo caso, riguardante l'ingresso di una società quotata municipalizzata (con una partecipazione inferiore al 30%) nel capitale sociale di un'altra *utility* quotata e la contestuale stipulazione di un patto parasociale, la Commissione, confermando un orientamento precedentemente assunto, ha ritenuto l'insussistenza dell'obbligo di Opa, in quanto non si determinava un mutamento dell'assetto di controllo della società stessa.

(25) Per le società che presentano elementi di rischio per la contabilità aziendale, la Consob ha imposto, da alcuni anni, un obbligo di informazione periodica mensile, al fine di fornire aggiornamenti in merito al loro andamento economico e finanziario. Al 31 marzo 2007 risultano soggette a tali obblighi 16 società.

(26) L'Alitalia ha comunicato che l'approvazione del progetto di bilancio non avverrà entro i 90 giorni dalla chiusura dell'esercizio 2006, come preventivamente annunciato dalla stessa società, in alternativa alla mancata approvazione della relazione trimestrale, coincidente con la scadenza del secondo semestre dell'anno, in ossequio a quanto consentito dal Regolamento Emittenti della Consob.

(27) Direttiva 2371/2003/CE e Regolamento CE/809/2004.

(28) I prospetti oggetto di approvazione e i prospetti semplificati depositati presso la Consob sono stati complessivamente 1.668.

(29) Si è trattato in particolare di 5 procedimenti per *insider trading*, 7 per manipolazione del mercato e 2 per ostacolo all'attività di vigilanza. Nella maggior parte dei procedimenti, la Consob aveva provveduto a inviare alla competente Autorità Giudiziaria apposite segnalazioni all'esito dell'attività di vigilanza svolta.

(30) Vengono anche stabiliti taluni criteri, quali l'offensività del fatto, le qualità personali del colpevole e l'entità del prodotto o del profitto conseguito dal reato, che il Giudice potrà utilizzare al fine di determinare sommariamente l'entità del danno cagionato dagli imputati nell'ambito di una valutazione eventualmente equitativa.

(31) Si tratta della stessa Sgr a carico della quale e dei relativi esponenti aziendali interessati la Consob ha comminato, nel corso del 2006, sanzioni amministrative pecuniarie per violazione delle regole di condotta, in relazione all'operazione di acquisto e successiva dismissione di obbligazioni emesse dal gruppo Parmalat nel periodo immediatamente antecedente la dichiarazione di *default*.

(32) In particolare, è stata esclusa la responsabilità della Consob, che avrebbe consentito il collocamento dei titoli in assenza del prospetto informativo, atteso che i titoli obbligazionari acquistati dagli attori non avevano formato "oggetto di un'attività di sollecitazione all'investimento o di collocamento diretto al pubblico indistinto ma soltanto alle banche e agli altri investitori (cosiddetto *private placement*) caso nel quale la legge non prevede la necessità di ricorrere alla pubblicazione di un prospetto informativo da sottoporre al controllo preventivo della Consob; né era previsto il cosiddetto prospetto di quotazione, trattandosi di titoli non ammessi alla quotazione su un mercato regolamentato".

(33) In un caso, è stata confermata la sentenza di primo grado che aveva correttamente dichiarato prescritto il diritto degli appellanti al risarcimento del danno, nell'altro caso è stata rilevata la mancanza del nesso causale tra pretesa omissione di vigilanza e danno sofferto dagli appellanti.

(34) Avverso le decisioni con cui le Corti d'Appello hanno respinto le opposizioni ai decreti sanzionatori, nel corso del 2006 sono stati interposti quattro ricorsi in Cassazione.

(35) Di particolare rilievo appare il fatto che nel respingere i ricorsi intentati sia stata ribadita la necessità che, anche nella prestazione del servizio di negoziazione di titoli obbligazionari, gli intermediari mobiliari si dotino di apposite e specifiche procedure interne, finalizzate, in particolare, alla puntuale conoscenza degli strumenti finanziari offerti e alla compiuta informativa agli investitori in merito alle loro caratteristiche. In un caso, la Corte d'Appello di Milano ha considerato compresa nell'ambito della prestazione di tale servizio anche l'attività di elaborazione di opinioni sul merito di credito (*credit opinion*) e l'attribuzione di giudizi di *rating* relativi a prestiti obbligazionari da collocare sul mercato, giacché anche tale attività, in quanto direttamente incidente sulle condizioni di offerta degli strumenti finanziari, è riconducibile al servizio di investimento e di collocamento, di cui rappresenta una fase operativa, ed è pertanto assoggettabile alle regole che disciplinano quel servizio.

(36) Con le modifiche apportate all'art. 100-*bis* del Tuf, si è assicurata la compatibilità tra la disciplina della circolazione presso il pubblico di prodotti finanziari originariamente destinati a investitori professionali e le disposizioni della direttiva MiFID e delle sue misure di attuazione, che escludono l'obbligo degli intermediari di fornire specifiche informazioni su singoli titoli. Il d.lgs. 303/2006 ha optato per una formulazione della norma che, pur conservando il suo originario valore precettivo, si allinea alle previsioni della direttiva comunitaria sulle offerte pubbliche (direttiva 2003/71/CE), alla cui attuazione il Governo è stato delegato ai sensi dell'art. 12 della stessa legge n. 262/2005.

(37) In particolare, nella materia dell'offerta di prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazione, assoggettata dalla legge sul risparmio alla disciplina della sollecitazione e delle regole di condotta stabilite dal Tuf, sono stati risolti taluni problemi interpretativi e di coordinamento, consentendo una più compiuta applicazione a tali prodotti delle norme già applicabili agli altri strumenti finanziari.

(38) L'art. 148-*bis* del Testo unico, introdotto dall'art. 2, comma 1, lett. b), della legge sul risparmio, prevede che tali limiti siano stabiliti avendo riguardo all'onerosità e alla complessità di ciascun tipo di incarico, anche in rapporto alla dimensione della società, al numero e alla dimensione delle imprese incluse nel consolidamento, nonché all'estensione e all'articolazione della sua struttura organizzativa.

(39) L'art. 160 ha altresì delegato la Consob: a individuare i criteri per stabilire l'appartenenza di un'entità alla rete di una società di revisione; a determinare le caratteristiche degli incarichi e dei rapporti che possono compromettere l'indipendenza della società di revisione; a stabilire le forme di pubblicità dei compensi che la società di revisione e le entità appartenenti alla sua rete hanno percepito, distintamente, per incarichi di revisione e per la prestazione di altri servizi indicati per tipo o categoria; a individuare, rispetto ai servizi non *audit* che non possono per legge essere prestati dalla società di revisione, dalla sua rete, né da altri soggetti ivi indicati, alla società che ha conferito l'incarico di revisione e alle società da essa controllate o che la controllano o sono sottoposte a comune controllo, ulteriori servizi e attività, anche di consulenza inclusa quella legale, non collegati alla revisione, cui estendere tale divieto.

(40) Raccomandazione della Commissione Europea del 16 maggio 2002 ("L'indipendenza dei revisori legali dei conti UE: un insieme di principi fondamentali"), i cui principi sono stati recepiti in un documento emanato dai Consigli nazionali dei dottori commercialisti e dei ragionieri, raccomandato dalla Consob nel 2005 e intitolato "Principi sull'indipendenza del revisore".

(41) Le disposizioni danno attuazione all'art. 62, comma 3-*bis*, del Tuf, riguardante la determinazione delle condizioni per la quotazione di società controllanti società estere extraeuropee, di società controllate sottoposte all'attività di coordinamento e direzione di altra società e di società finanziarie.

(42) A settembre 2006, in base a stime effettuate dalla Consob, il controvalore dello *stock* di obbligazioni strutturate emesse da banche italiane era pari a quasi 300 miliardi di euro e rappresentavano poco meno del 60% del totale delle obbligazioni bancarie in circolazione. Il

controvalore delle obbligazioni strutturate è in continua crescita: il tasso di crescita medio annuo è stato pari a circa il 10% negli ultimi 5 anni.

⁽⁴³⁾ Da analisi condotte dalla Consob risulta che il rendimento effettivo dei fondi obbligazionari è risultato significativamente inferiore ai rendimenti dei titoli di stato italiani, a parità di durata media finanziaria.

⁽⁴⁴⁾ In tale nuovo quadro, la Consob riceverà informazioni dalle imprese di investimento italiane sulle transazioni, ovunque effettuate, su strumenti finanziari ammessi alla negoziazione su un mercato regolamentato europeo. La Consob riceverà, inoltre, dalle competenti Autorità estere informazioni in merito all'operatività delle imprese d'investimento estere su strumenti finanziari per i quali un mercato regolamentato italiano rappresenta "*il mercato più pertinente in termini di liquidità*". Allo stesso tempo, la Consob dovrà fornire alle Autorità competenti estere informazioni in merito all'operatività delle imprese di investimento italiane su strumenti finanziari per i quali il mercato regolamentato estero rappresenta "*il mercato più pertinente in termini di liquidità*".

⁽⁴⁵⁾ L'attuale regime di trasparenza in Italia vede la presenza di disposizioni nel Tuf e nella Comunicazione Consob sui sistemi di scambi organizzati, cui si aggiunge quella contenuta nel Regolamento Consob 11768 in materia di trasparenza post-negoziazione per le operazioni concluse al di fuori dei mercati regolamentati. L'ambito di applicazione della disciplina in Italia ha per oggetto tutti gli strumenti finanziari negoziati, pur definendo regole differenziate in funzione delle peculiarità dei diversi strumenti finanziari.

B

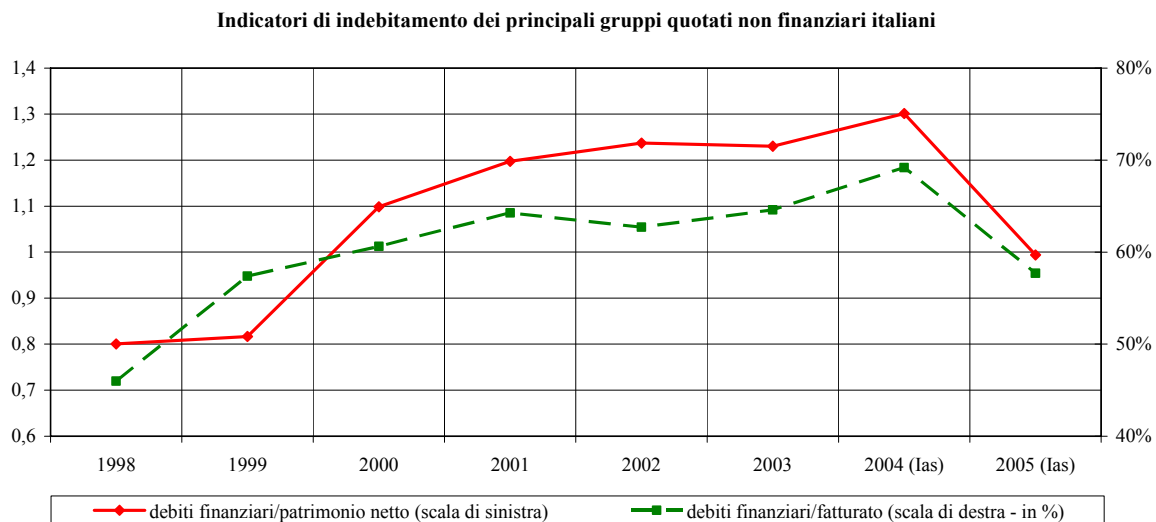
*L'EVOLUZIONE
DEL QUADRO DI RIFERIMENTO*

I – LE SOCIETÀ

1. La struttura finanziaria e la redditività

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

Fig. 1

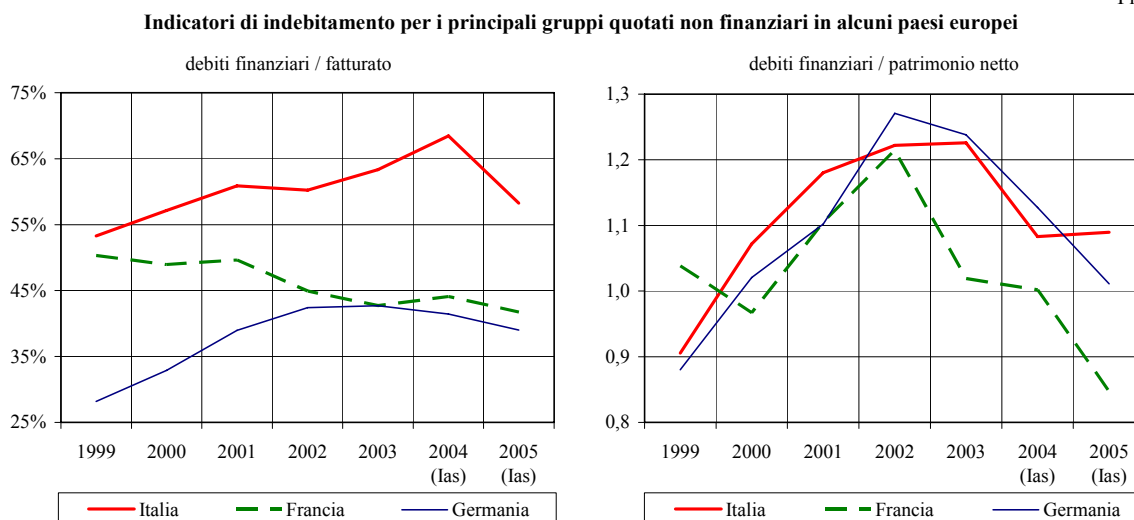


Fonte: elaborazioni su bilanci riclassificati R&S. Confronta Note metodologiche.

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

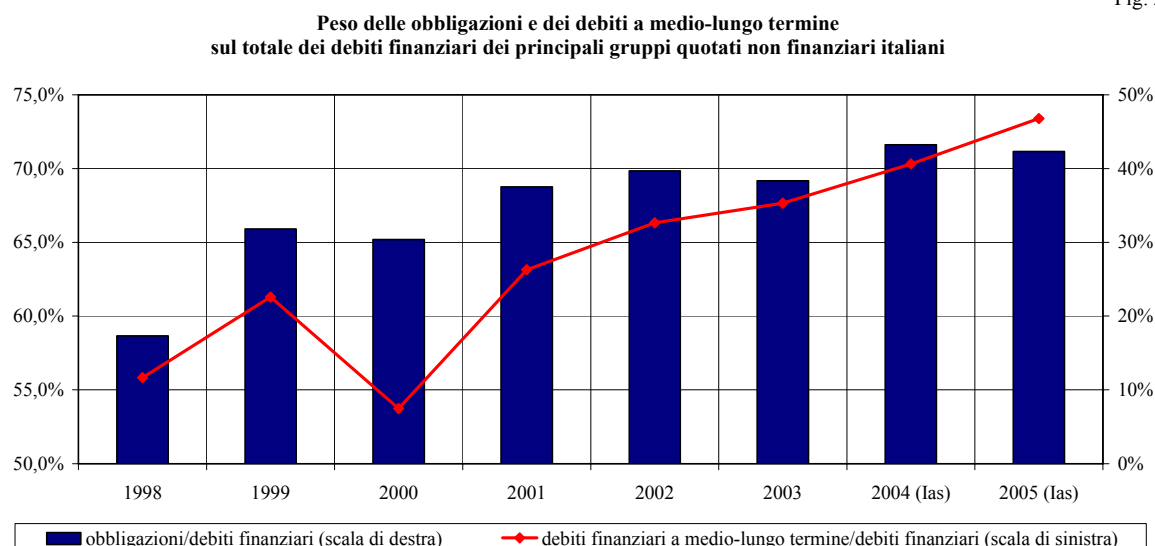
Il peso delle obbligazioni sul totale dei debiti finanziari risulta stabile intorno al 40% circa, mentre la quota dei debiti a medio e lungo termine sul totale dei debiti finanziari è cresciuta dal 70 al 74% circa (Fig. 3).

Fig. 2



Fonte: elaborazioni su dati Worldscope. Confronta Note metodologiche.

Fig. 3

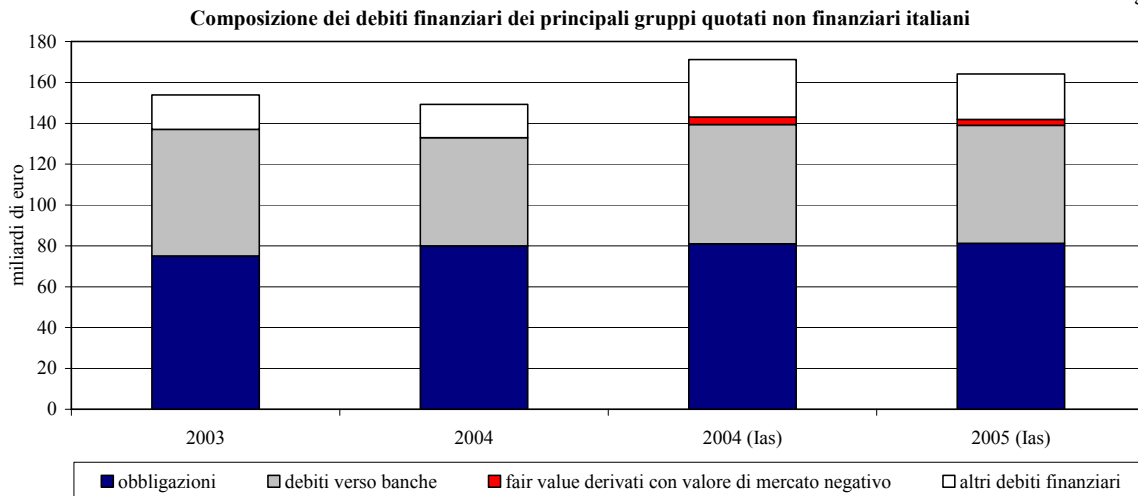


Fonte: elaborazioni su bilanci riclassificati R&S. Confronta Note metodologiche.

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

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

Fig. 4



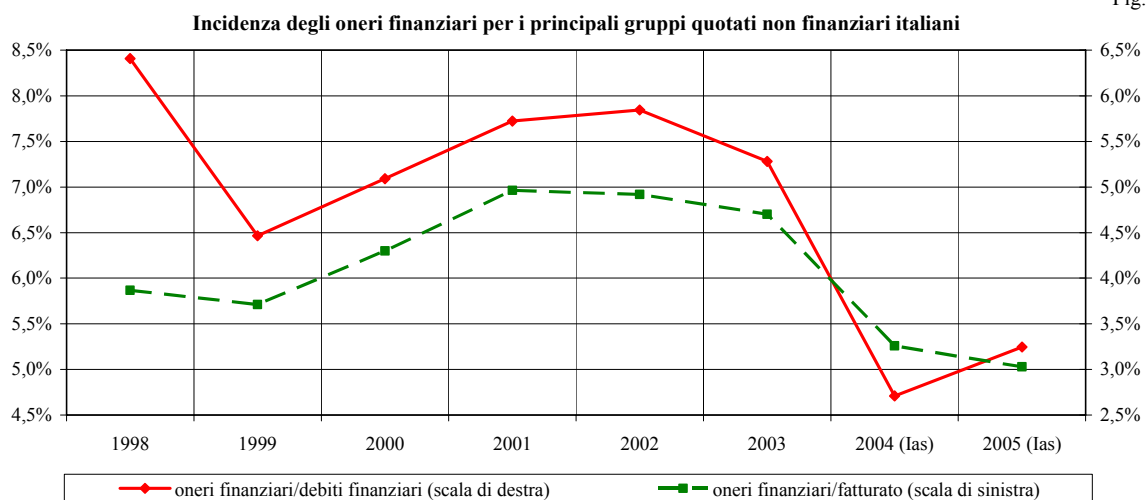
Fonte: elaborazione su bilanci consolidati. Confronta Note metodologiche.

Ancorché vi sia una chiara tendenza alla riduzione dell'indebitamento bancario, un'analisi condotta da Mediobanca sui bilanci 2004 delle grandi multinazionali segnala che i grandi gruppi quotati italiani presentano un'esposizione verso il sistema bancario che rimane nettamente superiore rispetto a quella dei grandi gruppi dei principali paesi europei.

Sebbene il valore di mercato dei derivati iscritti in bilancio sia modesto (in particolare, quelli con valore di mercato negativo pesavano per il 2% del totale dei debiti finanziari a fine 2005), l'utilizzo dei derivati ha assunto ormai un ruolo di rilievo nella gestione finanziaria dei gruppi quotati (Riquadro 1).

Nonostante la riduzione dell'indebitamento, nel 2005 si è registrata una sensibile crescita del rapporto fra oneri finanziari e debiti finanziari (dal 4,7 al 5,2%), mentre l'incidenza degli oneri finanziari sul fatturato si è lievemente ridotta (dal 3,2 al 3%) (Fig. 5).

Fig. 5



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

Riquadro 1

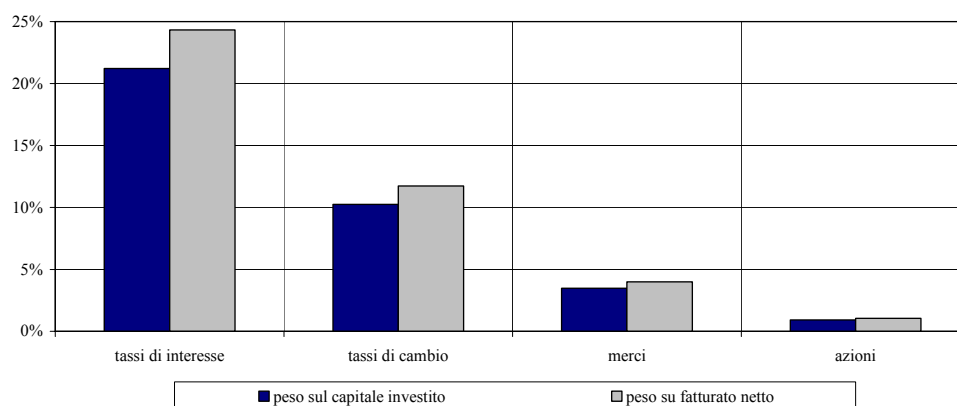
Utilizzo degli strumenti derivati da parte delle principali società italiane non finanziarie quotate in borsa

Con l'entrata in vigore degli Ias/Ifrs i bilanci 2005 presentano per la prima volta informazioni analitiche sugli strumenti finanziari derivati e ne evidenziano un utilizzo molto diffuso fra le società quotate non finanziarie (circa il 92% delle imprese ha una posizione in derivati).

Il controvalore nozionale complessivo delle posizioni in derivati a fine 2005 delle principali società quotate non finanziarie risultava pari a circa 110 miliardi di euro, imputabile per il 59% a derivati su tassi di interesse, per il 29% a derivati su tassi di cambio, per il 10% a derivati su merci e per il 3% a derivati su azioni. In rapporto al capitale investito e al fatturato netto il valore nozionale delle posizioni in derivati risultava pari, rispettivamente, al 36 e al 41%.

Per ciò che riguarda, invece, i valori di mercato (*fair value*) è possibile disaggregare i dati fra le posizioni in perdita (cioè con *fair value* negativo) e quelle in attivo (cioè con *fair value* positivo). Il *fair value* dei derivati con valore di mercato positivo risultava pari a circa 1,4 miliardi di euro, mentre il *fair value* dei derivati con valore negativo risultava pari a circa 2,4 miliardi di euro; il valore di mercato netto delle posizioni in derivati era dunque negativo per un miliardo di euro. Ai derivati su tassi di interesse è imputabile il valore di mercato netto più consistente (-790 milioni di euro, dato dal saldo fra -1.399 milioni di euro e +608 milioni di euro), seguiti dai derivati su cambi (-415 milioni di euro, dato dal saldo fra -698 milioni di euro e +282 milioni di euro); i derivati su merci presentano, invece, un valore di mercato netto positivo per 213 milioni di euro.

Valore nozionale dei derivati detenuti dalle principali società quotate non finanziarie italiane per tipologia di sottostante in rapporto al capitale investito e al fatturato netto



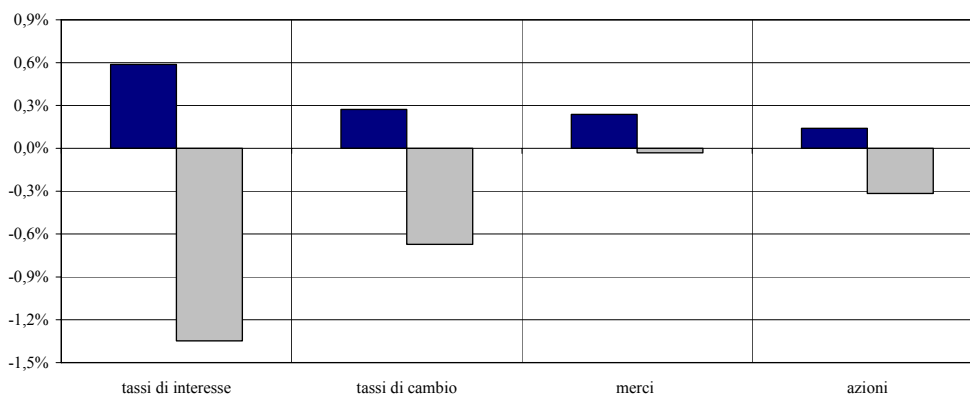
Fonte: elaborazioni su bilanci 2005. Il capitale investito è dato dalla somma del patrimonio netto e dei debiti finanziari.

Nonostante i valori assoluti siano consistenti, a livello aggregato l'incidenza del valore di mercato delle posizioni in derivati sulle principali grandezze economico-finanziarie è modesta. I valori di mercato lordo e netto dei derivati sono pari, rispettivamente, al 3,7 e all'1% della posizione finanziaria netta. Il *fair value* dei derivati sui tassi di interesse iscritti tra le passività finanziarie rappresenta l'1,3% della posizione finanziaria netta, mentre per le altre tipologie di derivati i valori di mercato attivi o passivi rappresentano una quota sempre inferiore all'1% della posizione finanziaria netta.

Tutte le società dichiarano di possedere derivati per scopi di copertura dei rischi finanziari. I derivati su tassi di interesse vengono utilizzati prevalentemente per trasformare i debiti da tasso variabile a tasso fisso, o viceversa. Per ciò che riguarda, invece, i derivati su cambi, gli oggetti di copertura sono rappresentati principalmente da finanziamenti e da crediti o debiti commerciali in valute diverse dall'euro (risultanti a volte dal consolidamento di controllate residenti in Paesi extra-UE). I derivati su merci sono utilizzati prevalentemente da società del settore delle *public utilities* per coprirsi da oscillazioni sfavorevoli del prezzo di alcune materie prime (in particolare elettricità, petrolio, carbone e gas), ovvero da società del settore dei trasporti e di quello metallurgico/petroliero. Infine, alcune società utilizzano derivati su azioni proprie (opzioni *call* oppure *equity swap*) per coprirsi dai rischi connessi con l'emissione di piani di *stock options* a favore dei dipendenti.

Sebbene quasi tutte le società detengano derivati "di copertura", sono numerose le imprese che detengono derivati formalmente classificati "di *trading*", anche se non acquisiti per scopi speculativi. Le imprese sostengono, infatti, di non poter contabilizzare parte dei propri derivati come strumenti di copertura poiché i test di verifica dell'efficacia della copertura, previsti dai principi Ias/Ifrs, non danno esiti favorevoli durante i vari controlli periodici. In termini di valore di mercato lordo, le posizioni in derivati di *trading* rappresentano circa il 34% delle posizioni complessive in derivati.

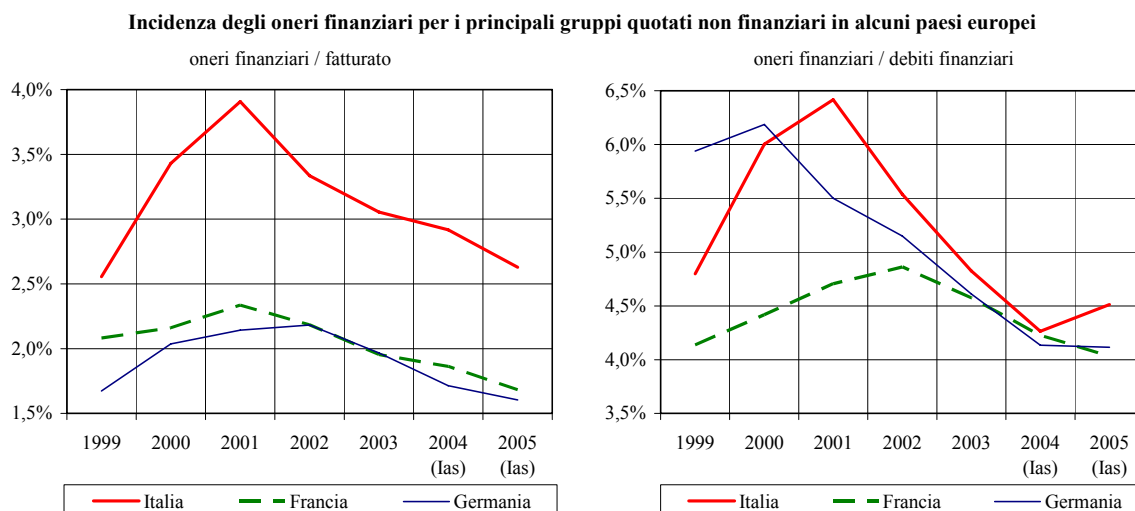
Valore di mercato (*fair value*) lordo delle posizioni in derivati delle principali società quotate non finanziarie per tipologia di sottostante in percentuale della posizione finanziaria netta



Fonte: elaborazioni su bilanci 2005. La posizione finanziaria netta è data dalla differenza fra le passività finanziarie e le attività finanziarie e le disponibilità liquide.

Rispetto alle principali imprese non finanziarie quotate in Francia e Germania i gruppi italiani presentano una maggiore onerosità dell'indebitamento. Il rapporto fra oneri finanziari e debiti finanziari è superiore di circa 50 punti base rispetto alle imprese tedesche e francesi, mentre l'incidenza degli oneri finanziari sul fatturato è superiore di circa 1,5 punti percentuali (Fig. 6).

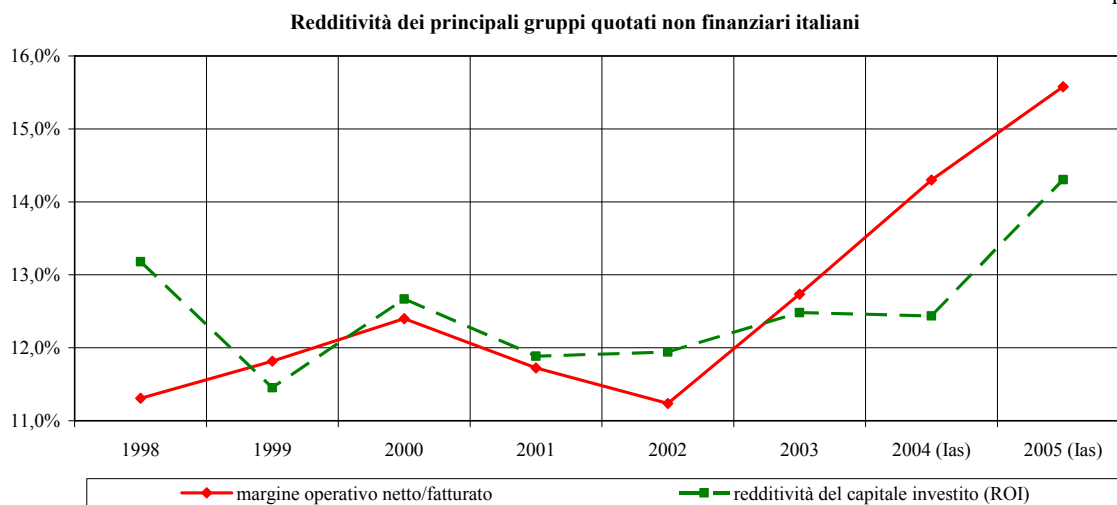
Fig. 6



Fonte: elaborazioni su dati Worldscope. Confronta Note metodologiche.

Nel 2005 si è registrato un forte aumento della redditività dei principali gruppi quotati (non ascrivibile all'effetto dell'applicazione degli Ias/Ifrs, poiché i dati 2004 e 2005 sono omogenei sotto questo profilo). Il rapporto fra margine operativo netto e fatturato è passato dal 14,3 al 15,5%, mentre la redditività del capitale investito (*return on investments* o ROI) è passata dal 12,4 al 14,3% (Fig. 7). Rispetto a un campione di circa 2.000 grandi imprese italiane, i principali gruppi quotati presentano livelli di redditività nettamente più elevati, mentre rispetto alle multinazionali europee presentano una minore redditività del capitale investito.

Fig. 7

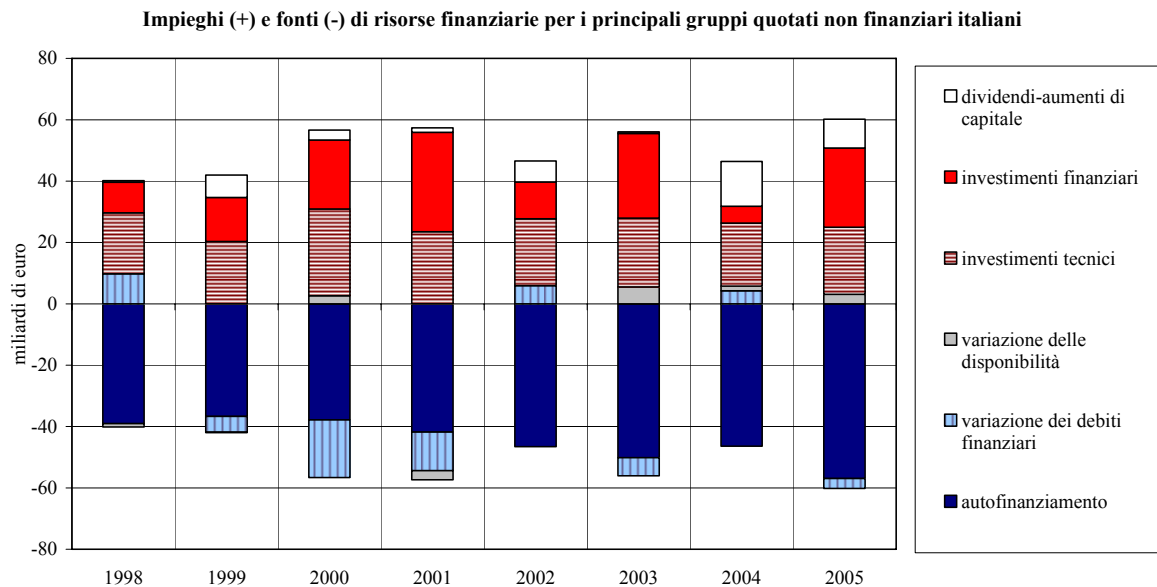


Fonte: elaborazioni su bilanci riclassificati R&S. Confronta Note metodologiche.

2. I flussi finanziari

I dati dei rendiconti finanziari 2005 dei principali gruppi quotati non finanziari italiani segnalano una forte crescita dell'autofinanziamento (57 miliardi di euro, contro 46 miliardi di euro circa nel 2004; +23%) (Fig. 8), legato all'aumento dei margini e della redditività (si veda il precedente §1).

Fig. 8

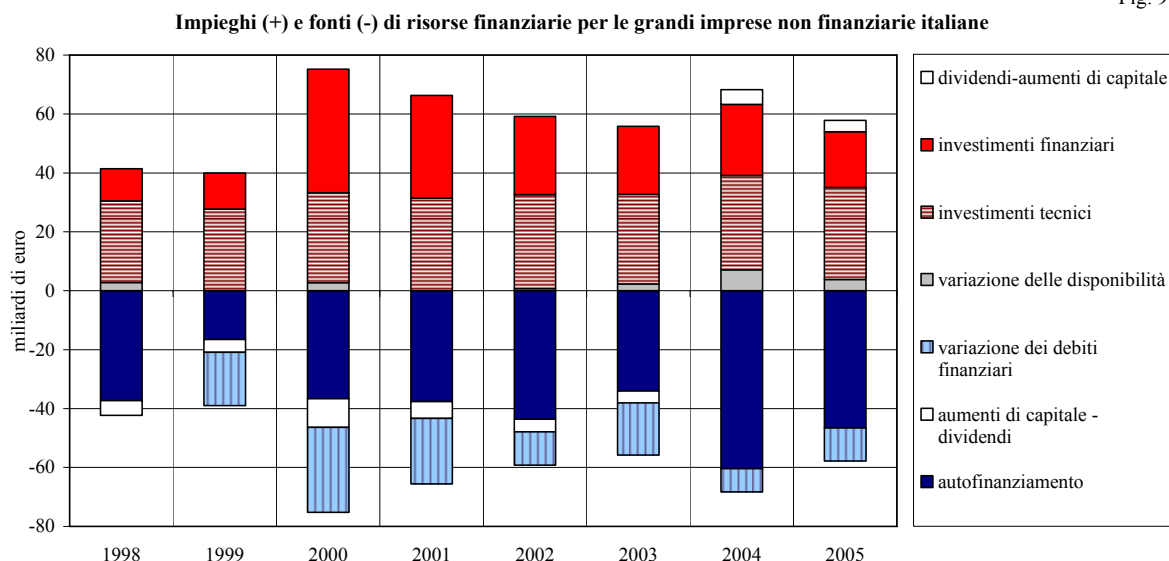


Fonte: elaborazioni su rendiconti finanziari e dati R&S. L'autofinanziamento è al netto degli investimenti in capitale circolante netto. Confronta Note metodologiche.

I gruppi quotati hanno ripreso a effettuare investimenti finanziari, il cui ammontare si è quasi quintuplicato rispetto al 2004. Le risorse finanziarie restituite agli azionisti (dividendi meno aumenti di capitale) sono rimaste cospicue, sebbene in diminuzione rispetto al 2004 (9 miliardi di euro, contro 15 miliardi di euro circa del 2004). Gli investimenti tecnici in impianti e attrezzature rimangono, invece, stabili.

I dati relativi a un campione più ampio costituito da circa 2.000 grandi imprese italiane segnalano una dinamica in parte diversa, che vede una riduzione dell'autofinanziamento e una forte crescita dei debiti finanziari; dal lato degli impieghi emerge invece una contrazione degli investimenti finanziari (Fig. 9).

Fig. 9

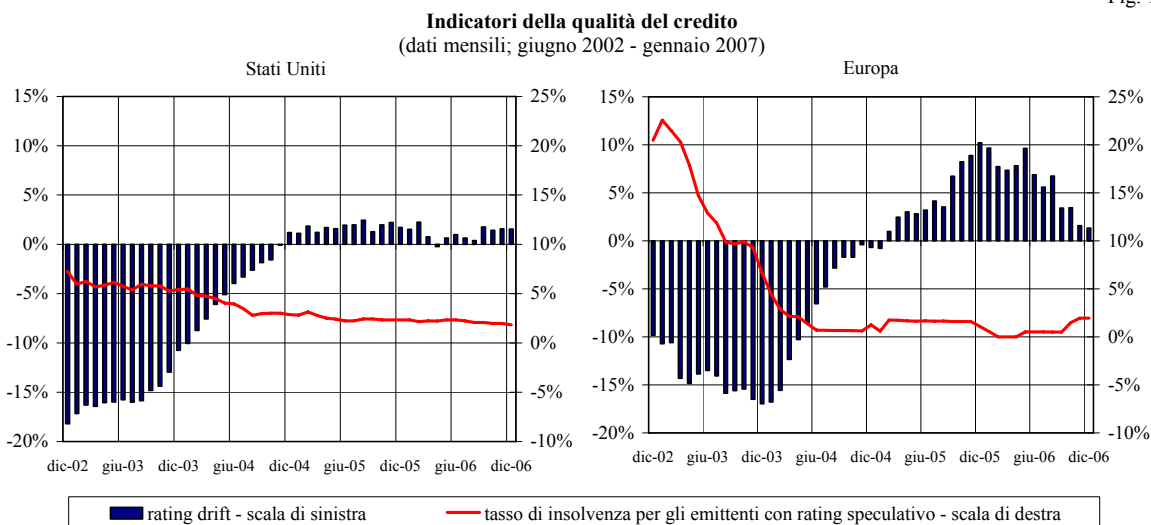


Fonte: Mediobanca, "Dati cumulativi di 2.010 società italiane", edizione 2006. L'autofinanziamento è al netto degli investimenti in capitale circolante netto.

3. La qualità del credito

Indicatori basati sui dati dell'attività delle agenzie di rating segnalano che nel 2006 è continuato il ciclo positivo che, a partire dal 2005, aveva caratterizzato la dinamica del rischio di credito nel settore *corporate*. Negli Stati Uniti il numero degli *upgrades* è stato generalmente superiore a quello dei *downgrades* (solo nel mese di aprile la differenza è stata di segno negativo) e il tasso di insolvenza per gli emittenti con rating speculativo è sceso dal 2,3% a fine 2005 all'1,8% a dicembre 2006; in Europa il saldo fra *upgrades* e *downgrades* è stato più consistente rispetto agli Stati Uniti, ma si è ridotto in misura consistente nell'ultimo trimestre del 2006 (Fig. 10).

Fig. 10

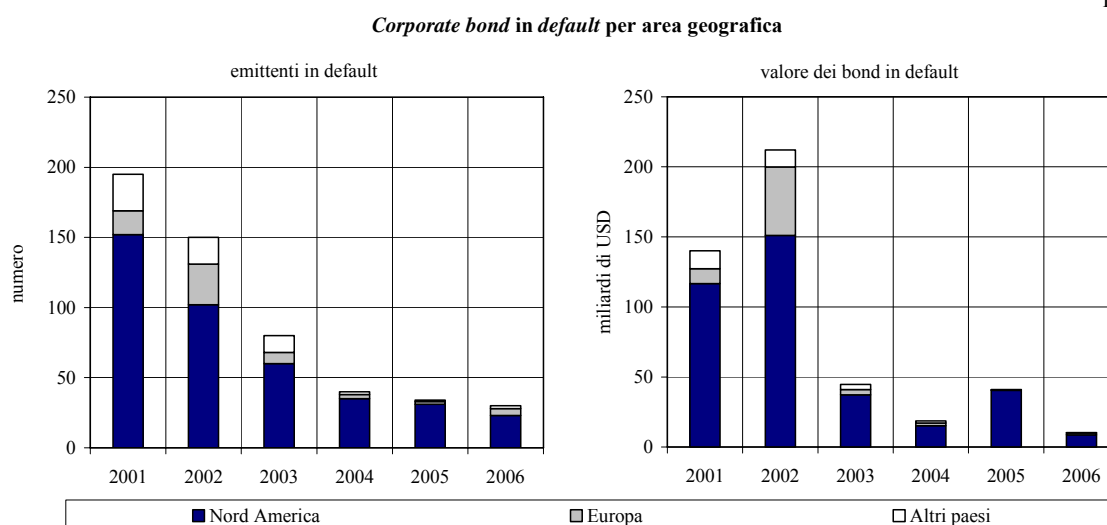


Fonte: Moody's. Il *rating drift* è dato dal rapporto fra la differenza fra numero di *upgrades* e *downgrades* e il numero di società con rating. Il tasso di insolvenza per gli emittenti con rating speculativo è dato dal rapporto fra il numero di società in *default* nei 12 mesi che terminano con quello di riferimento e il numero totale di società con rating speculativo nello stesso mese.

Il miglioramento della qualità del credito è confermato dalla diminuzione del numero degli emittenti obbligazionari classificati in *default*, sceso da 34 nel 2005 a 30 nel 2006 (Fig. 11). Il valore dei bond dichiarati in *default* si è pure ridotto rispetto al 2005, passando da 41 a 10 miliardi di dollari circa (-75%).

Gli emittenti dichiarati in default nel 2006 continuano a essere concentrati prevalentemente negli Stati Uniti (23 casi su 30); si sono verificati 3 casi di default nel Regno Unito e un caso in Francia, Germania, Brasile e Argentina. Il controvalore dei bond in default ha subito una rilevante riduzione negli Stati Uniti (da 40 miliardi di dollari a 9 miliardi di dollari; -79%), mentre in Europa è quasi quadruplicato (da 0,4 a 1,6 miliardi di dollari circa).

Fig. 11



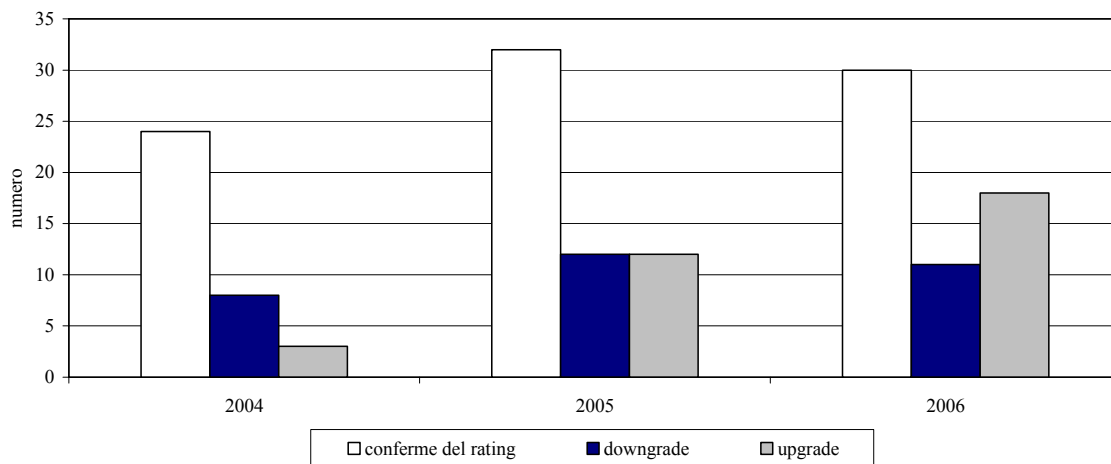
Fonte: Moody's.

Gli indicatori della qualità del credito rimangono positivi anche per gli emittenti quotati italiani. L'attività delle agenzie di rating è stata intensa anche nel 2006 e in molti casi ha portato alla conferma del rating precedente (30 casi; 32 nel 2005). Per ciò che riguarda, invece, le vere e proprie variazioni di rating, si sono registrati 11 declassamenti (*downgrade*) che hanno avuto ad oggetto 7 emittenti quotati (di cui 5 società non finanziarie e 2 banche) e 18 miglioramenti del rating (*upgrade*) relativi a 12 emittenti (di cui 9 banche e 3 società non finanziarie) (Fig. 12). A fine 2006 vi erano 2 emittenti quotati inseriti in liste di sorveglianza con implicazioni negative (cioè per i quali è probabile un peggioramento del rating) e due con implicazioni positive (per i quali, invece, è prevedibile un miglioramento del rating).

A fine 2006 vi erano tuttavia 15 società quotate (18 a fine 2005), di cui 14 di piccole o medie dimensioni e una di grandi dimensioni, in situazioni di crisi o di tensione finanziaria non temporanea. Complessivamente, tali società, tutte prive di rating, rappresentavano circa lo 0,3% della capitalizzazione di borsa a fine 2006. La Consob ha assoggettato tali imprese a specifici obblighi informativi (si veda il §4 del Capitolo I "La vigilanza sulle società" della Sezione B).

Fig. 12

Conferme e variazioni di rating su emittenti quotati italiani

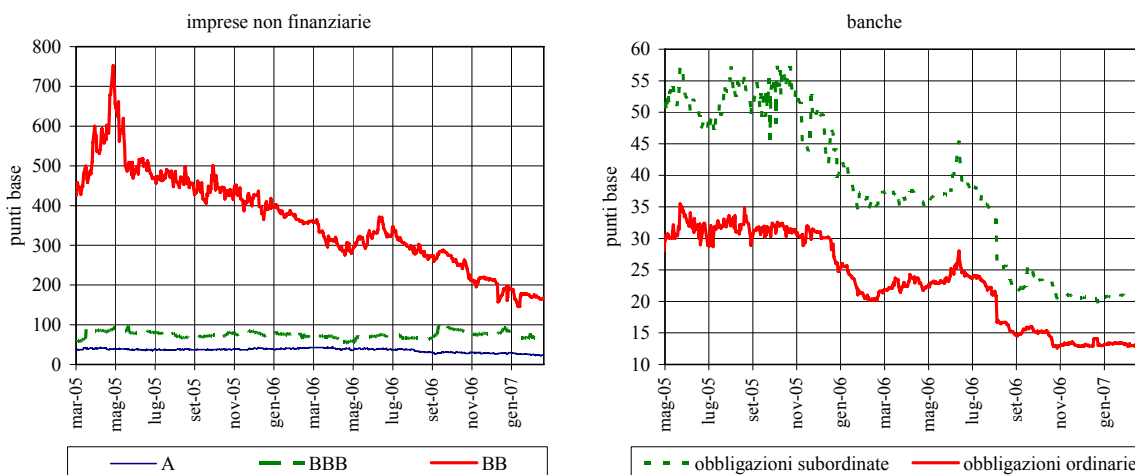


Fonte:elaborazioni su dati Moody's, Fitch e S&P

Indicazioni positive sull'evoluzione della qualità del credito provengono anche dall'analisi delle quotazioni sui derivati sul rischio di credito. Si sono, infatti, ridotte le quotazioni medie dei *credit default swap* (Cds) sugli emittenti quotati con rating più basso, mentre le quotazioni medie dei contratti sulle società con rating *investment grade* sono rimaste stabili. Le quotazioni che riflettono, invece, il rischio di *default* per un campione di grandi gruppi bancari italiani sono diminuite di oltre 10 punti base per le obbligazioni ordinarie e di circa 20 punti base per quelle subordinate (Fig. 13).

Fig. 13

Quotazioni dei contratti di *credit default swap* con scadenza a 10 anni su emittenti quotati italiani

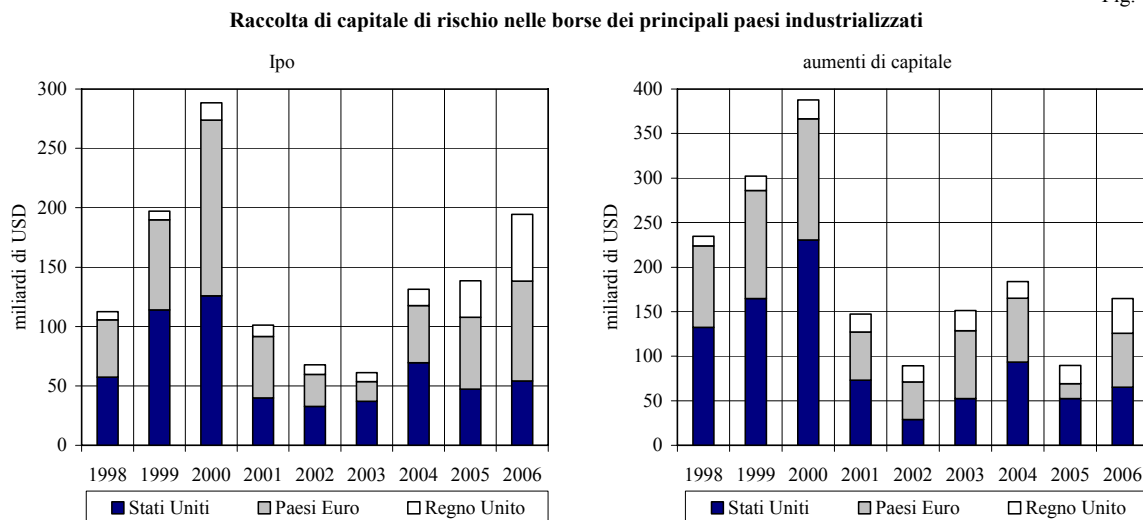


Fonte: elaborazioni su dati Datastream. Per le imprese non finanziarie i dati sono calcolati come medie delle quotazioni giornaliere dei *credit default swap* per campioni di imprese con uguale rating, mentre per le banche i dati sono medie delle quotazioni giornaliere di un campione di intermediari formato da Unicredit Italiano, Banca Intesa, BNL, MPS e Capitalia. Una quotazione pari, ad esempio, a 100 punti base indica che l'acquirente del contratto (cioè chi acquista protezione dal rischio credito) deve pagare ogni anno al venditore della protezione l'1% del valore nominale dell'obbligazione o del credito per coprirsi dal rischio di *default*.

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

Nel 2006 si è registrata una decisa ripresa della raccolta di capitale di rischio sulle borse dei principali paesi industrializzati. Gli aumenti di capitale da parte delle società già quotate sono più che triplicati sulle borse dell'area dell'euro (da 17 a 60 miliardi di dollari USA), mentre sono quasi raddoppiati nel Regno Unito (da 20 a 39 miliardi di dollari USA); negli Stati Uniti la crescita è stata, invece, meno accentuata (da 52 a 65 miliardi di dollari USA; +25%) (Fig. 14).

Fig. 14



Fonte: elaborazioni su dati World Federation of Stock Exchanges. La voce "Ipo" si riferisce alle risorse raccolte dalle società di nuova quotazione, mentre la voce "aumenti di capitale" si riferisce alle risorse raccolte dalle società che risultavano già quotate nell'anno di riferimento. I dati relativi agli Stati Uniti si riferiscono alle società quotate al Nyse e al Nasdaq.

Nell'area dell'euro è proseguito il *trend* positivo per le operazioni di nuova quotazione, che hanno permesso alle imprese di raccogliere mezzi freschi per circa 84 miliardi di dollari USA (+39% rispetto al 2005); la crescita dei mezzi raccolti attraverso Ipo è stata ancora più marcata nel Regno Unito (da 31 a 56 miliardi di dollari USA nel 2006; +84%). Negli Stati Uniti il volume degli Ipo è cresciuto del 15% circa (da 47 a 54 miliardi di dollari).

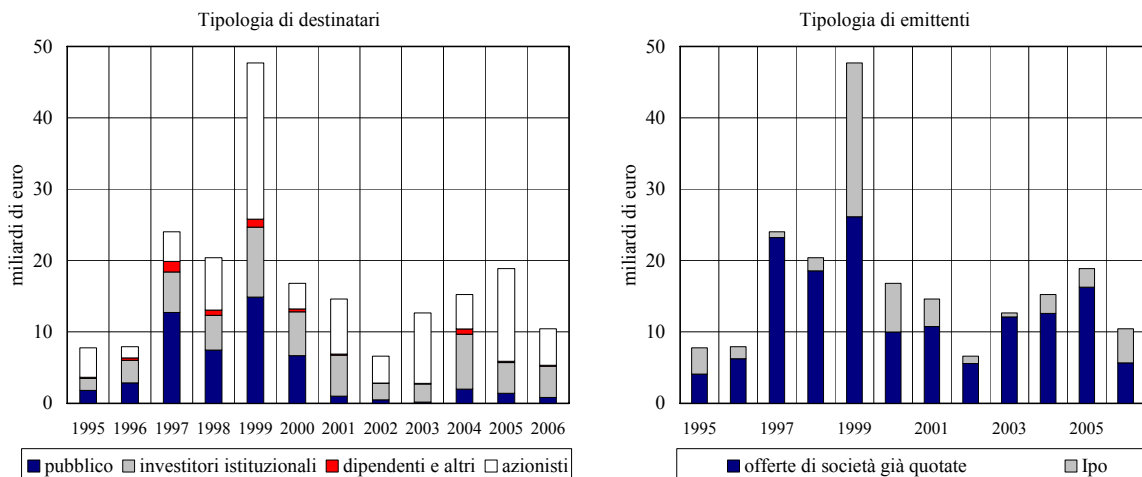
Diversi osservatori ricollegano il modesto tasso di crescita degli Ipo sul mercato Usa, nonostante il ciclo borsistico positivo, all'aumento dei costi di quotazione legati sia alle più alte commissioni di collocamento sia ai maggiori oneri di compliance derivanti dall'introduzione del Sarbanes-Oxley Act.

In Italia i collocamenti complessivi di titoli azionari (raccolta di nuovo capitale di rischio e offerte pubbliche di titoli già in circolazione) si sono quasi dimezzati (da circa 18,9 miliardi di euro nel 2005 a circa 10,4 miliardi di euro nel 2006; Fig. 15). Tale riduzione è imputabile principalmente al calo degli aumenti di capitale delle società già quotate (scesi da 12 miliardi di euro circa nel 2005 a 5 miliardi di euro circa nel 2006;

-58%); è aumentato, invece, l'ammontare di risorse raccolte dalle società di nuova quotazione (da 1,4 a 3,7 miliardi di euro circa) (Fig. 16).

Fig. 15

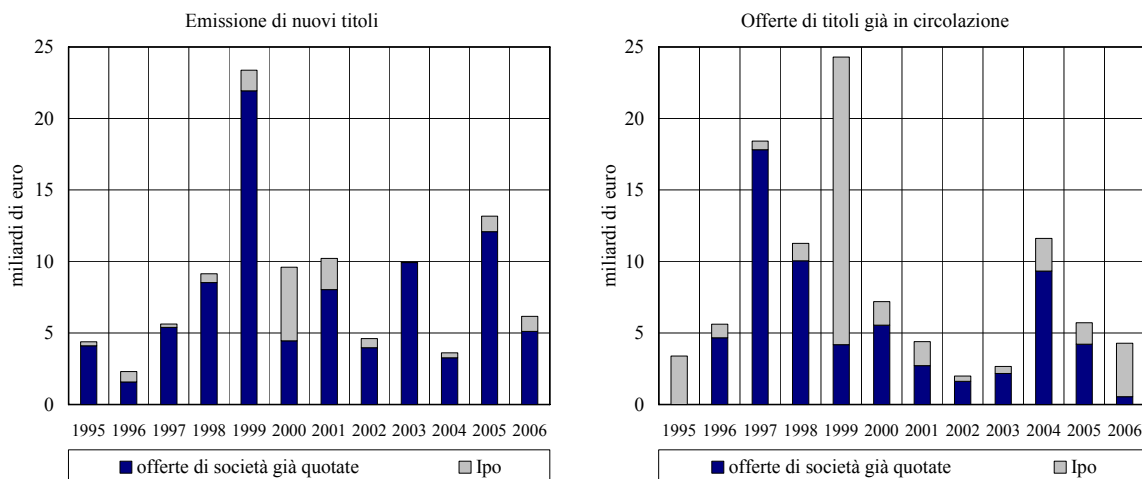
Collocamenti complessivi di azioni e obbligazioni convertibili di società quotate italiane
(emissioni di nuovi titoli e offerte di titoli già in circolazione)



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

Fig. 16

Tipologia di offerte di azioni e obbligazioni convertibili di società quotate italiane



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

Nel 2006 sono entrate in borsa 21 nuove società (15 nel 2005). La capitalizzazione *ante* offerta complessiva delle società di nuova quotazione è stata pari a circa 11,7 milioni di euro, mentre la capitalizzazione *ante* offerta è cresciuta del 43% rispetto al 2005 (da 390 a 560 milioni di euro circa) (Tav. 1).

In circa la metà delle società di nuova quotazione erano presenti nell'azionariato investitori istituzionali; la loro quota media ante offerta era pari a circa il 24% del capitale sociale e, dopo il collocamento, a circa il 12% (Tav. 2).

Tav. 1

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

| | Numero società | Capitalizzazione ante offerta ¹ | Controvalore offerta | | | Peso sulla capitalizzazione post offerta ² |
|------|----------------|--|----------------------|---------|--------|---|
| | | | Sottoscrizione | Vendita | Totale | |
| 1995 | 11 | 22.675 | 274 | 3.396 | 3.670 | 33,1 |
| 1996 | 12 | 5.550 | 721 | 945 | 1.666 | 26,6 |
| 1997 | 10 | 2.126 | 227 | 606 | 833 | 35,4 |
| 1998 | 16 | 3.844 | 614 | 1.231 | 1.845 | 41,7 |
| 1999 | 27 | 65.788 | 1.414 | 21.606 | 23.020 | 33,2 |
| 2000 | 44 | 28.308 | 4.970 | 1.933 | 6.903 | 20,7 |
| 2001 | 18 | 8.193 | 2.199 | 1.736 | 3.935 | 35,2 |
| 2002 | 6 | 2.504 | 638 | 424 | 1.062 | 33,8 |
| 2003 | 4 | 1.340 | 67 | 483 | 550 | 39,1 |
| 2004 | 8 | 5.406 | 351 | 2.300 | 2.651 | 39,7 |
| 2005 | 15 | 5.874 | 1.088 | 1.608 | 2.696 | 34,5 |
| 2006 | 21 | 11.736 | 1.053 | 3.977 | 5.030 | 39,3 |

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

Tav. 2

Investitori istituzionali nell'azionariato delle società neoquotate italiane¹

| | Società | | Numero medio investitori istituzionali ⁴ | Quota media ante offerta ⁵ | Quota media post offerta ⁶ |
|------|---------------------|-------------------------------|---|---------------------------------------|---------------------------------------|
| | Numero ² | Quota sul totale ³ | | | |
| 1995 | 6 | 54,5 | 2,3 | 27,7 | 8,5 |
| 1996 | 6 | 50,0 | 3,7 | 47,3 | 23,2 |
| 1997 | 2 | 20,0 | 1,5 | 40,9 | 7,1 |
| 1998 | 4 | 25,0 | 4,3 | 48,3 | 18,9 |
| 1999 | 9 | 33,3 | 2,0 | 27,5 | 10,2 |
| 2000 | 18 | 40,9 | 2,7 | 25,9 | 16,2 |
| 2001 | 6 | 33,3 | 1,5 | 28,0 | 13,1 |
| 2002 | 2 | 33,3 | 2,5 | 27,1 | 15,2 |
| 2003 | 3 | 75,0 | 2,0 | 22,0 | 10,1 |
| 2004 | 4 | 50,0 | 2,3 | 28,5 | 9,5 |
| 2005 | 6 | 40,0 | 3,2 | 20,6 | 4,1 |
| 2006 | 11 | 52,4 | 1,8 | 23,7 | 11,8 |

Fonte: Consob. Confronta Note metodologiche. ¹ Per investitori istituzionali si intende fondi comuni d'investimento di tipo chiuso, società di *venture capital*, banche commerciali e d'investimento. Sono escluse le fondazioni e le casse di risparmio. I dati si riferiscono alle sole società nel cui azionariato era presente tale categoria di investitori, considerando sia le partecipazioni dirette sia quelle nelle società che controllano l'emittente. 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. 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.

Gli assetti proprietari delle società di nuova quotazione mostrano i tratti caratteristici tipici di quelli delle società entrate in borsa negli anni passati: la quota media dei diritti di voto dell'azionista di controllo prima dell'offerta è pari all'82%, mentre dopo l'offerta scende al 54%; solo in cinque casi la quota post-offerta dell'azionista di controllo risulta inferiore al 50% (Appendice, Tav. A.1).

I titoli delle società di nuova quotazione sono stati allocati prevalentemente presso investitori esteri (62% nel 2006, contro il 47% nel 2005) e il rapporto fra domanda e offerta, sia nel collocamento pubblico che in quello istituzionale, è cresciuto raggiungendo il valore più elevato dal 2001 (Tav. 3).

Tav. 3

Società italiane ammesse a quotazione: esiti delle offerte¹

| | Quota assegnata | | | | Rapporto domanda/offerta ² | |
|-------------------|-----------------|------------------------------------|----------------------------------|-----------------------------|---------------------------------------|-----------------------|
| | Pubblico | Investitori istituzionali italiani | Investitori istituzionali esteri | Altri soggetti ³ | Offerta pubblica | Offerta istituzionale |
| 1995 | 42,3 | 16,3 | 41,4 | — | 3,2 | 6,8 |
| 1996 | 40,5 | 24,3 | 35,2 | — | 6,3 | 9,4 |
| 1997 | 31,4 | 24,5 | 44,1 | — | 10,8 | 12,2 |
| 1998 | 44,4 | 27,3 | 28,3 | — | 7,7 | 13,9 |
| 1999 | 43,7 | 24,1 | 32,3 | .. | 12,6 | 10,2 |
| 2000 ⁴ | 35,0 | 26,0 | 37,6 | 1,3 | 18,5 | 10,2 |
| 2001 | 28,7 | 37,8 | 33,0 | 0,5 | 1,2 | 2,2 |
| 2002 | 27,7 | 50,4 | 20,3 | 1,6 | 1,1 | 1,1 |
| 2003 ⁵ | 39,8 | 45,0 | 14,5 | 0,6 | 1,8 | 1,6 |
| 2004 | 20,9 | 26,2 | 52,9 | .. | 2,0 | 3,1 |
| 2005 | 24,7 | 26,7 | 47,0 | 1,6 | 3,8 | 3,9 |
| 2006 | 19,3 | 18,7 | 61,9 | 0,1 | 5,3 | 5,4 |

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

Rimangono frequenti i rapporti creditizi e partecipativi fra le società di nuova quotazione e gli intermediari collocatori o gli sponsor; circa la metà delle società entrate in borsa nel 2006 aveva rapporti creditizi con collocatori o sponsor e i debiti finanziari contratti con tali soggetti rappresentano in media il 36% circa dell'indebitamento totale (24% nel 2005), mentre un quarto circa delle società aveva legami di natura partecipativa (Tav. 4).

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

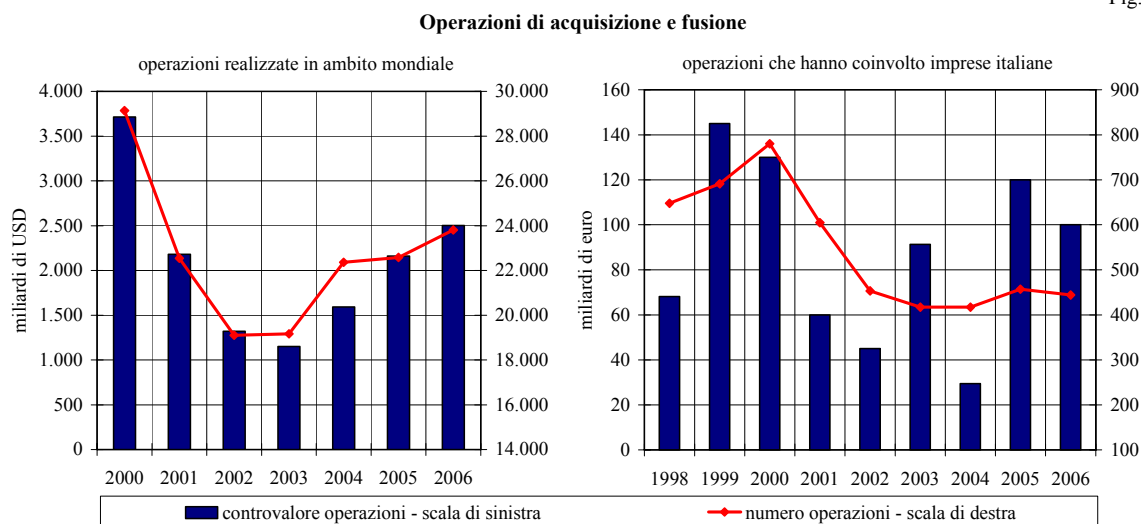
| | Società con rapporti creditizi con sponsor o soggetti collocatori | | | Società con rapporti partecipativi con sponsor o soggetti collocatori | | |
|------|---|---|---|---|---|---|
| | Numero società | Quota sul totale delle ammissioni a quotazione ² | Quota media dei finanziamenti concessi da sponsor o soggetti collocatori ³ | Numero società | Quota sul totale delle ammissioni a quotazione ² | Quota media della partecipazione di sponsor o soggetti collocatori ⁴ |
| 2000 | 23 | 52,3 | 27,2 | 11 | 25,0 | 18,1 |
| 2001 | 10 | 55,6 | 27,8 | 2 | 11,1 | 19,8 |
| 2002 | 3 | 50,0 | 46,1 | 1 | 16,7 | 28,3 |
| 2003 | 4 | 100,0 | 13,9 | 1 | 25,0 | .. |
| 2004 | 4 | 50,0 | 47,2 | 2 | 25,0 | 10,8 |
| 2005 | 7 | 46,7 | 24,0 | 2 | 13,3 | 7,3 |
| 2006 | 11 | 52,4 | 36,1 | 5 | 23,8 | 25,9 |

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

5. Le operazioni di acquisizione e fusione

Nel 2006 è proseguito il ciclo positivo per il mercato delle acquisizioni e fusioni (*mergers and acquisitions* M&A). In ambito mondiale il numero delle operazioni concluse è cresciuto del 5% (da 22.600 circa a 23.800) e il controvalore delle operazioni del 15% (da 2.200 circa a 2.500 miliardi di dollari) (Fig. 17). Tale crescita è stata alimentata principalmente dall'andamento positivo del ciclo borsistico, dalla favorevole situazione del settore *corporate* e dal livello ancora contenuto dei tassi di interesse.

Fig. 17



Fonte: KPMG e Thomson Financial.

Nel 2006 si è confermato il ruolo di primo piano ormai svolto dai fondi di private equity nel mercato delle fusioni e acquisizioni. I fondi di private equity (o consorzi di fondi) hanno realizzato alcune delle maggiori operazioni in ambito europeo (l'acquisizione della compagnia danese TDC per 12 miliardi di dollari USA, della spagnola Univision per 11 miliardi di dollari, della olandese VNU per 9 miliardi di dollari e Philips Semiconductors per 8 miliardi di dollari; un fondo di private equity ha poi fallito l'acquisizione della tedesca Continental) e il fondo europeo KKR ha partecipato a un consorzio per l'acquisizione di un'impresa americana leader nel settore della sanità (HCA, per 32 miliardi di dollari). Nel settore delle telecomunicazioni, le operazioni condotte da fondi di private equity hanno rappresentato in media il 40% delle operazioni complessive.

Un altro aspetto di rilievo che ha caratterizzato il settore, in particolare in Europa, è rappresentato dall'atteggiamento dei Governi e delle Autorità pubbliche che, se da un lato hanno accelerato l'apertura internazionale in alcuni settori creando le premesse per grandi operazioni cross-border, dall'altro hanno avuto atteggiamenti di maggiore cautela in alcuni settori industriali considerati strategici, quali quello delle imprese di pubblica utilità.

In Italia si è verificata una sensibile contrazione delle operazioni di acquisizione e fusione (il controvalore delle operazioni è sceso da 120 a 100 miliardi di euro e il numero si è ridotto da 457 a 447).

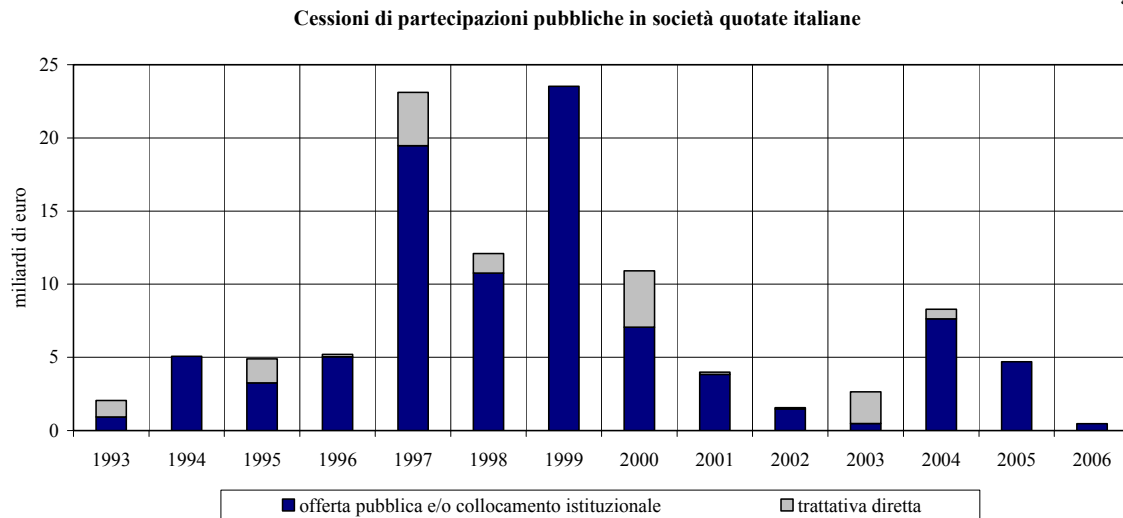
Sulla base dei dati riportati nello studio realizzato da KPMG, le operazioni di acquisizione e fusione di maggiore rilievo sono avvenute nel settore bancario (55% del controvalore totale) e nel settore delle assicurazioni (4%). Anche in Italia rimane importante il ruolo dei fondi di private equity, che hanno realizzato operazioni con un controvalore complessivo superiore a 7 miliardi di euro (pari a circa il 7% del totale).

Il numero delle operazioni cross-border ("Italia su estero" ed "estero su Italia") è stato elevato (161, di cui 91 "Italia su estero"). Tra queste operazioni si evidenziano alcune acquisizioni estere di Enel e di Unicredit, mentre Lottomatica ha acquisito il colosso statunitense delle scommesse, Gtech, finanziando in parte tale operazione con l'emissione di un prestito obbligazionario (si veda il §4 del successivo Capitolo II). Tra le operazioni "estero su Italia" si segnala, invece, l'acquisizione di BNL da parte di BNP Paribas e di Banca Antonveneta da parte di Abn Amro.

Con riferimento alle operazioni di privatizzazione relative a società quotate, nel 2006 si è registrata una forte contrazione del controvalore delle quote cedute da soggetti pubblici rispetto ai due anni precedenti (Fig. 18). L'unica operazione di rilievo ha riguardato la cessione di una quota pari al 60% del capitale di Ansaldo Sts da parte di Finmeccanica tramite offerta pubblica e collocamento istituzionale finalizzati alla quotazione.

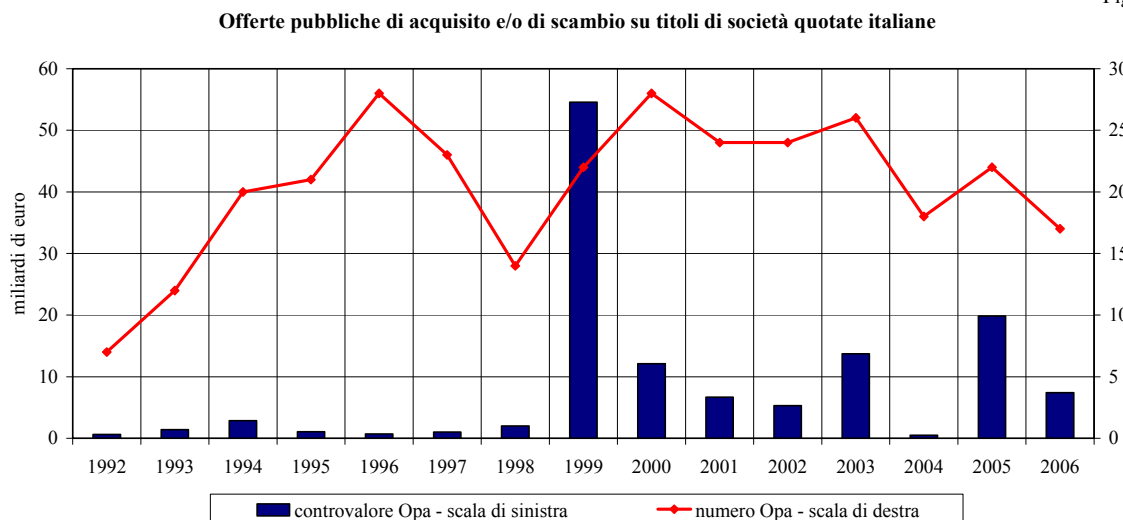
Il controvalore complessivo delle offerte pubbliche di acquisto e/o scambio (Opa) su titoli di società quotate italiane si è ridotto da circa 20 miliardi di euro nel 2005 a circa 7 miliardi di euro nel 2006 (Fig. 19), mentre il numero delle operazioni è diminuito da 22 a 17.

Fig. 18



Fonte: elaborazioni su dati Borsa Italiana e Ministero dell'economia e delle finanze.

Fig. 19



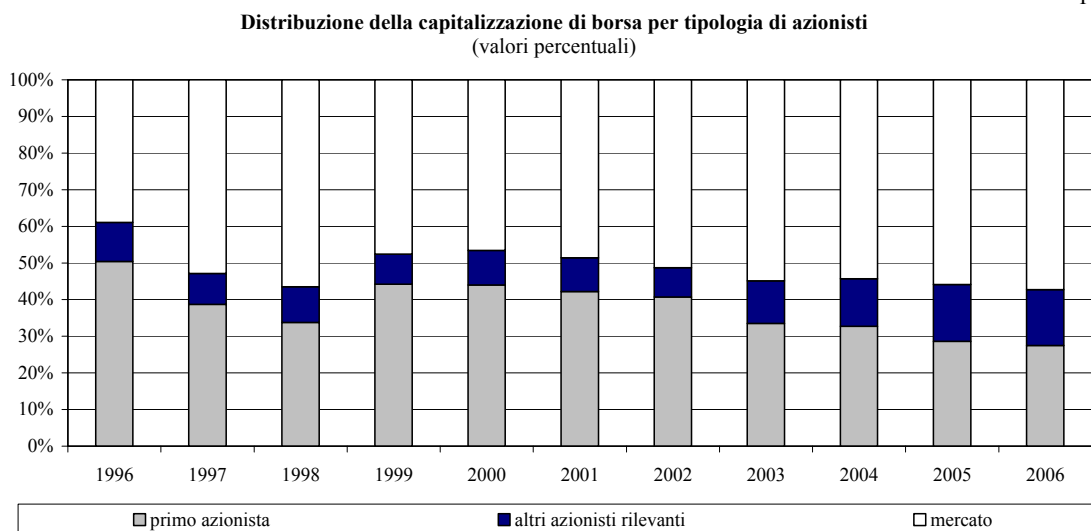
Fonte: elaborazioni su dati Borsa Italiana e documenti di offerta. Il corrispettivo in titoli delle offerte di scambio è valutato ai prezzi di mercato del giorno precedente l'annuncio dell'offerta.

L'82% circa del controvalore delle Opa eseguite nel 2006 è riferibile a 10 trasferimenti di pacchetti di controllo seguiti da Opa successive obbligatorie, il cui controvalore complessivo è stato pari a circa 6 miliardi di euro (Appendice, Tav. A.2). Tale valore è riferibile per circa il 50% all'offerta promossa da Bnp Paribas sulle azioni Bnl. Le altre operazioni di maggiore rilievo sono state l'offerta promossa da Assicurazioni Generali su Toro Assicurazioni e quella promossa da Abn Amro su Banca Antonveneta. Fra le offerte volontarie che hanno portato a un consolidamento di posizioni di controllo, si segnala l'Opa promossa da Eurizon Financial Group su azioni di Banca Fideuram (per un controvalore pari a circa 900 milioni di euro).

6. Gli assetti proprietari e gli organi societari

Nel corso del 2006 gli assetti proprietari delle società quotate italiane sono rimasti sostanzialmente invariati. Rispetto al 2005 la quota media del primo azionista è lievemente scesa (dal 28,6 al 27,5%), mentre quella degli altri azionisti rilevanti è rimasta pressoché stabile al 15% (Fig. 20; Appendice, Tav. A.3).

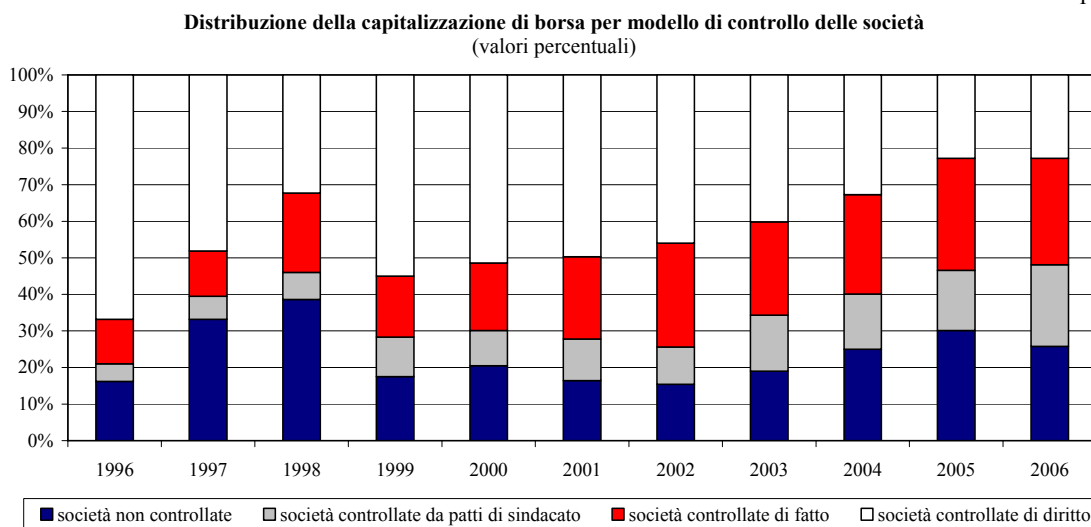
Fig. 20



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

Anche la distribuzione delle società quotate per modello di controllo non ha subito cambiamenti rilevanti. Il peso delle società controllate di diritto o di fatto da un singolo azionista sulla capitalizzazione di borsa è rimasto sostanzialmente stabile (dal 53 al 52%). Tra le altre società è aumentato il peso del controllo dei patti di sindacato (Fig. 21; Appendice, Tav. A.4).

Fig. 21



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

Rispetto al 2005 è lievemente cresciuto il peso sulla capitalizzazione di borsa delle partecipazioni rilevanti possedute da società di capitali (dal 9,6% al 10,4%) e dal settore pubblico (dal 9,6% al 9,8%); è diminuito, invece, il peso delle partecipazioni detenute da soggetti esteri (dall'8,9% al 6,7%) e da banche (dal 4,5% al 3,8%) (Appendice, Tav. A.5).

La distribuzione delle partecipazioni rilevanti cambia a seconda del settore in cui operano le società partecipate. I soggetti esteri e le fondazioni bancarie possiedono la quota prevalente delle partecipazioni nel settore finanziario. Nei settori non finanziari sono maggiormente diffuse le partecipazioni pubbliche e delle società di capitali non finanziarie (Tav. 5)

Tav. 5

Partecipazioni rilevanti nelle società italiane quotate in borsa¹

| | 2005 | | | 2006 | | |
|-----------------------------|-----------------------------------|-------------|-------------|-----------------------------------|-------------|-------------|
| | Settore delle società partecipate | | | Settore delle società partecipate | | |
| | Finanziario | Industriale | Servizi | Finanziario | Industriale | Servizi |
| Soggetti dichiaranti | | | | | | |
| Soggetti esteri | 13,6 | 4,3 | 4,1 | 8,4 | 5,0 | 5,5 |
| Assicurazioni | 2,5 | 0,4 | 1,4 | 2,9 | 0,4 | 0,7 |
| Banche | 8,0 | 1,5 | 0,2 | 7,4 | 0,5 | 0,6 |
| Fondazioni | 8,0 | -- | 0,1 | 9,2 | -- | 0,2 |
| Investitori istituzionali | -- | 0,1 | 0,2 | -- | 0,1 | 0,2 |
| Società di capitali | 7,6 | 11,3 | 12,3 | 7,5 | 12,8 | 13,3 |
| Stato e enti locali | 0,8 | 15,8 | 23,1 | 0,8 | 14,8 | 23,5 |
| Persone fisiche | 3,6 | 8,7 | 6,8 | 3,7 | 9,3 | 5,8 |
| <i>Totale</i> | <i>44,2</i> | <i>42,1</i> | <i>48,2</i> | <i>40,0</i> | <i>42,9</i> | <i>49,8</i> |
| Numero società | 80 | 96 | 44 | 73 | 106 | 44 |
| Peso ² | 49,5 | 33,5 | 17,0 | 47,1 | 35,1 | 17,9 |

Fonte: archivio Consob sulla trasparenza proprietaria. Confronta Note metodologiche. ¹ Partecipazioni superiori al 2% 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.

Stabile, rispetto alla fine del 2005 è anche il numero di società quotate oggetto di patti di sindacato rilevanti ai sensi dell'art. 122 del Tuf, mentre si riscontra una lieve riduzione del numero di patti. Si conferma la prevalenza dei patti definiti "globali" che prevedono sia clausole di blocco, riguardanti limiti al trasferimento delle azioni, sia clausole sull'esercizio del diritto di voto (Tav. 6 e Appendice, Tav. A.6).

Crescente è il numero di società quotate controllate da una società non quotata su cui è in vigore un patto di sindacato, passato da 22 del 2005 a 27 nel 2006. Nella quasi totalità dei casi tali patti hanno ad oggetto l'esercizio del diritto di voto sulla maggioranza assoluta del capitale della società controllante (Appendice, Tav. A.7).

Tipologia dei patti di sindacato in società quotate italiane
(situazione al 31 dicembre)

| | Tipo di patto | | | | | | | | | | | |
|------|---------------|---|----------------|--------------|---|----------------|--------------|---|----------------|--------------|---|-----------------------------|
| | Blocco | | | Voto | | | Globale | | | Totale | | |
| | Numero patti | Capitale sociale sindacato ¹ | Numero società | Numero patti | Capitale sociale sindacato ¹ | Numero società | Numero patti | Capitale sociale sindacato ¹ | Numero società | Numero patti | Capitale sociale sindacato ¹ | Numero società ² |
| | Mta | | | | | | | | | | | |
| 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 | 47 |
| 2005 | 8 | 32,2 | 8 | 10 | 42,4 | 8 | 46 | 49,1 | 43 | 64 | 45,9 | 52 |
| 2006 | 7 | 45,4 | 7 | 8 | 44,3 | 4 | 44 | 50,0 | 43 | 59 | 48,7 | 52 |
| | Mtax | | | | | | | | | | | |
| 2002 | 6 | 38,9 | 6 | 3 | 62,9 | 3 | 15 | 49,1 | 13 | 24 | 48,3 | 16 |
| 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 | 8 |
| 2005 | 2 | 29,0 | 2 | -- | -- | -- | 6 | 49,6 | 5 | 8 | 44,4 | 6 |
| 2006 | 1 | 15,4 | 1 | -- | -- | -- | 7 | 50,2 | 6 | 8 | 45,2 | 6 |

Fonte: Comunicazioni ai sensi dell'art. 122 del Tuf. Confronta Note metodologiche. ¹ In percentuale sul totale del capitale ordinario. Valori medi. Quando su una società sono presenti più di un patto di sindacato della stessa tipologia è stato considerato solo il patto con la quota sindacata più elevata. 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.

L'elevato grado di concentrazione proprietaria fa sì che il numero medio di soggetti partecipanti alle assemblee delle società appartenenti agli indici S&P/Mib risulti basso, anche se in lieve crescita rispetto al 2005 (da 164 a 179) (Appendice, Tav. A.8).

La quota dei voti rappresentati in assemblea degli investitori istituzionali è in media di poco superiore al 5%. Gli azionisti di maggioranza, invece, detengono circa l'84% del capitale sociale rappresentato in assemblea. Nelle società appartenenti al comparto Star il peso degli investitori istituzionali nelle assemblee è ancora più contenuto (in media l'1,4%) (Appendice, Tav. A.9). Gli investitori istituzionali presenti in assemblea sono prevalentemente soggetti esteri sia per le società appartenenti agli indici S&P/Mib e Midex (3,9% del capitale sociale rappresentato in assemblea) sia per quelle del comparto Star (0,8%) (Appendice, Tav. A.10).

Il modello di controllo delle società incide fortemente sulla dimensione del consiglio di amministrazione: le società controllate attraverso patti di sindacato hanno in media circa 3 consiglieri in più rispetto alle società controllate di diritto (in media un amministratore esecutivo e circa due non esecutivi in più) e circa 2 in più rispetto a quelle controllate di fatto (Tav. 7).

La dimensione del consiglio è, tuttavia, condizionata anche dal settore di appartenenza della società (sebbene questo sia a sua volta correlato con il modello di controllo): circa il 90% delle assicurazioni e oltre il 70% delle banche hanno un consiglio composto da più di dieci membri,

mentre consigli con oltre dieci membri si ritrovano solo nel 32% circa delle società industriali e nel 39% circa delle società di servizi (Tav. 8).

Numero medio di amministratori delle società italiane quotate in borsa nel 2006 per modello di controllo

Tav. 7

| Modello di controllo | Amministratori esecutivi | Amministratori non esecutivi | Totale |
|----------------------|--------------------------|------------------------------|--------|
| Di diritto | 3,1 | 6,6 | 9,7 |
| Di fatto | 2,6 | 7,1 | 9,7 |
| Non controllate | 3,7 | 7,1 | 10,8 |
| Patto di sindacato | 4,4 | 8,5 | 12,9 |

Fonte: Consob.

Distribuzione delle società italiane quotate in borsa nel 2006 per numero di componenti del consiglio di amministrazione in relazione al settore di attività¹ (valori percentuali)

Tav. 8

| Settori | Numero di componenti del consiglio di amministrazione | | | | Totale |
|--------------|---|--------|---------|------|--------|
| | < 6 | 6 - 10 | 11 - 15 | > 15 | |
| Assicurativo | -- | 12,5 | 25,0 | 62,5 | 100,0 |
| Bancario | -- | 27,6 | 27,6 | 44,8 | 100,0 |
| Finanziario | 8,3 | 52,8 | 30,6 | 8,3 | 100,0 |
| Industriale | 11,3 | 56,6 | 29,2 | 2,8 | 100,0 |
| Servizi | 11,4 | 50,0 | 34,1 | 4,5 | 100,0 |

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

Il fenomeno dell'interlocking (cioè la presenza nel consiglio di amministrazione di almeno un membro che ha cariche in altre società quotate anche se appartenenti allo stesso gruppo) contraddistingue oltre l'80% delle società quotate italiane (Tav. 9); in 162 società oltre il 50% dei componenti del consiglio ha cariche in altre società quotate.

Società italiane quotate in borsa interessate da interlocking nel 2006

Tav. 9

| Quota dei componenti del consiglio di amministrazione con più di una carica | Numero di società |
|---|-------------------|
| < del 25% | 86 |
| dal 25 al 50% | 76 |
| dal 51 al 75% | 38 |
| > del 75% | 10 |
| <i>Totale</i> | <i>210</i> |
| <i>in percentuale del totale delle società quotate</i> | <i>81,4</i> |

II – I MERCATI

1. La congiuntura economica e i mercati azionari

Nel 2006 l'economia mondiale ha continuato complessivamente a crescere, ma a ritmi differenti fra le varie aree geografiche.

L'espansione economica negli Usa ha subito un rallentamento nel corso dell'anno a causa principalmente dell'andamento negativo del mercato immobiliare e degli aumenti del prezzo del petrolio. Nei Paesi emergenti dell'Asia, invece, la crescita è stata sostenuta (in particolare in Cina e in India), mentre in Giappone si è mantenuta su livelli prossimi a quelli del 2005.

Nell'area dell'euro l'espansione economica è stata nettamente superiore rispetto a quella rilevata nel 2005 (le prime stime della Commissione Europea indicano un tasso di crescita del 2,6% nel 2006, contro l'1,4% nell'anno precedente); anche nel Regno Unito la crescita è risultata sostenuta (2,5%).

In Italia il tasso di crescita del Pil è stato positivo (pari al 2% circa, sulla base delle stime a inizio 2007 dell'Istat), dopo che nel 2004 e nel 2005 si era attestato su valori prossimi allo zero. L'espansione economica, seppure significativa, è risultata inferiore rispetto a quella dell'area dell'euro ed è stata alimentata soprattutto dall'aumento degli investimenti, dei consumi delle famiglie e delle esportazioni.

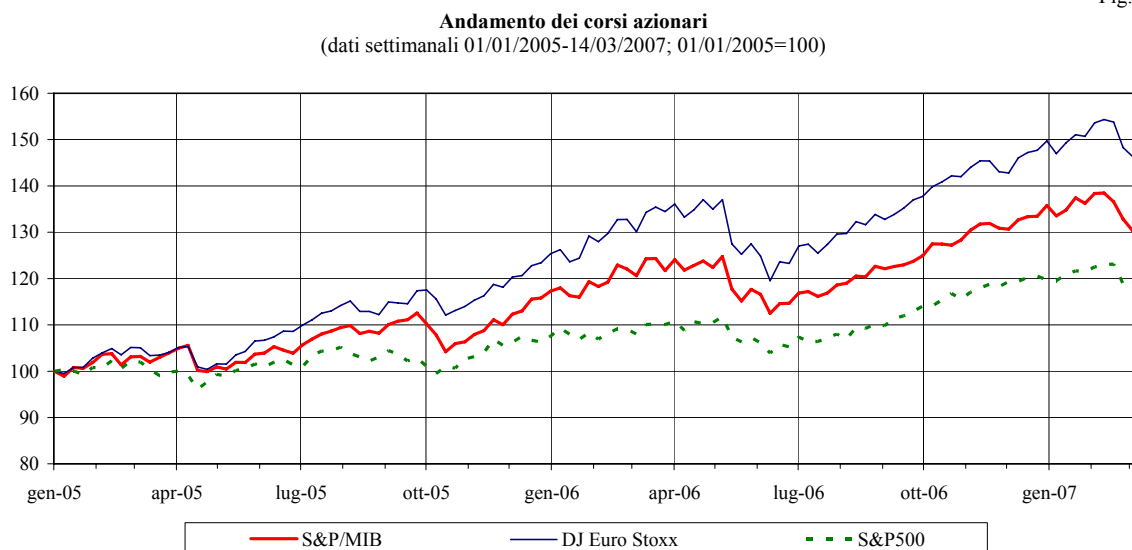
Nel 2007 dovrebbe continuare il processo di espansione economica a livello globale. Negli Usa la crescita potrebbe essere inferiore al suo livello potenziale a causa della debolezza del mercato degli immobili, mentre rimangono buone le prospettive economiche per Giappone, Regno Unito e per i Paesi emergenti dell'Asia. Nell'area dell'euro la crescita dovrebbe proseguire con ritmi sostenuti ma inferiori a quelli del 2006. L'incremento delle imposte indirette in Germania, la diminuzione della domanda mondiale prodotta dal rallentamento dell'economia negli Usa, la volatilità del prezzo del petrolio e il recente forte apprezzamento dell'euro potrebbero frenare l'espansione economica. In Italia si prevede pure una crescita inferiore a quella del 2006 (il tasso di crescita stimato a inizio 2007 dall'Isae è pari all'1,4%).

Nel corso del 2006 la congiuntura economica favorevole nell'area dell'euro e il rallentamento dell'economia Usa hanno contribuito a spiegare una crescita dei corsi azionari diseguale fra le due aree geografiche. Infatti, il Dow Jones Euro Stoxx (indice relativo alle maggiori società quotate nell'area dell'euro) è aumentato del 20% circa, mentre l'indice S&P500 (che include le imprese più importanti del mercato azionario statunitense) del 14% circa (Fig. 22); in Italia la crescita dell'indice S&P/Mib nel 2006 è stata, invece, pari al 16% (contro il 14% del 2005).

Nei mesi di maggio e giugno 2006 i corsi azionari hanno subito una brusca correzione a causa della situazione di incertezza, prodotta dalla crescita del prezzo del petrolio e delle materie

prime, che si è manifestata anche in un aumento della volatilità. La successiva riduzione del prezzo del petrolio ha riportato condizioni distese sui mercati finanziari.

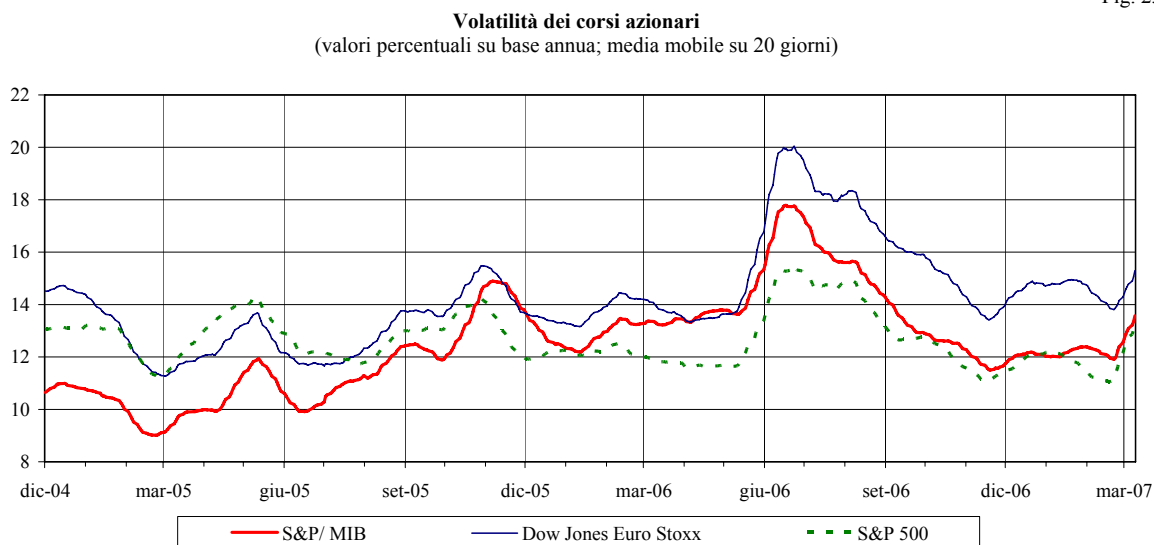
Fig. 22



Fonte: Thomson Financial-Datastream.

Nel 2006, al di fuori del picco riscontrato nei mesi di maggio e giugno, la volatilità dei corsi azionari si è mantenuta su valori storicamente molto bassi (Fig. 23). L'espansione economica e l'aumento degli utili aziendali hanno contribuito a creare un clima di fiducia, riducendo le incertezze riguardo alle prospettive di rendimento dell'investimento azionario. La volatilità contenuta si riflette anche nella riduzione dei differenziali di rendimento delle obbligazioni speculative grade rispetto ai titoli di Stato (si veda il successivo §4).

Fig. 23

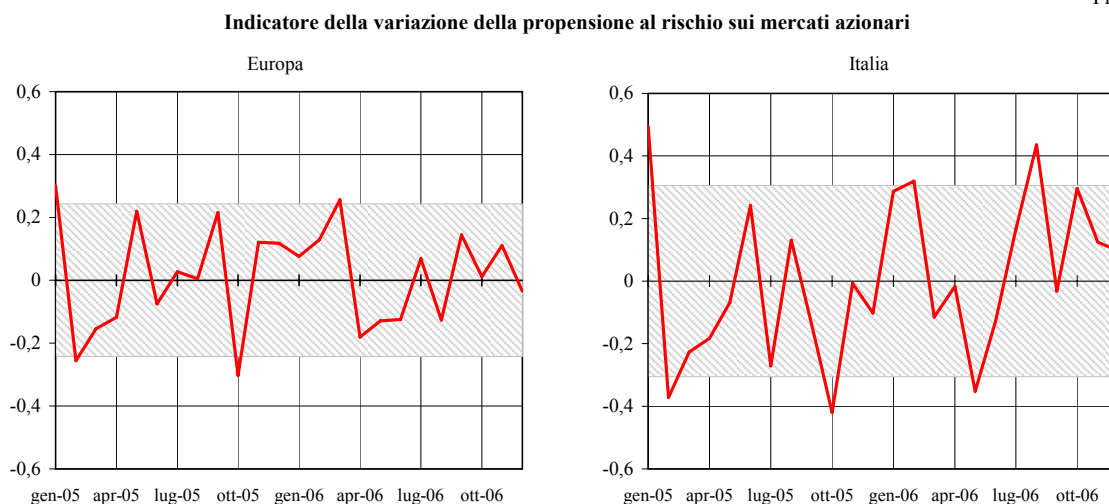


Fonte: Bloomberg. Volatilità implicita desunta dai prezzi delle opzioni sugli indici.

Indicatori statistici che consentono di rilevare l'attitudine verso il rischio degli operatori, sia pure con un certo margine di approssimazione, segnalano che nel corso del 2006 la propensione al rischio degli investitori nell'area dell'euro non sembrerebbe essere cambiata in modo significativo, neanche nella fase di maggiore tensione sui mercati che ha caratterizzato i mesi di maggio e giugno (Fig. 24). Nel caso dell'Italia, invece, la propensione al rischio sarebbe diminuita a maggio, per poi nuovamente aumentare in agosto.

All'inizio del 2007 si è registrata una nuova correzione sulle principali borse mondiali derivante da una brusca riduzione dei corsi sulla borsa cinese e dalle preoccupazioni di una eccessiva esposizione di alcuni intermediari finanziari americani verso il segmento dei mutui ipotecari cosiddetti subprime (cioè concessi a soggetti con basso merito di credito), per i quali il tasso di insolvenza è cresciuto in maniera sensibile. Inoltre, le difficoltà del settore immobiliare Usa hanno destato preoccupazioni per la possibilità che un ulteriore rallentamento dell'economia statunitense possa indebolire la crescita a livello globale.

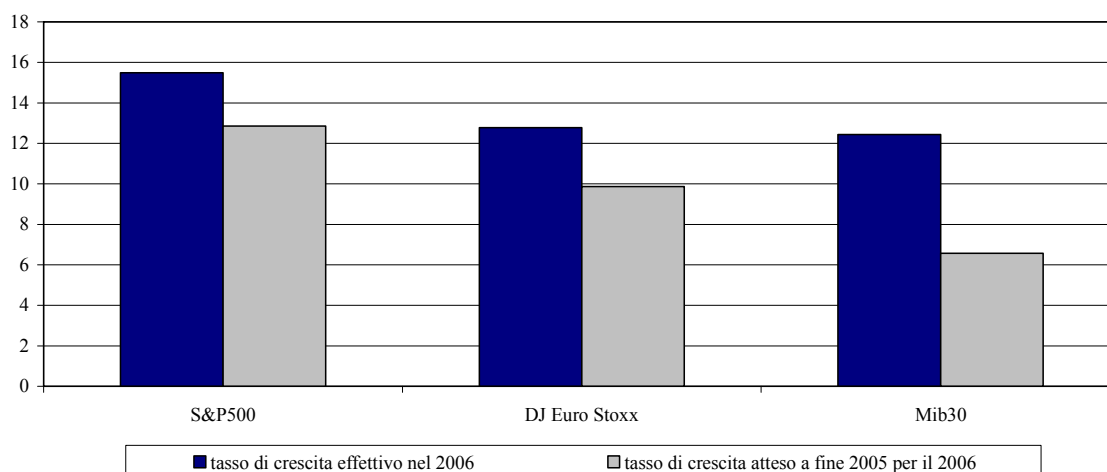
Fig. 24



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Financial-Datastream. L'indicatore misura la correlazione di rango fra volatilità e rendimenti per i titoli che compongono l'indice Dow Jones Euro Stoxx (Europa) e per i titoli che compongono l'indice S&P/Mib (Italia). I punti del grafico al di sopra (sotto) dell'area tratteggiata individuano aumenti (riduzioni) statisticamente significative della propensione al rischio degli investitori. Confronta Note metodologiche.

La congiuntura favorevole del mercato azionario nel 2006 è da ricollegare essenzialmente al buon andamento degli utili societari. La crescita degli utili per azione delle società Usa incluse nell'indice S&P500 è stata pari al 15% circa; tale aumento ha superato di circa 2,6 punti percentuali le previsioni effettuate dagli analisti a fine 2005 (cosiddetto *earning surprise*; Fig. 25). Nell'area dell'euro l'*earning surprise* per le imprese incluse nell'indice Dow Jones Euro Stoxx è stato pari a circa 3 punti percentuali. La crescita degli utili per azione delle società incluse nell'indice Mib30 è stata allineata a quella delle imprese dell'area dell'euro (12% circa) ed è stata pari a circa il doppio rispetto a quella prevista a fine 2005.

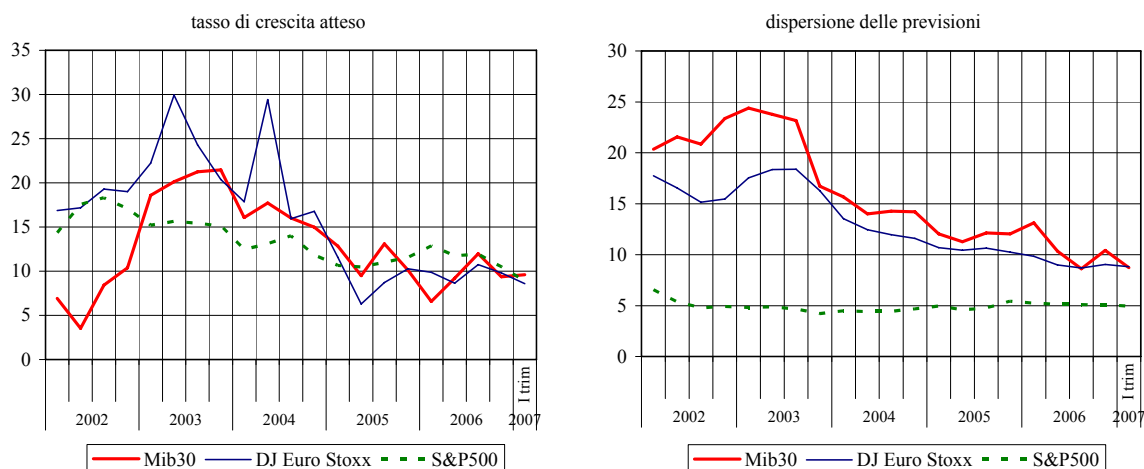
Fig. 25

Crescita effettiva e attesa degli utili societari nel 2006
(valori percentuali)

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

Le previsioni sul tasso di crescita degli utili societari su di un orizzonte di 12 mesi per le società incluse negli indici S&P500, Dow Jones Euro Stoxx e Mib30 sono migliorate nella prima metà del 2006 in virtù del buon andamento del quadro congiunturale; successivamente le stime sono state riviste al ribasso, a causa del rallentamento dell'economia Usa e delle prospettive di un rallentamento della crescita nell'area dell'euro nel 2007. Per le imprese italiane ed europee è proseguita la tendenza alla riduzione della dispersione delle aspettative sugli utili da parte dei diversi analisti; il tasso di dispersione delle aspettative rimane però significativamente più basso per le imprese americane (Fig. 26).

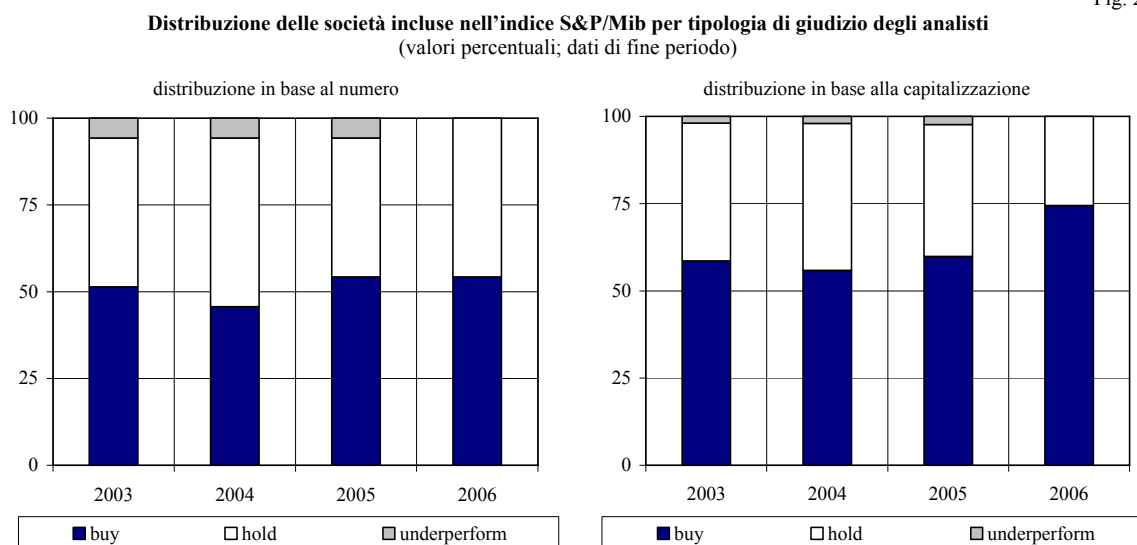
Fig. 26

Previsioni degli analisti sugli utili societari
(valori percentuali; dati trimestrali)

Fonte: Thomson Financial Datastream; dati IBES sulle previsioni su 12 mesi degli utili prima dell'ammortamento dell'avviamento e di altre componenti atipiche di reddito. La dispersione è data dal rapporto fra la deviazione standard delle previsioni dei singoli analisti finanziari e la previsione media.

La situazione positiva del settore corporate italiano è messa in evidenza dalle statistiche sui giudizi degli analisti sulle società incluse nell'indice S&P/Mib. Confrontando i dati rilevati a fine dicembre 2006 con quelli dello stesso periodo del 2005, il numero di società che hanno ricevuto il giudizio "buy" è rimasto invariato (54% circa del campione), mentre tutte le società che erano state classificate nella categoria "underperform" sono passate a quella "hold". La composizione del gruppo di imprese connotate dal giudizio "buy", inoltre, si è modificata arricchendosi della presenza di società a capitalizzazione più elevata. La percentuale in termini di capitalizzazione delle imprese che hanno ricevuto la valutazione migliore è, infatti, passata dal 60 al 75% circa (Fig. 27).

Fig. 27



Fonte: Thomson Financial-Datastream; dati IBES sul Consensus degli analisti finanziari. Non sono incluse le società Lottomatica, Parmalat, STMicroelectronic, Terna e Unipol per le quali non sono disponibili serie complete sui dati di Consensus nei quattro anni considerati.

Il ciclo congiunturale favorevole e la crescita dei corsi azionari hanno contribuito a configurare un quadro complessivamente positivo per il mercato azionario italiano.

La capitalizzazione delle società domestiche quotate sul mercato Mta/Mtax è aumentata sia in valore assoluto (da 669 a 768 miliardi di euro; +15%) che in rapporto al Pil (dal 47,2 al 52,1%; Tav. 10).

Il volume degli scambi sul mercato Mta/Mtax (con riferimento alle sole azioni di società domestiche) è cresciuto del 21% (da 893 a 1.076 miliardi di euro) ed è aumentato l'indice di turnover (rapporto fra valore degli scambi e capitalizzazione) da 1,3 nel 2005 a 1,4 nel 2006.

Il listino delle società domestiche quotate non ha subito, tuttavia, variazioni particolarmente rilevanti nel 2006. Il numero delle imprese domestiche quotate è aumentato di sole 9 unità (da 275 a 284), in virtù di 25 nuove quotazioni (17 sul mercato Mta/Mtax e 8 sul Mercato Expandi) e 16 revoche. Delle 25 nuove quotazioni 21 sono dovute alle Ipo (14 sul mercato Mta/Mtax e 7 sul Mercato Expandi).

Indicatori dei mercati azionari gestiti da Borsa Italiana Spa
(valori monetari in miliardi di euro)

| | Borsa ¹ | | | | | | | | | Mercato Expandi | | | Nuovo Mercato | | | |
|------|-------------------------------|------------------------------|---------------------------|---------------------------------|------------------------------------|------------------------------------|---|--|--------------------------------------|-------------------------------|---------------------------|---------------------------------|-------------------------------|---------------------------|---------------------------------|--|
| | Capitalizzazione ² | Capitalizzazione (% del Pil) | Scambi di titoli azionari | N° società quotate (domestiche) | N° società neoquotate (domestiche) | N° società cancellate (domestiche) | Variazione del MIB storico ³ | Rapporto dividendi – prezzi ³ | Rapporto utili – prezzi ³ | Capitalizzazione ² | Scambi di titoli azionari | N° società quotate (domestiche) | Capitalizzazione ² | Scambi di titoli azionari | N° società quotate (domestiche) | Variazione dell'indice NM ³ |
| 1996 | 199 | 20,3 | 81 | 213 | 14 | 18 | 13,1 | 2,1 | 6,9 | 3 | .. | 31 | — | — | — | — |
| 1997 | 310 | 30,2 | 174 | 209 | 14 | 18 | 58,2 | 1,7 | 4,6 | 5 | 1 | 26 | — | — | — | — |
| 1998 | 484 | 44,8 | 423 | 219 | 25 | 15 | 41,0 | 1,6 | 3,9 | 4 | 2 | 20 | — | — | — | — |
| 1999 | 714 | 64,4 | 503 | 241 | 28 | 6 | 22,3 | 1,5 | 3,4 | 5 | 1 | 17 | 7 | 4 | 6 | 536 ⁴ |
| 2000 | 790 | 67,8 | 839 | 237 | 16 | 20 | 5,4 | 2,1 | 4,5 | 6 | 1 | 15 | 22 | 30 | 39 | -25,5 |
| 2001 | 575 | 47,3 | 637 | 232 | 13 | 18 | -25,1 | 2,8 | 6,0 | 5 | .. | 12 | 13 | 21 | 44 | -45,6 |
| 2002 | 447 | 35,7 | 562 | 231 | 11 | 12 | -23,7 | 3,8 | 5,9 | 5 | .. | 13 | 6 | 10 | 44 | -50,1 |
| 2003 | 475 | 36,6 | 567 | 219 | 9 | 21 | 14,9 | 3,4 | 6,4 | 5 | .. | 11 | 8 | 14 | 41 | 27,3 |
| 2004 | 569 | 42,2 | 641 | 219 | 7 | 7 | 17,5 | 3,4 | 6,0 | 5 | .. | 13 | 7 | 19 | 37 | -17,5 |
| 2005 | 669 | 47,2 | 893 | 257 | 13 | 12 | 13,9 | 3,0 | 5,2 | 7 | 1 | 18 | — | — | — | — |
| 2006 | 768 | 52,1 | 1.076 | 258 | 17 | 16 | 19,0 | 3,4 | 6,0 | 10 | 2 | 26 | — | — | — | — |

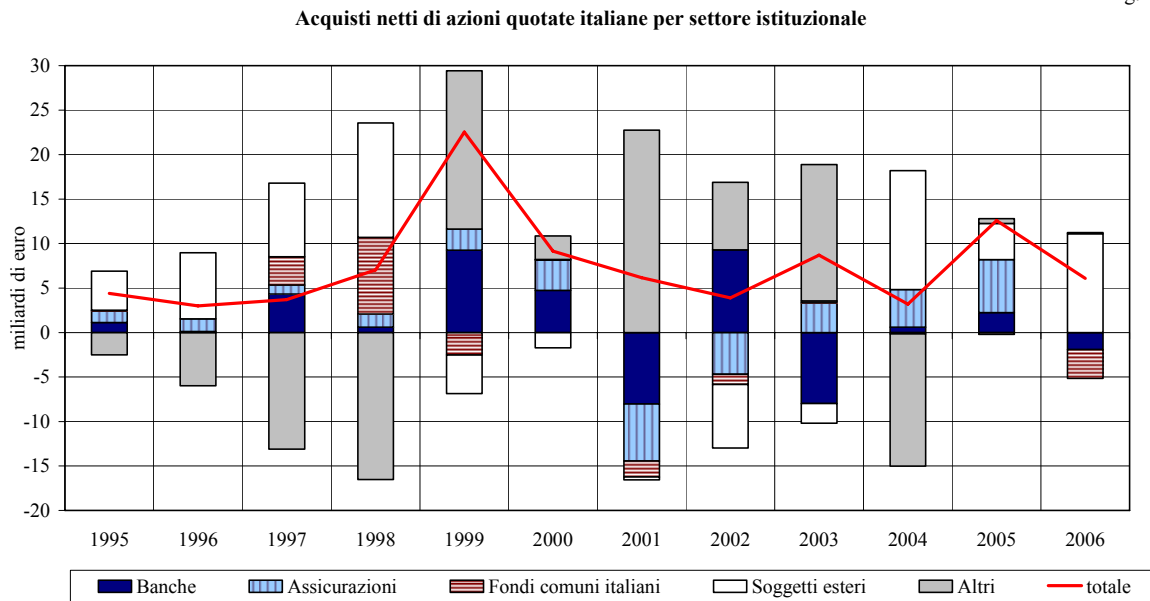
Fonte: Borsa Italiana Spa, Thomson Financial. ¹ Dal 2005 Mta/Mtax. ² Il dato sulla capitalizzazione è riferito alle società domestiche. ³ Valori in percentuale rilevati a fine anno. ⁴ Dal 17 giugno 1999 al 30 dicembre 1999.

Nel 2006 è stato introdotto un nuovo segmento del mercato Mta, denominato Mta International, riservato alle società di diritto estero già quotate su un altro mercato regolamentato europeo da più di 18 mesi. Le ammissioni alla negoziazione su Mta International sono state 21.

Nonostante l'andamento favorevole del ciclo borsistico, le emissioni azionarie sono diminuite di più del 50% (da 13,2 miliardi di euro nel 2005 a circa 6,2 miliardi di euro nel 2006) a causa principalmente della riduzione delle operazioni di aumento di capitale a pagamento (5 miliardi di euro circa nel 2006, contro 12 miliardi di euro nel 2005).

Sulla base dei dati stimati fino a novembre 2006 dalla Banca d'Italia, i principali acquirenti netti di azioni quotate italiane sono stati gli operatori non residenti; i fondi comuni italiani sono stati venditori netti per 3,2 miliardi di euro e le banche per circa 1,9 miliardi di euro (Fig. 28).

Fig. 28

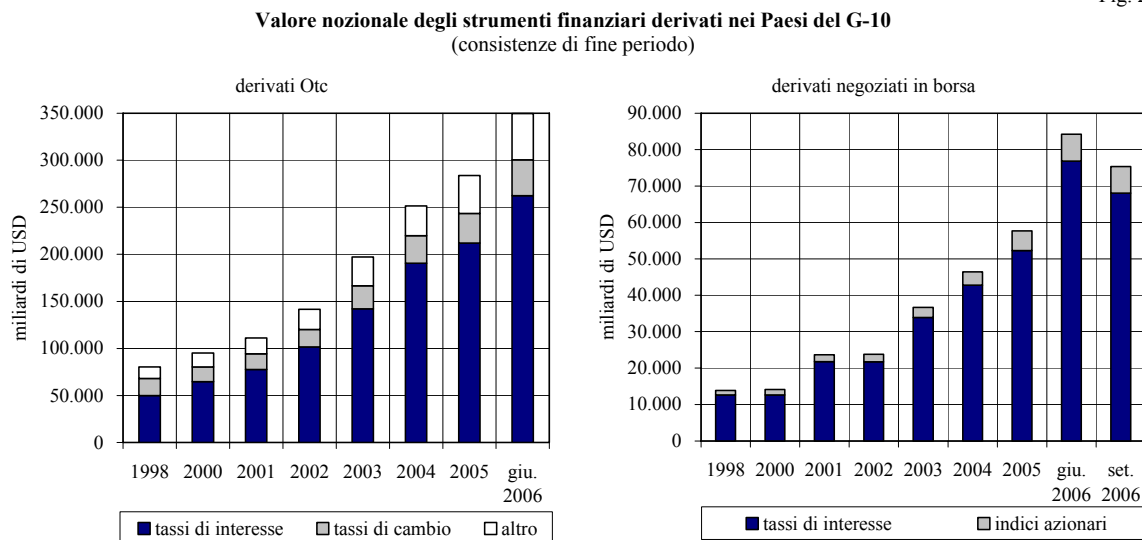


Fonte: Banca d'Italia. Il settore istituzionale "Altri" comprende le famiglie, le imprese, le amministrazioni centrali e locali, la Cassa depositi e prestiti, le Sim e gli Istituti di Previdenza. I dati 2006 sono provvisori e non includono le assicurazioni.

2. Il mercato degli strumenti finanziari derivati

Nel corso della prima metà del 2006 l'ammontare di strumenti finanziari derivati non quotati (cosiddetti *over the counter* o *Otc*) e quotati (cosiddetti *exchange traded*) è cresciuto a ritmi sostenuti confermando il *trend* degli ultimi anni (Fig. 29).

Fig. 29



Fonte: Banca dei Regolamenti Internazionali. I derivati negoziati in borsa su valute non sono riportati poiché costituiscono meno dell'1% dell'ammontare nozionale totale in tutti gli anni considerati.

Secondo le rilevazioni della Banca dei Regolamenti Internazionali relative ai Paesi del G-10, il valore nozionale dei derivati Otc su strumenti finanziari ammontava a giugno 2006 a circa 350.000 miliardi di dollari Usa (con un incremento del 30% circa rispetto a giugno 2005 e del 23% circa rispetto a dicembre 2005).

Il controvalore nozionale dei derivati Otc sui tassi di interesse a giugno 2006 ammontava a 262.300 miliardi di dollari, pari a circa il 75% del nozionale complessivo dei derivati Otc. Meno diffusi sono i derivati Otc su cambi (11% del nozionale complessivo), su merci e azioni.

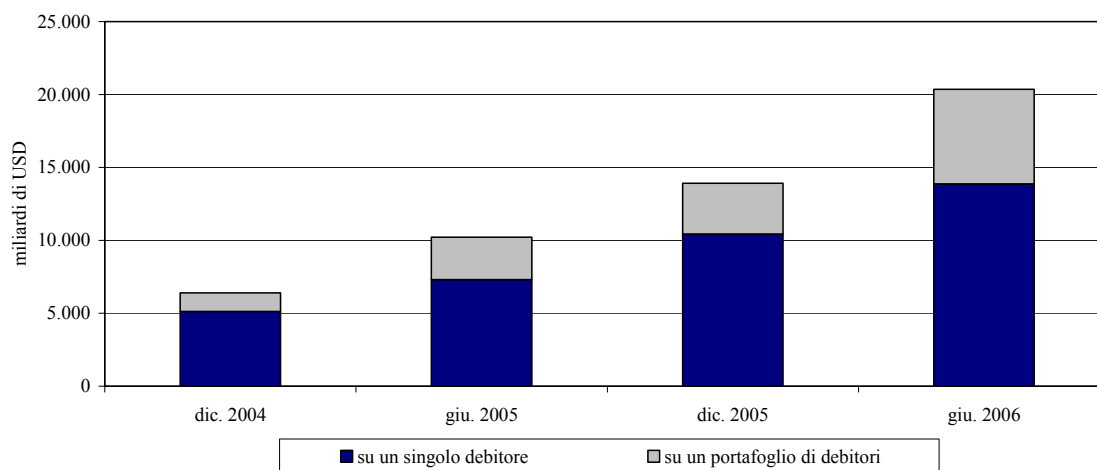
Nel corso del 2006, anche i derivati exchange traded hanno sperimentato un tasso di crescita più sostenuto rispetto all'anno precedente; il lieve calo rilevato da giugno a settembre (da 84.415 a 75.578 miliardi di dollari) è legato a fattori stagionali e a effetti di breve periodo.

Anche per i derivati exchange traded la quota preponderante del nozionale è costituita da derivati su tassi di interesse (circa il 90% del totale); i derivati su indici azionari rappresentano, invece, poco meno del 10% del controvalore nozionale complessivo.

Il mercato dei derivati sul rischio di credito è stato caratterizzato da una dinamica analoga a quella dei derivati su strumenti finanziari. Sulla base dell'indagine effettuata dalla Banca dei Regolamenti Internazionali per i Paesi del G-10, il valore nozionale dei contratti di *credit default swap* (Cds) risulta raddoppiato fra giugno 2005 e giugno 2006 (Fig. 30). La quota preponderante dei *credit default swap* è rappresentata dai derivati su un singolo debitore (70% del valore nozionale totale).

Fig. 30

Valore nozionale dei *credit default swap* nei Paesi del G-10
(consistenze di fine periodo)

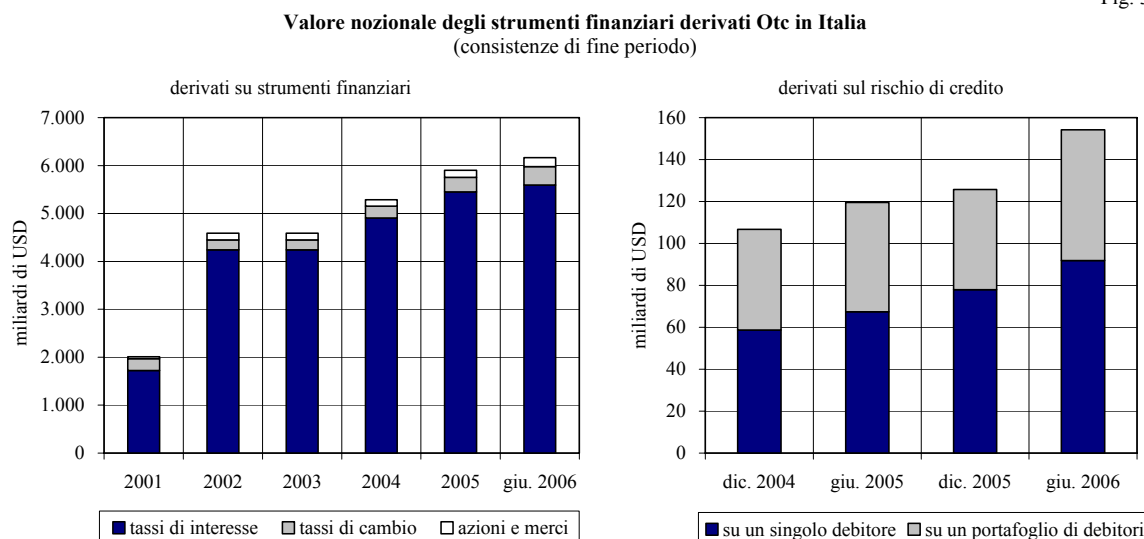


Fonte: Banca dei Regolamenti Internazionali.

Anche in Italia il mercato dei derivati Otc è cresciuto in maniera significativa (come confermano i dati dell'indagine semestrale effettuata dalla Banca d'Italia relativa all'operatività di un campione di gruppi bancari maggiormente rappresentativi del comparto), sebbene a tassi nettamente inferiori rispetto a quanto rilevato per l'insieme dei Paesi del G-10.

A giugno 2006 il controvalore nozionale dei derivati Otc era pari a 6.167 miliardi di dollari Usa, con un aumento rispetto a dicembre 2005 del 5% circa (Fig. 31); la quota dell'Italia sull'intero campione dei Paesi del G-10 continua a rimanere esigua (1,8% nel primo semestre del 2006). Da dicembre 2005 a giugno 2006 i derivati su azioni sono cresciuti del 31%, contro un aumento del 28% dei derivati su tasso di cambio e solo del 3% dei derivati su tassi di interesse, che comunque continuano a rappresentare la quota preponderante dei derivati Otc su strumenti finanziari (91% circa).

Fig. 31



Fonte: Banca d'Italia.

A giugno 2006 è diminuito notevolmente rispetto allo stesso periodo del 2005 il valore di mercato (al lordo dell'effetto di compensazioni bilaterali o di altri meccanismi tesi alla riduzione del rischio di credito) delle posizioni in derivati del campione di gruppi bancari partecipanti all'Indagine della Banca d'Italia. A tale data, infatti, il valore di mercato delle posizioni in derivati risultava pari a 68,7 miliardi di dollari all'attivo e a 65,7 miliardi di dollari al passivo (contro, rispettivamente, 99 e 95 miliardi di dollari a giugno 2005).

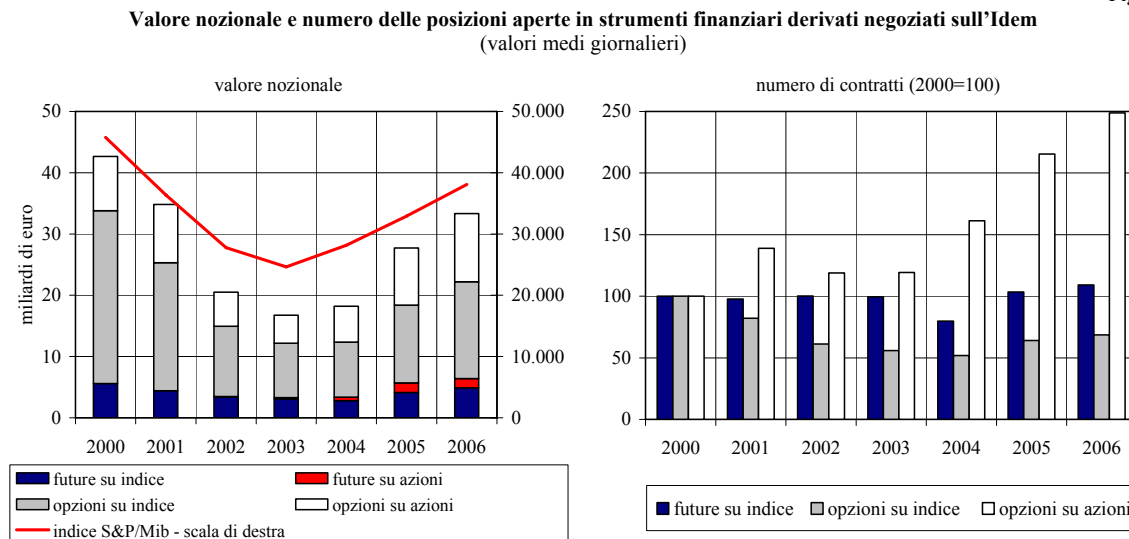
Il mercato italiano dei credit default swap è cresciuto, invece, a un ritmo più sostenuto rispetto a quello dei derivati su strumenti finanziari, ma comunque in misura inferiore rispetto a quanto rilevato per l'insieme dei Paesi del G-10 (23% contro 46%).

Gli unici strumenti finanziari derivati *exchange traded* per il mercato italiano sono costituiti dai derivati quotati sul Mercato Italiano dei Derivati (Idem) gestito da Borsa Italiana Spa e hanno come sottostante esclusivamente indici azionari o azioni. Nel 2006 il valore nozionale dei contratti aperti sull'Idem (calcolato come media giornaliera) è cresciuto in maniera significativa (20% circa; 52% nel 2005), passando da 28 a 33 miliardi di euro circa (Fig. 32).

In termini di valore nozionale medio giornaliero, la quota preponderante dei contratti aperti è costituita dalle opzioni sull'indice (47% del totale), seguiti dalle opzioni su azioni (33%), dai future e minifuture su indice (15%) e dai future su azioni (5%). Considerando il numero dei

contratti aperti, le opzioni su azioni mostrano il tasso di crescita più elevato, mentre il numero medio di contratti aperti sulle opzioni sull'indice risulta diminuito rispetto al 2000; i contratti aperti sui future sull'indice risultano, invece, stabili.

Fig. 32

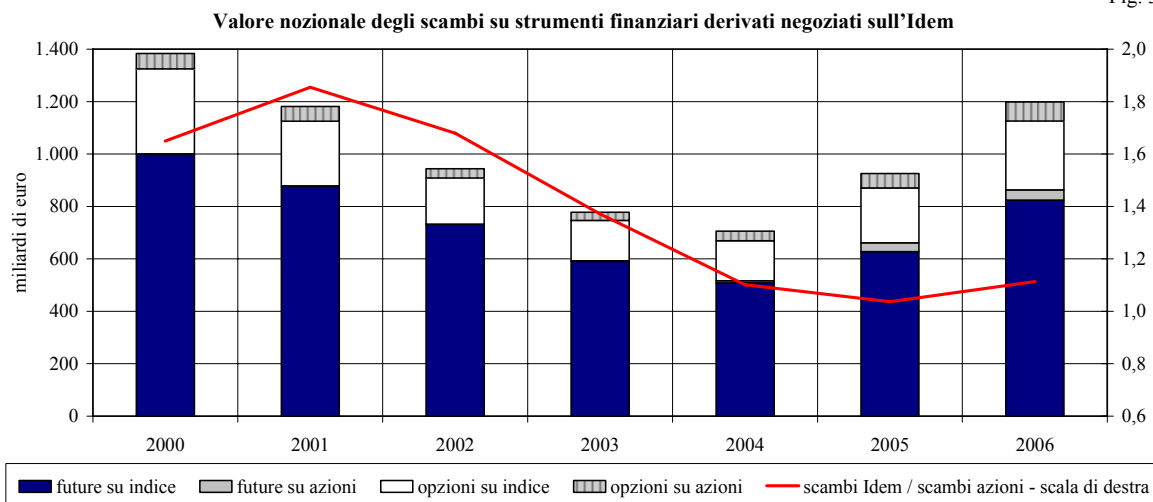


Fonte: elaborazioni su dati Borsa Italiana. Nel grafico relativo al valore nozionale delle posizioni aperte la categoria "future su indice" include i minifuture su indice. I valori annuali dell'indice S&P/Mib sono medie dei dati di fine mese.

Nel 2006 il valore nozionale degli scambi sull'Idem ha raggiunto circa 1.200 miliardi di euro (valore simile a quello del 2001), con una crescita rispetto al 2005 del 29% circa (Fig. 33). Risulta in aumento anche il rapporto fra scambi su derivati e scambi su azioni (da 1,0 a 1,1 circa).

In termini di valore nozionale la quota preponderante degli scambi sull'Idem è costituita dai future sull'indice (64% del totale), seguiti dalle opzioni sull'indice (22%), mentre i minifuture su indice, le opzioni su azioni e i future su azioni rappresentano invece una quota residuale degli scambi (pari complessivamente al 14%).

Fig. 33



Fonte: elaborazioni su dati Borsa Italiana. Nella categoria "future su indice" sono inclusi i minifuture su indice.

3. Il mercato dei covered warrants e dei certificates

Nel 2006 gli scambi sul mercato dei *securitised derivatives* gestito da Borsa Italiana Spa (SeDeX) hanno raggiunto i 70 miliardi di euro (+43% rispetto al 2005) e il numero di nuove emissioni é cresciuto del 4% circa (62% nel 2005) (Tav. 11).

Tav. 11

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

| | Numero di emissioni | | | Controvalore degli scambi |
|------|------------------------|--------------------|----------------------|---------------------------|
| | in essere ¹ | nuove ² | scadute ³ | |
| 1998 | 122 | 122 | -- | 3 |
| 1999 | 1.565 | 1.660 | 217 | 14 |
| 2000 | 3.107 | 3.343 | 1.801 | 31 |
| 2001 | 5.866 | 8.194 | 5.435 | 21 |
| 2002 | 3.571 | 6.668 | 8.963 | 18 |
| 2003 | 2.594 | 4.749 | 5.726 | 11 |
| 2004 | 3.021 | 4.478 | 4.051 | 16 |
| 2005 | 4.076 | 7.253 | 6.198 | 49 |
| 2006 | 4.647 | 7.572 | 7.001 | 70 |

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

I nuovi strumenti sono stati emessi da 18 intermediari che rivestono spesso anche il ruolo di specialist (direttamente o tramite una società del gruppo) che hanno il compito di garantire la liquidità del mercato. Considerando inoltre gli intermediari che negoziano strumenti emessi prima del 2006, il numero degli emittenti presenti sul mercato sale a 21 (+40% rispetto al 2005).

In termini di numero di strumenti in circolazione, i covered warrant plain vanilla rimangono i prodotti più diffusi (76,3% del totale), seguiti dagli investment certificates (14,7% del totale), dai leverage certificates (5,9%) e dai covered warrant esotici/strutturati (3%) (Tav. 12).

Con riguardo alla distribuzione dei covered warrants sulla base del profitto derivante da un immediato esercizio della opzione (cosiddetta moneyness), si rileva che, al momento dell'emissione, circa il 51% dei covered warrants plain vanilla call, emessi nel 2006, sull'indice S&P/Mib e su azioni italiane era deep out of the money (ossia emesso con un prezzo di esercizio superiore dell'8% al prezzo di mercato del sottostante). Per gli strumenti put emessi nel 2006, il 48% risultava deep out of the money al momento dell'emissione (ovvero con un prezzo di esercizio inferiore dell'8% a quello di mercato del sottostante). I covered warrants emessi deep in the money (con uno strike inferiore del 4% al prezzo di mercato del sottostante per le call e superiore del 49% per le put) rappresentano, invece, una quota esigua (rispettivamente, il 10 e il 3% delle call e delle put emesse nel 2006) (Tav. 13). Con riferimento alla moneyness al momento della scadenza, i covered warrants call scaduti nel 2006 sono risultati in eguale proporzione deep out e deep in the money (35%); i covered warrants put scaduti nel 2006 presentano, invece, una predominanza degli

strumenti scaduti deep out of the money (53% dei casi, mentre il 15% è scaduto deep in the money).

Tav. 12

Tipologie di covered warrants e certificates quotati sul SeDeX
(situazione al 31 dicembre)

| Segmento e categoria | 2005 | | 2006 | |
|------------------------|---------------------|------------------------------|---------------------|------------------------------|
| | Numero di emissioni | Peso sul totale ¹ | Numero di emissioni | Peso sul totale ¹ |
| <i>Covered warrant</i> | | | | |
| Plain vanilla | 3.189 | 78,2 | 3.548 | 76,3 |
| Esotici | 151 | 3,7 | 142 | 3,1 |
| <i>Certificates</i> | | | | |
| Leverage | 290 | 7,1 | 276 | 5,9 |
| Investment | 446 | 10,9 | 681 | 14,7 |
| <i>Totale</i> | <i>4.076</i> | <i>100,0</i> | <i>4.647</i> | <i>100,0</i> |

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

Tav. 13

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

| | Grado di moneyness ¹ | |
|---------------------------------|---------------------------------|----------------------------|
| | all'emissione ² | alla scadenza ³ |
| Call | | |
| > 8% (deep out of the money) | 50,7 | 35,6 |
| da 8% a 4% (out of the money) | 14,0 | 8,8 |
| da 4% a 0 (at the money) | 15,0 | 10,1 |
| da 0 a -4% (in the money) | 11,0 | 10,4 |
| < -4% (deep in the money) | 9,5 | 35,1 |
| <i>Totale</i> | <i>100,0</i> | <i>100,0</i> |
| Put | | |
| < -8% (deep out of the money) | 48,4 | 52,9 |
| da -8% a -4% (out of the money) | 18,6 | 12,9 |
| da -4% a 0 (at the money) | 18,0 | 11,3 |
| da 0 a 4% (in the money) | 12,1 | 8,4 |
| > 4% (deep in the money) | 2,9 | 14,5 |
| <i>Totale</i> | <i>100,0</i> | <i>100,0</i> |

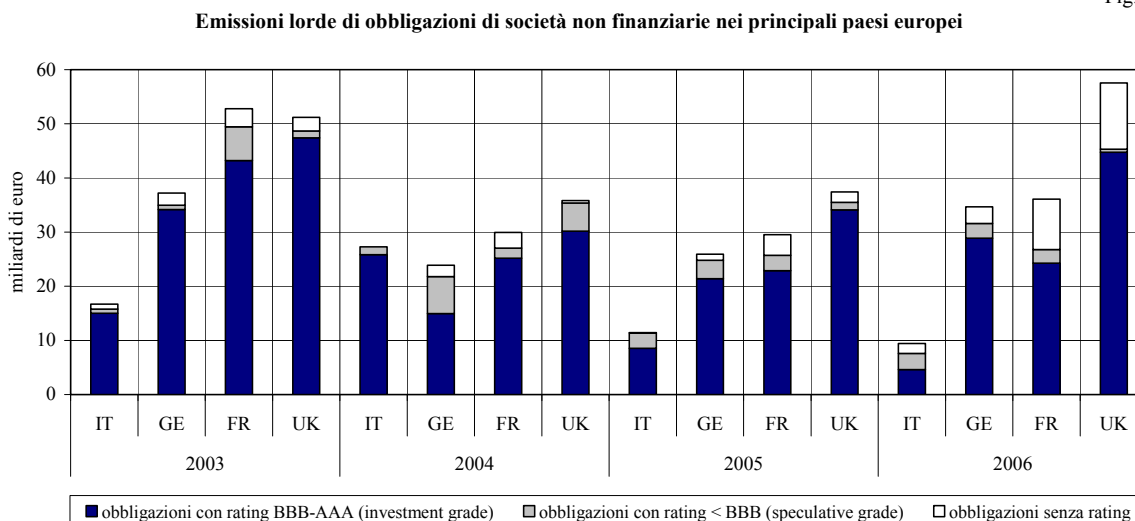
Fonte: elaborazioni su dati Borsa Italiana. ¹ Differenza percentuale tra prezzo di esercizio e prezzo di mercato dello strumento sottostante al momento dell'emissione o della scadenza del covered warrant. ² Dati relativi ai covered warrant plain vanilla su azioni italiane e indice S&P/Mib emessi nel 2006. ³ Dati relativi ai covered warrant plain vanilla su azioni italiane e indice S&P/Mib scaduti nel 2006.

L'analisi dei leverage certificate mostra un netto incremento di strumenti revocati prima della scadenza (37% dei leverage certificate emessi nel 2006, rispetto al 17% del 2005). Tali strumenti sono caratterizzati dal meccanismo della barriera o stop-loss che si attiva in caso di andamento sfavorevole del sottostante, determinando l'estinzione del certificate. La revoca per raggiungimento della barriera, il cui valore si trova poco sopra (per i bull/long) o sotto (per i bear/short) lo strike, si traduce per il possessore del certificate in una perdita integrale del capitale investito. I leverage bear/short, che scommettono sul ribasso del sottostante, hanno toccato la barriera più spesso rispetto ai bull/long (43 contro il 32%).

4. Il mercato obbligazionario

Nel 2006 le emissioni lorde di obbligazioni da parte di società non finanziarie sono cresciute a ritmi sostenuti nei principali paesi europei. Le emissioni sono aumentate del 34% in Germania, del 22% in Francia e del 54% nel Regno Unito; nel Regno Unito, inoltre, si è quasi quintuplicato il volume delle obbligazioni con rating speculativo o prive di rating (Fig. 34).

Fig. 34



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

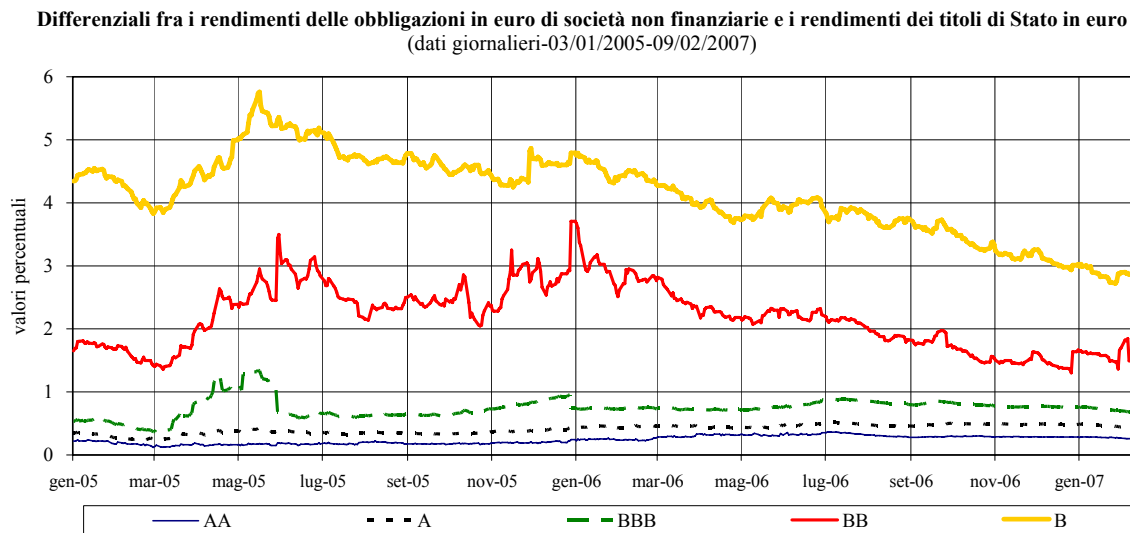
Il mercato rimane comunque molto concentrato; alle prime cinque società è riconducibile il 63% delle emissioni obbligazionarie in Germania, il 43% nel Regno Unito e il 32% in Francia.

L'aumento delle emissioni di obbligazioni corporate in Germania e nel Regno Unito è da ricollegare alla forte ripresa del mercato delle fusioni e acquisizioni (M&A). Molte imprese dell'area dell'euro, inoltre, hanno emesso obbligazioni per finanziare il processo di espansione sui mercati dei Paesi emergenti.

La forte crescita delle emissioni obbligazionarie *corporate* è stata sostenuta anche dal miglioramento della qualità del credito degli emittenti. Infatti, i differenziali fra i

rendimenti delle obbligazioni *corporate* e i rendimenti di titoli di Stato in euro si sono ulteriormente ridotti, soprattutto per gli emittenti con rating speculativo (Fig. 35). A fine 2006, tali differenziali erano pari all'1,6% per gli emittenti con rating BB (3,7% a fine 2005) e al 3% circa per quelli con rating B (4,8% a fine 2005).

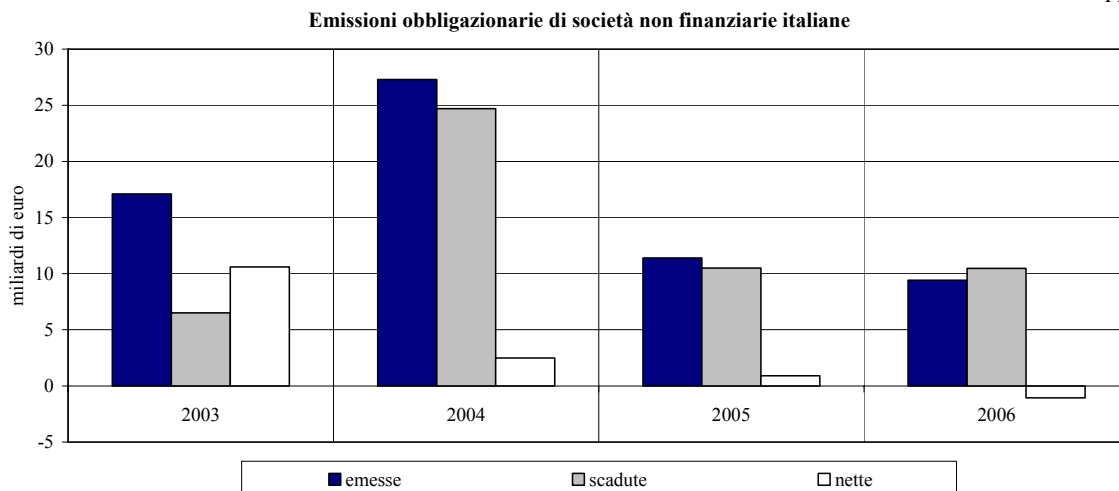
Fig. 35



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

In contrasto con quanto rilevato per i maggiori paesi europei, le emissioni lorde di obbligazioni da parte di società non finanziarie italiane (e di società estere controllate da gruppi non finanziari italiani) si sono sensibilmente ridotte, passando da 11,4 miliardi di euro nel 2005 a 9,4 miliardi di euro nel 2006 (-20% circa). Le emissioni nette (saldo fra obbligazioni emesse e scadute) sono state invece negative per 1,1 miliardi di euro (Fig. 36).

Fig. 36



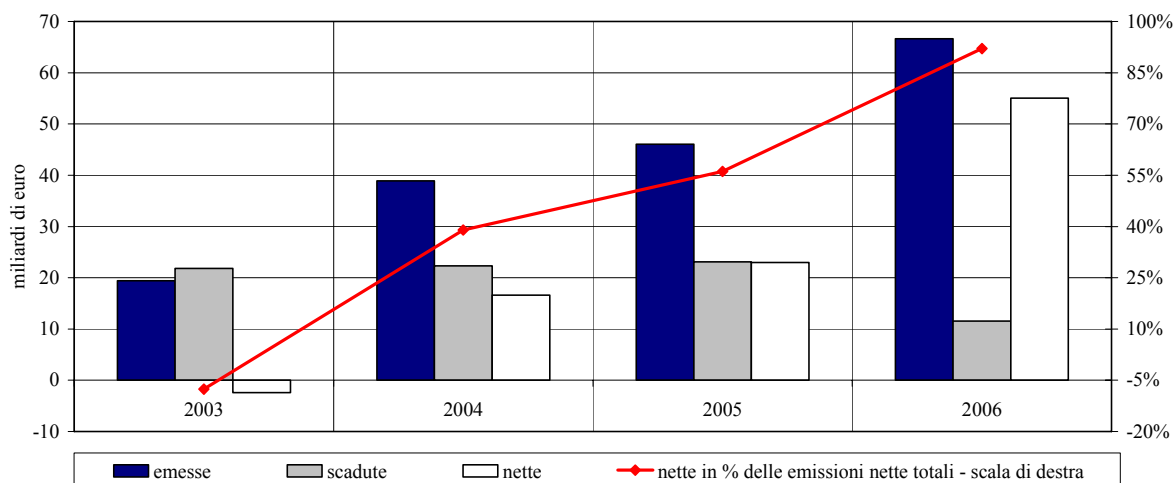
Fonte: elaborazioni su dati Bondware. Dati relativi a emissioni obbligazionarie collocate sull'euromercato o attraverso offerte pubbliche sul mercato italiano di società di capitali italiane o di società estere controllate da gruppi italiani.

Il numero delle imprese che hanno emesso obbligazioni è rimasto esiguo (10) e il 90% delle emissioni obbligazionarie è riconducibile alle prime 5 società. Si è registrata, tuttavia, una sensibile ripresa delle emissioni di obbligazioni high yield o prive di rating, grazie ai collocamenti di Fiat (rating BB-), Lottomatica (senza rating), Weather Capital Finance (senza rating), Hera (senza rating) e Wind Telecomunicazioni (B+).

Nel 2006 è stata, invece, molto intensa la raccolta obbligazionaria delle banche italiane sull'euromercato (attraverso collocamenti riservati a investitori istituzionali). Le emissioni lorde sono state pari a 67 miliardi di euro circa (contro i 46 miliardi di euro del 2005; +45%), mentre le emissioni nette sono più che raddoppiate passando da 23 a 55 miliardi di euro (Fig. 37).

Emissioni obbligazionarie di banche italiane collocate presso investitori istituzionali

Fig. 37

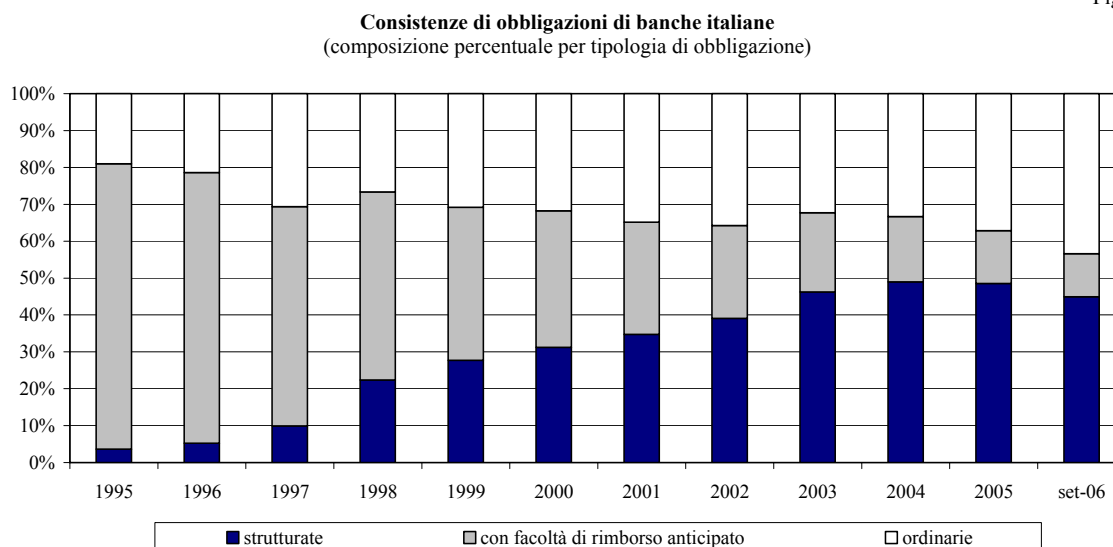


Fonte: elaborazioni su dati Bondware e Banca d'Italia. Dati relativi a emissioni obbligazionarie collocate sull'euromercato o attraverso offerte riservate a investitori istituzionali da banche italiane o controllate estere.

A fine 2005 lo stock di obbligazioni emesse da banche italiane risultava composto per circa il 50% da titoli strutturati, quota che si è lievemente ridotta a settembre 2006 (45% circa), mentre risulta in crescita la quota delle obbligazioni ordinarie prive di opzioni di rimborso anticipato (43% circa a settembre 2006) (Fig. 38).

Con riferimento ai mercati secondari, gli scambi di obbligazioni sui mercati regolamentati italiani sono aumentati del 7% circa (da 2.341 miliardi di euro nel 2005 a 2.193 miliardi di euro nel 2006) (Tav. 14). Per la prima volta dal 2001 sono cresciuti gli scambi sul Mercato telematico all'ingrosso dei titoli di Stato (Mts) gestito da Mts Spa (da 1.634 a 1.596 miliardi di euro); sono pure aumentati gli scambi su Bondvision (da 448 a 555 miliardi di euro) e sul mercato Tlx, mentre sono rimasti stabili gli scambi sul Mot.

Fig. 38



Fonte: elaborazioni su dati Kler's

Tav. 14

Scambi di titoli obbligazionari su mercati regolamentati italiani¹
(miliardi di euro)

| | Mts | Bondvision | Mercato all'ingrosso delle obbligazioni non governative | Mot ² | Euro Mot | Tlx ³ | Totale |
|------|-------|------------|---|------------------|----------|------------------|--------|
| 2000 | 2.020 | — | .. | 154 | .. | — | 2.174 |
| 2001 | 2.324 | 18 | 12 | 136 | 1 | — | 2.491 |
| 2002 | 2.205 | 100 | 24 | 159 | 2 | — | 2.490 |
| 2003 | 2.160 | 176 | 23 | 142 | 4 | 2 | 2.507 |
| 2004 | 1.949 | 339 | 31 | 147 | 4 | 8 | 2.478 |
| 2005 | 1.596 | 448 | 19 | 123 | — | 7 | 2.193 |
| 2006 | 1.634 | 555 | 17 | 122 | — | 13 | 2.341 |

Fonte: elaborazioni su dati Mts Spa, Borsa Italiana Spa e Tlx Spa. ¹ L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. ² Dal 2005 sono inclusi gli scambi su obbligazioni precedentemente negoziate sull'EuroMot. ³ Mercato attivo dal 20 ottobre 2003.

Nel 2006 si è invece registrata una consistente riduzione delle negoziazioni sui sistemi di scambi organizzati (Sso) rispetto al 2005. Il numero dei contratti conclusi si è ridotto del 17% circa sui sistemi bilaterali e del 18% circa su quelli multilaterali (Tav. 15).

Il numero dei sistemi bilaterali (ossia dei sistemi in cui un singolo operatore - di solito lo stesso intermediario organizzatore dello scambio - espone le proprie proposte in acquisto e in vendita che possono essere accettate dagli altri operatori) e multilaterali (ossia dei sistemi in cui opera una molteplicità di operatori in diretta concorrenza fra di loro) è tuttavia rimasto stabile rispetto al 2005.

Tav. 15

Operatività dei sistemi di scambi organizzati (Sso) italiani

| Tipologia Sso | Numero Sso | Titoli negoziati | Totale contratti |
|--------------------------|------------|------------------|------------------|
| Sso bilaterali | | | |
| 2004 - I semestre | 325 | 20.020 | 1.396.071 |
| 2004 - II semestre | 329 | 20.460 | 1.439.130 |
| 2005 - I semestre | 328 | 21.509 | 1.474.566 |
| 2005 - II semestre | 326 | 21.824 | 1.408.714 |
| 2006 - I semestre | 334 | 22.352 | 1.320.564 |
| 2006 - II semestre | 325 | 21.156 | 1.086.926 |
| Sso multilaterali | | | |
| 2004 - I semestre | 5 | 1.341 | 456.597 |
| 2004 - II semestre | 5 | 1.337 | 328.028 |
| 2005 - I semestre | 4 | 1.530 | 404.087 |
| 2005 - II semestre | 4 | 1.541 | 353.805 |
| 2006 - I semestre | 4 | 2.109 | 346.711 |
| 2006 - II semestre | 3 | 2.837 | 275.053 |

Fonte: Consob.

La maggior parte delle contrattazioni sugli Sso è riconducibile a obbligazioni di banche italiane (87% dei titoli negoziati e 47% dei contratti conclusi; Tavv. 16 e 17); i contratti su titoli pubblici italiani pesano invece per il 30% circa del totale.

Tav. 16

Titoli negoziati sui sistemi di scambi organizzati italiani

| | 2004 I sem. | 2004 II sem. | 2005 I sem. | 2005 II sem. | 2006 I sem. | 2006 II sem. |
|---|----------------|-----------------|----------------|-----------------|----------------|-----------------|
| <i>Obbligazioni di emittenti privati</i> | | | | | | |
| Banche straniere | 604 | 653 | 739 | 741 | 727 | 723 |
| Banche italiane | 17.581 | 18.098 | 18.969 | 18.369 | 18.963 | 18.854 |
| Imprese non finanziarie straniere | 865 | 866 | 903 | 809 | 774 | 711 |
| Imprese non finanziarie italiane | 198 | 174 | 173 | 133 | 136 | 107 |
| <i>Totale</i> | 19.248 | 19.791 | 20.784 | 20.052 | 20.600 | 20.395 |
| <i>Obbligazioni di emittenti pubblici</i> | | | | | | |
| Emittenti pubblici esteri | 907 | 912 | 1011 | 951 | 917 | 865 |
| Emittenti pubblici italiani | 177 | 163 | 167 | 154 | 154 | 144 |
| <i>Totale</i> | 1.084 | 1.075 | 1.178 | 1.105 | 1.071 | 1.009 |
| <i>Azioni</i> | | | | | | |
| Banche straniere | 6 | 6 | 6 | 6 | 7 | 6 |
| Banche italiane | 58 | 48 | 51 | 51 | 50 | 48 |
| Imprese non finanziarie straniere | 111 | 108 | 106 | 116 | 115 | 113 |
| Imprese non finanziarie italiane | 25 | 18 | 17 | 10 | 4 | 5 |
| <i>Totale</i> | 200 | 180 | 180 | 183 | 176 | 172 |

Fonte: Consob.

Tav. 17

Contratti conclusi sui sistemi di scambi organizzati italiani

| | 2004 I sem. | 2004 II sem. | 2005 I sem. | 2005 II sem. | 2006 I sem. | 2006 II sem. |
|---|----------------|-----------------|----------------|-----------------|----------------|-----------------|
| <i>Obbligazioni di emittenti privati</i> | | | | | | |
| Banche straniere | 47.760 | 46.343 | 63.509 | 77.397 | 70.075 | 67.054 |
| Banche italiane | 769.902 | 735.853 | 827.927 | 763.236 | 756.082 | 647.379 |
| Imprese non finanziarie straniere | 202.924 | 103.336 | 142.388 | 89.391 | 72.282 | 60.211 |
| Imprese non finanziarie italiane | 87.072 | 41.050 | 28.228 | 18.813 | 18.920 | 16.627 |
| <i>Totale</i> | 1.107.658 | 926.582 | 1.062.052 | 948.837 | 917.359 | 791.271 |
| <i>Obbligazioni di emittenti pubblici</i> | | | | | | |
| Emittenti pubblici esteri | 162.090 | 110.023 | 163.993 | 151.547 | 143.180 | 99.399 |
| Emittenti pubblici italiani | 485.397 | 660.854 | 586.602 | 528.516 | 510.368 | 392.784 |
| <i>Totale</i> | 647.487 | 770.877 | 750.595 | 680.063 | 653.548 | 492.183 |
| <i>Azioni</i> | | | | | | |
| Banche straniere | 1.690 | 1.072 | 2.008 | 2.641 | 3.678 | 1.811 |
| Banche italiane | 29.805 | 18.759 | 14.191 | 21.982 | 18.372 | 23.612 |
| Imprese non finanziarie straniere | 64.127 | 48.103 | 47.732 | 50.009 | 53.176 | 21.334 |
| Imprese non finanziarie italiane | 1.174 | 1.484 | 1.887 | 23.186 | 896 | 216 |
| <i>Totale</i> | 96.796 | 69.418 | 65.818 | 97.818 | 76.122 | 46.122 |

Fonte: Consob.

Le contrattazioni di obbligazioni di banche italiane hanno subito una flessione del 12% circa rispetto al 2005; mentre i contratti relativi ai titoli pubblici italiani sono diminuiti del 20% circa.

I contratti su obbligazioni di imprese non finanziarie rappresentano solo il 6% circa dei contratti conclusi sugli Sso e il 4% in termini di numero di titoli negoziati; inoltre, la quota preponderante di questi titoli è riferibile a soggetti esteri.

Tav. 18

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

| | Numero titoli | Numero gruppi | Numero contratti | Controvalore |
|--------------------|---------------|---------------|------------------|--------------|
| 2003 - II semestre | 131 | 47 | 123.681 | 2.639 |
| 2004 - I semestre | 109 | 45 | 81.797 | 1.798 |
| 2004 - II semestre | 92 | 35 | 36.559 | 869 |
| 2005 - I semestre | 78 | 32 | 25.132 | 572 |
| 2005 - II semestre | 84 | 30 | 18.607 | 447 |
| 2006 - I semestre | 68 | 25 | 18.761 | 432 |
| 2006 - II semestre | 71 | 27 | 16.449 | 382 |

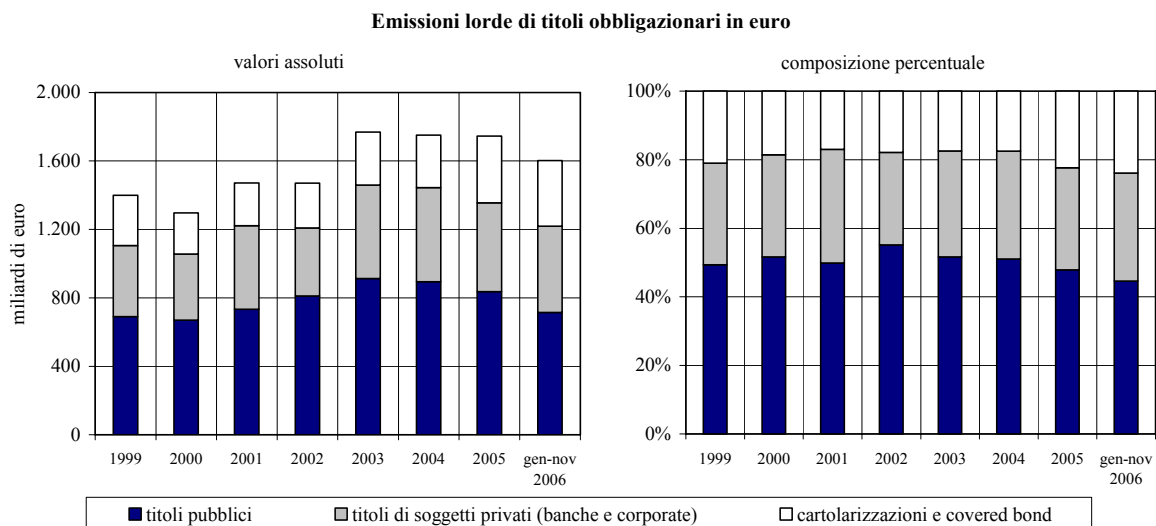
Fonte: Consob. ¹ Sono inclusi solo i titoli su cui sono stati effettuati almeno 10 contratti nel periodo considerato. L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti.

Per quanto riguarda le obbligazioni corporate italiane, nella seconda metà del 2006 sono stati scambiati 71 titoli emessi da società appartenenti a 27 gruppi diversi (Tav. 18); gli scambi continuano a subire una marcata contrazione sia in termini di numero di contratti (da 18.761 nel primo semestre 2006 a 16.449 nel secondo semestre) sia in termini di controvalori (da 432 a 382 milioni di euro).

5. Il mercato delle asset backed securities e dei covered bonds

I dati pubblicati dalla Commissione Europea indicano che nei primi nove mesi del 2006 la quota delle obbligazioni emesse a fronte di operazioni di cartolarizzazione (cosiddette *asset backed securities* o Abs) e dei *covered bonds* sul totale delle emissioni obbligazionarie in euro è stata pari al 24% (22% nel 2005; Fig. 39).

Fig. 39

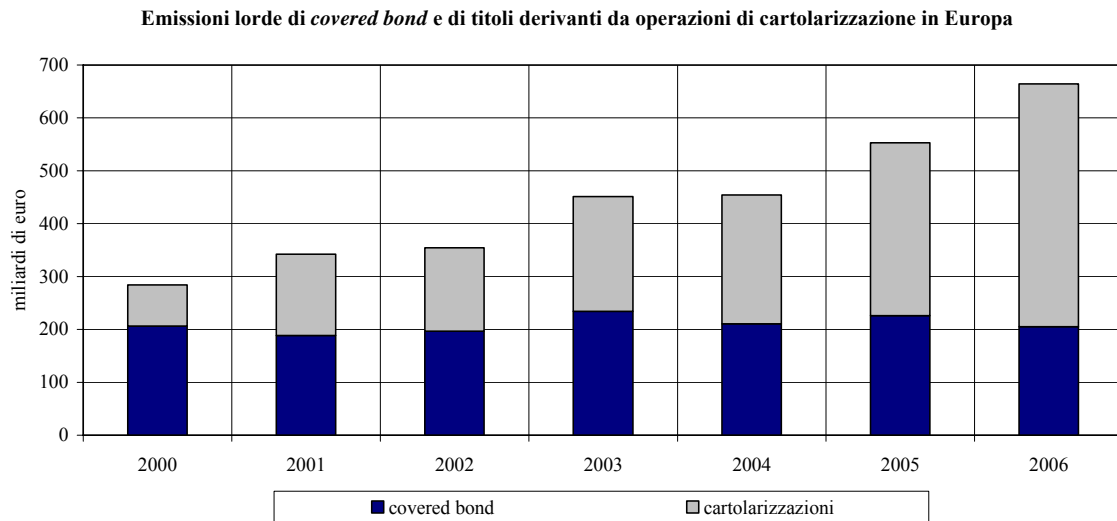


Fonte: elaborazioni su dati della Commissione Europea.

Le statistiche pubblicate dallo *European Securitization Forum* (Esf), che tengono conto anche delle obbligazioni in valute diverse dall'euro (in particolare di quelle in sterline effettuate da emittenti inglesi), segnalano una forte crescita del mercato nel 2006, dovuta quasi esclusivamente alle emissioni di titoli derivanti da operazioni di cartolarizzazione (che hanno raggiunto i 459 miliardi di euro, con un incremento del 40% rispetto al 2005), mentre le emissioni lorde di *covered bonds* sono rimaste stabili (Fig. 40).

L'aumento delle emissioni di titoli derivanti da operazioni di cartolarizzazione è dovuta in larga misura ai collocamenti garantiti da mutui ipotecari su abitazioni a uso residenziale, che hanno rappresentato circa il 53% delle emissioni lorde totali nel 2006.

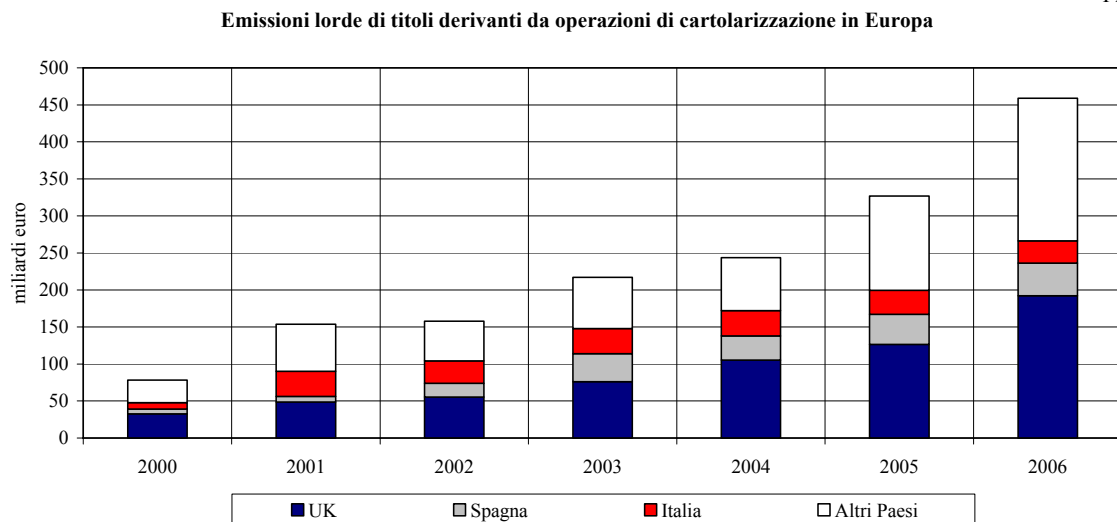
Fig. 40



Fonte: elaborazioni su dati *European Securitization Forum* e Commissione Europea. Per il 2006 le emissioni di covered bond si riferiscono al periodo gennaio-novembre.

Il Regno Unito rimane il primo Paese europeo per emissioni di titoli derivanti da operazioni di cartolarizzazione (Fig. 41): nel 2006 le emissioni inglesi (senza considerare le Collateralized Debt Obligation o Cdo) sono state pari a 192 miliardi di euro (+52% rispetto all'anno precedente) con un peso del 40% sul volume totale.

Fig. 41

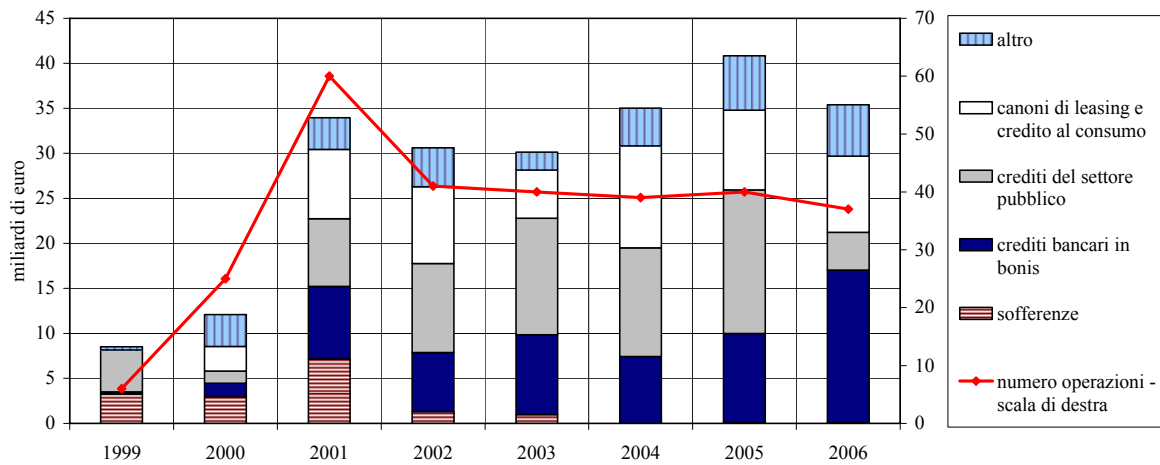


Fonte: elaborazioni su dati *European Securitization Forum*. Relativamente agli anni 2005 e 2006 i dati sui *Collateralized Debt Obligation* sono inclusi nella categoria Altri Paesi.

Nonostante il *trend* positivo del mercato europeo, in Italia le emissioni di titoli connesse a operazioni di cartolarizzazione dei crediti sono diminuite da 41 a 35 miliardi di euro (Fig. 42).

Fig. 42

Controvalore e numero delle emissioni di titoli derivanti da operazioni di cartolarizzazione effettuate ai sensi della legge n. 130/1999 per tipologia di credito sottostante



Fonte: elaborazioni su dati Securitization.it. La voce "altro" include le emissioni di *covered bond* della Cassa Depositi e Prestiti Spa.

Tale dinamica è da ascrivere al venire meno delle grandi operazioni di cartolarizzazione (i cosiddetti jumbo deal) riconducibili al settore pubblico; le emissioni di Abs garantite da crediti pubblici sono state pari, infatti, a 4 miliardi di euro circa, contro i 16 miliardi di euro del 2005 (-74%). Sono fortemente aumentate, invece, le cartolarizzazioni di crediti bancari in bonis (+71%), legate prevalentemente a operazioni garantite da mutui ipotecari su abitazioni residenziali.

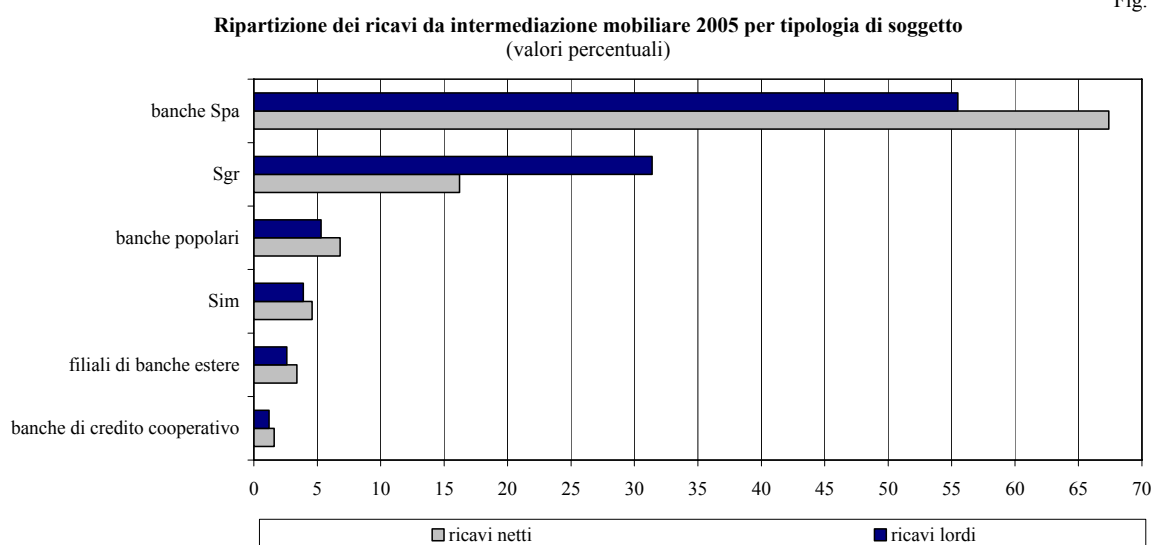
III – GLI INTERMEDIARI E LE FAMIGLIE

1. La struttura del settore dell'intermediazione mobiliare

L'industria dell'intermediazione mobiliare in Italia è caratterizzata dal ruolo centrale dei soggetti bancari, ai quali è imputabile (sulla base dei dati non consolidati) circa il 62% dei ricavi lordi complessivi da intermediazione mobiliare del 2005 (intesi come somma delle commissioni lorde da servizi di investimento e di gestione del risparmio e dei profitti da operazioni finanziarie) e il 76% circa dei ricavi netti (intesi come somma delle commissioni nette e dei profitti da operazioni finanziarie).

Alle banche costituite in forma di società per azioni (circa 200 soggetti abilitati alla prestazione di servizi di investimento) è riconducibile circa il 56% dei ricavi lordi da intermediazione mobiliare, mentre alle banche popolari (quasi 40 soggetti abilitati) è ascrivibile il 5% circa dei ricavi complessivi e alle banche di credito cooperativo (oltre 400 soggetti abilitati) è riconducibile l'1% circa dei ricavi totali. Alle filiali di banche estere (39 soggetti) è imputabile, invece, il 3% circa dei ricavi complessivi (Fig. 43).

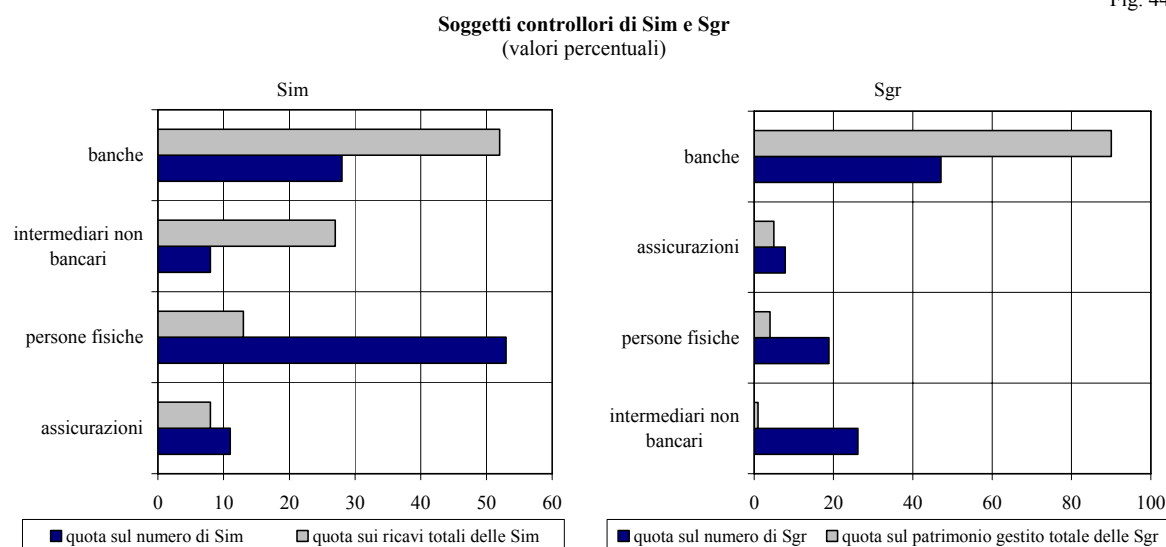
Fig. 43



Fonte: elaborazioni su segnalazioni statistiche di vigilanza. I ricavi lordi (netti) da intermediazione mobiliare sono dati dalla somma delle commissioni lorde (nette) da servizi di investimento e da gestione del risparmio e dai profitti da operazioni finanziarie.

Agli intermediari organizzati in forma di Sim è imputabile solo il 4% circa dei ricavi lordi da intermediazione mobiliare. Le Sim, il cui numero è in costante riduzione (da 171 nel 2000 a 106 nel 2006), tendono sempre più a occupare nicchie di mercato e a concentrare la loro operatività sulla prestazione di specifici servizi di investimento (in particolare, la distribuzione e la ricezione e trasmissione ordini). Inoltre, circa il 52% dei ricavi delle Sim è imputabile a soggetti controllati da intermediari bancari (Fig. 44), la cui operatività riflette le strategie e le scelte gestionali del gruppo di appartenenza. Una quota rilevante dei ricavi complessivi delle Sim è inoltre imputabile a soggetti controllati da banche e assicurazioni estere (22% circa).

Fig. 44



Fonte: elaborazioni su segnalazioni statistiche di vigilanza e dati Assogestioni. Per le Sim i ricavi si riferiscono al primo semestre 2006; per le Sgr il patrimonio è a fine 2006 ed è riferito ai fondi aperti di diritto italiano e a quelli di diritto estero promossi da intermediari italiani (cosiddetti fondi *roundtrip*), inclusi i fondi di fondi.

Alle Sgr è imputabile, invece, il 31% circa dei ricavi lordi da intermediazione mobiliare (derivanti da commissioni di gestione del risparmio su base collettiva e individuale) e il 16% circa dei ricavi netti; il divario dipende dal fatto che una quota molto elevata delle commissioni attive delle Sgr è retrocessa a banche dello stesso gruppo per remunerare l'attività di collocamento e distribuzione (retrocessioni che figurano come commissioni passive "di mantenimento" nei bilanci delle Sgr). Le Sgr sono controllate prevalentemente da intermediari bancari; a fine 2006 la quota del patrimonio gestito complessivo riferibile a Sgr controllate da banche era pari a circa il 90% (di cui il 19% circa riferibile a soggetti controllati da banche estere).

2. I principali gruppi bancari

Il 2005 è stato un anno molto positivo per i principali gruppi bancari italiani. I dati consolidati evidenziano una crescita del risultato di gestione del 19% circa, per effetto di un aumento dei ricavi netti (margine di intermediazione) del 4,6% e di una riduzione dei costi operativi del 4,3% (Tav. 19). L'utile netto è cresciuto del 46%, riflettendo sia la citata crescita della redditività operativa sia la forte riduzione delle svalutazioni e rettifiche su crediti. I dati consolidati del primo semestre 2006 confermano il *trend* positivo: rispetto al primo semestre 2005 (e escludendo il gruppo HVB consolidato in Unicredito Italiano) il risultato di gestione è cresciuto dell'11% circa (grazie a un aumento del margine di intermediazione del 7%, a fronte di una crescita dei costi del 3,5%) e l'utile netto del 19% circa.

La fusione fra Unicredito Italiano e il gruppo bancario tedesco HVB ha avuto un impatto marginale sui dati aggregati di conto economico 2005, poiché il consolidamento è avvenuto alla data del 1° novembre 2005, mentre i dati di stato patrimoniale al 31 dicembre 2005 e la semestrale 2006 riflettono in pieno l'apporto del gruppo HVB agli aggregati di bilancio di Unicredito Italiano. Tale apporto risulta assai significativo, poiché il gruppo HVB ha un totale attivo di quasi 500 miliardi di euro, pari a quasi il doppio dell'attivo del maggiore gruppo italiano prima della fusione Unicredito-HVB. Il gruppo Unicredito-HVB, con un totale attivo di quasi 800 miliardi di euro risulta il primo gruppo bancario italiano a giugno 2006.

Tav. 19

Conto economico aggregato dei principali gruppi bancari italiani
(valori in milioni di euro)

| | 2000 | 2003 | 2004 | 2005 (Ias) | I sem. 2005 | I sem. 2006 ¹ (Ias) | Variazione percentuale 2006/2005 |
|--|--------|--------|--------|---------------|----------------|--------------------------------------|--|
| Margine di interesse (a) ² | 24.770 | 25.844 | 25.972 | 28.359 | 14.032 | 15.419 | 9,9 |
| Commissioni nette (b = b.1 + b.2 + b.3) | 16.442 | 15.425 | 15.900 | 18.500 | 8.455 | 9.288 | 9,9 |
| di cui: | | | | | | | |
| da servizi di investimento e gestioni collettive (b.1) | 9.264 | 7.732 | 8.146 | 9.321 | 4.488 | 5.125 | 14,2 |
| negoiazione titoli e valute e raccolta ordini | 2.028 | 991 | 968 | 1.019 | | | |
| gestioni individuali | 1.095 | 675 | 693 | 912 | | | |
| gestioni collettive | 4.835 | 4.051 | 4.476 | 4.628 | | | |
| banca depositaria | - | 325 | 351 | 348 | | | |
| custodia titoli | 331 | 201 | 196 | 171 | | | |
| collocamento e distribuzione prodotti fin. e ass. | 849 | 1.371 | 1.390 | 2.160 | | | |
| consulenza | 112 | 85 | 72 | 82 | | | |
| altro | 14 | 32 | -- | -- | | | |
| da attività bancaria commerciale (b.2) ³ | 4.786 | 5.107 | 6.692 | 7.905 | 3.322 | 3.891 | 17,1 |
| altre commissioni nette (b.3) | 2.392 | 2.586 | 1.063 | 1.274 | 645 | 273 | -57,7 |
| Profitti da operazioni finanziarie (c) ⁴ | 1.975 | 3.367 | 3.218 | 2.342 | 1.584 | 1.863 | 17,6 |
| Altri proventi di gestione (d) | 2.660 | 3.267 | 3.428 | 1.561 | 1.526 | 770 | -49,5 |
| Margine di intermediazione (e = a+b+c+d) | 45.847 | 47.904 | 48.520 | 50.761 | 25.598 | 27.341 | 6,8 |
| Costi operativi (f) ⁵ | 27.503 | 30.118 | 29.808 | 28.513 | 13.969 | 14.458 | 3,5 |
| Risultato di gestione (e-f) | 18.344 | 17.785 | 18.712 | 22.249 | 11.629 | 12.883 | 10,8 |
| Utile netto ⁶ | 7.235 | 4.807 | 8.361 | 12.206 | 5.899 | 6.990 | 18,5 |

Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati e relazioni semestrali. Sono esclusi i dati relativi all'attività assicurativa. La mancata quadratura dell'ultima cifra può essere dovuta ad arrotondamenti. Confronta Note metodologiche. ¹ Escluso il gruppo HVB. ² Inclusi i dividendi su partecipazioni e gli utili o le perdite delle partecipazioni valutate al patrimonio netto. ³ Commissioni nette per garanzie rilasciate e derivati su crediti, servizi di incasso e pagamento e *servicing* per operazioni di cartolarizzazione, servizi di esattorie e ricevitorie, commissioni nette su conti correnti, carte di credito e servizi Bancomat. ⁴ Per i bilanci 2005 e la semestrale 2006, redatti sulla base dei principi contabili Ias/Ifrs, la voce comprende il risultato netto dell'attività di negoziazione, di copertura e delle attività e passività valutate al *fair value* e l'utile da cessione o riacquisto di attività e passività finanziarie. ⁵ Spese amministrative più rettifiche di valore su immobilizzazioni materiali e immateriali. ⁶ Incluso l'utile di terzi.

L'aumento dei ricavi nel 2005 è stato trainato da una forte crescita delle commissioni nette (+16,4%) e del margine di interesse (+9,2%), mentre si sono ridotti gli altri proventi di gestione (-54,5%) e i profitti da operazioni finanziarie (-27,2%, dato che riflette però la disomogeneità della voce fra 2004 e 2005 a causa dell'inclusione di alcune poste specifiche previste dai nuovi principi contabili Ias/Ifrs). I dati al primo semestre 2006

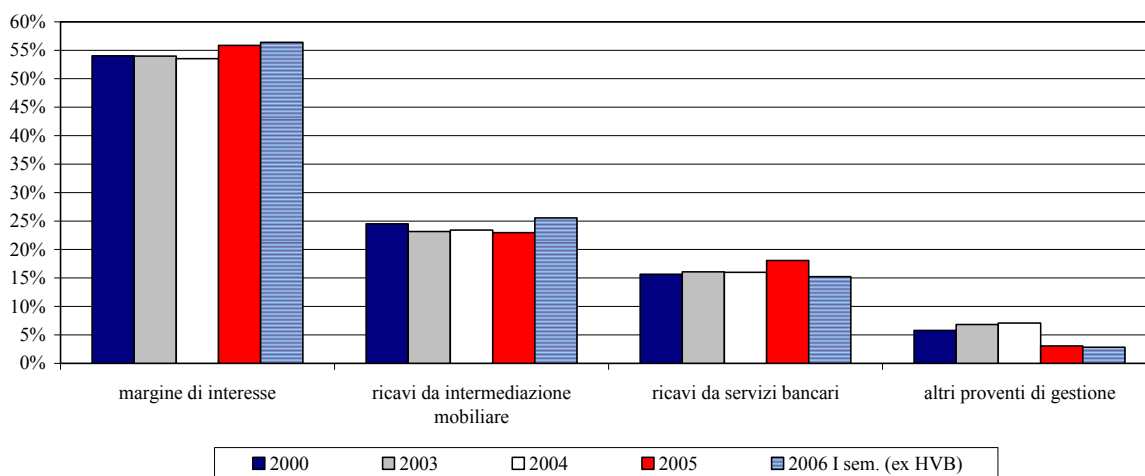
indicano un *trend* simile, con una crescita delle commissioni nette e del margine di intermediazione del 10% circa rispetto allo stesso periodo del 2005.

Le commissioni nette da servizi di investimento e gestioni collettive dei principali gruppi bancari italiani sono cresciute da 8,1 a 9,3 miliardi di euro fra il 2004 e il 2005 (+14,4%), riflettendo in larga misura la forte crescita delle commissioni da collocamento (+55,4%) e delle commissioni nette sulle gestioni individuali (+32% circa), mentre le commissioni nette da negoziazione e raccolta ordini sono cresciute del 5% circa e quelle sulle gestioni collettive del 3% circa. I dati del primo semestre 2006 confermano gli elevati tassi di crescita delle commissioni da servizi di investimento e gestioni collettive (+14% circa rispetto al primo semestre 2005).

La composizione dei ricavi complessivi nel 2005 vede una lieve crescita del peso del margine di interesse e dei ricavi da servizi bancari, mentre il peso dei ricavi da intermediazione mobiliare (intesi come somma delle commissioni nette da servizi di investimento e gestioni collettive e dei profitti da operazioni finanziarie) rimane sostanzialmente stabile attorno al 23% circa (Fig. 45); i dati del primo semestre 2006 mostrano un'ulteriore crescita del peso del margine di interesse e una riduzione del peso dei ricavi da servizi bancari.

Fig. 45

Composizione del margine di intermediazione dei principali gruppi bancari italiani

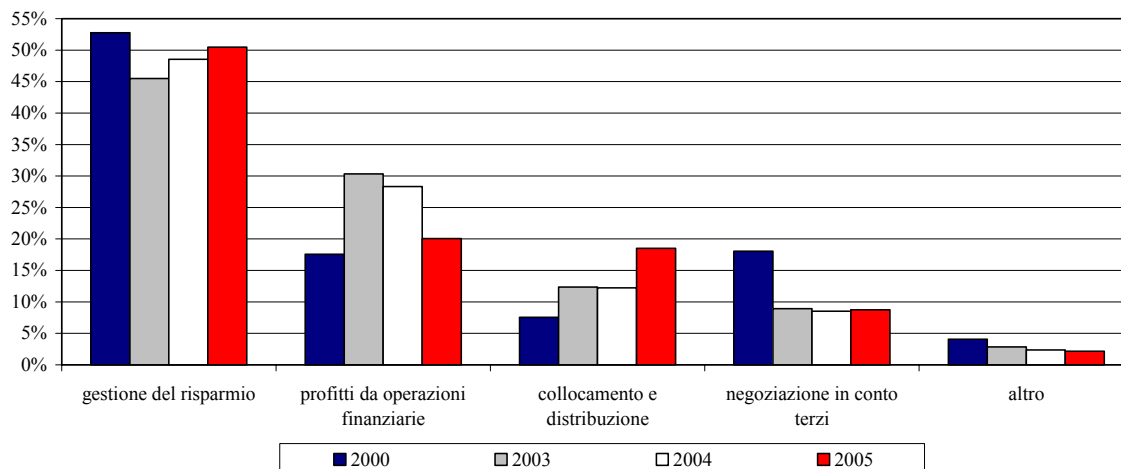


Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati. Confronta Note metodologiche.

Sui ricavi da intermediazione mobiliare realizzati nel 2005 le commissioni nette da gestione del risparmio pesano per circa il 50% (+ 5 punti percentuali circa rispetto al 2003), mentre risulta in forte crescita il peso delle commissioni da collocamento e distribuzione di prodotti e strumenti finanziari (dal 12,2 al 18,5%); è stabile invece il peso delle commissioni di negoziazione e raccolta ordini (Fig. 46). La riduzione del peso dei profitti da operazioni finanziarie riflette in parte le discontinuità dovute all'applicazione degli Ias/Ifrs.

Fig. 46

Composizione dei ricavi da intermediazione mobiliare dei principali gruppi bancari italiani

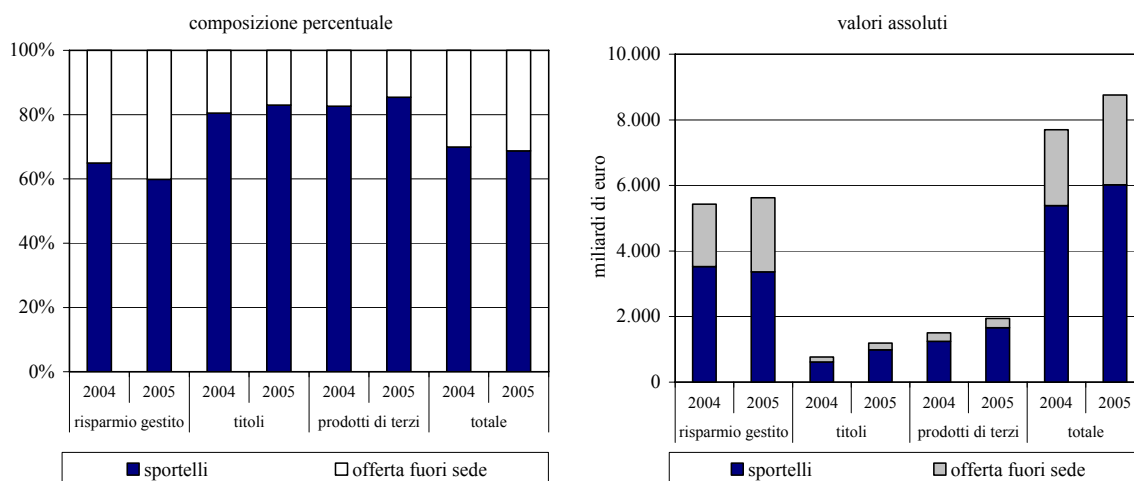


Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati. Confronta Note metodologiche.

Per ciò che riguarda i canali distributivi, gli sportelli concorrono a generare circa il 70% delle commissioni attive totali sui prodotti e servizi di investimento (Fig. 47); il peso delle commissioni generate dalle reti di promotori finanziari è più alto per i prodotti del risparmio gestito (circa il 40%) e più basso per la distribuzione di prodotti di terzi (circa il 15%).

Fig. 47

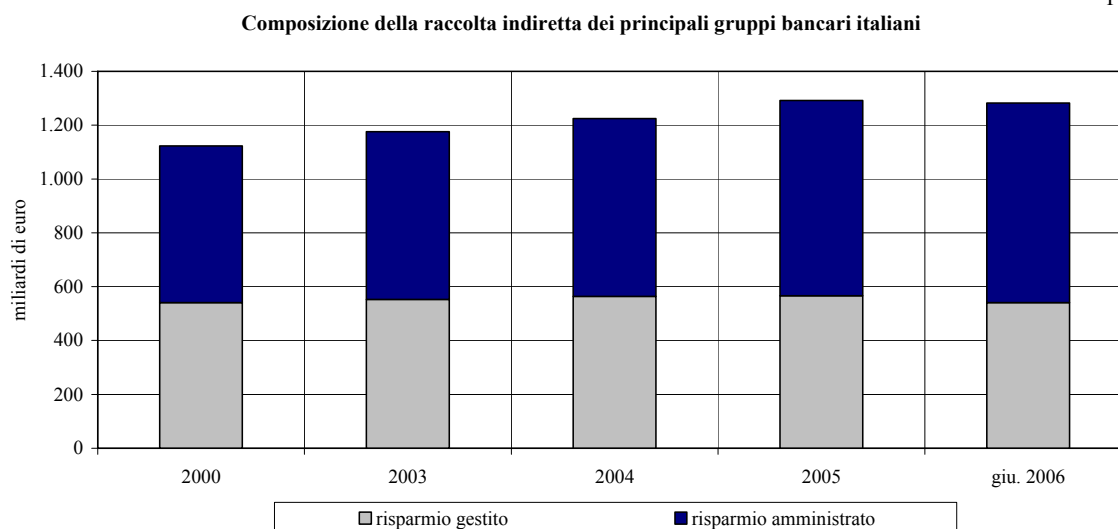
Commissioni attive da servizi di investimento e collocamento di prodotti e strumenti finanziari dei principali gruppi bancari italiani per canale distributivo



Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati. Confronta Note metodologiche.

Nel 2005 la raccolta indiretta (risparmio gestito più risparmio amministrato) dei principali gruppi bancari è cresciuta di circa 67 miliardi di euro (+5,5%), quasi interamente per effetto della crescita del risparmio amministrato, mentre la massa gestita è rimasta sostanzialmente stabile (Fig. 48).

Fig. 48



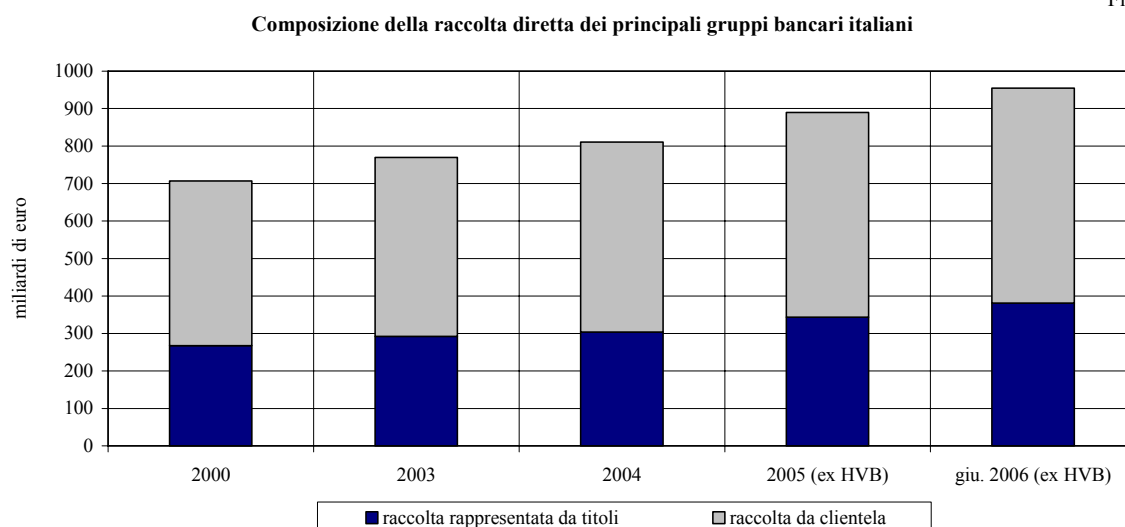
Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati. Confronta Note metodologiche. Il risparmio gestito include le riserve tecniche a fronte di prodotti assicurativi e previdenziali di società del gruppo. I dati a giugno 2006 sono parzialmente stimati.

Quest'ultimo fenomeno risulta tuttavia dalla compensazione fra un effetto negativo, dovuto alla cessione del controllo a favore di intermediari esteri di una delle principali società di gestione italiane controllata da un gruppo bancario domestico e un effetto positivo, legato alla crescita delle masse gestite degli altri gruppi bancari (+13,8%; considerando anche i dati della società di gestione italiana ceduta a soggetti esteri, la massa gestita risulterebbe in crescita del 10,5%). I dati a giugno 2006 mostrano una flessione della massa gestita del 5% circa legata all'acuirsi delle difficoltà che caratterizzano ormai da alcuni anni il mercato italiano del risparmio gestito (si veda il successivo §3).

Sul fronte della raccolta diretta si osserva, invece, una sensibile crescita dello stock dei titoli in circolazione (obbligazioni e certificati di deposito) fra il 2004 e il 2005 (da 303 a 343 miliardi di euro); la crescita è proseguita nel primo semestre del 2006, portando lo stock di titoli a fine giugno a circa 380 miliardi di euro (Fig. 49). La raccolta rappresentata da titoli a giugno 2006 è risultata pari al 67% della raccolta da clientela (61% nel 2000).

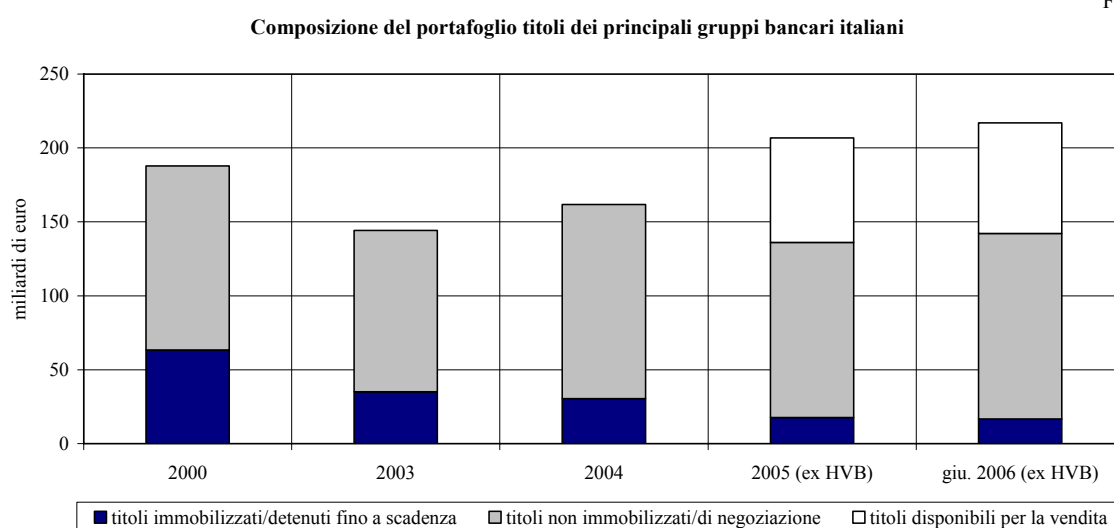
Con riferimento al portafoglio titoli, nel 2005 si è registrata una forte contrazione dei titoli "immobilizzati" (ovvero "detenuti sino alla scadenza", secondo la nuova categorizzazione introdotta dagli Ias/Ifrs; -40% circa) e una riduzione meno marcata dei titoli di negoziazione (da 131 a 119 miliardi di euro; -10% circa) (Fig. 50).

Fig. 49



Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati. Confronta Note metodologiche. Sono escluse le passività subordinate e di negoziazione e i rapporti interbancari.

Fig. 50



Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati. Confronta Note metodologiche. Sono escluse le attività finanziarie diverse dai titoli (quali crediti o finanziamenti; sono invece inclusi gli Oicr) e il *fair value* degli strumenti derivati.

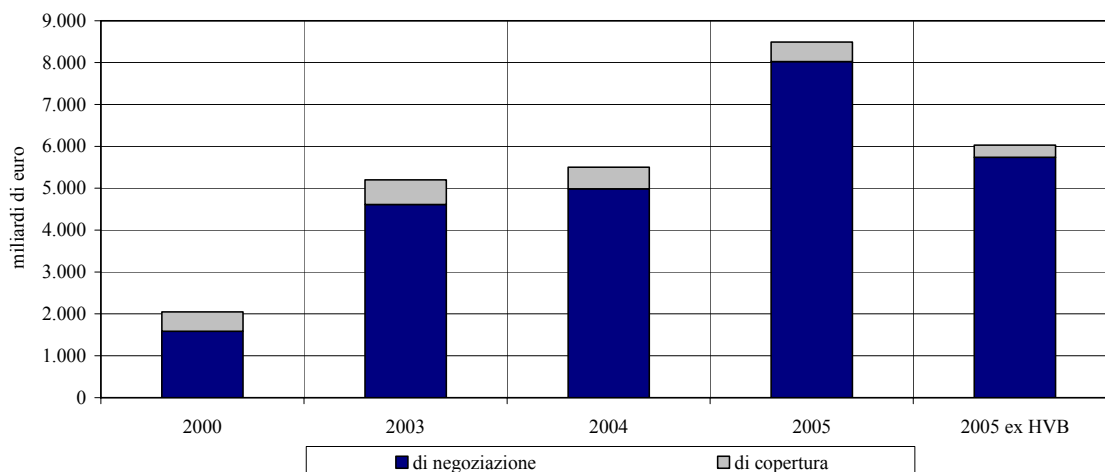
I dati 2005 mostrano le consistenze della nuova voce prevista dagli Ias/Ifirs dei “titoli disponibili per la vendita” (circa 70 miliardi di euro) che racchiude sostanzialmente gli investimenti partecipativi non di controllo che gli Ias/Ifirs non consentono più di iscrivere nella voce “partecipazioni” e le partecipazioni e i titoli non classificabili negli altri portafogli delle società dissimili per le quali gli Ias/Ifirs impongono il consolidamento.

Il valore di mercato netto dei derivati di negoziazione a fine 2005 risultava modesto (circa 2 miliardi di euro), mentre il valore di mercato lordo (dato dalla somma in valore assoluto del valore di mercato delle posizioni in attivo e di quelle in perdita) risultava, invece, molto consistente (circa 220 miliardi di euro, importo superiore al valore dell'intero portafoglio titoli). A

fine 2005 il controvalore nozionale delle posizioni in derivati dei principali gruppi bancari italiani risultava pari a 8.490 miliardi di euro, contro i 5.504 miliardi di euro a fine 2004. L'incremento è, tuttavia, in larga misura ascrivibile alle posizioni di HVB consolidate in Unicredito; escludendo le posizioni di HVB, il controvalore nozionale delle posizioni in derivati risulta pari a 6.029 miliardi di euro (+ 9,5% rispetto al 2004) (Fig. 51).

Fig. 51

Controvalore nozionale degli strumenti derivati dei principali gruppi bancari italiani
(consistenze di fine periodo)

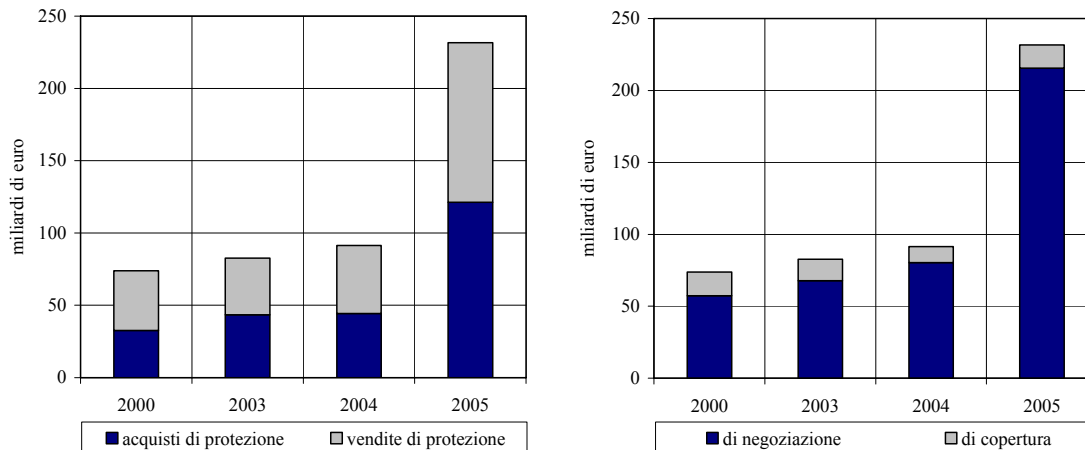


Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati. Confronta Note metodologiche.

Anche sul fronte dei derivati sul rischio di credito si osserva una crescita delle posizioni ascrivibile in larga misura al consolidamento di HVB in Unicredito. Il controvalore nozionale delle posizioni in derivati sul rischio di credito a fine 2005 risultava pari a 232 miliardi di euro, contro i 91 miliardi di euro a fine 2004 (Fig. 52). Come nel caso dei derivati su strumenti finanziari, si conferma la netta preponderanza delle posizioni aperte con finalità di trading, mentre il controvalore degli acquisti di protezione risulta simile a quello delle vendite di protezione.

Fig. 52

Controvalore nozionale dei derivati sul rischio di credito dei principali gruppi bancari italiani
(consistenze di fine periodo)

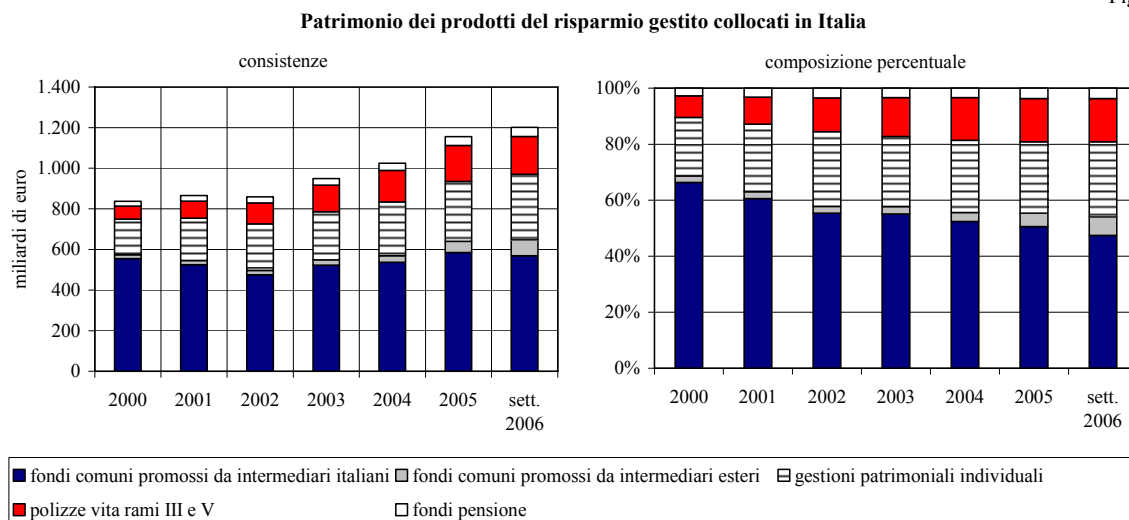


Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati. Confronta Note metodologiche.

3. Gli investitori istituzionali

A fine settembre 2006 il patrimonio riferibile ai prodotti del risparmio gestito collocati in Italia ammontava a circa 1.200 miliardi di euro, in crescita del 4% circa rispetto a fine 2005 (Fig. 53). La crescita è imputabile in prevalenza ai fondi comuni promossi da intermediari esteri (+ 40% circa), alle gestioni patrimoniali individuali (+ 10% circa) e alle polizze vita del ramo III (*linked*) e del ramo V (operazioni di capitalizzazione) (+4% circa). Il patrimonio dei fondi comuni promossi da intermediari italiani si è, invece, ridotto di circa il 3%. Rispetto al 2000 il peso dei fondi pensione e dei prodotti assicurativi è cresciuto dal 10 al 19% circa, mentre il peso dei fondi comuni promossi da intermediari italiani si è fortemente ridotto, passando dal 66 al 47% circa; il peso delle gestioni patrimoniali individuali (escludendo la quota investita in fondi comuni) è invece cresciuto dal 21 al 27% circa.

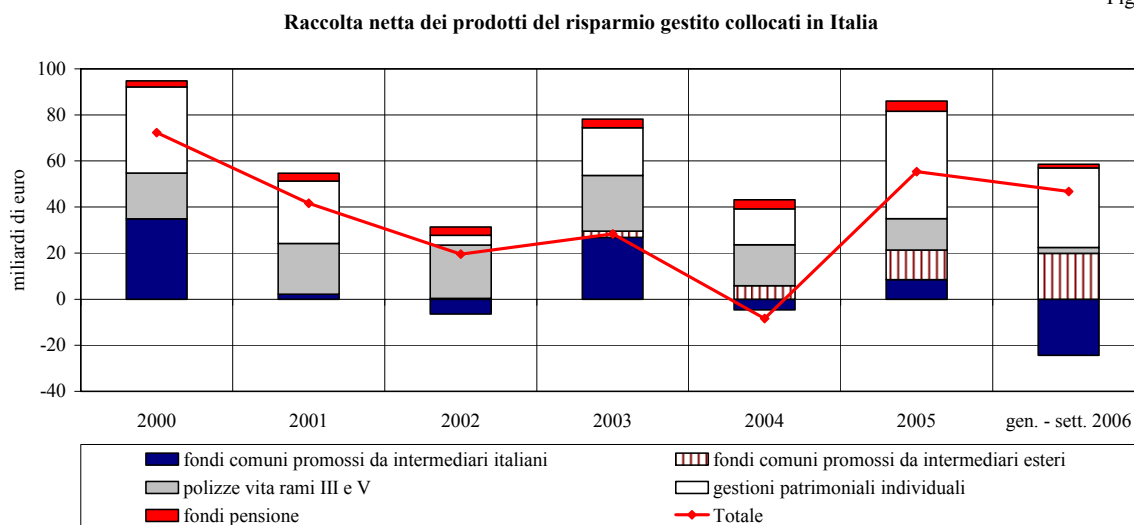
Fig. 53



Fonte: elaborazioni su dati Ania, Assogestioni, Banca d'Italia e Covip. Dati di fine periodo. I dati relativi ai fondi comuni promossi da intermediari italiani comprendono i fondi aperti (armonizzati e non) di diritto italiano e quelli di diritto estero promossi da intermediari italiani (cosiddetti fondi *roundtrip*); i dati includono i fondi di fondi. I dati relativi alle gestioni patrimoniali individuali sono al netto degli investimenti in quote di fondi comuni. I dati relativi alle polizze vita si riferiscono al "lavoro diretto italiano" (sono cioè escluse le attività riassicurate e quelle svolte da compagnie estere operanti in Italia); il dato 2006 è stimato. I dati relativi ai fondi pensione per il 2006 sono parzialmente stimati.

I dati sulla raccolta netta dei prodotti del risparmio gestito nei primi nove mesi del 2006 confermano il *trend* positivo avviatosi nel 2005, anno in cui la raccolta complessiva (al netto delle sottoscrizioni di fondi comuni da parte delle gestioni individuali) era stata pari a circa 55 miliardi di euro (Fig. 54). Nei primi nove mesi del 2006 si è osservata, tuttavia, una sensibile contrazione della raccolta netta delle polizze vita dei rami III e V, che era stata invece consistente in tutto il periodo 2000-2005 (nonostante i premi lordi abbiano continuato a pesare per circa il 50% sui premi complessivi delle polizze vita, in linea con quanto accaduto negli anni precedenti).

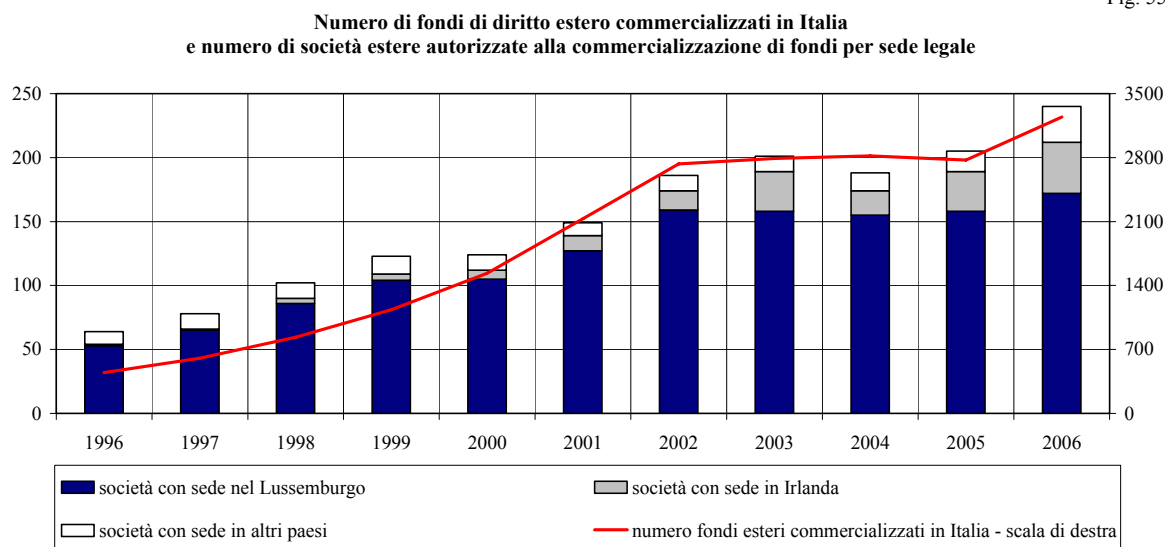
Fig. 54



Fonte: elaborazioni su dati Ania, Assogestioni, Banca d'Italia e Covip. I dati relativi ai fondi comuni promossi da intermediari italiani comprendono i fondi aperti (armonizzati e non) di diritto italiano e quelli di diritto estero promossi da intermediari italiani (cosiddetti fondi *roundtrip*). I dati relativi alle polizze vita si riferiscono al "lavoro diretto italiano" (sono cioè escluse le attività riassicurate e quelle svolte da compagnie estere operanti in Italia). I dati relativi ai fondi pensione per il periodo gennaio-settembre non includono i contributi ai fondi preesistenti. Il dato di totale non tiene conto delle sottoscrizioni nette di fondi comuni da parte delle gestioni patrimoniali individuali.

Nei primi nove mesi del 2006 è continuata la forte crescita della raccolta netta dei fondi comuni promossi da intermediari esteri (+20 miliardi di euro circa), a fronte di forti deflussi dai fondi promossi da intermediari italiani; è cresciuto, inoltre, il numero di fondi esteri commercializzati in Italia (da 2.773 a 3.244; +17%) e il numero di operatori di diritto estero (quasi tutti con sede legale nel Lussemburgo e in Irlanda) autorizzati alla commercializzazione di tali prodotti (Fig. 55).

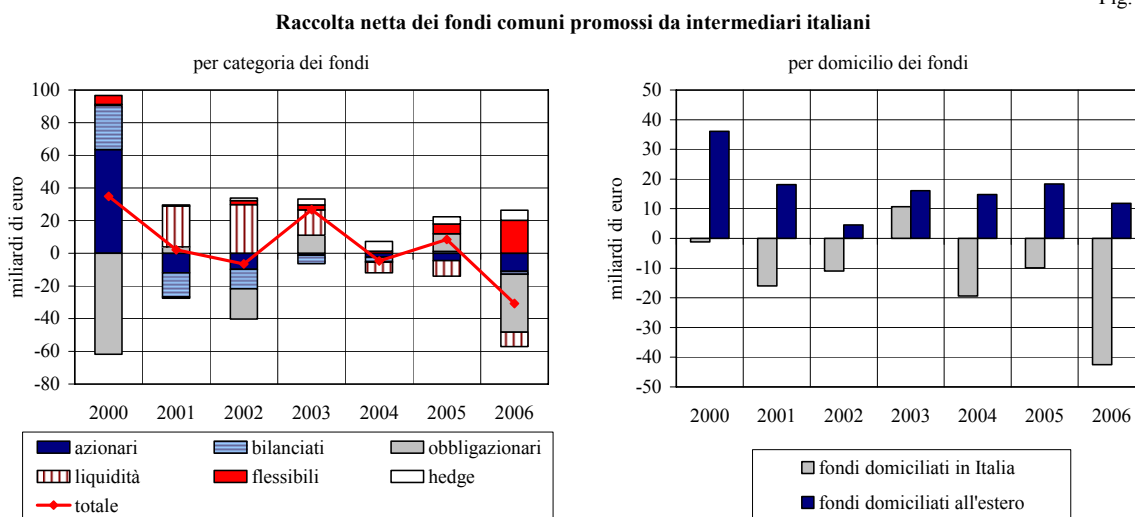
Fig. 55



Fonte: prospetti informativi.

I dati relativi a tutto il 2006 indicano che la raccolta netta dei fondi comuni promossi da intermediari italiani è stata negativa per circa 31 miliardi di euro, valore che configura il 2006 come l'anno in assoluto peggiore per l'industria italiana del risparmio gestito (Fig. 56); tuttavia, come quasi sempre accaduto negli anni più recenti, a fronte di una raccolta netta negativa dei fondi di diritto italiano (-42 miliardi di euro circa), si è registrata una raccolta netta positiva dei fondi domiciliati all'estero (cosiddetti fondi *roundtrip*).

Fig. 56



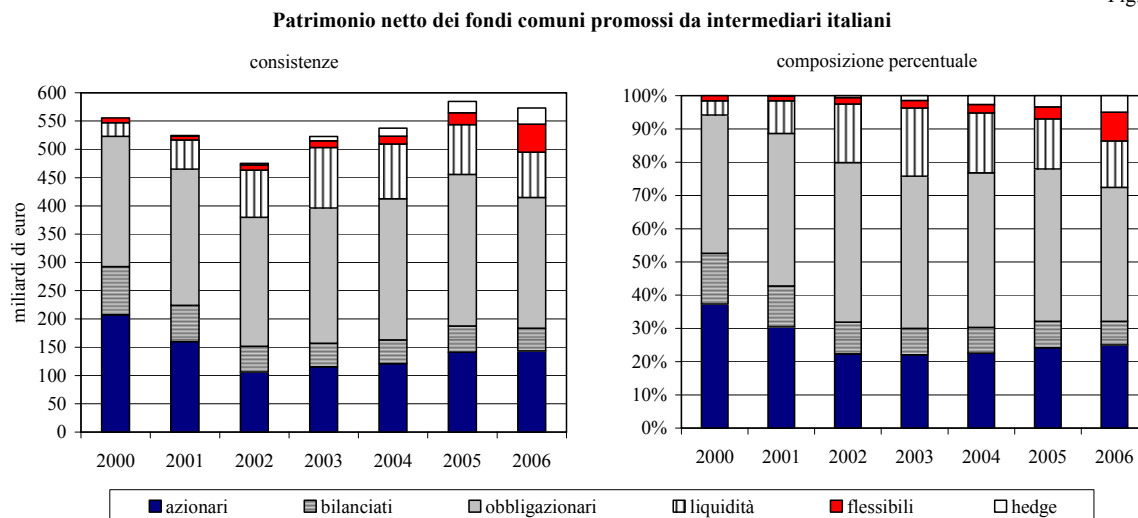
Fonte: Assogestioni. I dati comprendono i fondi aperti (armonizzati e non) di diritto italiano e quelli di diritto estero promossi da intermediari italiani (cosiddetti fondi *roundtrip*); i dati includono i fondi di fondi. Per i fondi domiciliati all'estero i dati si riferiscono alla sola raccolta presso sottoscrittori italiani fino al 2004 e successivamente includono anche la raccolta presso sottoscrittori esteri.

Continuano a registrare sottoscrizioni nette positive i fondi flessibili e i fondi hedge, mentre larga parte della raccolta negativa del 2006 è imputabile alla fuoriuscita di risorse dai fondi obbligazionari, azionari e di liquidità.

Nonostante l'andamento positivo dei mercati finanziari, il forte deflusso di risorse ha determinato una riduzione del patrimonio netto dei fondi promossi da intermediari italiani, passato da 585 a 573 miliardi di euro (-2%) (Fig. 57).

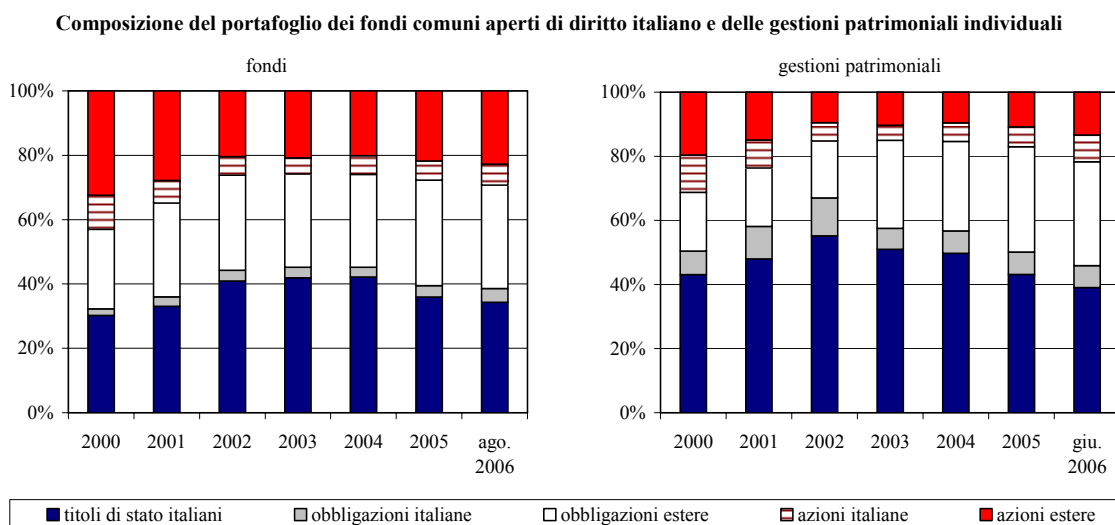
L'evoluzione dei mercati finanziari e borsistici ha determinato alcune modificazioni nelle scelte di asset allocation dei fondi di diritto italiano; i dati ad agosto 2006 mostrano una sensibile crescita del peso delle azioni estere a scapito delle obbligazioni estere, mentre la quota complessiva dei titoli di Stato e delle obbligazioni italiane è rimasta stabile attorno al 40% del portafoglio complessivo (valore però più basso rispetto a quello del periodo 2002-2004). Le scelte di investimento delle gestioni patrimoniali individuali non sono immediatamente confrontabili con quelle dei fondi comuni, poiché circa il 41% del loro portafoglio è investito a sua volta in fondi comuni; tuttavia, ripartendo la quota investita in fondi secondo la composizione media del loro portafoglio, le gestioni individuali risulterebbero meno esposte al mercato azionario. La quota di azioni sul portafoglio è pari, infatti, a circa il 21%, contro il 29% circa per i fondi comuni (Fig. 58).

Fig. 57



Fonte: Assogestioni. I dati comprendono i fondi aperti (armonizzati e non) di diritto italiano e quelli di diritto estero promossi da intermediari italiani (cosiddetti fondi *roundtrip*); i dati includono i fondi di fondi. Per i fondi domiciliati all'estero i dati si riferiscono al patrimonio complessivo.

Fig. 58



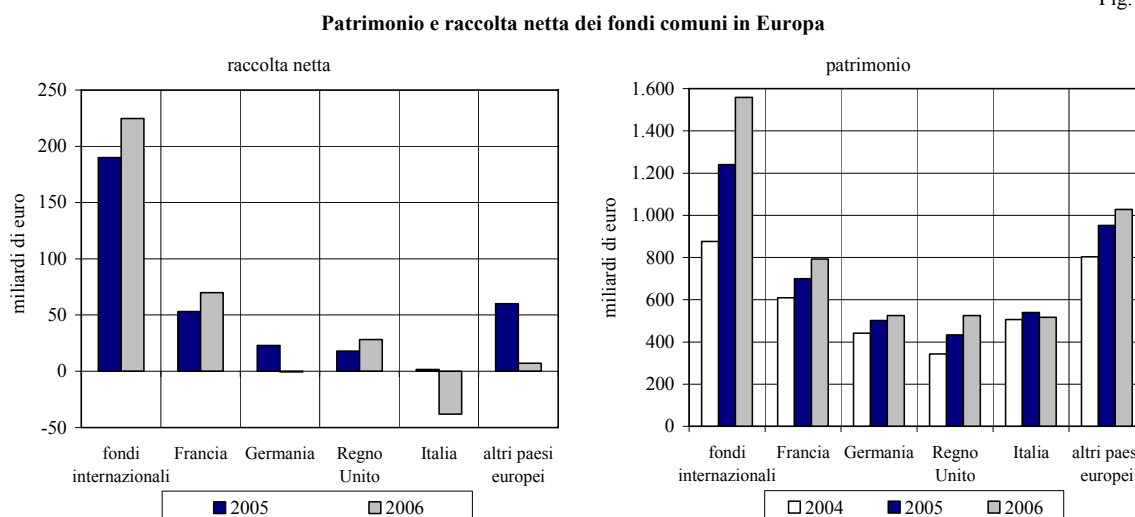
Fonte: elaborazione su dati Banca d'Italia. La quota investita in Oicr delle gestioni individuali è stata allocata alle altre attività finanziarie sulla base della composizione di portafoglio dei fondi comuni di diritto italiano nell'anno di riferimento.

Nel quadro del mercato europeo, il dato sulla raccolta netta dei fondi italiani nel 2006 indica una situazione di evidente difficoltà dell'industria domestica, sebbene anche in Germania e in alcuni altri paesi europei (quali Spagna, Grecia e Portogallo) la raccolta netta sia stata praticamente nulla o negativa. Il cospicuo deflusso di risorse ha fatto sì che il mercato italiano passasse dal secondo posto nel 2004 in Europa per patrimonio gestito (dopo la Francia) al quarto posto nel 2006 (preceduto, di poco, da Germania e Regno Unito) (Fig. 59). Risulta, invece, in forte crescita la raccolta dei fondi internazionali, cioè

dei fondi domiciliati in Lussemburgo e Irlanda e venduti su base *cross-border* in più paesi europei, il cui patrimonio è raddoppiato nell'arco di due anni.

Le statistiche che documentano l'elevata raccolta netta di questi fondi riflettono tuttavia anche le decisioni di delocalizzazione dell'attività gestionale e distributiva di alcune grandi società di gestione del risparmio che, a partire dagli ultimi due anni, hanno progressivamente spostato le proprie sedi operative al di fuori dei paesi di origine e hanno razionalizzato la gamma di prodotti offerti.

Fig. 59



Fonte: FERFI FMI. I fondi sono classificati sulla base del paese dal quale derivano la quota preponderante del patrimonio; tale criterio di classificazione può essere diverso sia da quello del paese di domicilio del fondo, come accade per i fondi cosiddetti *roundtrip*, sia da quello del paese di residenza dell'intermediario promotore. I "fondi internazionali" sono quelli domiciliati in Irlanda e Lussemburgo per i quali non è possibile identificare un singolo paese che concorre per almeno l'80% al patrimonio complessivo (cosiddetti "puri *cross border*"). Gli "altri paesi europei" sono Svizzera, Spagna, Belgio, Svezia Austria, Olanda, Danimarca, Finlandia, Norvegia, Portogallo e Grecia. I dati sul patrimonio sono riferiti al mese di novembre, mentre quelli sulla raccolta al periodo dicembre-novembre di ogni anno; i dati non includono i fondi di fondi.

Sul fronte dei costi, i dati relativi ai rendiconti 2005 dei fondi comuni aperti di diritto italiano indicano che le commissioni medie sono continuate a crescere, passando dall'1,23% della massa gestita media nel 2004 all'1,44% (Tav. 20), essenzialmente per effetto della crescita delle commissioni di gestione e di incentivo. La crescita delle commissioni ha interessato tutte le categorie di fondi a eccezione di quelli flessibili.

Le commissioni attive totali sui fondi aperti di diritto italiano nel 2005 sono state generate per circa il 42% dai fondi che riportano nel prospetto informativo un livello di rischio "alto" o "molto alto", fondi ai quali è imputabile solo il 24% circa della massa media gestita nell'anno. I fondi con livello di rischio "basso" o "medio-basso" hanno assorbito, invece, il 50% circa della massa gestita media nell'anno e hanno generato il 32% circa delle commissioni totali.

Le commissioni medie sui prodotti con rischio "alto" e "molto alto" sono state pari al 2,5% circa della massa gestita, mentre per quelli con rischio "basso" le commissioni sono state pari in media allo 0,8% circa della massa gestita (Fig. 60).

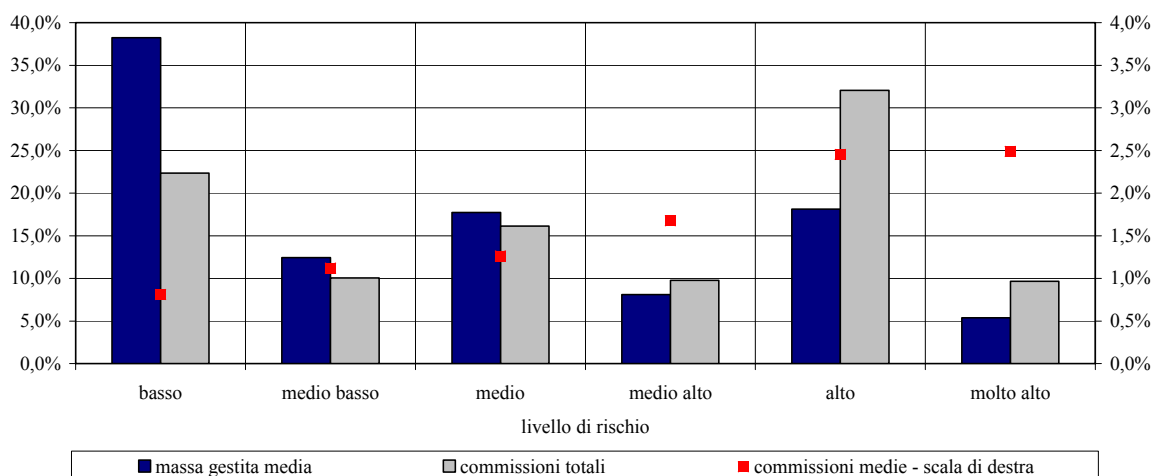
Costi a carico dei fondi aperti di diritto italiano
(valori percentuali)

| | Peso sulla massa gestita media ¹ | | | | | | Ripartizione percentuale ² | | | | | |
|----------------|---|-------------------------|--|--------------------------|---|-------------|---------------------------------------|-------------------------|--|--------------------------|---|--------------|
| | Oneri totali di banca depositaria | Commissioni di gestione | Commissioni aggiuntive e altre commissioni | Commissioni di incentivo | Provvigioni corrisposte ad altri intermediari | Totale | Oneri totali di banca depositaria | Commissioni di gestione | Commissioni aggiuntive e altre commissioni | Commissioni di incentivo | Provvigioni corrisposte ad altri intermediari | Totale |
| 2001 | | | | | | | | | | | | |
| Liquidità | 0,05 | 0,32 | .. | .. | .. | 0,37 | 13,2 | 86,4 | .. | 0,4 | 0,1 | 100,0 |
| Azionari | 0,09 | 1,37 | .. | 0,05 | 0,03 | 1,53 | 5,6 | 89,2 | 0,1 | 3,1 | 2,1 | 100,0 |
| Obbligazionari | 0,06 | 0,67 | .. | 0,01 | .. | 0,74 | 8,0 | 89,8 | .. | 1,8 | 0,4 | 100,0 |
| Bilanciati | 0,06 | 0,93 | .. | 0,01 | 0,02 | 1,02 | 6,0 | 91,0 | .. | 1,5 | 1,6 | 100,0 |
| Flessibili | 0,09 | 1,06 | 0,09 | 0,15 | 0,01 | 1,39 | 6,3 | 75,9 | 6,2 | 10,7 | 0,9 | 100,0 |
| <i>Totale</i> | <i>0,07</i> | <i>0,90</i> | <i>..</i> | <i>0,03</i> | <i>0,01</i> | <i>1,01</i> | <i>6,7</i> | <i>89,3</i> | <i>0,2</i> | <i>2,5</i> | <i>1,3</i> | <i>100,0</i> |
| 2002 | | | | | | | | | | | | |
| Liquidità | 0,06 | 0,46 | .. | .. | .. | 0,53 | 11,7 | 87,9 | .. | 0,2 | 0,3 | 100,0 |
| Azionari | 0,12 | 1,76 | .. | 0,06 | 0,07 | 2,02 | 6,1 | 87,3 | 0,2 | 3,0 | 3,4 | 100,0 |
| Obbligazionari | 0,08 | 0,84 | .. | 0,01 | .. | 0,94 | 8,6 | 89,6 | 0,1 | 1,3 | 0,5 | 100,0 |
| Bilanciati | 0,09 | 1,09 | .. | 0,02 | 0,03 | 1,23 | 7,7 | 88,3 | 0,3 | 1,5 | 2,2 | 100,0 |
| Flessibili | 0,14 | 1,67 | 0,01 | 0,16 | 0,04 | 2,02 | 7,0 | 82,5 | 0,5 | 7,9 | 2,0 | 100,0 |
| <i>Totale</i> | <i>0,09</i> | <i>1,04</i> | <i>..</i> | <i>0,02</i> | <i>0,02</i> | <i>1,18</i> | <i>7,6</i> | <i>88,2</i> | <i>0,2</i> | <i>2,1</i> | <i>1,9</i> | <i>100,0</i> |
| 2003 | | | | | | | | | | | | |
| Liquidità | 0,07 | 0,53 | .. | .. | .. | 0,60 | 11,4 | 88,4 | 0,1 | .. | 0,1 | 100,0 |
| Azionari | 0,13 | 1,87 | 0,04 | 0,26 | 0,03 | 2,32 | 5,5 | 80,7 | 1,7 | 11,0 | 1,1 | 100,0 |
| Obbligazionari | 0,08 | 0,82 | .. | 0,02 | .. | 0,93 | 9,1 | 88,1 | 0,2 | 2,3 | 0,3 | 100,0 |
| Bilanciati | 0,09 | 1,19 | 0,03 | 0,07 | 0,01 | 1,39 | 6,5 | 85,6 | 1,8 | 5,2 | 0,8 | 100,0 |
| Flessibili | 0,13 | 1,48 | 0,26 | 0,23 | 0,06 | 2,16 | 6,1 | 68,6 | 12,2 | 10,5 | 2,7 | 100,0 |
| <i>Totale</i> | <i>0,09</i> | <i>1,00</i> | <i>0,02</i> | <i>0,07</i> | <i>0,01</i> | <i>1,18</i> | <i>7,7</i> | <i>84,4</i> | <i>1,3</i> | <i>5,9</i> | <i>0,7</i> | <i>100,0</i> |
| 2004 | | | | | | | | | | | | |
| Liquidità | 0,07 | 0,55 | .. | .. | .. | 0,62 | 11,9 | 88,0 | .. | .. | 0,1 | 100,0 |
| Azionari | 0,13 | 1,93 | 0,02 | 0,18 | 0,06 | 2,32 | 5,7 | 83,2 | 0,8 | 7,8 | 2,5 | 100,0 |
| Obbligazionari | 0,09 | 0,86 | .. | 0,01 | .. | 0,96 | 9,0 | 89,4 | 0,1 | 1,1 | 0,4 | 100,0 |
| Bilanciati | 0,10 | 1,20 | 0,02 | 0,04 | 0,05 | 1,40 | 6,9 | 85,5 | 1,3 | 3,1 | 3,2 | 100,0 |
| Flessibili | 0,12 | 1,42 | 0,15 | 0,19 | 0,03 | 1,92 | 6,5 | 74,1 | 7,8 | 9,8 | 1,8 | 100,0 |
| <i>Totale</i> | <i>0,10</i> | <i>1,06</i> | <i>0,01</i> | <i>0,05</i> | <i>0,02</i> | <i>1,23</i> | <i>7,7</i> | <i>85,8</i> | <i>0,9</i> | <i>4,2</i> | <i>1,5</i> | <i>100,0</i> |
| 2005 | | | | | | | | | | | | |
| Liquidità | 0,10 | 0,73 | .. | .. | .. | 0,83 | 12,0 | 87,8 | .. | .. | 0,1 | 100,0 |
| Azionari | 0,14 | 2,01 | 0,04 | 0,33 | 0,05 | 2,57 | 5,3 | 78,2 | 1,7 | 13,0 | 1,9 | 100,0 |
| Obbligazionari | 0,09 | 0,99 | .. | 0,02 | .. | 1,10 | 8,6 | 89,5 | 0,1 | 1,5 | 0,3 | 100,0 |
| Bilanciati | 0,11 | 1,51 | 0,03 | 0,06 | 0,02 | 1,72 | 6,3 | 87,5 | 1,7 | 3,3 | 1,2 | 100,0 |
| Flessibili | 0,10 | 1,35 | 0,18 | 0,14 | 0,01 | 1,79 | 5,8 | 75,4 | 10,3 | 7,9 | 0,6 | 100,0 |
| <i>Totale</i> | <i>0,11</i> | <i>1,21</i> | <i>0,02</i> | <i>0,09</i> | <i>0,01</i> | <i>1,44</i> | <i>7,3</i> | <i>84,2</i> | <i>1,5</i> | <i>6,0</i> | <i>1,0</i> | <i>100,0</i> |

Fonte: elaborazioni Consob su dati di rendiconto. ¹ La massa gestita è calcolata come media dei dati di fine mese. ² L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti.

Fig. 60

Ripartizione delle massa gestita e delle commissioni sui fondi comuni aperti di diritto italiano nel 2005 per livello di rischio



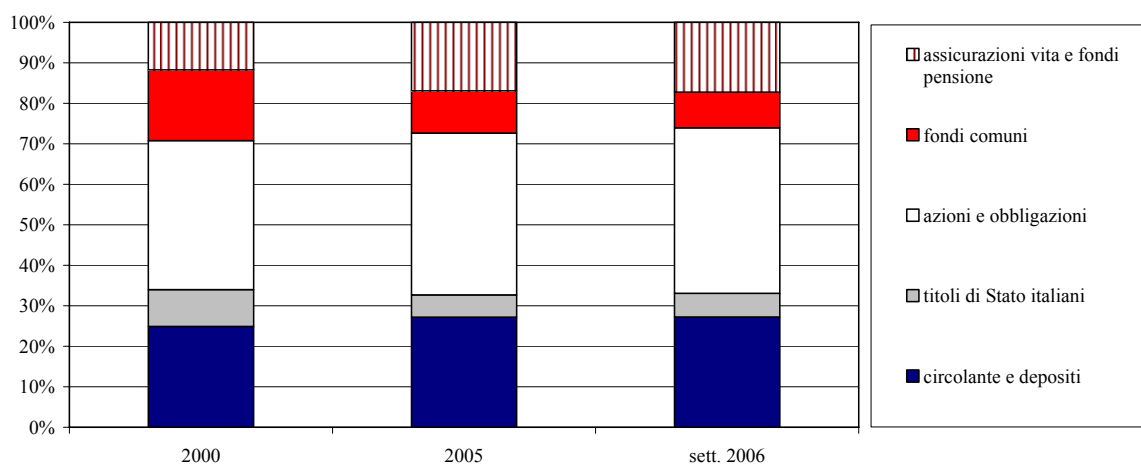
Fonte: elaborazioni su segnalazioni statistiche di vigilanza e archivio Consob sui prospetti informativi dei fondi comuni.

4. Le famiglie

A settembre 2006 la composizione delle attività finanziarie delle famiglie italiane risultava analoga a quella relativa a fine 2005. È proseguita, tuttavia, la tendenza alla riduzione della quota investita in fondi comuni (dal 10 al 9%; Fig. 61).

Fig. 61

Composizione delle attività finanziarie delle famiglie italiane



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia (Conti Finanziari). L'aggregato delle azioni e delle obbligazioni comprende i titoli esteri. Le famiglie comprendono le istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie.

Fra il 2000 e il 2006 il peso di circolante, depositi e titoli di Stato italiani sul totale delle attività finanziarie delle famiglie ha subito una lieve flessione passando da 34 a 33% circa. La diminuzione della quota dei titoli di Stato italiani (dal 9 al 6% circa) è stata quasi

completamente compensata dall'aumento del circolante e dei depositi (dal 25 al 27% circa). La composizione delle attività finanziarie più rischiose (obbligazioni *corporate* e bancarie italiane, azioni italiane, titoli esteri, fondi comuni italiani e esteri, assicurazioni vita e fondi pensione) è, invece, cambiata in maniera rilevante.

La quota delle azioni italiane ed estere è scesa dal 26 al 25% circa e il peso delle azioni quotate è sceso dal 13 al 12%. La quota delle obbligazioni corporate (italiane ed estere) è aumentata dal 4 al 6%, mentre la quota delle obbligazioni bancarie è cresciuta dal 7 al 10%.

In valore assoluto gli investimenti delle famiglie in fondi comuni (italiani ed esteri) sono scesi da 457 miliardi di euro nel 2000 a 291 miliardi di euro nel 2006 e la quota sulle attività finanziarie è diminuita dal 17 al 9%. La quota delle assicurazioni vita e dei fondi pensione, invece, è aumentata in modo significativo, passando dal 12% nel 2000 al 17% nel 2006. In particolare, la quota delle riserve tecniche a fronte delle polizze vita dei rami III e V è quasi triplicata (dal 2 al 6% circa).

C

*L'ATTIVITÀ
DELLA CONSOB*

I – LA VIGILANZA SULLE SOCIETÀ

1. L'informativa societaria

Nel corso del 2006 la Commissione ha formulato quasi 300 richieste di informazioni a esponenti aziendali e azionisti di riferimento di società quotate italiane e circa 150 richieste di pubblicazione di dati e notizie (Tav. 21). La Commissione ha inoltre attivato i poteri di impugnativa di bilancio nei confronti di 4 emittenti quotati (si veda anche il successivo §4).

Tav. 21

Vigilanza sull'informativa societaria e sugli assetti proprietari

| Tipologia di interventi | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 |
|--|------|------|------|------|------|
| Richieste di informazioni ex art. 115, commi 1 e 2, del Tuf | | | | | |
| <i>Assunzioni di notizie da amministratori, sindaci, revisori, direttori generali, società controllanti e controllate</i> | 36 | 82 | 51 | 90 | 36 |
| <i>Richieste di dati e informazioni</i> | 100 | 317 | 43 | 213 | 201 |
| <i>Richieste di conferma di partecipazioni rilevanti</i> | 23 | 49 | 21 | 77 | 30 |
| <i>Richieste di notizie per l'individuazione dei responsabili di adempimenti informativi per i quali viene contestata una violazione</i> | 52 | 31 | 12 | 47 | 28 |
| Totale | 211 | 489 | 127 | 427 | 295 |
| Richieste di informazioni a società sul proprio azionariato ex art. 115 del Tuf | 31 | 33 | 39 | 13 | 12 |
| Richieste di pubblicazione di dati e notizie ex art. 114 del Tuf | | | | | |
| <i>Integrazioni di notizie da fornire in assemblea</i> | 69 | 18 | 15 | 6 | 11 |
| <i>Integrazioni a documenti contabili periodici</i> | 1 | -- | 14 | -- | 6 |
| <i>Informazioni da fornire al mercato (comunicati stampa)</i> | 25 | 46 | 82 | 69 | 129 |
| <i>Informazioni periodiche mensili</i> | 9 | 6 | 8 | 2 | 2 |
| <i>Integrazioni di documenti di fusione e altre operazioni straordinarie</i> | 2 | 1 | 1 | -- | 4 |
| <i>Integrazioni di documenti Opa</i> | 3 | 4 | 4 | 17 | 6 |
| Totale | 109 | 75 | 124 | 94 | 158 |
| Esoneri dalla pubblicazione di dati e notizie ex art. 114 del Tuf | 5 | 10 | 11 | 2 | 25 |
| Ritardi nella comunicazione ex art. 114 del Tuf | -- | -- | -- | -- | 12 |
| Richieste di pubblicazione immediata di studi in presenza di rumors | 3 | 10 | 3 | 8 | 18 |
| Segnalazioni all'Autorità Giudiziaria | 1 | -- | -- | -- | 4 |
| Ispezioni | 2 | 4 | 2 | 2 | 2 |
| Lettere di richiamo | 3 | 3 | -- | -- | 1 |
| Impugnative di bilancio | -- | 4 | 4 | 4 | 4 |

In circa 40 casi le richieste di pubblicazioni di dati e notizie sono scaturite dalla circolazione di rumors e indiscrezioni di stampa relativi a specifici emittenti quotati, spesso associate ad andamenti anomali delle quotazioni. La Commissione ha anche sollecitato soggetti non vigilati coinvolti nei citati casi a diffondere al pubblico commenti o precisazioni sulle indiscrezioni di stampa, al fine di assicurare il ripristino della parità informativa sul mercato; nei

casi in cui erano, invece, coinvolti soggetti non residenti è stata attivata la collaborazione con Autorità di vigilanza estere.

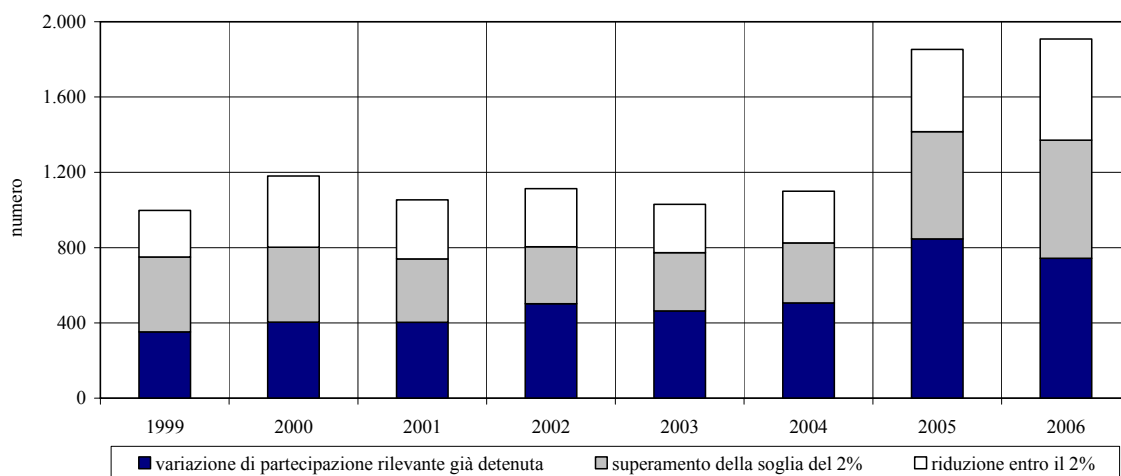
Nel 2006 la Commissione ha esaminato 25 reclami motivati da parte di emittenti quotati per l'esonero dalla pubblicazione di informazioni privilegiate e 12 segnalazioni di ritardo nella diffusione di informazioni privilegiate. Con riferimento ai reclami motivati, in diversi casi la Consob ha accolto le motivazioni dell'istante, in quanto è stato valutato che le informazioni, riguardando eventi suscettibili di subire sensibili mutamenti, sarebbero state diffuse senza un ragionevole grado di certezza e, pertanto, avrebbero potuto essere fuorvianti per il mercato. Per quanto riguarda, invece, le segnalazioni di ritardi nella diffusione al pubblico di informazioni privilegiate, la Commissione in 3 casi ha richiesto comunque l'immediata diffusione delle informazioni.

La Commissione è intervenuta in 18 casi chiedendo a intermediari la pubblicazione di studi contenenti raccomandazioni relative a emittenti quotati, al fine di ripristinare sul mercato condizioni di parità informativa in presenza di indiscrezioni sul contenuto degli studi stessi.

Molto intensa è stata anche la vigilanza sull'informativa sugli assetti proprietari, a fronte di un numero molto elevato di comunicazioni relative a partecipazioni rilevanti in società quotate (circa 1.900; Fig. 62).

Comunicazioni di partecipazioni rilevanti in società quotate italiane

Fig. 62



Le comunicazioni hanno riguardato in circa il 34% dei casi il superamento della soglia del 2% del capitale, in circa il 29% la riduzione entro la medesima soglia e in circa il 37% la variazione di partecipazioni rilevanti già detenute. Di queste ultime, il 12% ha riguardato comunicazioni relative a variazioni nel titolo del possesso o nella catena partecipativa ovvero comunicazioni effettuate per aggiornamento della partecipazione a seguito di esplicite richieste della Consob nell'ambito dell'attività di vigilanza (circa il 5% delle comunicazioni).

La Commissione è intervenuta in 12 casi per richiedere informazioni alle società sul proprio azionariato. Con riferimento a 2 società quotate, in considerazione degli scambi particolarmente intensi sui relativi titoli, la Commissione ha richiesto, a partire dalla seconda metà del 2005 e fino

ai primi mesi del 2006, la comunicazione in via continuativa delle variazioni delle partecipazioni detenute in misura superiore all'1% del capitale sociale, sebbene la disciplina in materia preveda la comunicazione obbligatoria solo delle variazioni che comportano il superamento delle soglie del 5%, 7,5%, 10% e di ogni successivo multiplo di cinque.

L'attività di vigilanza sull'informativa societaria ha riguardato come di consueto anche l'informativa sulle operazioni con parti correlate. Nel 2006 la Commissione ha esaminato 11 documenti informativi e 2 comunicati stampa relativi a tale tipologia di operazioni (Tav. 22).

Tav. 22

Operazioni con parti correlate comunicate al mercato nel 2006 da società quotate

| Società | Tipologia di operazione | Controparti dell'operazione |
|-----------------------------------|---|---|
| Documenti informativi | | |
| Ferrovie Nord Milano | cessione di rami d'azienda | società quotata e società direttamente o indirettamente controllate |
| Perlier | aumento di capitale riservato con esclusione del diritto di opzione, da liberarsi mediante conferimento di azioni | società quotata e soggetti direttamente e indirettamente controllanti |
| Bastogi | operazione societaria al termine della quale l'emittente detiene l'82% del capitale sociale di un'altra società | società quotata e membro del suo consiglio di amministrazione |
| Mittel | acquisto di azioni possedute dai beneficiari di un piano di stock option | società quotata e suoi amministratori e dirigenti |
| Chl | aumento di capitale riservato con esclusione del diritto di opzione | società quotata e società contrattualmente legata con gli azionisti di riferimento dell'emittente |
| Sicc | cessione di partecipazione di controllo | società quotata e il suo amministratore delegato |
| Asm | conferimento di ramo d'azienda | società quotata e società controllata |
| Isagro | acquisizione di partecipazione azionaria | società quotata e società appartenente a gruppo che possiede una partecipazione significativa nel soggetto controllante l'emittente |
| Beghelli | vendita di terreni | società quotata e società le cui quote sono possedute in nuda proprietà da amministratori dell'emittente |
| Mediolanum | cessione di partecipazione azionaria | società quotata e società controllata |
| Banco Popolare di Verona e Novara | fusione per incorporazione | società controllata e società partecipata da società quotata |
| Comunicati stampa | | |
| Lottomatica | fusione per incorporazione | società quotata e società interamente controllata |
| Stefanel | cessione parziale comparto immobiliare | società interamente controllata dalla quotata e società correlata |

Nel corso del 2006 la Commissione ha proceduto a effettuare due aggiornamenti dell'elenco degli emittenti strumenti finanziari diffusi tra il pubblico in misura rilevante (al 1° gennaio e al 1° luglio 2006). A luglio 2006 gli emittenti strumenti finanziari diffusi erano 86 (in prevalenza banche popolari e casse di risparmio) (Tav. 23).

Tav. 23

Emittenti con strumenti finanziari diffusi
(situazione al 1.7.2006)

| Tipologia di strumenti finanziari | Numero emittenti |
|--|------------------|
| Azioni ordinarie | 69 |
| Azioni ordinarie e obbligazioni convertibili | 9 |
| Azioni di partecipazione cooperativa | 1 |
| Azioni ordinarie e privilegiate | 2 |
| Azioni ordinarie e di risparmio | 1 |
| Azioni privilegiate | 1 |
| Obbligazioni convertibili | 1 |
| Obbligazioni non convertibili | 2 |
| <i>Totale</i> | <i>86</i> |

2. L'informativa nelle operazioni di appello al pubblico risparmio e finanza straordinaria

Nel 2006 la Commissione ha concesso il nulla-osta alla pubblicazione di circa 1.200 prospetti informativi relativi a operazioni di ammissione a quotazione o sollecitazione (Tav. 24). Il forte incremento del numero dei prospetti esaminati è da ricondurre essenzialmente all'entrata in vigore della disciplina che assoggetta le obbligazioni bancarie alle norme sulla sollecitazione (si veda più avanti nel presente paragrafo).

La Commissione ha inoltre esaminato quasi 200 relazioni illustrative relative a operazioni straordinarie e modifiche statutarie.

Nel corso del 2006 è stata autorizzata la pubblicazione di 36 prospetti finalizzati alla quotazione di nuove società (fra cui un prospetto relativo a un aumento di capitale in opzione e alla quotazione di una società italiana in un mercato regolamentato di un paese dell'Unione Europea), di 23 prospetti relativi ad aumenti di capitale in opzione ai soci di società già quotate e di 6 prospetti relativi all'offerta di titoli di società non quotate (in prevalenza banche popolari e di credito cooperativo). La Commissione ha esaminato anche 8 prospetti di offerte finalizzate alla quotazione e 2 prospetti di offerte pubbliche di sottoscrizione di azioni, per i quali l'istanza originaria dell'emittente è stata ritirata o è decaduta.

Attività di vigilanza Consob in materia di sollecitazione, ammissione a quotazione e operazioni di finanza straordinaria

| Tipologia | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 |
|--|-----------------|------|------|------|-------|
| Numero di prospetti informativi relativi a: | | | | | |
| Ammissione a quotazione di titoli azionari ¹ | 14 | 14 | 8 | 19 | 36 |
| di cui: tramite offerta | 6 | 4 | 8 | 15 | 26 |
| Prestiti obbligazionari | 21 ² | 28 | 4 | 18 | 711 |
| di cui: prospetti base | — | — | — | — | 535 |
| prospetti completi | — | — | — | — | 143 |
| documenti di registrazione e supplementi | — | — | — | — | 33 |
| Emissione di covered warrants ³ | 102 | 26 | 17 | 37 | 32 |
| Ammissione a quotazione di warrants | 6 | 8 | -- | 10 | 1 |
| Altre offerte relative a titoli quotati ⁴ | 1 | 1 | 1 | 2 | -- |
| Offerte di titoli non quotati di emittenti italiani ⁵ | 3 | 2 | 5 | 7 | 6 |
| Offerte ai dipendenti ⁶ | 39 | 35 | 28 | 26 | -- |
| Offerte in opzione ai soci ⁷ | 23 | 10 | 2 | 5 | 23 |
| Oicr e fondi pensione ⁸ | 520 | 268 | 374 | 374 | 397 |
| Totale | 729 | 392 | 439 | 498 | 1.205 |
| Numero di relazioni illustrative relative a operazioni di finanza straordinaria: | | | | | |
| Fusioni | 43 | 44 | 34 | 30 | 31 |
| Scissioni | 6 | 10 | 5 | 3 | -- |
| Aumenti di capitale sociale ⁹ | 58 | 66 | 68 | 47 | 49 |
| Acquisto/alienazione azioni proprie | 78 | 93 | 90 | 91 | 44 |
| Modifiche statutarie | 81 | 85 | 302 | 79 | 63 |
| Conversione azioni | 1 | 3 | 4 | 4 | 1 |
| Emissioni obbligazioni | 5 | 9 | 7 | 6 | 2 |
| Riduzione capitale sociale | 8 | 13 | 14 | 8 | 4 |
| Totale ¹⁰ | 280 | 323 | 524 | 268 | 194 |

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 Numero di prospetti approvati nel corso dell'anno, ognuno dei quali normalmente riguarda l'emissione di più "serie" di covered warrants. ⁴ Riguardano offerte di vendita, pubbliche o private, non finalizzate all'ammissione a quotazione. ⁵ Sono escluse le offerte riservate ai dipendenti. ⁶ 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. ⁷ Aumenti di capitale di società quotate (inclusi quelli con abbinati warrant e obbligazioni convertibili). ⁸ 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. ⁹ Il dato si riferisce anche a operazioni di aumento di capitale deliberate ma non effettuate (o effettuate in un momento successivo). ¹⁰ Il numero complessivo di relazioni non corrisponde alla somma delle singole fattispecie in quanto alcune relazioni hanno più oggetti.

In alcune istruttorie la Commissione ha affrontato problematiche connesse ai criteri di redazione e presentazione delle informazioni finanziarie da riportarsi nel prospetto di quotazione in situazioni in cui l'emittente aveva posto in essere, negli esercizi precedenti la quotazione, operazioni idonee a determinare cambiamenti strutturali del suo perimetro di attività (quali acquisizioni di società o rami d'azienda di rilievo). Al fine di fornire all'investitore una compiuta informativa in merito all'andamento gestionale e alla situazione finanziaria dell'emittente, è stato

necessario richiedere ricostruzioni ad hoc dei dati finanziari storici delle diverse entità giuridiche poi confluite nell'emittente stesso secondo principi contabili omogenei.

Alcune istruttorie finalizzate al rilascio dell'autorizzazione alla pubblicazione del prospetto informativo hanno riguardato casi di emittenti sottoposti all'attività di direzione e coordinamento da parte della società controllante (ipotesi prevista dagli artt. 2497-2497-septies c.c.).

In particolare, le disposizioni sopra richiamate prevedono una responsabilità diretta (di natura extra-contrattuale) della società che esercita attività di direzione unitaria nei confronti dei soci e dei creditori sociali delle società soggette alla direzione e coordinamento nel caso in cui la società che esercita detta attività, agendo nell'interesse imprenditoriale proprio o altrui in violazione dei principi di corretta gestione societaria e imprenditoriale delle società soggette a direzione e coordinamento, arrechi pregiudizio alla redditività e al valore della partecipazione sociale ovvero cagioni, nei confronti dei creditori sociali, una lesione all'integrità del patrimonio della società. Inoltre, tali norme prevedono una responsabilità degli amministratori della società oggetto di direzione unitaria che omettano di adempiere agli obblighi pubblicitari di cui all'art. 2497-bis c.c., per i danni che la mancata conoscenza di tali fatti arrechi ai soci o ai terzi.

L'importanza della materia è stata ulteriormente evidenziata dall'entrata in vigore dell'art. 14 della legge n. 262 del 2005, che ha modificato l'art. 62 del Tuf attribuendo alla Consob il potere di determinare, con proprio regolamento, le condizioni in presenza delle quali non possono essere quotate le azioni di società controllate sottoposte all'attività di direzione e coordinamento di altre società. In attesa di esercitare detto potere regolamentare, nel corso delle istruttorie aventi ad oggetto ammissioni a quotazione di società soggette a direzione e coordinamento, la Commissione ha provveduto a richiedere che nel prospetto informativo fossero esplicitate: (i) le modalità attraverso le quali la controllante esercitava l'attività di direzione unitaria sull'emittente prima della sua quotazione; (ii) la misura in cui tale attività veniva a essere modificata a seguito dell'ammissione a quotazione della società controllata; (iii) la capacità, da parte di quest'ultima, di svolgere la propria attività in condizioni di autonomia decisionale.

L'autonomia gestionale rappresenta peraltro un requisito essenziale che Borsa Italiana è tenuta a verificare al fine di rilasciare il provvedimento di ammissione alla quotazione di azioni. Pertanto, in sintonia con gli orientamenti che la Consob è andata maturando in tema di direzione e coordinamento, la società di gestione del mercato ha richiesto che: (i) in presenza di una gestione accentrata della tesoreria da parte della capogruppo, vi fosse l'impegno da parte dell'emittente quotando a istituire un proprio sistema di gestione centralizzata della tesoreria per fare fronte ai fabbisogni finanziari della propria attività; (ii) al fine di rafforzare ulteriormente l'indipendenza dell'organo amministrativo dell'emittente quotando rispetto alla capogruppo, fosse assunto l'impegno da parte della nuova entità quotanda di nominare, prima dell'inizio delle negoziazioni, amministratori non esecutivi e indipendenti. Inoltre si è manifestata particolare attenzione a che l'esercizio dell'attività da parte dell'emittente quotando risultasse svolta, dopo la quotazione, in piena e autonoma capacità negoziale nei rapporti con la clientela e i fornitori, escludendo in tal modo la dipendenza di detta capacità dalla capogruppo.

Nel corso del 2006 la Commissione ha esaminato alcune operazioni straordinarie particolarmente complesse e articolate, strutturate come *leverage buy out*, che in alcuni

casi hanno determinato, alla luce delle nuove disposizioni della disciplina comunitaria, anche l'obbligo di redigere prospetti informativi di quotazione.

Sempre in tema di operazioni straordinarie, un'istruttoria di particolare rilievo ha riguardato la prospettata fusione per incorporazione di Autostrade Spa in Abertis Infraestructuras Sa.

In tale occasione la Consob ha richiesto che fossero forniti ulteriori elementi informativi all'interno del documento di fusione al fine, fra l'altro: (i) di chiarire la tempistica e la complessità della procedura autorizzatoria cui la fusione era soggetta (che prevedeva appositi atti di assenso sia da parte dell'Anas che del Ministero delle infrastrutture); (ii) di evidenziare che, secondo le previsioni dell'accordo di massima fra i soggetti partecipanti alla fusione, trascorsi tre anni dalla data di efficacia della stessa (durante i quali il consiglio di amministrazione sarebbe stato composto da un numero di amministratori designati in misura eguale da Autostrade e Abertis, cui si sarebbe aggiunto l'amministratore delegato di quest'ultima società), l'organo di gestione della società risultante dalla fusione avrebbe riflesso le effettive partecipazioni azionarie dei soci; (iii) di esplicitare, anche nei fattori di rischio, che, per effetto della fusione, gli azionisti di Autostrade avrebbero ricevuto azioni di classe A di Abertis e non avrebbero quindi beneficiato del dividendo straordinario riservato ai titolari di azioni di classe B, la cui distribuzione costituiva uno dei presupposti della fusione. Si è altresì richiesto di precisare l'identità degli azionisti rilevanti di Abertis che avrebbero beneficiato del dividendo straordinario.

La Consob ha avuto modo di occuparsi, sotto diversi aspetti, di operazioni di fusione che hanno visto coinvolti alcuni importanti istituti di credito.

In particolare nei casi di fusione fra Banca Intesa e San Paolo IMI e fra Banche Popolari Unite e Banca Lombarda e Piemontese, in cui è stata decisa l'adozione del cosiddetto modello dualistico, particolare rilevanza ha assunto la descrizione degli assetti di corporate governance della nuova entità risultante dalla fusione all'interno del documento di fusione pubblicato ex art. 70 del Regolamento Emittenti. Nel suddetto documento sono stati, infatti, riportate le sintesi degli accordi raggiunti sulla composizione del consiglio di gestione e del consiglio di sorveglianza, nonché le specifiche competenze spettanti ai due organi sulla base delle disposizioni statutarie. Con riferimento agli accordi predetti, è stata, inoltre, oggetto di approfondita valutazione la rilevanza degli stessi ai sensi dell'art. 122 del Tuf. Poiché tali accordi sono stati trasfusi, tra l'altro, nello statuto dell'incorporante, gli stessi, diventando parte di tipici documenti sociali approvati dall'assemblea e soggetti alle relative forme di pubblicità, non sono stati ritenuti patti parasociali da pubblicarsi ai sensi del citato art. 122.

Nel 2006 la Consob è stata intensamente impegnata in un'area di attività sostanzialmente nuova per l'Istituto, legata all'entrata in vigore delle norme che assoggettano alla disciplina sulla sollecitazione i prodotti e gli strumenti finanziari, diversi dalle azioni, emessi da enti creditizi. Le nuove competenze hanno generato un imponente carico di lavoro istruttorio, alla luce dell'elevato numero di emittenti e di strumenti finanziari interessati dalla nuova disciplina.

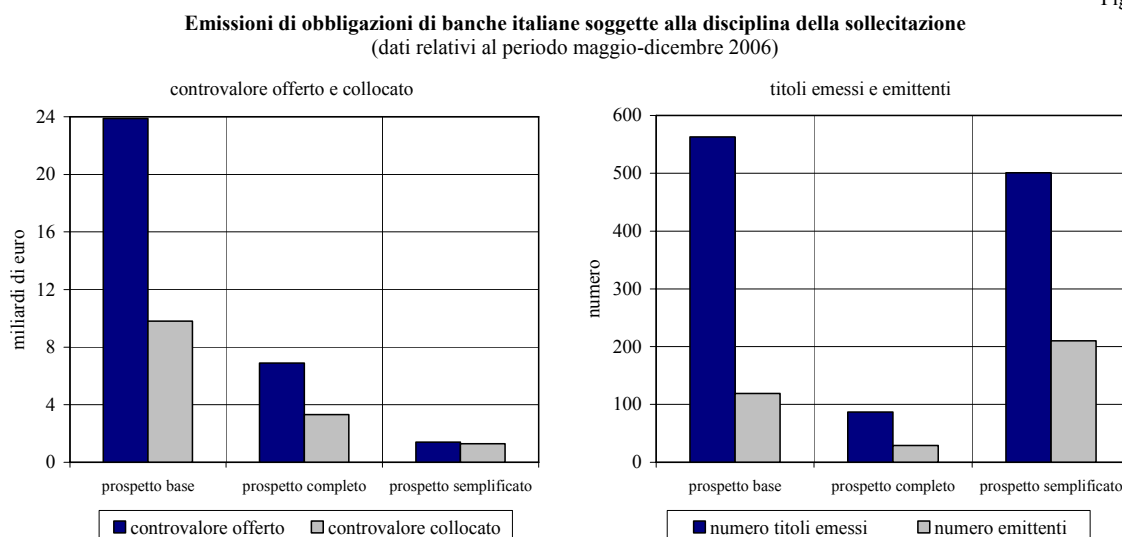
Nel corso del 2006 la Commissione ha infatti autorizzato la pubblicazione di 711 documenti legati al collocamento di obbligazioni bancarie e covered warrant, rappresentati da prospetti

informativi completi (143 documenti) o prospetti di base (inclusi i documenti di registrazione e i relativi supplementi) (568 documenti), relativi a circa 150 emittenti. La maggior parte dei documenti ha riguardato la sola attività di sollecitazione (circa l'87% del totale; il 3% ha riguardato l'ammissione a quotazione e il 10% la sollecitazione e ammissione a quotazione). L'ambito di applicazione della nuova disciplina interessa in maniera marginale i covered warrant, poiché come in passato la sollecitazione relativa a tali prodotti avviene tipicamente attraverso l'offerta in borsa contestuale alla quotazione.

Circa 200 banche hanno, invece, utilizzato il cosiddetto prospetto semplificato, non soggetto a istruttoria preventiva da parte della Consob, per i casi di collocamenti inferiori a 50 milioni di euro di obbligazioni cosiddette plain vanilla.

Nel periodo compreso tra maggio e dicembre 2006 le banche italiane hanno collocato obbligazioni per circa 9,8 miliardi di euro utilizzando il prospetto base, per 3,3 miliardi di euro utilizzando il prospetto completo e per 1,3 miliardi di euro tramite il prospetto semplificato. Il numero di titoli complessivamente emessi è stato pari a oltre 1.100 (di cui quasi la metà tramite prospetto semplificato) (Fig. 63).

Fig. 63



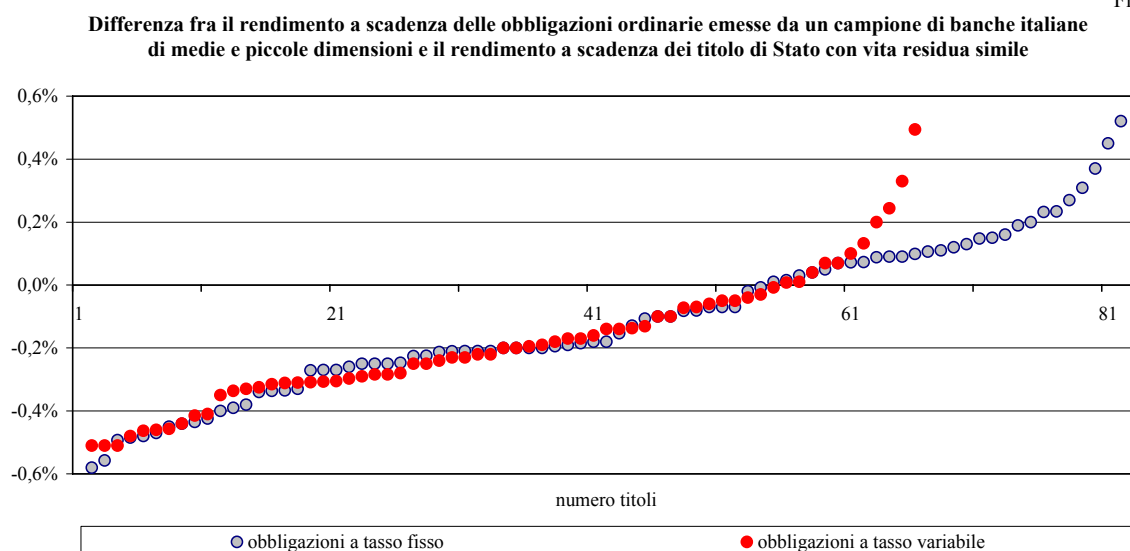
Fonte: segnalazioni statistiche di vigilanza.

Le emissioni lorde di obbligazioni bancarie per le quali è stato pubblicato un prospetto informativo nel periodo esaminato (pari a 14,4 miliardi di euro) risultano tuttavia una frazione limitata rispetto alle emissioni lorde complessive, poiché rimane molto elevata la raccolta obbligazionaria attraverso collocamenti riservati a investitori istituzionali (si veda il §4 del Capitolo II "I mercati" della Sezione A). Inoltre, alcuni grandi gruppi bancari italiani hanno collocato obbligazioni sulla base di prospetti autorizzati da Autorità di altri paesi avvalendosi del cosiddetto "passaporto europeo".

Nell'ambito delle istruttorie sui prospetti, la Commissione ha sollecitato in via sistematica le banche a utilizzare esempi che illustrassero il rendimento delle obbligazioni in diversi scenari e a confrontare il rendimento a scadenza delle obbligazioni con quello di titoli di Stato con vita residua simile.

Su un campione di 150 obbligazioni ordinarie (o plain vanilla) emesse nel 2006 da banche di dimensioni medio-piccole, formato da 83 obbligazioni a tasso fisso e 67 obbligazioni a tasso variabile, emerge che 54 delle 83 obbligazioni a tasso fisso avevano un rendimento a scadenza inferiore a quello del Btp con vita residua simile, e 55 delle 67 obbligazioni a tasso variabile, ipotizzando la costanza della prima cedola nota, avevano un rendimento a scadenza inferiore a quello del Cct di simile durata (Fig. 64).

Fig. 64



Fonte: prospetti informativi e condizioni definitive. Per le obbligazioni a tasso variabile si assume la costanza della prima cedola nota.

Per quanto riguarda la vigilanza sulle offerte pubbliche di acquisto (Opa), nel 2006 la Consob ha rilasciato il nulla osta alla pubblicazione di documenti relativi a 22 diversi strumenti finanziari, tra cui tre prestiti obbligazionari (Tav. 25).

Tav. 25

Strumenti finanziari oggetto di offerte pubbliche di acquisto e/o scambio per i quali è stato concesso il nulla-osta alla pubblicazione del documento d'offerta nel 2006

| | Su azioni quotate | | | Su obbligazioni e warrant | Su azioni non quotate | Totale |
|-------------------|-------------------|-----------|--------------|---------------------------|-----------------------|-----------|
| | Ordinarie | Risparmio | Privilegiate | | | |
| Volontarie | 2 | 2 | -- | 3 | -- | 7 |
| Preventive | 1 | -- | -- | -- | -- | 1 |
| Successive | 9 | -- | -- | -- | -- | 9 |
| Residuali | 5 | -- | -- | -- | -- | 5 |
| Su azioni proprie | -- | -- | -- | -- | -- | -- |
| <i>Totale</i> | <i>17</i> | <i>2</i> | <i>--</i> | <i>3</i> | <i>--</i> | <i>22</i> |

Fra le istruttorie di maggiore rilievo si segnalano quelle relative alle Opa promosse da Abn Amro Bank e da Bnp Paribas, rispettivamente, su Banca Antonveneta e Banca Nazionale del Lavoro che hanno portato a conclusione le scalate avviate nel 2005.

Nel caso dell'Opa promossa da Assicurazioni Generali su azioni Toro Assicurazioni, l'offerente, su sollecitazione della Consob, per la prima volta dopo la scadenza del termine per il recepimento della direttiva in materia di Opa (20 maggio 2006), ha applicato il criterio di determinazione del prezzo indicato nella direttiva stessa, basato sull'individuazione del prezzo più alto pagato dall'offerente per acquisti di azioni dell'emittente.

La Commissione ha, inoltre, esaminato due offerte lanciate da Erg sui titoli Enertad. L'offerente ha promosso inizialmente un'Opa volontaria subordinata a una serie di condizioni, il cui mancato verificarsi non ha poi consentito il perfezionamento dell'operazione. Successivamente all'acquisto del pacchetto di maggioranza di Enertad e alla stipulazione con il secondo maggiore azionista della società di una serie di accordi di varia natura, Erg ha promosso, congiuntamente con il secondo azionista, un'Opa obbligatoria che si è conclusa con il raggiungimento del controllo dell'emittente.

Particolare rilevanza ha assunto l'attività di vigilanza nel corso dell'Opa sulle azioni della FullSix, che ha portato la Consob ad accertare l'esistenza di un patto parasociale non comunicato.

In data 30 gennaio 2006 Blugroup Holding (di seguito "Blugroup"), società controllata dal dott. Marco Benatti, detentrica di una partecipazione in FullSix pari a circa il 34,9% del capitale, acquistava da Mittel Generale Investimenti (di seguito "Mittel") una partecipazione in FullSix pari a circa il 6,06% del capitale al prezzo di 9,73 euro per azione e conseguentemente annunciava l'intenzione di promuovere un'Opa obbligatoria cosiddetta da consolidamento (ex art. 106, comma 3, lett. b), del Tuf) sulla totalità delle azioni della predetta società. In considerazione della circostanza che Mittel aveva acquistato la partecipazione poi ceduta a Blugroup pochi giorni prima del 30 gennaio e che tra venditore e compratore della partecipazione erano stati posti in essere in pari data ulteriori accordi di finanziamento e di consulenza, la Consob ha avviato, a partire dal 31 gennaio 2006, un'istruttoria volta ad accertare, anche attraverso verifiche ispettive, se l'acquisto delle azioni FullSix da parte di Mittel fosse stato oggetto di un accordo di natura parasociale o interpositoria con il dott. Marco Benatti tramite la Blugroup. In data 15 marzo 2006, in pendenza dell'offerta, la Commissione ha rilevato che quantomeno in data 17 gennaio 2006 era stato stipulato tra il dott. Marco Benatti, tramite Blugroup, e Mittel un patto parasociale avente ad oggetto l'acquisto concertato di azioni FullSix rilevante ai sensi dell'art. 122, comma 5, lett. c) del Tuf. Tale patto riguardava l'acquisto da parte di Mittel di una partecipazione pari a circa il 5% del capitale di FullSix e ha esaurito i suoi effetti in data 30 gennaio 2006 con la cessione a Blugroup di tale partecipazione. La Consob ha, tuttavia, ritenuto che non vi fossero i presupposti per sospendere l'offerta, poiché anche considerando gli acquisti di Mittel non sarebbero cambiati né il prezzo né la tempistica dell'offerta.

Tale decisione della Commissione è stata oggetto di impugnativa da parte di Wpp Dotcom Holdings Fourteen LLC (WPP), azionista rilevante di FullSix. L'istanza di sospensione cautelare presentata dal ricorrente è stata respinta in data 22 marzo dal Tar Lazio; è stato altresì respinto dal Consiglio di Stato il ricorso in appello avverso il rigetto della misura cautelare. A fine 2006 il procedimento di merito risultava pendente.

In materia di offerte pubbliche di acquisto, la Consob ha avuto modo di esprimersi su tre quesiti di particolare rilievo.

Nel primo caso la Commissione ha fornito una risposta a un quesito presentato per conto di Aem e Acsm con il quale, in sintesi, si chiedeva di conoscere se la prospettata operazione di ingresso di Aem nel capitale di Acsm (con una partecipazione inferiore al 30%) e la contestuale stipulazione di un patto parasociale, rilevante ai sensi dell'art. 122 del Tuf, tra Aem e il Comune di Como, socio di controllo di Acsm, fossero o meno idonei a determinare un obbligo solidale, in capo a questi ultimi, di promuovere un'offerta pubblica di acquisto sulle azioni Acsm, ai sensi degli articoli 106 e 109 del Tuf. In proposito la Commissione, confermando un orientamento precedentemente assunto, ha ritenuto l'insussistenza dell'obbligo di Opa in quanto il Comune di Como, dopo il perfezionamento dell'operazione societaria prospettata, pur perdendo il controllo di diritto (ma rimanendo singolarmente al di sopra della soglia rilevante del 30%), conservava comunque una posizione di influenza dominante sulla società, in ragione del nuovo assetto di corporate governance di Acsm, quale risultante dal patto parasociale con Aem e dal nuovo statuto delineati nel quesito.

Nel secondo caso la Commissione ha espresso l'avviso che non è applicabile l'esenzione dalla disciplina dell'offerta pubblica di acquisto obbligatoria, prevista dal combinato disposto dell'art. 106, comma 5, lett. e), del Tuf e dall'art. 49, comma 1, lett. f) del Regolamento Emittenti, alla prospettata operazione di integrazione tra due aziende municipalizzate quotate. Tale operazione prevedeva, oltre alla fusione per incorporazione e alla stipula di patti parasociali, anche trasferimenti a vario titolo di partecipazioni delle società coinvolte nell'operazione e comportava l'acquisto del controllo della società risultante dalla fusione da parte di un nuovo soggetto, diverso dalle entità che in precedenza detenevano il controllo di diritto delle società partecipanti all'integrazione. La Commissione ha ritenuto sussistente l'obbligo di Opa in quanto il mutamento degli assetti di controllo non era conseguenza diretta e automatica della fusione, né si realizzava semplicemente in virtù dell'adesione a patti parasociali funzionali e indispensabili all'integrazione. In base agli accordi stipulati tra i soci di riferimento delle due società, l'operazione descritta nel quesito comportava un vero e proprio riaggiustamento delle partecipazioni che configurava, in concomitanza con la fusione ma non in conseguenza di essa, un assetto proprietario della società incorporante nuovo e diverso da quello preesistente e da quello che sarebbe emerso dalla mera fusione o dalla sola componente parasociale degli accordi stessi.

Sempre in materia di offerte pubbliche di acquisto, per la prima volta è stata presentata alla Consob una istanza di sospensione del termine previsto dall'articolo 106, comma 2, del Tuf, per la promozione di un'offerta obbligatoria conseguente al superamento della soglia rilevante del 30%. Tale richiesta, formulata da Lazio Events (società controllata dal dott. Claudio Lotito), che nel novembre 2006 aveva incrementato la propria partecipazione nella società quotata S.S. Lazio con l'intento di promuovere un'Opa totalitaria finalizzata al delisting, è stata motivata in ragione dell'esecuzione di un provvedimento di sequestro preventivo disposto dalla magistratura su parte delle azioni acquisite dalla società. La Commissione ha ritenuto di non accogliere tale istanza in quanto il termine di 30 giorni previsto dal Tuf è perentorio ed è posto nell'interesse degli azionisti di minoranza e più in generale del pubblico degli investitori; in quanto tale, il legislatore non ha previsto casi di sospensione dello stesso.

3. L'informativa in sede assembleare

Nel 2006 la Consob è intervenuta in diverse occasioni con richieste volte a integrare l'informativa da rendere in sede assembleare, sia nei casi di società che presentavano profili di criticità specifici sia in occasione di importanti operazioni straordinarie.

Nel caso di una banca che presentava una situazione economico-finanziaria fortemente influenzata dal deterioramento di significative posizioni creditorie, in gran parte riconducibili all'esposizione verso un gruppo quotato dichiarato fallito nel corso dell'anno e verso i relativi azionisti di riferimento, la Commissione ha richiesto alla società di comunicare ai soci e al mercato la tempistica prevista per il completamento delle azioni intraprese in materia di controlli interni; di motivare la classificazione dei crediti deteriorati presente nelle proprie situazioni contabili; di descrivere l'andamento e le tendenze degli impieghi riconducibili alla categoria dei grandi rischi, con particolare riferimento alle esposizioni nei confronti del suddetto gruppo quotato e degli azionisti di riferimento; di confermare l'eventuale esistenza di rischi derivanti da revocatorie fallimentari nell'ambito del fallimento del suddetto gruppo quotato; di indicare le principali assunzioni e i target più significativi previsti nel piano industriale precedentemente approvato dal consiglio di amministrazione.

Nel caso della fusione per incorporazione di una società assicurativa nella controllante, la Commissione ha richiesto di esplicitare le valutazioni sottostanti la determinazione del rapporto di cambio.

Molto articolato è stato anche l'intervento della Consob su una società di costruzioni e una società operante nel settore alimentare al fine di integrare l'informativa resa ai soci e al mercato.

Nel primo caso, in continuità con interventi già avviati nel corso del 2005, agli inizi del 2006 la Consob ha imposto alla società l'adempimento di obblighi informativi mensili, al fine di assicurare al mercato un costante aggiornamento sull'evoluzione delle principali variabili critiche della situazione gestionale. In vista dell'esecuzione di un'operazione di ricapitalizzazione societaria, è stato poi richiesto alla società di aggiornare il mercato sulla situazione dell'indebitamento finanziario e sulle iniziative eventualmente assunte per riequilibrare il rapporto fra mezzi propri e di terzi; sulla natura e l'importo dei debiti scaduti e sugli sviluppi in merito alla recuperabilità dei crediti; sulle operazioni effettuate con parti correlate e sull'effettivo avvio di una importante commessa già in portafoglio. In precedenza, l'assemblea straordinaria della società, ai sensi dell'art. 2447 c.c., aveva proceduto alla copertura di perdite registrate mediante utilizzo di riserve e aveva deliberato la ricostituzione del capitale sociale; a tal fine, in occasione dell'assemblea, il soggetto controllante aveva effettuato un versamento in conto aumento di capitale finalizzato a sottoscriverne una quota pari all'89,9% e aveva rinunciato nel contempo allo 0,9% dei diritti di propria spettanza in modo da agevolare la ricostituzione del flottante. In tale occasione, la Consob è intervenuta per sollecitare l'azionista di controllo a diffondere precise informazioni: (i) sulle iniziative che intendeva porre in essere per la ricostituzione del flottante; (ii) sulla tempistica di esecuzione dell'aumento di capitale; (iii) sulle considerazioni di natura legale relative alla decisione di convocare assemblee sociali senza la partecipazione dei soci di minoranza titolari dei soli diritti di opzione; (iv) sui tempi di realizzazione di importanti atti societari, fra cui l'approvazione del bilancio dell'esercizio 2005.

Le questioni connesse al ripristino del flottante hanno costituito oggetto di approfondimento specifico anche nel corso dell'istruttoria per il rilascio dell'autorizzazione alla pubblicazione del prospetto informativo relativo al citato aumento di capitale. Infatti, a seguito dell'azzeramento del capitale per perdite e alla successiva ricapitalizzazione grazie al menzionato intervento dell'azionista di controllo, i soci di minoranza, titolari soltanto dei diritti di opzione, avrebbero dovuto assumersi l'onere di sottoscrivere l'aumento di capitale, pena la perdita dello status di soci e del conseguente diritto a partecipare a un eventuale Opa residuale in caso di mancato ripristino del flottante. Tale situazione, del tutto peculiare, è stata evidenziata come specifico fattore di rischio dell'operazione.

Nel secondo caso, in occasione di una rilevante operazione di riorganizzazione societaria, la Consob è intervenuta richiedendo alla società quotata e al suo azionista di controllo di rendere noti al mercato alcuni profili di incertezza relativi alla capacità del gruppo facente capo all'azionista di controllo di rimborsare un prestito obbligazionario di rilevante entità e alla possibilità per lo stesso di ottenere a brevissima scadenza l'incasso di un significativo credito vantato nei confronti della stessa società quotata. Il fine di tale richiesta di informazioni era quello di mettere a disposizione del mercato importanti informazioni concernenti la situazione finanziaria dell'emittente, anche in vista di un'annunciata operazione di aumento a pagamento del capitale sociale i cui proventi erano destinati a sostenere i progetti industriali della società.

4. L'informativa contabile

Nell'ambito della consueta attività di vigilanza sulla correttezza della documentazione contabile degli emittenti quotati, la Commissione ha attivato il potere di impugnativa di bilancio nei confronti di 4 emittenti, ai sensi dell'art. 157, comma 2, del Tuf.

In particolare, relativamente al bilancio d'esercizio 2004 della Garboli, la Consob ha attivato il potere di impugnativa per quanto attiene al trattamento contabile della valutazione del magazzino e di crediti scaduti. In particolare, i precedenti amministratori, con riferimento alla valutazione dei lavori in corso, non avevano rispettato le norme relative al principio della prudenza, della rappresentazione veritiera e corretta e della competenza ai fini di una corretta correlazione fra costi e ricavi di periodo. Con riferimento al valore delle commesse, non erano stati applicati correttamente i criteri di valutazione dei lavori in corso previsti dal codice civile.

La Consob ha esercitato i poteri di impugnativa anche nei confronti della Algol, ritenendo che i bilanci d'esercizio e consolidato 2004 presentassero irregolarità. L'esercizio dei poteri di impugnativa si è fondato sull'accertamento della violazione del principio della chiarezza, veridicità e correttezza del bilancio e del principio della prudenza, con specifico riferimento alla valutazione di alcune partecipazioni e delle connesse passività potenziali, all'omessa inclusione di garanzie verso i fornitori (e di valutazioni in merito alla necessità di effettuare i relativi accantonamenti) e alla mancata informativa riguardante le prospettive di continuità aziendale. Successivamente, la società ha riapprovato i bilanci d'esercizio e consolidato 2004 recependo le osservazioni effettuate in sede di impugnativa dalla Consob.

Un ulteriore intervento ha riguardato la Innotech, per la quale la Consob ha ritenuto che i bilanci d'esercizio e consolidato 2004 non risultassero redatti in conformità alle norme di legge. In particolare, gli amministratori avrebbero violato i principi generali di redazione del bilancio (chiarezza, veridicità e correttezza) e le norme che attengono alla valutazione delle partecipazioni (bilancio d'esercizio), delle immobilizzazioni immateriali (con particolare riferimento ai software) e delle differenze di consolidamento (bilancio consolidato). Il bilancio non forniva poi una completa informativa riguardante le prospettive di continuità aziendale dell'emittente e del gruppo.

La Consob ha, infine, esercitato l'azione di impugnativa nei confronti di I Viaggi del Ventaglio relativamente ai bilanci d'esercizio e consolidato 2004, avendo riscontrato la violazione del principio della rappresentazione veritiera e corretta della situazione patrimoniale e finanziaria della società e del gruppo nonché del risultato economico dell'esercizio, del principio della prudenza e delle norme che attengono alla valutazione delle partecipazioni, dei crediti e del fondo per rischi e oneri.

In materia di principi contabili internazionali, nel corso del 2006 è stata svolta una specifica attività di monitoraggio sulle modalità di applicazione delle nuove regole contabili.

In particolare, sono stati organizzati incontri con alcuni emittenti e società di revisione per discutere talune delle principali tematiche applicative degli Ias/Ifrs, soprattutto nella fase di transizione dalla normativa nazionale ai nuovi principi contabili. Tra le questioni affrontate, quelle che hanno presentato particolare novità e rilevanza attengono ai profili del controllo di fatto, alle operazioni "sotto comune controllo" nonché alle modalità di contabilizzazione delle aggregazioni aziendali, tutti aspetti emersi in numerose e importanti operazioni di riassetto societario.

In un caso specifico (Pirelli & C.) sono stati affrontati i profili connessi alla verifica del valore di una partecipazione (cosiddetto "impairment test", disciplinato dal principio Ias 36 "Determinazione del valore recuperabile"). Al riguardo, si è rilevato che l'effettuazione dell'impairment test, con le formalità e il dettaglio richiesto dallo Ias 36, costituisce un importante elemento di novità nel sistema contabile italiano, novità sulla quale sono però assenti consolidati orientamenti dottrinali e prassi interpretative che possano guidare gli amministratori nella concreta applicazione delle norme dettate dal principio in parola.

Nel 2006 la Consob ha continuato a vigilare attentamente sulla situazione economico-finanziaria e patrimoniale delle società calcistiche quotate.

In particolare, sono stati analizzati gli effetti dell'introduzione dei principi contabili internazionali Ias/Ifrs sui bilanci delle società di calcio relativi all'esercizio luglio 2006-giugno 2007, il primo assoggettato all'applicazione dei nuovi principi contabili.

A seguito dell'introduzione di tali principi, infatti, le società calcistiche quotate non potranno più adottare alcune delle opzioni agevolative che la normativa nazionale e di settore avevano concesso. Ad esempio, 2 società dovranno eliminare gli oneri pluriennali capitalizzati nell'attivo di bilancio derivanti da svalutazioni in contropartita al patrimonio netto. Trattandosi di valori estremamente significativi che potrebbero determinare, in assenza di interventi compensativi

di altra natura, un patrimonio netto negativo, la Consob ha richiesto alle 2 società in questione di precisare le modalità con le quali era stata determinata la stima complessiva degli effetti negativi sul patrimonio netto. Una società ha precisato che i menzionati effetti negativi non avrebbero determinato il verificarsi dei presupposti per l'adozione di provvedimenti di riduzione del capitale per perdite (ex artt. 2446 e 2447 c.c.), mentre la seconda ha dichiarato che tali effetti negativi sarebbero stati neutralizzati sfruttando plusvalenze inesprese. Su tali ultime dichiarazioni la Consob ha avviato ulteriori approfondimenti, alla luce delle specifiche condizioni poste dai principi contabili internazionali per rivalutare le attività immateriali.

Per quanto concerne, invece, una terza società calcistica, la Consob ha richiesto informazioni, da riportare nella relazione semestrale a dicembre 2005, sullo stato di avanzamento dell'iter amministrativo per la realizzazione di uno specifico progetto di investimento, già oggetto di una serie di approfondimenti di vigilanza nel corso del 2005. Tale richiesta rispondeva all'esigenza di rendere noti al mercato alcuni profili di incertezza che caratterizzavano i tempi di conclusione del progetto stesso, a fronte di dichiarazioni rese dalla società nei propri documenti contabili che indicavano, invece, un prevedibile esito positivo del citato iter amministrativo. La divulgazione delle informazioni assumeva particolare rilevanza considerando che la società calcistica, in relazione a tale progetto, aveva iscritto nel proprio bilancio d'esercizio al 30 giugno 2003 una significativa plusvalenza. Successivamente, con riferimento a quanto riportato nella relazione semestrale al 31 dicembre 2005 e nella relazione trimestrale al 31 marzo 2006, è stata trasmessa alla società una nuova richiesta di informazioni relativa all'operazione in esame.

Nel 2006 è proseguita l'attività volta a richiedere ad alcune società in conclamato stato di crisi la diffusione di informazioni mensili aggiornate sulle principali variabili economico-finanziarie. Si tratta, come anche precisato in una comunicazione della Commissione del novembre 2006, di situazioni in cui la tutela del pubblico risparmio richiede che il formarsi di consapevoli scelte d'investimento sia assistito da maggiori informazioni rispetto a quelle ordinariamente fornite dalle società quotate. Lo stato di crisi non temporaneo è attestato dal fatto che i revisori hanno espresso un giudizio negativo, o si sono trovati impossibilitati a esprimere un giudizio sul bilancio o sulla relazione semestrale dell'emittente, o dal fatto che l'emittente ha registrato perdite che hanno determinato la riduzione del capitale sociale di oltre un terzo o al di sotto del minimo legale.

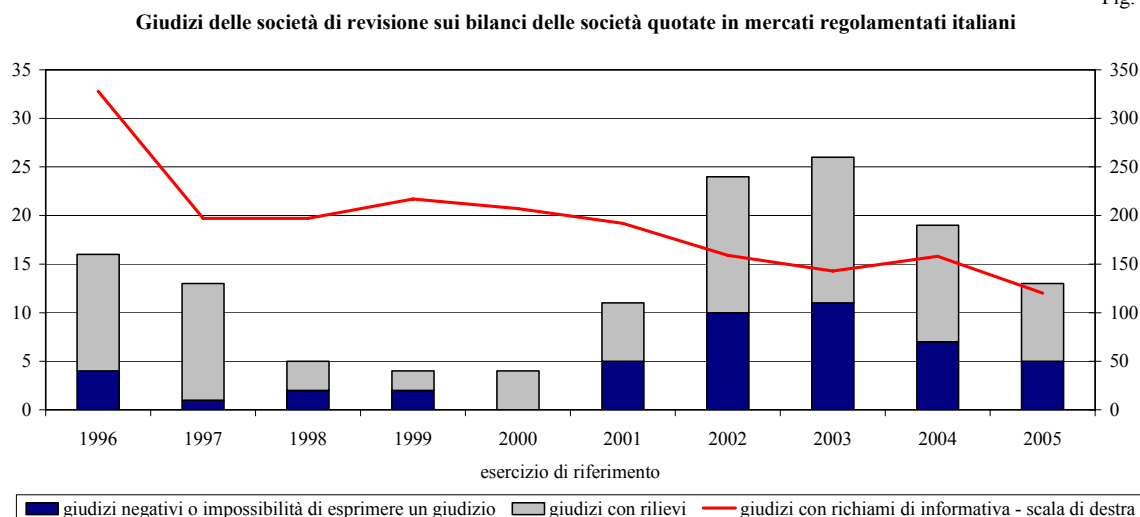
La Commissione ha esaminato diverse richieste di revoca degli obblighi di comunicazione mensile, accogliendo tali istanze soltanto nei casi in cui, sulla base dei citati parametri, la situazione di crisi risultava stabilmente superata.

5. Le società di revisione

Le società di revisione iscritte nell'Albo speciale hanno esaminato 272 bilanci d'esercizio e 251 bilanci consolidati relativi all'esercizio 2005 di emittenti quotati su mercati regolamentati italiani. I dati relativi ai giudizi dei revisori evidenziano una riduzione, rispetto al 2004, dei casi di impossibilità di esprimere un giudizio e dei giudizi con rilievi (rispettivamente, 5 a fronte di 7 nel 2004 e 8 rispetto ai 12 del 2004; Fig. 65);

non vi sono stati, invece, casi di giudizi negativi sui bilanci 2005 (mentre ve ne era stato uno sui bilanci 2004).

Fig. 65



Fonte: relazioni delle società di revisione. I dati riguardano diverse tipologie di giudizi o rilievi che possono essere riferiti anche a uno stesso emittente. Confronta Note metodologiche.

I casi di impossibilità di esprimere un giudizio hanno riguardato I Viaggi del Ventaglio, Pagnossin, Richard Ginori 1735 e Algol, e sono principalmente riconducibili alla sussistenza di incertezze sulla continuità aziendale; per una di queste società l'impossibilità di esprimere un giudizio è derivata anche da limitazioni al processo di revisione.

Per I Viaggi del Ventaglio e Pagnossin, in presenza di perdite d'esercizio che hanno raggiunto il limite di cui all'art. 2446 del codice civile, sono state espresse incertezze in merito alla sussistenza dei presupposti di continuità aziendale per la mancata formalizzazione delle trattative con gli istituti di credito per il reperimento di risorse adeguate a superare le condizioni di forte tensione finanziaria in cui le società versavano o per la ristrutturazione del loro debito. Per I Viaggi del Ventaglio e Richard Ginori 1735, società controllata indirettamente da Pagnossin, si era verificato il mancato rispetto dei covenants o dei parametri di garanzia previsti nei contratti di finanziamento, mentre per Pagnossin e Richard Ginori 1735 vi era stato il mancato pagamento di rate di finanziamenti e di parte di debiti verso l'erario e gli istituti previdenziali.

Inoltre, sempre per le stesse società, sono state espresse incertezze in merito al raggiungimento degli obiettivi contenuti nei piani industriali, alla effettiva realizzazione delle operazioni di ricapitalizzazione programmate dagli amministratori, nonché alla recuperabilità dei maggiori valori di carico in bilancio di alcune partecipazioni. Per I Viaggi del Ventaglio risultavano, altresì, incertezze in merito all'esito di un contenzioso originato dal mancato pagamento dei canoni relativi ai contratti di affitto di alcune strutture alberghiere che avrebbero potuto comportare la risoluzione dei medesimi contratti con significative penali a carico della società; tuttavia, gli amministratori non hanno ritenuto di effettuare accantonamenti in bilancio

confidando in una soluzione positiva della vertenza. Infine, sempre per I Viaggi del Ventaglio, in aggiunta alle citate incertezze, è stato formulato un rilievo in merito all'iscrizione di crediti per imposte anticipate relativi ai benefici attesi dal riporto a nuovo di perdite fiscali, mentre ad avviso del revisore tali crediti non avrebbero dovuto essere mantenuti in bilancio a causa delle incertezze sopra indicate.

Per Richard Ginori 1735 ulteriori specifici elementi di incertezza hanno riguardato la recuperabilità dei valori di talune immobilizzazioni materiali la cui attività produttiva era cessata e il cui ripristino dipendeva dalla realizzazione del piano industriale; è stato formulato anche un rilievo concernente la svalutazione di una partecipata che ha gravato sul risultato economico del 2005 pur essendo di competenza dell'esercizio 2004.

Per quanto riguarda Algol, che evidenziava un patrimonio netto negativo, la situazione di incertezza in merito alle prospettive di continuità aziendale era dovuta principalmente al mancato perfezionamento di un'operazione di ricapitalizzazione pianificata da colui che risultava l'unico azionista della società al momento del rilascio della relazione del revisore e ai dubbi sull'effettiva sostenibilità economico-finanziaria del piano industriale per il triennio 2006/2008 (fortemente condizionata dagli accordi da raggiungere con parti correlate all'azionista unico della società). Inoltre, l'impossibilità di esprimere un giudizio sui bilanci è stata determinata anche dalle limitazioni riscontrate nei lavori di revisione, per l'impossibilità di effettuare verifiche sui dati di una controllata e di due società cedute nel corso dell'esercizio la cui documentazione contabile non era stata resa disponibile. Tali verifiche risultavano necessarie in particolare per valutare la congruità di un fondo rischi accantonato per la liquidazione della controllata e per l'esame della voce di conto economico denominata "risultato netto di attività operative cessate" relativa alle società cedute.

In altri casi, le società di revisione pur esprimendo giudizi positivi sui bilanci hanno formulato dei rilievi per dissensi rispetto al trattamento di determinate poste contabili (Art'è e S.S. Lazio) o per limitazioni al processo di revisione (Banca Popolare Italiana, Finarte, FullSix e Partecipazioni Italiane).

Per Art'è il dissenso ha riguardato il trattamento contabile dei crediti commerciali ceduti con contratto pro-soluto e l'iscrizione nel conto economico dei relativi proventi finanziari, mentre ad avviso del revisore non ricorrevano i presupposti previsti dallo Ias 39 per effettuare l'eliminazione (derecognition) di tali crediti dai crediti commerciali; conseguentemente, le passività finanziarie e i crediti commerciali sono stati sottostimati e l'utile netto è stato sovrastimato.

Nel caso della S.S. Lazio, invece, è stato formulato un rilievo per lo storno di parte di un debito verso un istituto di credito dalla voce "debiti verso banche" e l'accredito del relativo importo alla voce "proventi straordinari" del conto economico. Tale operazione è stata effettuata sulla base di un parere legale e non ha avuto effetti sul patrimonio netto e sul risultato di esercizio in quanto è stato stanziato contestualmente un fondo rischi di pari ammontare. Tuttavia, il revisore ha rilevato che non ricorrevano le condizioni per tale eliminazione non essendosi verificata l'estinzione del debito, la prescrizione o la cancellazione dell'obbligazione.

Relativamente a Banca Popolare Italiana sono state espresse limitazioni nello svolgimento delle procedure di revisione concernenti le rettifiche apportate dagli amministratori in sede di

redazione dei nuovi bilanci d'esercizio e consolidato 2004, presentati nell'assemblea dei soci nel gennaio 2006, rettifiche precedentemente contabilizzate nel conto economico del primo semestre 2005. Tali limitazioni riguardavano, in particolare, le procedure di revisione sulla contabilizzazione delle garanzie di rendimento riconosciute ad alcuni clienti e degli accantonamenti a fronte delle relative potenziali perdite, nonché sulla svalutazione di taluni strumenti finanziari derivati con struttura complessa e altre attività finanziarie strutturate. Per effetto di tali limitazioni, il revisore non è stato in grado di determinare la corretta imputazione ai bilanci 2004 delle citate rettifiche e, conseguentemente, i possibili effetti sul risultato dell'esercizio 2005.

Per Finarte la limitazione ai lavori di revisione ha riguardato le possibili rettifiche connesse all'utilizzo di conti transitori relativi ai debiti e ai crediti commerciali, che avrebbero dovuto essere chiusi o riconciliati alla fine di ogni mese, e che contenevano, invece, partite non riconciliate che al revisore non è stato possibile indagare, vista anche la numerosità delle transazioni confluite in tali conti.

Per FullSix (già Inferentia), i revisori hanno evidenziato una limitazione ai lavori di revisione per la mancanza di adeguate informazioni in merito allo stato della liquidazione di una società controllata ceduta nel 2003, necessarie per valutare l'esistenza di eventuali passività potenziali residue in capo alla società cedente.

Nel caso di Partecipazioni Italiane (già Necchi) vi sono state limitazioni al procedimento di revisione per l'assenza di dati di bilancio aggiornati di una società collegata, necessari ai fini della valutazione della relativa partecipazione, e per il mancato ottenimento delle informazioni richieste agli amministratori in ordine ai crediti verso tale collegata.

A fine 2006 il numero di società di revisione iscritte nell'Albo speciale tenuto dalla Consob risultava invariato rispetto al 2005 (21 società). Nel corso del 2006 la Consob ha svolto accertamenti presso una società di revisione che aveva presentato istanza di iscrizione nell'Albo speciale al fine di valutare il possesso dei requisiti richiesti dall'art. 161 del Tuf. La Commissione ha, inoltre, avviato 2 ispezioni e ha sospeso un partner di una società di revisione (si veda il §2 del successivo Capitolo IV "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 stato rilevato un lieve incremento del numero dei soggetti sottoposti agli obblighi di revisione, da 1.885 (audit 2004) a 1.989 (audit 2005), mentre è rimasto sostanzialmente invariato il grado di concentrazione del settore con riferimento alla revisione obbligatoria.

II – LA VIGILANZA SUI MERCATI

1. Gli abusi di mercato

Nel 2006 la Consob ha concluso 13 accertamenti su anomalie riscontrate nell'ambito dell'attività di controllo dei mercati (Tav. 26).

Tav. 26

| Risultanze delle indagini in materia di abusi di mercato | | | | |
|--|---|---|---|--------|
| | Segnalazione di ipotesi di reato ¹ | | Accertamenti senza segnalazioni di ipotesi di reato ² | Totale |
| | | - di cui per ipotesi di abuso di informazioni privilegiate | | |
| 1997 | 19 | 16 | 33 | 52 |
| 1998 | 21 | 17 | 15 ³ | 36 |
| 1999 | 30 | 22 | 8 | 38 |
| 2000 | 21 | 17 | 5 | 26 |
| 2001 | 18 | 14 | 10 | 28 |
| 2002 | 16 | 7 | 9 | 25 |
| 2003 | 16 | 13 | 10 | 26 |
| 2004 | 11 | 4 | 8 | 19 |
| 2005 | 4 | 2 | 4 | 8 |
| 2006 | 7 | 2 | 6 | 13 |

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

In 7 di questi accertamenti la Consob ha trasmesso all'Autorità Giudiziaria una relazione formulando ipotesi di reato (4 nel 2005); in particolare sono stati rilevati 2 casi di abuso di informazioni privilegiate e 5 casi di manipolazione del mercato (2 casi di manipolazione informativa, 2 casi di manipolazione operativa e un caso di manipolazione in forma mista).

Nelle due relazioni inviate all'Autorità Giudiziaria in cui è stato ipotizzato il compimento del reato di insider trading, le informazioni privilegiate oggetto di abuso riguardavano fatti attinenti a società quotate e avevano ad oggetto un importante cambiamento nella composizione del consiglio di amministrazione e un accordo commerciale (Tav. 27).

Il numero di soggetti complessivamente segnalati all'Autorità Giudiziaria per ipotesi di abuso di informazioni privilegiate e di manipolazione del mercato è stato pari, rispettivamente, a 7 e 8 (Tav. 28).

Tav. 27

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

| | Mutamento del controllo - Opa | Risultati economici. Situazione patrimoniale e finanziaria | Operazioni sul capitale. Fusioni - Scissioni | Altre di cui per ipotesi di front running | | Totale |
|------|-------------------------------|--|--|--|----|--------|
| 1997 | 7 | 4 | 2 | 3 | -- | 16 |
| 1998 | 13 | 1 | 3 | -- | -- | 17 |
| 1999 | 13 | 4 | 3 | 2 | -- | 22 |
| 2000 | 6 | 1 | 3 | 7 | 1 | 17 |
| 2001 | 9 | -- | 2 | 3 | 2 | 14 |
| 2002 | 1 | 1 | 2 | 3 | 1 | 7 |
| 2003 | 5 | 2 | 1 | 5 | 2 | 13 |
| 2004 | 2 | 1 | -- | 1 | -- | 4 |
| 2005 | -- | 1 | -- | 1 | 1 | 2 |
| 2006 | -- | -- | -- | 2 | -- | 2 |

Tav. 28

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

| | Intermediari autorizzati ¹ | Insiders istituzionali ² | Altri soggetti ³ | Operatori esteri | Totale |
|---|---------------------------------------|-------------------------------------|-----------------------------|------------------|--------|
| Abuso di informazioni privilegiate | | | | | |
| 1997 | 11 | 12 | 41 | 17 | 81 |
| 1998 | 17 | 31 | 34 | 32 | 114 |
| 1999 | 21 | 26 | 56 | 48 | 151 |
| 2000 | 24 | 11 | 149 | 34 | 218 |
| 2001 | 20 | 6 | 53 | 30 | 109 |
| 2002 | 14 | 1 | 69 | 21 | 105 |
| 2003 | 2 | 12 | 35 | 20 | 69 |
| 2004 | -- | 8 | 7 | 4 | 19 |
| 2005 | -- | 1 | 2 | -- | 3 |
| 2006 | -- | 7 | -- | -- | 7 |
| Manipolazione di mercato | | | | | |
| 1997 | 3 | 21 | -- | -- | 24 |
| 1998 | 7 | 2 | -- | 2 | 11 |
| 1999 | 10 | 5 | 34 | 2 | 51 |
| 2000 | 1 | 2 | 1 | 1 | 5 |
| 2001 | 4 | 1 | 1 | 2 | 8 |
| 2002 | 18 | 2 | -- | 4 | 24 |
| 2003 | 6 | -- | 1 | -- | 7 |
| 2004 | 4 | 2 | 6 | 1 | 13 |
| 2005 | -- | 1 | 7 | -- | 8 |
| 2006 | -- | 6 | 2 | -- | 8 |

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

Per quanto riguarda gli accertamenti oggetto di comunicazione alla magistratura che si riferivano a fatti accaduti dopo l'entrata in vigore della nuova disciplina sugli abusi di mercato, in 3 casi la Consob ha anche avviato procedimenti amministrativi che hanno coinvolto, complessivamente, 9 soggetti (5 persone fisiche e 4 persone giuridiche; questi ultimi procedimenti sono stati aperti ai sensi della disciplina sulla responsabilità amministrativa degli enti, art. 187-quinquies del Tuf).

Per i 6 accertamenti che non hanno condotto alla formulazione di ipotesi di reato (di cui 4 relativi a ipotesi di abuso di informazioni privilegiate e 2 a ipotesi di manipolazione del mercato), ai sensi della nuova disciplina, non è stata trasmessa alcuna relazione all'Autorità Giudiziaria; sono state, tuttavia, trasmesse 3 relazioni relative a casi per i quali la stessa Autorità Giudiziaria aveva richiesto notizie.

A seguito della trasmissione degli atti processuali da parte dell'Autorità Giudiziaria per l'accertamento di eventuali responsabilità di tipo amministrativo (come previsto dall'art. 9, comma 6, della legge 62/2005), la Consob ha avviato anche altri 7 procedimenti amministrativi nei confronti di persone fisiche per le quali, alla data dell'entrata in vigore della nuova disciplina sugli abusi di mercato, erano pendenti procedimenti relativi a condotte poi depenalizzate. Tali procedimenti risultavano ancora in corso a fine 2006.

Nel 2006 la Consob ha formulato oltre 200 richieste di dati e informazioni a intermediari, società quotate, pubbliche amministrazioni e Autorità estere nell'ambito dell'attività di vigilanza sugli abusi di mercato (Tav. 29).

Tav. 29

Richieste di dati e notizie in materia di abusi di mercato

| | Soggetti destinatari delle richieste | | | | | Totale |
|------|---------------------------------------|---|------------------|---------------------------|-----------------|-------------------|
| | Intermediari autorizzati ¹ | Società quotate e loro controllanti o controllate | Soggetti privati | Pubbliche amministrazioni | Autorità estere | |
| 1997 | 220 | 37 | 49 | 22 | 11 | 339 |
| 1998 | 324 | 14 | 50 | 10 | 17 | 415 |
| 1999 | 416 | 22 | 48 | -- | 21 | 507 |
| 2000 | 492 | 33 | 11 | 4 | 30 | 570 |
| 2001 | 247 | 30 | 93 ² | 10 | 33 | 413 ³ |
| 2002 | 154 | 28 | 52 ⁴ | 1 | 24 | 259 ⁵ |
| 2003 | 185 | 15 | 55 ⁶ | 3 | 27 | 285 ⁷ |
| 2004 | 146 | 13 | 23 ⁸ | 2 | 11 | 195 ⁹ |
| 2005 | 140 | 9 | 47 ¹⁰ | -- | 23 | 219 ¹¹ |
| 2006 | 161 | 11 | 44 ¹² | 4 | 7 | 227 ¹³ |

¹ Banche, Sim, Sgr e agenti di cambio. ² Il dato include 7 audizioni. ³ Di cui 156 per conto di Autorità estere. ⁴ Il dato include 19 audizioni. ⁵ Di cui 36 per conto di Autorità estere. ⁶ Il dato include 29 audizioni. ⁷ Di cui 38 per conto di Autorità estere. ⁸ Il dato include 7 audizioni. ⁹ Di cui 101 per conto Autorità estere. ¹⁰ Il dato include 42 audizioni. ¹¹ Di cui 63 per conto di Autorità estere. ¹² Il dato include 31 audizioni. ¹³ Di cui 38 per conto di Autorità estere.

La Consob si è, inoltre, costituita parte civile in 13 procedimenti penali per ipotesi di *insider trading* e manipolazione (Tav. 30).

Tav. 30

Interventi dell'Istituto in procedimenti penali relativi a reati di *insider trading* e aggioaggio

| | Interventi | Reato ¹ | Esito al 31 dicembre 2006 |
|------|------------|--|---|
| 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 | sentenza di proscioglimento per prescrizione 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 sentenza di patteggiamento |
| 2005 | 9 | Insider trading e aggioaggio | in corso ⁶ 2 sentenze di patteggiamento; 3 sentenze di non luogo a procedere ⁶ |
| 2006 | 13 | Insider trading, manipolazione e ostacolo alle funzioni di vigilanza | in corso ⁷ 2 sentenze di condanna ⁸ 6 sentenze di patteggiamento 1 assoluzione ⁹ 2 sentenze di non luogo a procedere ¹⁰ |

¹ *Insider trading*: art. 2, legge 157/1991, poi art. 180 del Tuf, ora art. 184 del Tuf; aggioaggio: art. 5, legge 157/1991, poi art. 2637 del c.c., ora art. 185 del Tuf. ² Il procedimento è tuttora in corso con riguardo ad altre ipotesi di reato. ³ L'intervento era già stato proposto nel 1998, ma a seguito della regressione del procedimento alla fase delle indagini preliminari, è stato necessario riproporre l'intervento nel corso del 2000. ⁴ In tali procedimenti la Consob si è costituita parte civile. ⁵ Uno di tali procedimenti è stato avviato anche per il reato di false comunicazioni e ostacolo all'esercizio delle funzioni delle Autorità pubbliche di vigilanza (art. 2638 c.c.). ⁶ Nel corso del 2005, la Consob si è sempre costituita parte civile, salvo che in un caso. ⁷ Nel corso del 2006, la Consob si è sempre costituita parte civile, salvo che in 2 casi. ⁸ Avverso una sentenza di condanna è stato proposto appello. ⁹ In tale procedimento il giudice ha altresì disposto la trasmissione degli atti ai fini della eventuale applicazione di sanzioni amministrative pecuniarie ex art. 187-bis del Tuf. ¹⁰ In particolare, una sentenza è stata emessa con formula per non aver commesso il fatto; un'altra perché il fatto non costituisce reato.

I reati di insider trading e manipolazione, compromettendo la possibilità per la Consob di perseguire al meglio la realizzazione delle proprie finalità istituzionali, incidono direttamente sul diritto soggettivo di esistere e/o di efficacemente operare della stessa Consob (quale persona giuridica di diritto pubblico); l'Istituto è, quindi, pienamente legittimato a costituirsi parte civile al fine di ottenere il ristoro dei danni subiti.

In proposito, conformemente al principio generale discendente dall'art. 74 c.p.p. - che legittima all'esercizio dell'azione civile nel processo penale «il soggetto al quale il reato ha recato il danno» - l'art. 187-undecies, comma 2 del Tuf, menziona espressamente il danno cagionato

all'integrità del mercato, da liquidare in favore della Consob, in qualità di Autorità di vigilanza titolare dell'interesse pubblico all'integrità del mercato.

In altri termini, la norma del Tuf, lungi dall'individuare una nuova e diversa tipologia di danno, enuclea taluni criteri, quali l'offensività del fatto, le qualità personali del colpevole e l'entità del prodotto o del profitto conseguito dal reato, che il giudice può utilizzare al fine di quantificare in via pecuniaria l'entità del danno cagionato dagli imputati nell'ambito di una valutazione eventualmente equitativa.

Tale impostazione ha di recente trovato pieno accoglimento giurisprudenziale in un caso di manipolazione del mercato. Infatti, il Tribunale di Milano, Sezione III penale, con sentenza del 27 marzo 2006, n. 3406, ha accolto la domanda risarcitoria avanzata dalla Consob e ha liquidato (quantificandolo in 30.000 euro) il danno, a essa riferibile, consistente nella lesione dell'integrità del mercato, applicando i criteri previsti dall'art. 187-undecies, comma 2 del Tuf.

Quest'ultima sentenza, ha precisato che: "Il termine danno all'integrità del mercato riportato nella formulazione dell'art. 187 undecies Tuf, va quindi riferito alla lesione arrecata alla omonima finalità istituzionale di tutela in capo alla Consob"; "spetta all'Autorità quale soggetto titolare di diritti"; "discende, di per sé, dalla consumazione del reato e attiene a un danno non patrimoniale risarcibile (anche) in via equitativa".

Negli ultimi mesi del 2006 il Tribunale di Milano ha pronunciato oltre 3 sentenze di condanna al risarcimento del danno non patrimoniale cagionato alla Consob da reati di abuso di mercato.

In primo luogo, la Sezione II penale, con sentenza n. 10580 del 25 ottobre 2006, ritenuta la responsabilità penale degli imputati per insider trading, ha liquidato in favore della Consob la somma complessiva di € 92.767,00 a titolo di danno patrimoniale e non patrimoniale. Inoltre, la Sezione III penale, con sentenza del 25 ottobre 2006, ritenuta la responsabilità penale dell'imputata per insider trading, ha quindi liquidato in € 30.000,00 il danno non patrimoniale patito dalla Consob. Da ultimo, la sentenza n. 11400 del 23 novembre 2006, emessa dalla Sezione I penale, ritenuta la responsabilità dei due imputati per aggio su strumenti finanziari, ha liquidato in favore della Consob la somma complessiva di € 6.000.000,00, a titolo di danno, patrimoniale e non patrimoniale.

Nel 2006 sono state pronunciate 6 sentenze di condanna per abusi di mercato, 7 di patteggiamento, 2 di assoluzione e 2 di non luogo a procedere (Tav. 31).

Nel corso del 2006 si è celebrata presso il Tribunale di Milano l'udienza preliminare del procedimento penale avviato nei confronti di numerosi esponenti aziendali, dipendenti e revisori dell'intermediario Bipop-Carire, imputati, tra l'altro, del reato di ostacolo all'esercizio delle funzioni di vigilanza della Consob e della Banca d'Italia. Il Giudice per l'udienza preliminare ha emesso sentenza di applicazione della pena su richiesta delle parti ex art. 444 c.p.p. nei confronti di alcuni degli imputati nonché sentenza di non luogo a procedere ex art. 425 c.p.p., nei confronti di due imputati.

Esiti delle relazioni inviate all'Autorità Giudiziaria in materia di *insider trading* e aggio

| | Archiviazione | Archiviazione parziale | Richiesta di rinvio a giudizio | Sentenza di patteggiamento | Sentenza di condanna | Sentenza di assoluzione | Sentenza di non luogo a procedere | Sentenza di estinzione del reato per prescrizione | Totale |
|-----------|---------------|------------------------|--------------------------------|----------------------------|----------------------|-------------------------|-----------------------------------|---|--------|
| 1991-1997 | 7 | -- | 5 | 2 | 2 | -- | -- | -- | 16 |
| 1998 | 4 | -- | 1 | 1 | -- | -- | -- | -- | 6 |
| 1999 | 10 | 1 | 2 | 1 | -- | 1 | 1 | -- | 16 |
| 2000 | 6 | 4 | 2 | 3 | -- | -- | -- | 1 | 16 |
| 2001 | 12 | 1 | 3 ¹ | 2 | 1 ¹ | -- | -- | -- | 19 |
| 2002 | 10 | -- | 2 | -- | 2 ² | -- | -- | 2 | 16 |
| 2003 | 16 | -- | -- | -- | -- | -- | -- | 1 | 17 |
| 2004 | 2 | 1 | 3 | -- | 1 | -- | -- | -- | 7 |
| 2005 | 4 | 1 | 9 | 3 | 3 | 1 ³ | 3 ^{3,4} | 1 | 25 |
| 2006 | -- | -- | 16 ⁵ | 7 | 6 ⁶ | 2 ⁷ | 2 ⁸ | -- | 33 |

¹ La sentenza di primo grado è stata impugnata. ² Alcuni imputati sono stati assolti. Una delle sentenze è stata impugnata, ma confermata in Cassazione. ³ Una delle sentenze ha assolto uno degli imputati e ha disposto la trasmissione degli atti alla Consob ai fini dell'eventuale applicazione di sanzioni amministrative pecuniarie come previsto dall'art. 187-bis del Tuf, come introdotto dalla legge 62/2005. ⁴ In un caso, la sentenza di non luogo a procedere nei confronti di alcuni imputati ha altresì disposto la trasmissione degli atti alla Consob ai fini dell'eventuale applicazione di sanzioni amministrative pecuniarie come previsto dall'art. 187-bis del Tuf. ⁵ In 2 casi la Consob non si è costituita parte civile. ⁶ In 2 casi la sentenza di primo grado è stata impugnata. In un caso, la sentenza è stata pronunciata dalla Suprema Corte di Cassazione. ⁷ Il giudice ha emesso sentenza di assoluzione per non aver commesso il fatto e ha altresì disposto la trasmissione degli atti alla Consob ai fini della eventuale applicazione di sanzioni amministrative pecuniarie come previsto dall'art. 187-bis del Tuf. Un'altra sentenza è stata emessa dalla Suprema Corte perché il fatto non è più previsto dalla legge come reato. ⁸ Le sentenze sono state emesse con formula "per non aver commesso il fatto" e perché il fatto non costituisce reato.

La Consob si è costituita parte civile nell'ambito del procedimento penale instaurato, innanzi al Tribunale di Milano, nei confronti di taluni esponenti aziendali o dipendenti di banche, di branch italiane di banche estere e di una società di gestione del risparmio italiana, persone giuridiche imputate ex legge n. 231/2001, le cui condotte descritte nei capi di imputazione sono state ritenute tutte riconducibili all'unica fattispecie di aggio informativo consumata nell'ambito del caso Parmalat. In relazione a tale vicenda, prosegue innanzi al medesimo Tribunale la fase dibattimentale del procedimento penale instaurato nei confronti di esponenti aziendali, revisori e consulenti del gruppo Parmalat, imputati dei reati di aggio, falso in bilancio e ostacolo alle funzioni di vigilanza, ove la Consob si è ugualmente costituita parte civile.

Di particolare rilievo è l'ordinanza con cui il Tribunale di Milano, Sezione III penale, in data 16 marzo 2006, ha ritenuto di includere tra gli insiders primari anche un soggetto che rivestiva la carica di componente del consiglio di amministrazione di una società diversa dall'emittente dei titoli oggetto di insider trading. Sul punto, è stato rilevato che «la previsione normativa dell'insider in possesso dell'informazione privilegiata in ragione dell'esercizio di una funzione pubblica» è «evidentemente irriducibile al novero degli emittenti quotati e dei soggetti che li controllano. La disposizione contempla, piuttosto, la trasmissione della qualifica di insider primario anche ai soggetti esterni all'emittente che ricevano informazioni ancora privilegiate per ragioni di esercizio di una funzione, un ufficio, una professione».

Giova evidenziare che l'interpretazione appena esposta è stata avallata anche dalla giurisprudenza della Corte di Cassazione, la quale ha specificato che «Il nuovo art. 184 del d.lgs.

n. 58 del 1998, prevede infatti che soggetto attivo del reato di abuso di informazioni privilegiate possa essere non solo chi abbia un ruolo all'interno della società emittente dei titoli cui le informazioni si riferiscono, ma anche chi sia in possesso di tali informazioni in ragione "dell'esercizio di un'attività lavorativa, di una professione o di una funzione, anche pubblica, o di un ufficio". Ed è indiscusso che debba qualificarsi come un ufficio privato il ruolo di amministratore (...)» (Cass. Pen., Sez. V, 31 luglio 2006, n. 1465).

Degna di nota è anche l'ordinanza resa dal Tribunale Milano, Sezione III penale, resa in data 25 ottobre 2006, ove, con riguardo al reato di cui all'art. 184 del Tuf, è stata espressamente ammessa la configurabilità del concorso in insider trading primario, che «si realizza come figura di concorso dell'extraneus nel reato proprio. Ciò accade quando l'outsider, nella consapevolezza della qualifica rivestita e delle funzioni svolte dall'insider, lo istiga, lo determina (concorso morale) o lo aiuta – ponendo in essere una parte della condotta tipica o una condotta atipica di efficace supporto rispetto alla realizzazione della condotta tipica (concorso materiale) – consapevolmente a realizzare una delle condotte di abuso di informazioni privilegiate previste dall'art. 184».

In tal modo, è stata ammessa, in via generale, la possibilità che un soggetto (extraneus), ancorché privo della qualità personale richiesta dalla legge per un determinato reato, concorra con il cosiddetto soggetto qualificato (intraneus) alla commissione del medesimo reato, risultandone penalmente responsabile ex art. 110 c.p..

In un'ulteriore pronuncia, la Corte di Cassazione ha annullato senza rinvio una sentenza di condanna resa dalla Corte di Appello di Brescia nei confronti di un imputato per il reato di insider trading di cui al previgente art. 180, comm. 1, del Tuf (oggi art. 184, comma 1), "perché il fatto non è più previsto dalla legge come reato". In tale sentenza è stato, in particolare, chiarito che il predetto reato di insider trading è, alla luce delle profonde modifiche innovate dalla legge n. 62/2005, ora effettivamente configurabile soltanto «nei confronti di chi partecipi alla società emittente, oltre che nei confronti di soggetti investiti di particolari uffici (...). Il socio partecipe del capitale di altre società, diverse da quella emittente i titoli oggetto delle informazioni privilegiate, può rispondere ora solo di un illecito amministrativo (art. 187-bis del d.lgs. n. 58 del 1998)».

2. La gestione di mercati regolamentati e gli scambi organizzati

Nel corso del 2006 la Commissione ha approvato, ai sensi dell'art. 63, comma 2 del Tuf, diverse modifiche al Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana e alle relative Istruzioni.

Nel mese di febbraio, la Consob ha approvato alcune modifiche al Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana e alle relative Istruzioni riguardanti: (i) l'estensione della funzionalità dei cross-order per i mercati Mta, Mot e Sedex; (ii) l'introduzione delle proposte combinate "tailor made"; (iii) i requisiti per l'ammissione a quotazione dei covered warrant, dei certificati e delle obbligazioni strutturate; (iv) l'introduzione di una specifica disciplina della procedura di ammissione alle negoziazioni di strumenti finanziari già ammessi in un altro mercato; (v) la disciplina della sospensione e della revoca degli emittenti nonché alcune modifiche conseguenti al recepimento della direttiva sugli abusi di mercato.

Successivamente, la Consob ha approvato modifiche alle Istruzioni al Regolamento relative: (i) alla disciplina delle rettifiche alle operazioni non regolate, in caso di pagamento di dividendi; (ii) alla rettifica dei contratti di opzione su azioni e futures su azioni, in caso di distribuzione di dividendo straordinario; (iii) alla disciplina del buy-in volontario per operazioni non garantite da controparte centrale.

La Consob ha poi approvato ulteriori modifiche al Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana concernenti: (i) la disciplina delle analisi finanziarie; (ii) il recepimento della direttiva prospetti e gli obblighi informativi degli Oicr; (iii) la disciplina degli specialisti; (iv) il mercato Sedex e il mercato Tah (after hours) in relazione, rispettivamente, alla nuova definizione di certificate e alla limitazione della negoziabilità sul mercato after hours di alcune tipologie di covered warrant e di certificates.

Nel giugno 2006 la Consob ha approvato le modifiche alle Istruzioni del Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana concernenti: (i) la disciplina dei "block traders" su future sull'indice S&P/Mib; (ii) l'introduzione di opzioni a lungo termine su azioni; (iii) gli obblighi degli operatori market maker su opzioni. Ulteriori modifiche alle Istruzioni hanno avuto ad oggetto gli schemi di comunicati price sensitive aggiornati a seguito dell'adozione, da parte della Consob, di una specifica comunicazione in materia. Infine, nel dicembre 2006, la Consob ha approvato altre modifiche alle Istruzioni in materia di ampliamento delle condizioni di illiquidità delle azioni sottostanti i contratti futures e di opzione in occasione delle quali Borsa Italiana può disporre la chiusura e la liquidazione delle relative posizioni aperte.

In seguito a una modifica dell'assetto proprietario della società di gestione dei mercati regolamentati Tlx Spa, che ha visto l'ingresso di un secondo socio che riveste il ruolo di *market maker*, sono state apportate modifiche allo statuto della società stessa, con particolare riferimento alle clausole aventi ad oggetto la circolazione delle azioni, la disciplina della *governance* societaria e l'ingresso di nuovi soci.

La Consob ha quindi approvato modifiche al Regolamento e alle Istruzioni del mercato regolamentato organizzato e gestito da Tlx Spa conseguenti l'ingresso del nuovo *market maker*.

In particolare, è stata introdotta la differenziazione fra strumenti "branded" (emessi da un market maker o da società appartenenti allo stesso gruppo della società di gestione) e "non branded". Per i branded l'attività di market making può essere svolta esclusivamente dal socio che ha emesso (o la cui società collegata ha emesso) il relativo strumento finanziario, mentre per i non branded l'attività di market making deve essere svolta da almeno un operatore o, qualora sul mercato Tlx operino più di due market maker, da almeno due operatori. Altre modifiche hanno riguardato gli orari di negoziazione e le modalità di esecuzione degli ordini.

In precedenza la Consob aveva approvato modifiche al Regolamento e alle Istruzioni del mercato Tlx in conseguenza dell'implementazione della nuova piattaforma di negoziazione "Click XT", relativa ai mercati Tlx e EuroTlx. Ulteriori modifiche erano state approvate con riferimento all'estensione alle azioni, ai certificati rappresentativi di azioni e agli altri titoli di capitale di rischio, della possibilità (già prevista nel caso di titoli obbligazionari) di ammettere alle negoziazioni tali strumenti finanziari in assenza di domanda da parte dell'emittente.

La Consob ha esercitato un'attenta azione di vigilanza anche sui sistemi di scambi organizzati.

L'espletamento delle funzioni di vigilanza si è svolto nell'ambito dell'ordinario controllo sull'attività svolta dai singoli sistemi di scambi organizzati; specifici controlli sono stati, tuttavia, effettuati su un sistema gestito da un soggetto sprovvisto della qualità di intermediario abilitato, al fine di verificarne l'adeguatezza delle modalità operative. La società di gestione del sistema, nelle more dell'adeguamento delle proprie procedure di funzionamento, ha deciso di sospendere l'attività di negoziazione.

3. I servizi di compensazione, liquidazione e gestione accentrata di strumenti finanziari

Nell'ambito dell'attività di vigilanza nei confronti della Cassa di Compensazione e Garanzia Spa, per quanto attiene ai servizi di controparte centrale, e di Monte Titoli Spa, per quanto attiene ai servizi di gestione accentrata e di liquidazione, la Consob ha dato la propria intesa alla Banca d'Italia per l'approvazione di alcune modifiche ai regolamenti che disciplinano l'operatività di tali società.

Nel mese di marzo sono state approvate modifiche concernenti il Regolamento dei sistemi di garanzia delle operazioni su strumenti finanziari della Cassa di Compensazione e Garanzia e il Regolamento operativo dei servizi di liquidazione (Express II) e delle attività accessorie di Monte Titoli, motivati dalla necessità di rispettare l'impegno assunto nei confronti dell'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato, a conclusione dell'indagine da quest'ultima svolta nel corso del 2005 in merito all'operazione di concentrazione tra Borsa Italiana Spa, Euronext ed Mts Spa.

Nel mese di agosto, il Regolamento dei servizi di compensazione e garanzia è stato oggetto di modifiche al fine di: (i) precisare i termini di irrevocabilità e definitività delle operazioni immesse nel sistema di garanzia a controparte centrale, alla luce delle variazioni intervenute in materia di sistema di liquidazione; (ii) rettificare i rapporti contrattuali nei confronti dei partecipanti, sotto il profilo dell'adesione, sospensione ed esclusione dal sistema a controparte centrale.

Il Regolamento operativo dei servizi di liquidazione è stato oggetto di modifiche nei mesi di agosto e ottobre, con riferimento a: (i) l'unificazione delle piattaforme tecnologiche di riscontro e rettifica giornalieri delle operazioni; (ii) l'introduzione di nuovi criteri di determinazione del momento di irrevocabilità e definitività, in conformità di quanto previsto dal d.lgs. n. 210 del 2001; (iii) l'introduzione di una penalizzazione, a carico dei partecipanti al sistema, in caso di ritardi nel pagamento del saldo contante della liquidazione netta; (iv) l'introduzione della procedura cosiddetta di mini-netting, la quale, limitatamente alle operazioni garantite da controparte centrale, consente, nell'ambito della liquidazione lorda, di abbinare coppie di operazioni di pari quantità di titoli in acquisto e in vendita, in modo da determinare i corrispondenti saldi netti di contante inerenti alle sole controparti centrali.

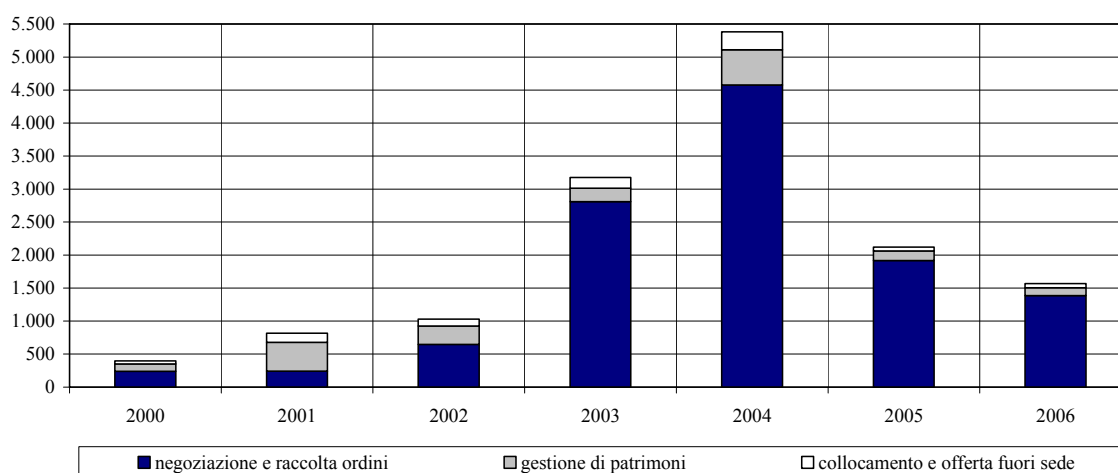
III – LA VIGILANZA SUGLI INTERMEDIARI

1. Banche, Sim e agenti di cambio

Nel 2006 si è ulteriormente ridotto il numero di esposti ricevuti dalla Consob in materia di prestazione di servizi di investimento e di gestione collettiva del risparmio (da oltre 2.000 nel 2005 a circa 1.500; Fig. 66). Come negli anni passati, le controversie fra intermediari e clienti hanno riguardato in larga misura il servizio di negoziazione e, in particolare, l'informativa preventiva sulle caratteristiche degli strumenti finanziari (Tav. 32).

Fig. 66

Numero di esposti ricevuti dalla Consob in materia di servizi di investimento



Tav. 32

Tipologia degli esposti 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 | |
| 2005 | 1.332 | 5 | 59 | 187 | 335 | 23 | 66 | 15 | 40 | 1 | 44 | 6 | -- | 7 | 2.120 | |
| 2006 | 881 | 4 | 27 | 156 | 317 | 11 | 33 | 35 | 40 | 11 | 29 | 7 | -- | 17 | 1.568 | |

Nel 2006, dopo le incisive azioni di *enforcement* poste in essere nei confronti di intermediari coinvolti nelle vicende relative ai collocamenti di obbligazioni di emittenti successivamente dichiarati in *default*, l'azione di vigilanza della Commissione è stata tesa a sensibilizzare degli operatori verso l'adozione di comportamenti virtuosi nei rapporti con gli investitori.

In questa ottica, l'attività di vigilanza continuativa sulla generalità dei soggetti abilitati è stata affiancata da iniziative mirate su specifiche aree di attività. In particolare, in ragione del peso assunto da determinati canali commerciali nella distribuzione dei prodotti finanziari e dei servizi di investimento, specifica attenzione è stata riservata al settore delle reti di vendita. In questo ambito, la vigilanza ha riguardato essenzialmente il profilo delle generali procedure di controllo interno, in particolare sull'attività dei promotori finanziari.

L'azione di vigilanza si è avvalsa di attività ispettive focalizzate sulla verifica delle procedure adottate dagli intermediari dirette a garantire, nell'ambito dell'offerta fuori sede e della prestazione del servizio di ricezione e trasmissione ordini da parte dei promotori finanziari, il rispetto degli obblighi di informativa all'investitore sulla natura e i rischi delle operazioni e di valutazione dell'adeguatezza degli investimenti, nonché il rispetto dei doveri dell'intermediario in tema di conflitti di interessi. Sempre con riguardo all'offerta fuori sede, è stata posta particolare attenzione anche ai controlli effettuati nei confronti delle reti distributive.

Le procedure, costituendo la formula attraverso la quale la banca o la Sim si predispongono al rispetto delle regole di condotta, individuano il "modo d'essere" dell'intermediario a prescindere dalla tipologia specifica dello strumento finanziario trattato, consentendo alla vigilanza di avere un quadro di sintesi, ma estremamente significativo e caratterizzante, della correttezza del soggetto. Infatti, in realtà operative comunque complesse, le regole di condotta non si estrinsecano soltanto nel comportamento tenuto dal personale dell'intermediario in contatto con la clientela. Il rispetto delle regole di condotta finalizzate a garantire la correttezza e trasparenza nei rapporti con i clienti presuppone la predisposizione da parte dell'intermediario (con il coinvolgimento degli organi di vertice) di criteri e meccanismi idonei a guidare e a verificare i diversi momenti di concreta interrelazione con l'investitore.

Un'altra importante area oggetto di specifiche iniziative di vigilanza ha riguardato l'attività di negoziazione in strumenti finanziari derivati non quotati con imprese non finanziarie da parte di alcuni fra i maggiori gruppi bancari italiani.

Le indagini sono state effettuate sia tramite richieste di dati e notizie ai soggetti direttamente interessati e alle società incaricate del controllo contabile, sia attraverso verifiche ispettive, ovvero richiedendo accertamenti alla Banca d'Italia (ai sensi dell'art. 10, comma 2, del Tuf). Le verifiche hanno portato alla contestazione di violazioni della disciplina sulla prestazione dei servizi di investimento e quindi all'apertura di procedimenti sanzionatori e all'attivazione di specifiche iniziative, quali la convocazione degli organi sociali, tese a garantire l'adozione di opportune misure correttive da parte degli intermediari.

Il complesso delle citate iniziative di vigilanza ha portato la Commissione ad avviare 5 ispezioni nei confronti di intermediari nel 2006 (3 Sim e 2 banche; Tav. 33); in 2 casi la Banca d'Italia, ai sensi dell'art. 10, comma 2, del Tuf, ha richiesto alla Consob di effettuare accertamenti su profili di propria competenza. Escludendo le ispezioni su società quotate connesse a profili diversi dal rispetto della disciplina dell'intermediazione mobiliare, le verifiche ispettive concluse nel 2006 sono state 9 (di cui 7 avviate nel corso del 2004), e hanno interessato 2 Sgr (si veda anche il successivo §2), 5 Sim e 2 banche. Dei 5 accertamenti nei confronti di Sim, 3 hanno riguardato anche il rispetto della normativa in tema di antiriciclaggio, sulla base del protocollo d'intesa stipulato con l'Ufficio Italiano dei Cambi.

Tav. 33

Attività ispettiva nei confronti di intermediari e società quotate

| | Accertamenti ispettivi | | | Accertamenti iniziati nei confronti di: | | | | | | | Accertamenti conclusi nei confronti di: | | | | | | |
|------|------------------------|----------|-----------------|---|----------------|-----------|------------------|----------------------|-----------------|--------|---|----------------|-----------|------------------|----------------------|-----------------|--------|
| | Deliberati | Iniziati | Conclusi | Sim ¹ | Banche | Sgr/Sicav | Agenti di cambio | Promotori finanziari | Società quotate | Totale | Sim ¹ | Banche | Sgr/Sicav | Agenti di cambio | Promotori finanziari | Società quotate | Totale |
| 1997 | 16 | 25 | 31 | 12 ³ | 5 | 1 | 6 | 1 | -- | 25 | 17 | 9 | -- | 4 | 1 | -- | 31 |
| 1998 | 24 | 20 | 22 | 6 | 9 ⁴ | -- | 3 | -- | 2 ⁵ | 20 | 9 ³ | 8 ⁴ | -- | 3 | -- | 2 ⁵ | 22 |
| 1999 | 21 | 23 | 24 | 8 | -- | -- | 3 | 11 | 1 | 23 | 8 | 2 | -- | 2 | 11 | 1 | 24 |
| 2000 | 18 | 19 | 18 | 5 | 1 | 6 | 6 | 1 | -- | 19 | 5 | 2 | 1 | 9 | 1 | -- | 18 |
| 2001 | 8 | 9 | 13 ² | 2 | 2 | 2 | 3 | -- | -- | 9 | 4 ⁶ | 1 ⁷ | 5 | 3 | -- | -- | 13 |
| 2002 | 9 | 13 | 12 | 5 | 2 | 3 | 1 | -- | 2 ⁸ | 13 | 4 | 3 | 4 | 1 | -- | -- | 12 |
| 2003 | 14 | 14 | 18 | 1 | 9 | -- | -- | -- | 4 | 14 | 5 | 8 | 1 | -- | -- | 4 | 18 |
| 2004 | 3 | 5 | 8 | -- | 2 | 1 | -- | -- | 2 | 5 | -- | 5 | 1 | -- | -- | 2 | 8 |
| 2005 | 14 | 14 | 11 | 4 | 2 | 6 | -- | -- | 2 | 14 | 1 | 4 | 4 | -- | -- | 2 | 11 |
| 2006 | 6 | 5 | 9 | 3 | 2 | -- | -- | -- | 2 | 7 | 5 | 2 | 2 | -- | -- | 2 | 11 |

¹ Sono incluse le società fiduciarie. ² Di cui 2 accertamenti sospesi. ³ Di cui un'impresa di investimento comunitaria. ⁴ Di cui 6 accertamenti ai sensi dell'art. 8, legge 157/1991. ⁵ Di cui un accertamento ai sensi dell'art. 8, legge 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.

La Commissione ha continuato a sviluppare modelli *risk based* per la definizione di piani di vigilanza e per l'individuazione degli intermediari che possono porre maggiori rischi per il conseguimento degli obiettivi istituzionali, tenendo presente anche il diverso livello di concentrazione che caratterizza l'offerta dei vari servizi di investimento e i legami di gruppo esistenti fra diverse tipologie di intermediari (Riquadro 2).

Riquadro 2

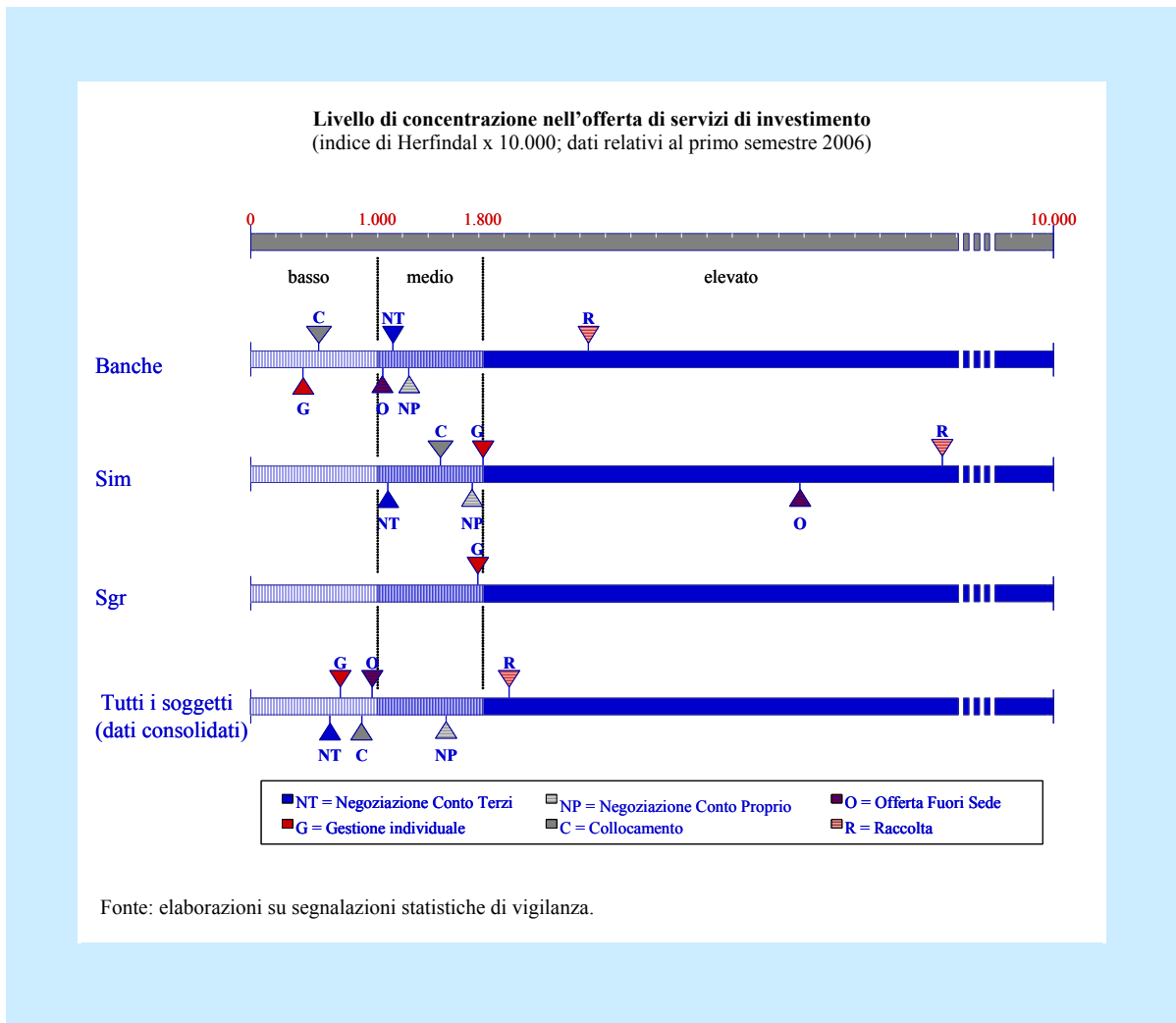
La concentrazione nel settore dei servizi di investimento

I dati sui volumi di operatività del primo semestre 2006 indicano che la concentrazione nell'offerta dei diversi servizi di investimento è mediamente ridotta; le sole rilevanti eccezioni sono rappresentate dai servizi di negoziazione in conto proprio e dalla ricezione e trasmissione ordini. In termini complessivi, la concentrazione rimane comunque più elevata nel comparto delle Sim rispetto a quello delle banche, poiché fra le Sim vi sono numerosi soggetti caratterizzati da dimensioni operative molto ridotte che convivono con pochi soggetti di grandi dimensioni in grado anche di competere con i maggiori intermediari bancari.

Quanto ai singoli servizi, l'elevato grado di concentrazione per la ricezione e trasmissione ordini dipende dalla presenza di alcuni intermediari specializzati nell'attività di mediazione fra investitori istituzionali relativamente a operazioni in derivati per valori nozionali particolarmente rilevanti. Per quanto riguarda la negoziazione in conto proprio, l'elevata concentrazione è ricollegabile al maggiore assorbimento di patrimonio di vigilanza generato dalla prestazione di tale servizio, che determina la presenza nel comparto di soggetti di maggiori dimensioni.

Con riferimento al servizio di gestione su base individuale, si rileva la significativa differenza fra il grado di concentrazione rilevabile per le sole banche, da un lato, e quello rilevabile per Sim e Sgr, dall'altro. Analizzando le sole banche, il livello di concentrazione risulta molto basso, mentre analizzando le sole Sim o le sole Sgr la concentrazione risulta molto più elevata. Una spiegazione del fenomeno si può ritrovare nella differente configurazione che il processo produttivo/distributivo assume per le diverse categorie di intermediari. Per Sim e Sgr l'attività di gestione è interamente svolta all'"interno" con strutture dedicate e la presenza di elevate economie di scala nella "produzione" spiega l'elevata concentrazione; Sim e Sgr dipendono però in larga parte dal sistema bancario per la distribuzione. Per le banche, al contrario, la fase commerciale riveste un ruolo preminente e si concretizza nell'instaurazione e nella cura del rapporto con la clientela che spesso è funzionale o deriva dall'instaurazione di altri rapporti commerciali. Le banche tendono dunque a focalizzarsi sugli aspetti distributivi e frequentemente delegano l'attività di concreta gestione ad altri soggetti (spesso Sgr del gruppo). In tal modo, anche le banche di minori dimensioni, tipicamente non in grado di sfruttare le economie di scala nella fase della "produzione", riescono a essere competitive nell'offerta del servizio di gestione su base individuale (oltre a potere sfruttare eventuali economie di scopo rispetto all'offerta di altri servizi investimento).

Il basso grado di concentrazione nel servizio di collocamento, con particolare riferimento alle banche, riflette sia il grado di concentrazione "a monte" nel livello di capillarità delle reti distributive delle banche (sportelli e promotori finanziari) sia la crescente rilevanza assunta dall'attività distributiva nell'ambito dei piani strategici degli intermediari mobiliari italiani. La focalizzazione di molti intermediari su questa attività spiega il fatto che l'80% delle commissioni attive incassate di banche e Sim derivano dalla distribuzione.



Nel 2006 la Commissione ha trasmesso al Ministero dell'economia e delle finanze le proprie valutazioni con riguardo a proposte di modifica dello statuto e del regolamento operativo del Fondo Nazionale di Garanzia deliberate dal Comitato di gestione del Fondo stesso nel corso del 2006. La Consob ha provveduto, altresì, a trasmettere al Ministero il proprio parere circa l'interpretazione della disciplina statutaria con riferimento all'avvio di una procedura di esclusione dal sistema di indennizzo per mancato pagamento di una sanzione irrogata dal Fondo a un proprio aderente.

Il Fondo Nazionale di Garanzia ha proseguito la nuova gestione avviata con riferimento alle procedure concorsuali per le quali lo stato passivo è stato depositato a far tempo dal 1° febbraio 1998. In particolare, il sistema di indennizzo è intervenuto in 23 casi di insolvenza (15 Sim e 8 agenti di cambio; Tav. 34).

Tav. 34

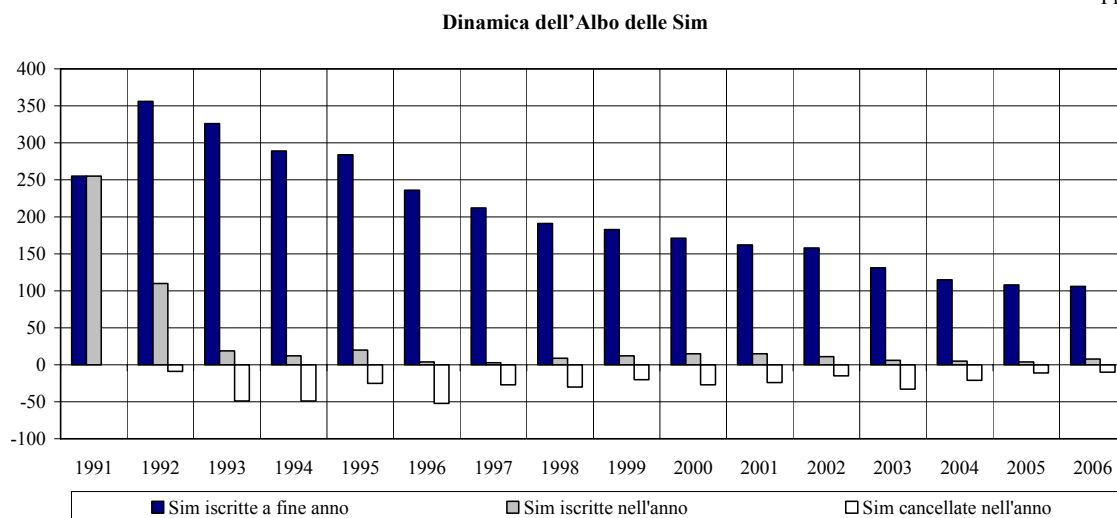
Interventi del Fondo nazionale di garanzia
(situazione al 31 dicembre 2006; valori monetari in migliaia di euro)

| | Insolvenze ¹ | | |
|---|-------------------------|------------------|-----------|
| | Sim | Agenti di cambio | Totale |
| 1997 | 4 | 1 | 5 |
| 1998 | 2 | 3 | 5 |
| 1999 | 1 | 1 | 2 |
| 2000 | 1 | -- | 1 |
| 2001 | 1 | -- | 1 |
| 2002 | -- | 2 | 2 |
| 2003 | 2 | 1 | 3 |
| 2004 | -- | -- | -- |
| 2005 | -- | -- | -- |
| 2006 | 4 | -- | 4 |
| <i>Totale insolvenze</i> | <i>15</i> | <i>8</i> | <i>23</i> |
| <i>di cui con avvenuto deposito dello stato passivo</i> | <i>12</i> | <i>8</i> | <i>20</i> |
| Numero creditori ammessi | 1.538 | 874 | 2.416 |
| Importo crediti ammessi ² | 32.138 | 37.378 | 69.516 |
| Interventi del fondo ³ | 8.084 | 10.777 | 18.861 |

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.

Con riferimento alla gestione dell'Albo delle Sim, nel 2006 è proseguita la tendenza alla diminuzione dei soggetti iscritti (da 108 a fine 2005 a 106; Fig. 67), tendenza in atto ormai da numerosi anni.

Fig. 67



Vi è stata, tuttavia, una vivace dinamica delle nuove iscrizioni (8 nel 2006, contro 4 nel 2005), ancorché quasi tutte le Sim di nuova iscrizione risultassero autorizzate alla prestazione di un solo servizio di investimento (cosiddette Sim “monoservizio”). Le uscite dall’Albo, il cui numero è in linea con quello degli anni precedenti, sono dovute, invece, a cause in parte differenti da quelle riscontrate in passato; in particolare, alcune uscite sono da ricondurre all’adozione di provvedimenti amministrativi di liquidazione coatta nei confronti di intermediari molto piccoli e non appartenenti a gruppi bancari o assicurativi, a seguito di condotte irregolari eccezionalmente gravi (Tav. 35).

Tav. 35

Sim: cancellazioni dall’Albo¹

| | Motivazioni | | | | | | | | Totale |
|-----------|---------------------------------------|---------------------|---|-------------------------|-----------------------|------------------------------------|----------------------------|---------------------------------------|--------|
| | 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 | |
| 1992-1997 | 37 | 29 | 100 | 5 | – | 2 | 38 | -- | 211 |
| 1998 | 2 | 7 | 16 | 4 | -- | -- | – | 1 | 30 |
| 1999 | 1 | 9 ³ | 4 | -- | 4 | 2 | – | -- | 20 |
| 2000 | 1 | 3 | 11 | 3 | 7 | 1 | – | 1 | 27 |
| 2001 | 1 | 3 | 6 | 10 ⁴ | 3 ⁵ | -- | – | -- | 23 |
| 2002 | -- | 3 | 5 | 4 | -- | 1 | – | 2 | 15 |
| 2003 | 2 | 21 | 8 | 1 | 1 | -- | – | -- | 33 |
| 2004 | -- | 10 | 8 | 2 | -- | 1 | – | -- | 21 |
| 2005 | -- | 3 | 6 | 1 | -- | -- | 1 | -- | 11 |
| 2006 | 4 | 3 | 2 | -- | -- | -- | -- | 1 | 10 |

Fonte: Consob. ¹ Il dato si riferisce al numero totale delle delibere di cancellazione dall’Albo e include anche i provvedimenti relativi alla sezione speciale dell’Albo riguardante le società fiduciarie. ² Sono inclusi i decreti del Ministero dell’economia e delle finanze, i provvedimenti Consob, i fallimenti e le liquidazioni coatte amministrative. ³ È inclusa una Sim che ha ceduto il ramo d’azienda a una società del gruppo. ⁴ In 3 casi si tratta di operazioni di fusione per incorporazione in banche. ⁵ Si tratta di 3 operazioni di fusione per incorporazione in Sgr. ⁶ Al momento dell’entrata in vigore del d.lgs. 415/1996 (art. 60).

2. Le società di gestione del risparmio

Nel corso del 2006 l’attività di vigilanza sulle Sgr è stata volta a favorire la definizione di assetti operativi finalizzati alla corretta e ordinata prestazione del servizio di gestione. La vigilanza si è concentrata sui profili della trasparenza e della correttezza dei comportamenti, con particolare riferimento al processo decisionale d’investimento (dalla fase di formulazione delle strategie generali d’investimento a quella di esecuzione delle stesse, passando attraverso la valutazione della reportistica al consiglio di amministrazione e il controllo del profilo di rischio dei fondi), alla gestione dei conflitti di interesse e alle procedure, anche di controllo interno, volte a supportare l’operatività gestoria.

I profili più critici posti in luce dall'attività di vigilanza hanno riguardato la capacità organizzativa e tecnica delle Sgr in relazione all'ampiezza della gamma di fondi offerta e il grado di indipendenza nella definizione delle strategie produttive e commerciali rispetto alle logiche dei gruppi bancari di appartenenza. Tuttavia, rispetto al primo problema, negli anni più recenti si è osservata una chiara tendenza a razionalizzare e rivedere l'offerta complessiva da parte delle Sgr (Riquadro 3).

Riquadro 3

Liquidazione, incorporazione e istituzione di nuovi fondi comuni aperti di diritto italiano nel periodo 2002-2005

Nel quadriennio 2002-2005 il panorama dei fondi italiani aperti offerti al pubblico è stato interessato da un intenso processo di trasformazione dei prodotti offerti, con liquidazioni o fusioni fra fondi e istituzione di molti nuovi fondi. La somma dei fondi liquidati o incorporati e di quelli di nuova istituzione è pari al 58% della media dei fondi esistenti fra inizio 2002 e fine 2005; il tasso di *turnover* dei prodotti è risultato quindi molto intenso.

Tasso di turnover dei fondi comuni aperti di diritto italiano nel periodo 2002-2005

| | Fondi incorporati / liquidati | Nuovi fondi | Tasso di turnover (%) |
|--------------------|-------------------------------|-------------|-----------------------|
| Azionari | 195 | 73 | 55,9 |
| Bilanciati | 41 | 45 | 61,0 |
| Flessibili | 21 | 45 | 90,4 |
| Obbligazionari | 124 | 73 | 50,7 |
| Fondi di liquidità | 10 | 6 | 40,5 |
| <i>Totale</i> | <i>391</i> | <i>242</i> | <i>58,0</i> |

Nota: il tasso di *turnover* è dato dal rapporto fra la somma dei fondi incorporati/liquidati e dei nuovi fondi e il numero medio di fondi esistenti nel periodo.

Complessivamente, il numero totale dei fondi si è ridotto del 12,7%, passando dai 1.166 a inizio 2001 a 1.017 a fine 2005; gran parte di questa dinamica è però concentrata nel biennio 2004-2005. La riduzione è in parte attribuibile a operazioni di fusione tra Sgr che hanno portato a una razionalizzazione della gamma dei prodotti e alla eliminazione di duplicazioni; sono però altrettanto rilevanti i casi di operazioni di razionalizzazione dell'offerta indipendenti da operazioni di concentrazione, che hanno portato in prevalenza a una riduzione dei fondi azionari e obbligazionari e a un aumento di quelli flessibili. La tendenza alla riduzione del numero di fondi commercializzati è anche da ricondurre alla situazione di difficoltà che sta attraversando l'industria italiana (si veda il §3 del Capitolo III "Gli intermediari e le famiglie" della Sezione A).

Con particolare riferimento alle società che gestiscono fondi comuni aperti di diritto italiano, l'attività della Commissione si è concretizzata in 13 richieste di dati e notizie, estese anche alle società di revisione, e in 7 interventi di convocazione degli organi sociali e in diversi incontri con gli esponenti aziendali delle Sgr.

In particolare, la Commissione ha intrapreso un'azione di monitoraggio finalizzata a verificare il rispetto delle norme di correttezza comportamentale da parte delle Sgr di medie e grandi dimensioni che gestiscono fondi aperti, concentrandosi su un campione di soggetti che a fine 2006 rappresentava il 16% circa del patrimonio gestito complessivo.

L'indagine, relativa all'operatività nel biennio 2004-2005, ha condotto all'individuazione di aree di criticità riconducibili essenzialmente: a) alla scarsa formalizzazione delle indicazioni di investimento (strategiche e tattiche) del sistema di deleghe operative e dei controlli di linea sul rispetto dei limiti normativi e di regolamento; b) all'accentuata manualità nelle modalità operative di effettuazione di alcune fasi della gestione degli ordini; c) all'incompletezza delle verifiche effettuate dalla funzione di controllo interno e della rappresentazione agli organi sociali degli esiti dei controlli svolti; d) all'incompletezza delle procedure interne o al carente aggiornamento delle stesse in relazione all'evoluzione normativa e delle prassi operative. In relazione a tali aspetti, in 4 casi è stata convocata la società incaricata della revisione contabile al fine di ottenere informazioni aggiuntive. In 2 casi sono state avviate verifiche ispettive e in un caso sono stati convocati gli organi sociali al fine di indurre le Sgr interessate a esaminare i profili critici emersi nell'attività di vigilanza e a individuare le risorse organizzative e gli interventi procedurali necessari al loro superamento.

Sempre nel corso del 2006, a conclusione di una verifica ispettiva disposta nel 2005, è stato avviato un procedimento sanzionatorio a carico degli esponenti aziendali di una Sgr di medie dimensioni, per inadeguatezza del processo decisionale di investimento, per carenze nelle procedure che disciplinano la prestazione dei servizi gestori e per carenze della funzione di controllo interno.

La Commissione ha proseguito l'azione di controllo sul mercato dei fondi chiusi immobiliari, in considerazione della continua crescita di tale comparto dell'*asset management*. L'azione di vigilanza si è tradotta in richieste di informazioni a 12 società operative nella gestione dei fondi immobiliari offerti al pubblico e alle rispettive società incaricate della revisione contabile. I controlli hanno riguardato le regole di *governance* e le decisioni d'investimento in situazioni di potenziale conflitto d'interesse.

Sono state convocate 6 società incaricate della revisione contabile delle Sgr e dei relativi fondi immobiliari per approfondire l'attività svolta dai revisori in merito al processo decisionale di investimento immobiliare, con particolare riferimento alle procedure per la valutazione degli immobili e la gestione dei conflitti di interesse. Per una Sgr è stato avviato un procedimento sanzionatorio a carico degli esponenti aziendali, a motivo dell'assenza di procedure adeguate a supportare, anche in situazioni di conflitto di interessi, la gestione dei fondi immobiliari istituiti,

nonché per l'inadeguatezza del processo decisionale di investimento concretamente posto in essere.

Nel corso del 2006 si sono poi moltiplicate le iniziative per l'autorizzazione delle Sgr dedicate alla gestione di fondi immobiliari di tipo speculativo, a motivo delle nuove opportunità offerte dalla normativa in materia. Le istruttorie per rilasciare il previsto parere alla Banca d'Italia sono state focalizzate principalmente sulla valutazione dei meccanismi interni adottati per monitorare la leva finanziaria e per accertare che l'accensione di finanziamenti per conto dei fondi, seppur effettuata tramite banche del gruppo delle Sgr, avvenisse a condizioni di mercato.

L'attività di vigilanza sulla correttezza comportamentale delle Sgr ha riguardato anche la gestione dei fondi mobiliari chiusi, specializzati nell'investimento in azioni di società medio-piccole non quotate (cosiddette Sgr di *private equity*), con particolare riguardo all'individuazione di misure adeguate alla prevenzione e gestione delle situazioni di conflitto di interesse insite nelle peculiarità dell'attività svolta.

In un caso è stato avviato un procedimento sanzionatorio a carico degli esponenti aziendali di una Sgr appartenente a uno dei principali gruppi bancari italiani a motivo dell'assenza di procedure per la gestione delle situazioni di conflitto di interesse, nonché per l'inadeguatezza del processo decisionale di investimento e per carenze nei controlli interni. In considerazione delle peculiarità tipiche dei fondi di private equity, chiamati frequentemente a operare in presenza di situazioni di potenziale conflitto di interesse, l'azione di vigilanza si è anche avvalsa del coinvolgimento delle Associazioni di categoria, al fine di stimolare iniziative di autoregolamentazione.

È proseguita l'azione di vigilanza sulla *governance* delle Sgr e sul possesso di requisiti di indipendenza da parte degli amministratori.

L'analisi della composizione dei consigli di amministrazione delle prime 20 Sgr di matrice bancaria e assicurativa per patrimonio gestito al 31 dicembre 2006 (che rappresentavano il 90% circa del patrimonio gestito totale dei fondi armonizzati di diritto italiano) evidenzia che il numero complessivo dei consiglieri è aumentato di 12 unità rispetto al 2005 (da 201 a 214), essenzialmente per effetto di un aumento dei consiglieri non esecutivi e non indipendenti. Il numero dei consiglieri esecutivi si è ridotto progressivamente nel tempo: il rapporto medio è di un consigliere esecutivo ogni 11 consiglieri nel 2005 e di uno ogni 12 nel 2006. Il numero di consiglieri indipendenti risulta basso (in media un consigliere indipendente ogni 7 nel 2006 e uno ogni 6 nel 2005) se rapportato alle indicazioni suggerite dai Codici di Autodisciplina per le società quotate (uno ogni 3). Si registra, inoltre, la tendenza a non utilizzare sempre lo stesso concetto di indipendenza definito nei protocolli di autonomia dell'associazione di categoria di settore (assenza di deleghe operative e di rapporti di affari o professionali con la Sgr o con società del gruppo); in alcuni casi, ad esempio, consiglieri segnalati come indipendenti ricoprono altre cariche nelle società del gruppo (11 casi).

Rimane elevato il numero di consiglieri che ricoprono cariche nella capogruppo o in altre società del gruppo (67% nel 2006, contro il 69% nel 2005)(Tav. 36).

Incroci fra i consigli di amministrazione delle Sgr e quelli delle società del gruppo
(numero di consiglieri)

| | | Cariche ricoperte nelle Sgr | | | | | | | Totale |
|--|--------------------------|-----------------------------|-------------|-----------------------|--------------------------|------------|----------------------------------|-------------------------------------|------------|
| | | Amministratore Delegato | Consigliere | Consigliere esecutivo | Consigliere indipendente | Presidente | Presidente consigliere esecutivo | Presidente consigliere indipendente | |
| | | 2006 | | | | | | | |
| Cariche ricoperte nella capogruppo | Presidente | | 2 | | | | | | 2 |
| | Vice Presidente | | 2 | | 1 | 2 | | 1 | 6 |
| | Amministratore Delegato | | 2 | | | 1 | | | 3 |
| | Consigliere | | 6 | | 2 | 3 | | | 11 |
| | Consigliere esecutivo | | | 1 | | 2 | 1 | | 4 |
| | Consigliere indipendente | | | | | | | | -- |
| | Direttore Generale | 2 | 6 | | | 1 | | | 9 |
| | Vice Direttore Generale | | 2 | 1 | | | | | 3 |
| Dirigente | 1 | 8 | | | 1 | | | 10 | |
| Cariche in altre società del gruppo | | 8 | 56 | 12 | 8 | 9 | 2 | | 95 |
| Senza cariche nelle società del gruppo | | 2 | 37 | 4 | 19 | 5 | | 4 | 71 |
| <i>Totale complessivo</i> | | <i>13</i> | <i>121</i> | <i>18</i> | <i>30</i> | <i>24</i> | <i>3</i> | <i>5</i> | <i>214</i> |
| | | 2005 | | | | | | | |
| Cariche ricoperte nella capogruppo | Presidente | | 3 | | | | | | 3 |
| | Vice Presidente | | 2 | | 1 | 3 | | 1 | 7 |
| | Amministratore Delegato | | 2 | | | 1 | | | 3 |
| | Consigliere | | 10 | | 2 | 1 | | | 13 |
| | Consigliere esecutivo | | | 1 | | 3 | 1 | | 5 |
| | Consigliere indipendente | | | | | | | | -- |
| | Direttore Generale | 1 | 6 | | | 1 | | | 8 |
| | Vice Direttore Generale | | 2 | 1 | | | | | 3 |
| Dirigente | | 8 | | | 1 | | | 9 | |
| Cariche in altre società del gruppo | | 9 | 47 | 12 | 8 | 10 | 2 | | 88 |
| Senza cariche nelle società del gruppo | | 2 | 28 | 4 | 20 | 4 | | 4 | 62 |
| <i>Totale complessivo</i> | | <i>12</i> | <i>108</i> | <i>18</i> | <i>31</i> | <i>24</i> | <i>3</i> | <i>5</i> | <i>201</i> |

Fonte: prospetti informativi. Dati relativi alle prime 20 Sgr di matrice bancaria e assicurativa per patrimonio gestito. Dati di fine periodo.

Infine, la Commissione ha svolto un'attenta azione di monitoraggio sulle performance e i livelli di rischio dichiarati nei prospetti informativi dei fondi flessibili, anche in virtù del crescente flusso di sottoscrizioni che ha interessato tali prodotti (si veda anche il §3 del Capitolo III "Gli intermediari e le famiglie" della Sezione A) (Riquadro 4).

Riquadro 4

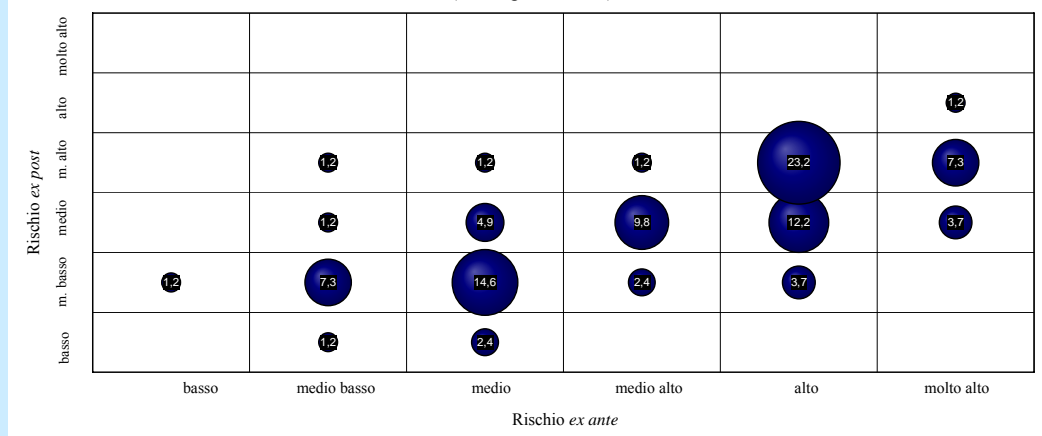
Il rischio dell'investimento in fondi flessibili

I fondi flessibili prevedono la massimizzazione del rendimento nell'ambito di un grado di rischio definito *ex ante* senza alcun vincolo di investimento in ordine alla tipologia di strumenti finanziari e ai mercati di riferimento. In conformità alla disciplina Consob in materia di trasparenza, le Sgr inseriscono nel prospetto informativo dei fondi flessibili di diritto italiano sia un indicatore qualitativo del livello di rischio (secondo una scala articolata in sei livelli, che va da "basso" a "molto alto") sia un indicatore quantitativo. Con riguardo a quest'ultimo requisito informativo, la maggioranza delle Sgr riporta il cosiddetto *Value at Risk* (VaR), che indica in termini di intervallo di confidenza la massima perdita potenziale su un orizzonte temporale prefissato (calcolata sulla base di un dato modello statistico). In particolare, su 89 fondi flessibili operativi a inizio 2006, 82 hanno indicato nel prospetto una misura di VaR su un orizzonte temporale di 1 mese.

Sulla base del VaR riportato nei prospetti informativi è possibile derivare un indicatore di volatilità *ex ante* dei rendimenti dei fondi flessibili (rischio *ex ante*) che può essere confrontato con la volatilità effettiva calcolata sui rendimenti *ex post* (rischio *ex post*). Raggruppando gli 82 fondi flessibili in sei classi di rischio sulla base della volatilità *ex ante* ed *ex post* (utilizzando la stessa "griglia" con la quale in fase di istruttoria sui prospetti informativi viene associato a un dato livello di VaR un livello qualitativo di rischio) è possibile quindi confrontare il livello di rischio dichiarato nel prospetto con quello effettivo.

Sulla base della volatilità calcolata sui rendimenti storici nel 2006, si rileva come il rischio effettivo tenda a essere sistematicamente più basso di quello dichiarato nel prospetto informativo. Ad esempio, circa il 23% dei fondi dichiara un rischio *ex ante* "alto", mentre il rischio *ex post* è classificabile come "medio alto"; il 15% circa dichiara un rischio "medio" che, invece, *ex post* è classificabile come "medio basso". In generale, meno del 20% dei fondi ha un rischio *ex post* uguale o superiore a quello dichiarato *ex ante*.

Ripartizione dei fondi flessibili per classi di rischio *ex ante* ed *ex post*
(valori percentuali)



3. I promotori finanziari

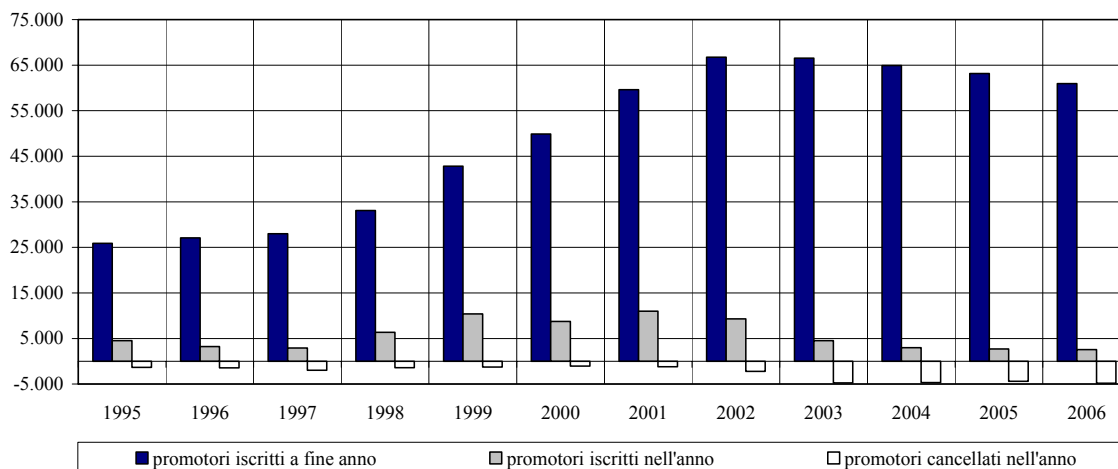
L'azione di vigilanza sui promotori finanziari nel corso del 2006 ha preso impulso, come in passato, dagli esposti provenienti dagli investitori, dall'esito delle verifiche ispettive condotte presso gli intermediari, dalle segnalazioni dell'Autorità Giudiziaria o della Polizia Giudiziaria e degli intermediari.

Il numero complessivo degli esposti e segnalazioni esaminate dalla Commissione nel 2006 è stato pari a 351 (378 nel 2005), di cui 148 non presentavano elementi sufficienti per avviare procedimenti amministrativi sanzionatori a carico dei promotori coinvolti. La riduzione del numero di segnalazioni è ricollegabile anche alla diminuzione dei soggetti iscritti all'Albo (da 63.188 a fine 2005 a 60.920; - 3,6%) (Fig. 68).

Nel 2006 la Consob ha adottato nei confronti dei promotori finanziari numerosi provvedimenti amministrativi sanzionatori e di sospensione cautelare dall'esercizio dell'attività (si veda il successivo Capitolo IV "I provvedimenti sanzionatori e cautelari") e ha trasmesso 60 segnalazioni all'Autorità Giudiziaria relative a ipotesi di reato connesse allo svolgimento dell'attività di promotore finanziario.

Fig. 68

Dinamica dell'Albo dei promotori finanziari

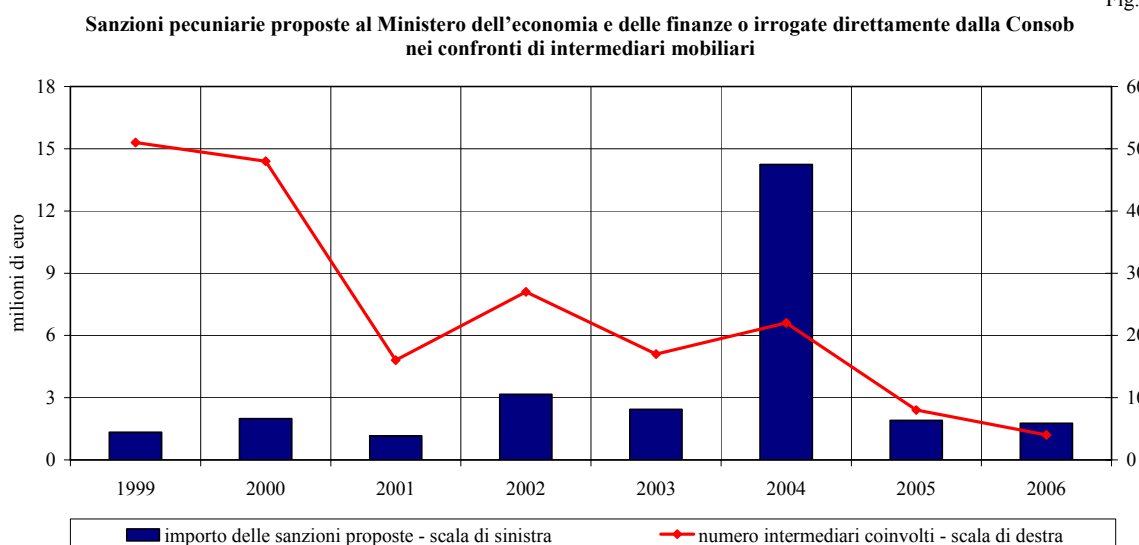


IV – I PROVVEDIMENTI SANZIONATORI E CAUTELARI

1. I provvedimenti relativi agli intermediari e ai promotori finanziari

I procedimenti sanzionatori concernenti violazioni della disciplina sull'intermediazione mobiliare deliberati dalla Commissione nel 2006 sono stati 5 e hanno riguardato, nel complesso, 4 intermediari; l'importo complessivo delle sanzioni irrogate è stato pari a 1,8 milioni di euro circa (Fig. 69). I provvedimenti hanno riguardato complessivamente 96 esponenti aziendali, in prevalenza amministratori e componenti del collegio sindacale (Tav. 37).

Fig. 69



Nota: i dati relativi al 2006 si riferiscono alle sanzioni irrogate direttamente dalla Consob, mentre quelli relativi agli anni precedenti si riferiscono alle sanzioni proposte al Ministero dell'economia e delle finanze.

Tav. 37

Sanzioni pecuniarie proposte al Ministero dell'economia e delle finanze o irrogate direttamente dalla Consob nei confronti di intermediari mobiliari¹
(valori monetari in migliaia di euro)

| | Numero intermediari coinvolti | | | | | Numero esponenti sanzionati | | | | | Importo delle sanzioni | | | | |
|------|-------------------------------|-----|------------------|-----|--------|-----------------------------|-----|------------------|-----|--------|------------------------|-------|------------------|-------|--------|
| | Banche | Sim | Agenti di cambio | Sgr | Totale | Banche | Sim | Agenti di cambio | Sgr | Totale | Banche | Sim | Agenti di cambio | Sgr | Totale |
| 1999 | 23 | 25 | 3 | -- | 51 | 71 | 71 | 3 | -- | 145 | 647 | 566 | 120 | -- | 1.333 |
| 2000 | 13 | 21 | 14 | -- | 48 | 71 | 88 | 14 | -- | 48 | 986 | 901 | 100 | -- | 1.987 |
| 2001 | 5 | 10 | 1 | -- | 16 | 31 | 52 | 1 | -- | 84 | 252 | 860 | 39 | -- | 1.151 |
| 2002 | 5 | 12 | 5 | 5 | 27 | 90 | 161 | 6 | 61 | 318 | 557 | 1.319 | 136 | 1.147 | 3.159 |
| 2003 | 7 | 3 | 1 | 6 | 17 | 114 | 25 | 3 | 73 | 215 | 1.847 | 172 | 54 | 369 | 2.441 |
| 2004 | 18 | 3 | 1 | -- | 22 | 504 | 11 | 1 | -- | 516 | 14.087 | 108 | 55 | -- | 14.250 |
| 2005 | 7 | 1 | -- | -- | 8 | 126 | 11 | -- | -- | 137 | 1.849 | 61 | -- | -- | 1.910 |
| 2006 | 1 | 1 | -- | 2 | 4 | 32 | 16 | -- | 48 | 96 | 680 | 296 | -- | -- | 787 |

Nota: i dati relativi al 2006 si riferiscono alle sanzioni irrogate direttamente dalla Consob, mentre quelli relativi agli anni precedenti si riferiscono alle sanzioni proposte al Ministero dell'economia e delle finanze. ¹ L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti.

Le violazioni riscontrate hanno avuto ad oggetto sia inadempienze di tipo procedurale che comportamentale.

In particolare, le fattispecie più ricorrenti hanno riguardato: (i) il mancato rispetto della disciplina primaria e secondaria che impone agli intermediari di disporre di risorse e procedure interne idonee ad assicurare l'ordinata e corretta prestazione dei servizi d'investimento e a ricostruire le modalità, i tempi e le caratteristiche dei comportamenti posti in essere nella prestazione dei servizi medesimi, nonché ad assicurare un'adeguata vigilanza interna sulle attività svolte dal personale; (ii) la violazione delle disposizioni in materia di conflitti d'interesse; (iii) la carenza delle informazioni fornite ai clienti in merito alle caratteristiche dei prodotti finanziari oggetto d'investimento; (iv) l'insufficiente valutazione del profilo di rischio della clientela.

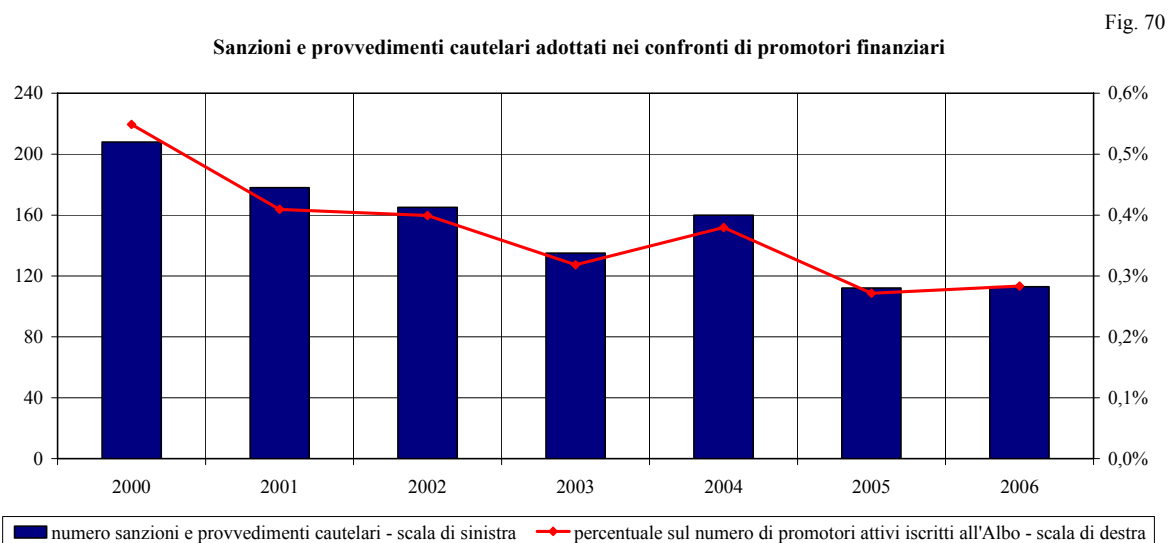
Per ciò che concerne i promotori finanziari, nel corso del 2006 la Commissione ha adottato 82 provvedimenti sanzionatori, di cui 49 radiazioni dall'Albo e 22 sospensioni a tempo determinato, e 31 provvedimenti di sospensione cautelare dall'esercizio dell'attività, di cui 25 provvedimenti di sospensione dall'attività per un periodo di sessanta giorni e 6 provvedimenti di sospensione per un periodo di un anno (Tav. 38). La Commissione ha, inoltre, effettuato 60 segnalazioni all'Autorità Giudiziaria per fatti penalmente rilevanti emersi nel corso delle istruttorie svolte. Nel complesso, rispetto al 2005, il numero dei provvedimenti sanzionatori risulta lievemente diminuito, mentre il numero dei provvedimenti cautelari è aumentato (da 24 nel 2005 a 31 nel 2006). L'incidenza del numero complessivo di provvedimenti sanzionatori e cautelari sul numero totale dei promotori attivi iscritti all'Albo risulta stabile attorno allo 0,3% (Fig. 70).

Tav. 38

Provvedimenti sanzionatori e cautelari nei confronti dei promotori finanziari

| | Tipo di provvedimento | | | | | Segnalazioni all'Autorità Giudiziaria | |
|---|-----------------------|----------------------|------------------------------------|--|--------|---------------------------------------|-------------------------|
| | Richiamo | Radiazione dall'Albo | Sanzioni | | Totale | | Provvedimenti cautelari |
| Sospensione dall'Albo a tempo determinato | | | Sanzione amministrativa pecuniaria | Sospensione dell'attività a tempo determinato ¹ | | | |
| 1997 | 8 | 39 | 5 | -- | 52 | 64 | 58 |
| 1998 | 11 | 86 | 73 | -- | 170 | 76 | 137 |
| 1999 | 2 | 70 | 51 | 4 | 127 | 74 | 106 |
| 2000 | 21 | 49 | 73 | 26 | 169 | 39 | 134 |
| 2001 | 29 | 36 | 48 | 15 | 128 | 50 | 72 |
| 2002 | 33 | 58 | 37 | 6 | 134 | 31 | 72 |
| 2003 | 1 | 56 | 47 | 5 | 109 | 26 | 77 |
| 2004 | 3 | 68 | 46 | 7 | 125 | 35 | 78 |
| 2005 | 1 | 42 | 41 | 4 | 88 | 24 | 59 |
| 2006 | 6 | 49 | 22 | 5 | 82 | 31 | 60 |

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.



Le infrazioni più ricorrenti realizzate dai promotori sono risultate: (i) l'acquisizione della disponibilità di somme o di valori di pertinenza degli investitori, spesso perfezionata mediante la falsificazione della firma del cliente su modulistica contrattuale o altra documentazione relativa a operazioni dal medesimo poste in essere ovvero tramite utilizzo da parte del promotore dei codici di accesso telematico ai rapporti bancari intestati all'investitore; (ii) la comunicazione o trasmissione all'investitore di informazioni o documenti non rispondenti al vero (in particolare, rendiconti artefatti) e la simulazione di operazioni di investimento; (iii) il compimento di operazioni non autorizzate dal cliente.

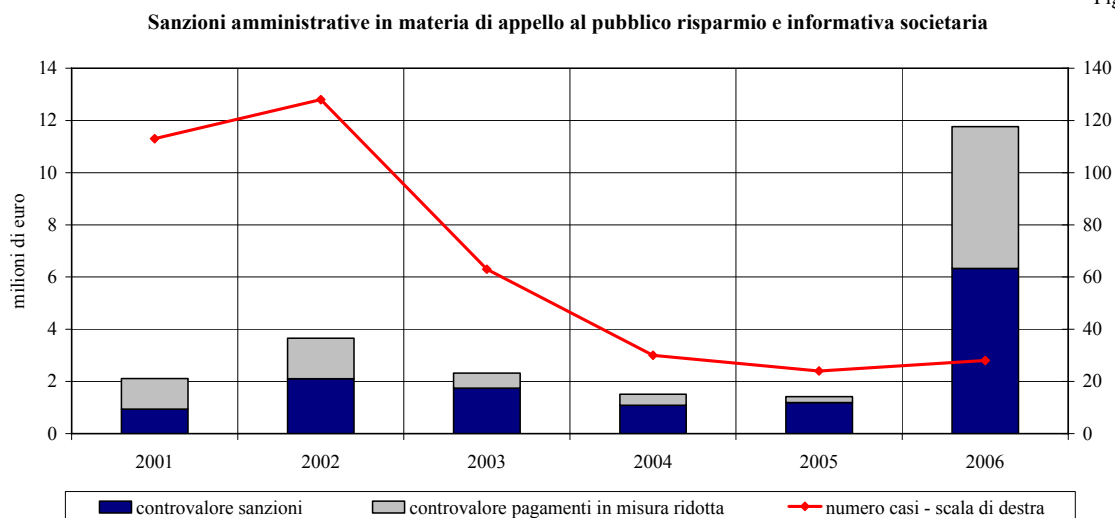
2. I provvedimenti relativi agli emittenti e alle società di revisione

Nel 2006 la Commissione ha concluso numerosi procedimenti sanzionatori relativi a violazioni della disciplina in materia di informativa societaria, partecipazioni rilevanti e offerte pubbliche d'acquisto.

L'importo complessivo delle sanzioni irrogate dalla Consob e dei pagamenti in misura ridotta è stato pari a 11,7 milioni di euro, valore nettamente superiore alla media dei 5 anni precedenti (circa 2 milioni di euro; Fig. 71).

L'importo complessivo delle sanzioni irrogate dalla Commissione (6,3 milioni di euro) e quello dei pagamenti in misura ridotta (5,4 milioni di euro) è riferibile in prevalenza ai procedimenti sanzionatori relativi a violazioni della disciplina sulle offerte pubbliche di acquisto. Complessivamente, la Consob ha irrogato sanzioni nei confronti di 61 soggetti nell'ambito di 13 procedimenti sanzionatori, mentre in 15 procedimenti i soggetti coinvolti (96) hanno effettuato il pagamento in misura ridotta della sanzione (Tavv. 39, 40).

Fig. 71



Nota: i dati relativi al 2006 si riferiscono alle sanzioni irrogate direttamente dalla Consob, mentre quelli relativi agli anni precedenti si riferiscono alle sanzioni proposte al Ministero dell'economia e delle finanze.

Tav. 39

Sanzioni amministrative proposte dalla Consob al Ministero dell'economia e delle finanze o irrogate direttamente dalla Consob 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 | | | | | |
|------|----------------|-----|------------------------|--|-----------------|--------|----------------------------|-----|------------------------|--|-----------------|--------|------------------------|-------|------------------------|--|-----------------|--------|
| | Sollecitazione | Opa | Informativa societaria | Partecipazioni rilevanti e patti parasociali | Deleghe di voto | Totale | Sollecitazione | Opa | Informativa societaria | Partecipazioni rilevanti e patti parasociali | Deleghe di voto | Totale | Sollecitazione | Opa | Informativa societaria | Partecipazioni rilevanti e patti parasociali | Deleghe di voto | Totale |
| 2001 | 27 | -- | 6 | 3 | -- | 36 | 35 | -- | 5 | 4 | -- | 44 | 545 | -- | 160 | 238 | -- | 943 |
| 2002 | 14 | -- | 12 | 11 | -- | 37 | 24 | -- | 18 | 43 | -- | 85 | 1.404 | -- | 400 | 300 | -- | 2.104 |
| 2003 | 3 | 1 | 5 | 22 | -- | 31 | 7 | 5 | 7 | 13 | -- | 32 | 702 | 464 | 216 | 359 | -- | 1.741 |
| 2004 | 4 | -- | 2 | 1 | -- | 7 | 7 | -- | 2 | 1 | -- | 10 | 1.023 | -- | 57 | 10 | -- | 1.090 |
| 2005 | 5 | -- | 3 | 2 | -- | 10 | 13 | -- | 9 | 1 | -- | 23 | 1.120 | -- | 52 | 20 | -- | 1.192 |
| 2006 | 2 | 3 | 4 | 4 | -- | 13 | 20 | 22 | 14 | 5 | -- | 61 | 2.071 | 2.995 | 817 | 445 | -- | 6.328 |

Nota: i dati relativi al 2006 si riferiscono alle sanzioni irrogate direttamente dalla Consob, mentre quelli relativi agli anni precedenti si riferiscono alle sanzioni proposte al Ministero dell'economia e delle finanze.

Tra i procedimenti di maggior rilievo si segnalano le sanzioni nei confronti di 20 esponenti aziendali della Banca Popolare Italiana – Banca Popolare di Lodi e nei confronti della stessa banca, quale responsabile in solido, in relazione a violazioni della normativa primaria e secondaria in materia di offerte pubbliche, nell'ambito della scalata alla Banca Antonveneta.

Tale provvedimento, assunto sulla base delle risultanze degli accertamenti condotti dalla Consob a partire dal novembre 2004, nell'ambito dei quali la Commissione ha dichiarato decadute

l'Opa e l'Opasc aventi ad oggetto le azioni della Banca Antonveneta promosse dalla Banca Popolare Italiana, riguarda numerose violazioni della disciplina in materia di offerte pubbliche di acquisto e informativa societaria. Nell'ambito di tale vicenda, la Consob ha assunto anche provvedimenti sanzionatori nei confronti di Magiste International Sa e The Stefano Ricucci Trust, nonché nei confronti del Sig. Danilo Coppola, per violazione della disciplina in materia di patti parasociali, informativa societaria, partecipazioni rilevanti e offerte pubbliche d'acquisto. In relazione all'accertamento di dette violazioni, la Commissione ha applicato sanzioni per un importo complessivo di circa 6 milioni di euro.

Tav. 40

**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 | | | | | | Importo dei pagamenti effettuati in misura ridotta | | | | | |
|------|----------------|-----|------------------------|--|-----------------|--------|-----------------|-----|------------------------|--|-----------------|--------|--|-------|------------------------|--|-----------------|--------|
| | Sollecitazione | Opa | Informativa societaria | Partecipazioni rilevanti e patti parasociali | Deleghe di voto | Totale | Sollecitazione | Opa | Informativa societaria | Partecipazioni rilevanti e patti parasociali | Deleghe di voto | Totale | Sollecitazione | Opa | Informativa societaria | Partecipazioni rilevanti e patti parasociali | Deleghe di voto | Totale |
| 2001 | 13 | 2 | 11 | 51 | -- | 77 | 19 | 3 | 20 | 53 | -- | 95 | 344 | 31 | 258 | 537 | -- | 1.170 |
| 2002 | 6 | 1 | 6 | 78 | -- | 91 | 6 | 1 | 6 | 77 | -- | 90 | 207 | 103 | 392 | 845 | -- | 1.547 |
| 2003 | 1 | 3 | 6 | 22 | -- | 32 | 8 | 4 | 6 | 29 | -- | 47 | 83 | 41 | 155 | 300 | -- | 579 |
| 2004 | 4 | 6 | 7 | 6 | -- | 23 | 31 | 6 | 7 | 6 | -- | 50 | 203 | 62 | 72 | 83 | -- | 420 |
| 2005 | 5 | 1 | 1 | 7 | -- | 14 | 9 | 2 | 5 | 7 | -- | 23 | 80 | 20 | 52 | 70 | -- | 222 |
| 2006 | 4 | 4 | 2 | 5 | -- | 15 | 6 | 72 | 2 | 16 | -- | 96 | 124 | 4.714 | 144 | 449 | -- | 5.431 |

Sempre in tema di disciplina dell'appello al pubblico risparmio, l'azione di *enforcement* della Consob ha portato all'adozione di 6 provvedimenti cautelari e interdittivi relativi a operazioni di sollecitazione abusiva (Tav. 41).

Alcune sollecitazioni abusive rilevate nel 2006 hanno riguardato offerte al pubblico di azioni di costituende banche di credito cooperativo da parte dei rispettivi comitati promotori (che, talvolta, rivolgevano l'offerta ad amici e parenti). In alcune di tali offerte si è riscontrato anche l'utilizzo di strumenti di comunicazione di massa quali la stampa o internet.

In generale, l'attività della Commissione ha riguardato sia operazioni concluse sia operazioni non terminate o non ancora avviate al momento dell'avvio delle iniziative di vigilanza. Gli interventi sono stati di natura diversa a seconda che l'offerta al pubblico fosse già conclusa o ancora in corso. Nel primo caso, non ricorrendo i presupposti per l'adozione di provvedimenti cautelari o interdittivi, sono stati immediatamente avviati procedimenti sanzionatori (alcuni dei quali risultavano ancora in corso a fine 2006). Per le offerte non ancora concluse, al fine di

tutelare gli investitori, sono stati adottati provvedimenti di sospensione cautelare e, una volta accertate violazioni della disciplina della sollecitazione, sono seguiti provvedimenti di divieto e procedimenti sanzionatori.

Tav. 41

Provvedimenti cautelari e interdittivi relativi a operazioni di appello al pubblico risparmio

| | Provvedimenti di sospensione cautelare | Provvedimenti di divieto | Provvedimenti di decadenza | Totale |
|-------------------|---|-----------------------------|-------------------------------|--------|
| 2001 | 3 | 3 | -- | 6 |
| 2002 | 2 | 6 | -- | 8 |
| 2003 | 9 | 2 | 2 | 13 |
| 2004 | 9 | 7 | 3 | 19 |
| 2005 | 5 | 6 | -- | 11 |
| 2006 ¹ | 2 | 3 | 1 | 6 |

¹ Nel corso del 2006 è stato inoltre adottato un provvedimento di sospensione cautelare in seguito revocato.

Con riferimento all'attività di revisione contabile, nel corso del 2006 la Commissione ha adottato un provvedimento sanzionatorio nei confronti di un *partner* della società di revisione Deloitte & Touche Spa in relazione ai lavori di revisione sui bilanci d'esercizio e consolidato al 31 dicembre 2002 della Giacomelli Sport Group Spa, nonché sul bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2002 delle controllate Giacomelli Sport Spa e Longoni Sport Spa. In particolare, la Commissione, ai sensi dell'art. 163, comma 1, lett. a), del Tuf, ha intimato alla Deloitte & Touche Spa di non avvalersi, per un periodo di due anni, dell'attività di un *partner* responsabile della revisione sui bilanci in questione.

Il procedimento trae origine dagli esiti dell'attività di vigilanza, anche ispettiva, svolta dalla Consob nel biennio 2003-2005, nel cui ambito sono stati, tra l'altro, attivati i poteri di impugnativa in relazione ai bilanci d'esercizio e consolidato della Giacomelli Sport Group al 31 dicembre 2002.

Le risultanze istruttorie hanno confermato il compimento da parte di Deloitte & Touche Spa di gravi irregolarità con riferimento a diversi aspetti. In primo luogo, sono state riscontrate carenze in numerose procedure di revisione concernenti diverse voci significative dei bilanci d'esercizio e consolidato al 31 dicembre 2002 di Giacomelli Sport Group Spa e delle principali controllate. Sono risultate carenti le procedure di revisione svolte: (i) sulle giacenze di magazzino, per le quali il revisore non ha raccolto sufficienti e appropriati elementi probativi in ordine alla loro esistenza e alla loro corretta rilevazione in contabilità; (ii) sulla valutazione della partecipazione Giacomelli Sport International Sa nel bilancio dell'emittente, per la quale non risultano essere stati acquisiti dal revisore sufficienti e appropriati elementi probativi in relazione all'insussistenza di perdite di valore della stessa; (iii) sui debiti verso fornitori, per i quali le procedure di revisione adottate sono risultate carenti nel fornire elementi probativi sulla corretta rilevazione del relativo saldo nei bilanci delle principali società del gruppo.

In secondo luogo, il revisore, pur avendo assunto la responsabilità di effettuare i lavori di revisione sul bilancio al 31 dicembre 2002 della controllata Giacomelli Sport International Sa, non ha raccolto appropriati e sufficienti elementi probativi per poter valutare come adeguati i dati contabili della controllata confluiti nel bilancio consolidato al 31 dicembre 2002 della Giacomelli Sport Group Spa.

3. L'attività di enforcement su internet

Il 2006 è stato caratterizzato da un'intensa attività di vigilanza su internet e da un ulteriore affinamento dei metodi quantitativi per l'individuazione di anomalie. Nel corso del 2006 la vigilanza ha riguardato l'esame di 83 siti internet (432 nel 2005) e ha dato luogo a 27 azioni di enforcement (498 nel 2005), oltre a 7 segnalazioni all'Autorità Giudiziaria (264 nell'anno precedente). Complessivamente, nel periodo 2000-2006, l'attività di vigilanza ha riguardato circa 1.100 spazi web e ha portato a oltre 650 azioni di enforcement (Tav. 42).

L'evoluzione della rete internet, del suo funzionamento e del suo utilizzo da parte degli utenti ha richiesto, in termini di verifiche e di mezzi investigativi, continui affinamenti dei metodi quantitativi e dei software per l'individuazione delle irregolarità.

Tav. 42

Attività di vigilanza internet

| | N. spazi web esaminati per: | | | | Azioni di enforcement | | Segnalazioni ad altre Autorità | | | | | |
|------|-----------------------------|-----------------|--------------------------------------|--------|---|----------------------|--------------------------------|----------------|-----|-------|-----------------|--------|
| | Web Spidering | Rassegna Stampa | Segnalazioni Uffici operativi Consob | Totale | Provvedimenti cautelari/interdittivi ¹ | Autorità Giudiziaria | Guardia di Finanza | Banca d'Italia | Uic | Isvap | Autorità estere | Totale |
| 2000 | 105 | 1 | 1 | 107 | 9 | 5 | 1 | 2 | 1 | -- | 4 | 13 |
| 2001 | 32 | -- | 3 | 35 | 4 | 6 | 2 | 3 | 3 | -- | 4 | 18 |
| 2002 | 21 | 2 | 26 | 49 | 4 | 20 | 2 | 0 | 10 | -- | 2 | 34 |
| 2003 | 27 | 1 | 42 | 70 | 12 | 6 | 3 | 1 | 2 | 2 | 2 | 16 |
| 2004 | 297 | 2 | 18 | 317 | 97 | 42 | 30 | 35 | 30 | 1 | 11 | 149 |
| 2005 | 406 | 3 | 23 | 432 | 498 | 264 | 164 | 169 | 163 | 1 | 26 | 787 |
| 2006 | 49 | 1 | 33 | 83 | 27 | 7 | -- | -- | -- | -- | 5 | 12 |

¹ Per gli anni 2004 e 2005 il dato ricomprende i provvedimenti di oscuramento degli spazi web adottati ai sensi del d.lgs. 70/2003.

In particolare, per l'identificazione dei siti sospetti da sottoporre ad accertamenti, anche alla luce delle segnalazioni che pervengono in Istituto, la Consob usa una procedura di web spidering basata sulla ricerca sul web di parole ed espressioni filtrate attraverso un algoritmo di tipo "neural network" che opera in maniera iterativa. Questa procedura partendo da un sito sospetto, evidenzia solitamente numerosi altri siti a esso collegati, per il tramite dei quali è posta in essere la stessa o ulteriori attività illecite. Tra gli schemi operativi più utilizzati è stato

riscontrato quello della creazione di numerose società, con uffici inesistenti e sedi sparse nel mondo, ciascuna dotata di un proprio sito internet, la cui attività di consulenza sottende la prestazione ovvero la promozione abusiva di servizi di investimento.

In numerosi casi si è reso necessario l'avvio di procedure straordinarie, anche con l'esercizio dei poteri previsti dal d.lgs. 70/2003, finalizzate ad acquisire informazioni sull'effettiva attività posta in essere sullo spazio web esaminato. In alcuni casi, si è proceduto anche alla convocazione e audizione degli autori dei possibili illeciti.

Tra i provvedimenti di *enforcement* scaturiti dall'attività di vigilanza su internet, si segnalano alcune sospensioni e divieti di sollecitazione all'investimento in strumenti finanziari effettuate in assenza di autorizzazione alla pubblicazione del relativo prospetto informativo (si veda il precedente §2). A seguito dell'adozione di tali provvedimenti, sono conseguiti gli usuali interventi di "oscuramento" degli spazi web coinvolti negli illeciti.

Le segnalazioni all'Autorità Giudiziaria di possibili illeciti di natura penale hanno riguardato, come negli anni precedenti, prevalentemente ipotesi di prestazione e/o promozione abusiva di servizi di investimento e di truffa.

In particolare, una segnalazione all'Autorità Giudiziaria di un sito web che si sospettava venisse usato per la prestazione abusiva di servizi di investimento ha portato all'arresto dell'autore e alla confisca del denaro gestito abusivamente per conto di ignari investitori.

Un'altra segnalazione all'Autorità Giudiziaria ha riguardato un'ipotesi di manipolazione su titoli non quotati posta in essere su un sistema di scambi organizzati (Sso) già sospeso dalla Consob a tempo indeterminato. In particolare, sono stati posti in essere, in maniera reiterata e da parte di soggetti legati tra loro da stretti rapporti, condotte manipolative volte a far salire artificialmente i prezzi delle azioni di alcuni emittenti, anche al fine di ottenere finanziamenti da istituti di credito che avrebbero accettato tali titoli in garanzia. Alcune di queste condotte sono state poste in essere attraverso messaggi diffusi su forum di informazione finanziaria con dei "nick names". Nello specifico, i messaggi sono stati recuperati esercitando i poteri previsti dal d.lgs. 70/2003 per il tramite di un flusso xml attivato dal service provider gestore del sito, mentre attraverso una procedura di "reverse look up" è stato possibile risalire al nominativo cui corrispondeva la mail di registrazione.

Le segnalazioni ad Autorità di vigilanza estere, avvenute nell'ambito dei rispettivi protocolli di intesa, riguardano attività illecite su internet accertate dalla Consob suscettibili di coinvolgere investitori non residenti in Italia.

V – L'ATTIVITÀ REGOLAMENTARE E INTERPRETATIVA E GLI SVILUPPI INTERNAZIONALI

1. La disciplina dell'appello al pubblico risparmio

Nel 2006 la Commissione ha apportato alcune modifiche al Regolamento Emittenti collegate all'abrogazione dell'art. 100 del Tuf operata dalla legge n. 262/2005 e alla conseguente applicazione delle disposizioni in materia di sollecitazione all'investimento ai prodotti finanziari emessi dalle banche, diversi dalle azioni o dagli strumenti finanziari che permettono di acquisire o sottoscrivere azioni.

È stata, tuttavia, prevista l'inapplicabilità della disciplina della sollecitazione per le emissioni continuative e ripetute di certificati di deposito coperti da sistemi di garanzia dei depositi e per gli strumenti del mercato monetario emessi da banche con scadenza inferiore a 12 mesi. È stata poi introdotta un'ipotesi di esenzione parziale dalla disciplina della sollecitazione per le emissioni effettuate in modo continuo e ripetuto di obbligazioni bancarie cosiddette "plain vanilla" per un corrispettivo totale dell'offerta, calcolato per un periodo di dodici mesi, inferiore a 50 milioni di euro.

Altre modifiche hanno riguardato la disciplina degli annunci pubblicitari che, in caso di sollecitazioni aventi ad oggetto strumenti finanziari (diversi dai titoli di capitale) emessi in modo continuo e ripetuto da banche, è stata assimilata a quella prevista per gli Oicr. Infine, è stato introdotto un caso di esenzione parziale dagli obblighi previsti dagli artt. 96 e 97, comma 3 del Tuf per le sollecitazioni aventi ad oggetto strumenti finanziari diversi dai titoli di capitale emessi in modo continuo o ripetuto da banche di credito cooperativo e da banche che, ai sensi dell'art. 2409-bis, comma 3 del codice civile, possono prevedere nello statuto che il controllo contabile sia esercitato dal collegio sindacale.

Relativamente ai termini di decorrenza della nuova disciplina, la Commissione, con una specifica comunicazione, ha fatto presente che, non essendo previste disposizioni transitorie, essi coincidono con i termini di entrata in vigore della legge 262/2005 (17 maggio 2006). Tuttavia è stato evidenziato che, in ossequio al principio generale di irretroattività delle leggi, non rientravano nell'ambito di applicazione della disciplina le offerte per le quali alla data del 17 maggio 2006 fosse già in corso il periodo di adesione. In tal caso, infatti, l'applicazione delle nuove norme avrebbe determinato l'impossibilità di portare a termine offerte avviate con il previgente regime. Nella medesima comunicazione la Consob ha dettato istruzioni in merito alla possibilità di utilizzare, per i programmi di offerte al pubblico e per le offerte continue e ripetute, la disciplina del prospetto di base.

In altra comunicazione la Commissione, in risposta a una richiesta dell'Abi, ha evidenziato la necessità che nel prospetto di base, per ciascuna famiglia di obbligazioni, siano individuate, limitatamente alle fattispecie ove ciò è possibile (ad esempio, prodotti plain vanilla o prodotti definibili fin dall'origine) esemplificazioni quantitative ovvero algoritmi relativi alla determinazione dei rendimenti, accompagnati da esemplificazioni qualitative.

Nel 2006 la Consob si è espressa su alcune questioni interpretative di particolare rilievo circa la possibilità di immediata applicazione di alcune disposizioni della direttiva europea in materia di prospetti (direttiva 2003/71/CE), nelle more del suo recepimento nell'ordinamento domestico.

In particolare, a seguito di una richiesta concernente l'immediata applicabilità della definizione di "investitore qualificato" prevista dall'art. 2, paragrafo 1, lettera e) della direttiva, che si discosta dalla nozione contenuta nell'art. 31, comma 2 del Regolamento Intermediari, la Commissione ha ritenuto sussistere, per alcune categorie di soggetti indicati nella direttiva, un sufficiente grado di prescrittività e dettaglio nella definizione tale da non necessitare di ulteriori specificazioni e dunque immediatamente applicabile. Per altre categorie di soggetti, invece, la Commissione ha escluso l'immediata applicabilità della normativa comunitaria, ritenendo necessario un apposito intervento da parte del legislatore italiano.

Un altro ordine di questioni ha riguardato la necessità di fornire informazioni sul prezzo nei prospetti informativi relativi a offerte di azioni finalizzate alla quotazione realizzate con la tecnica dell'open price.

Negli schemi di prospetto contenuti nel Regolamento Emittenti, vigente prima dell'entrata in vigore della disciplina comunitaria era espressamente previsto che il prospetto di sollecitazione finalizzata alla quotazione contenesse almeno l'indicazione di un intervallo di prezzo; era, peraltro, consentito all'offerente di pubblicare tali informazioni in un avviso integrativo da diffondere con largo anticipo rispetto all'inizio dell'offerta (almeno cinque giorni prima). La nuova disciplina comunitaria (art. 8, paragrafo 1 della direttiva), invece, richiede che il prezzo di offerta sia sempre riportato nel prospetto; qualora però esso non sia ancora noto al momento della pubblicazione del prospetto è necessario descriverne almeno i criteri di determinazione o indicare il prezzo massimo. L'indicazione dei criteri o del prezzo massimo è prevista in alternativa alla revocabilità delle adesioni dei sottoscrittori.

Sebbene questi profili della disciplina non fossero ancora stati esplicitamente recepiti nell'ordinamento italiano, la Consob, nelle istruttorie sui prospetti informativi, ha espressamente richiesto l'indicazione dei metodi di determinazione del prezzo d'offerta e, con particolare riferimento ai moltiplicatori di mercato, l'individuazione dei criteri con i quali tali moltiplicatori fossero stati definiti nonché le motivazioni della scelta delle altre società quotate prese a riferimento per la valutazione (cosiddetti comparables). In caso di sensibile divergenza dei moltiplicatori di mercato riferiti all'emittente rispetto a quelli dei comparables è stato richiesto di dare evidenza di tale circostanza anche nei fattori di rischio dell'offerta.

Al fine di fornire comunque all'investitore elementi di valutazione sulla convenienza dell'investimento proposto, la Commissione ha inoltre ritenuto necessario individuare il range indicativo del prezzo di offerta già nel prospetto informativo. Infatti, sebbene tale range sia definito al termine della raccolta delle manifestazioni di interesse da parte degli investitori istituzionali, fase che si conclude in prossimità dell'inizio dell'offerta e quindi, di norma, dopo il rilascio dell'autorizzazione alla pubblicazione del prospetto, il Regolamento Emittenti (avendo recepito le previsioni dell'art. 14 della direttiva) ha introdotto maggiori margini di flessibilità nella tempistica di pubblicazione del prospetto, prevedendo che questo venga pubblicato prima dell'inizio del

periodo di adesione e non più con un anticipo di almeno cinque giorni rispetto all'inizio dell'offerta.

Un ulteriore problema di coordinamento fra la disciplina nazionale e quella comunitaria in materia di sollecitazione si è posto con riferimento alle offerte pubbliche di sottoscrizione di azioni finalizzate alla costituzione di banche.

Nel caso delle costituende banche non è ovviamente possibile rispettare la disciplina del Regolamento Emittenti che impone di riportare nel prospetto le informazioni finanziarie sottoposte a revisione relative agli ultimi esercizi. D'altro canto, le disposizioni comunitarie in materia prevedono la possibilità di un regime di adattamento degli schemi e moduli di prospetto ove lo richiedano le specifiche caratteristiche dell'emittente e degli strumenti finanziari.

Nel caso delle banche costituende, al fine di individuare informazioni equivalenti a quelle previste negli schemi di prospetto, la Consob ha preso a riferimento la relazione tecnica contenente i bilanci previsionali relativi ai primi tre esercizi richiesta dalla Banca d'Italia ai fini dello svolgimento del procedimento autorizzatorio di propria competenza. Tali informazioni, nonostante abbiano natura previsionale, sono state ritenute "equivalenti" alle informazioni finanziarie indicate nel Regolamento Emittenti, fermo restando che esse devono essere corredate da apposita attestazione dal revisore contabile.

Quanto all'individuazione del soggetto legittimato a redigere tale attestazione, si è ritenuto che, anche al fine di consentire una migliore tutela degli investitori, questo debba essere il soggetto incaricato del controllo contabile dei bilanci della banca, ossia una società di revisione iscritta nel registro dei revisori contabili (anche in considerazione del fatto che le costituende banche, a seguito dell'offerta e una volta ottenuta l'autorizzazione della Banca d'Italia, sono destinate a diventare emittenti strumenti finanziari diffusi ai sensi degli artt. 116 del Tuf e 2-bis del Regolamento Emittenti e dunque soggette all'obbligo di revisione contabile). Unica eccezione a tale principio è quella delle costituende banche di credito cooperativo, le quali non possono essere considerate emittenti strumenti finanziari diffusi in quanto le loro azioni sono soggette a limiti alla circolazione (peraltro il Testo unico bancario consente a tali banche di prevedere, a livello statutario, l'affidamento del controllo contabile al collegio sindacale piuttosto che a una società di revisione).

2. La disciplina dell'informativa societaria continua

Dopo le modifiche apportate nel 2005 ai Regolamenti Emittenti e Mercati conseguenti al recepimento della disciplina comunitaria sugli abusi di mercato, nel 2006 la Commissione ha emanato una comunicazione contenente raccomandazioni e chiarimenti in materia di informazione al pubblico su eventi e circostanze rilevanti nonché adempimenti per la prevenzione degli abusi di mercato.

Già in passato la Consob, in materia di informazioni rilevanti da diffondere al pubblico ai sensi dell'art. 114, comma 1, del Tuf e in materia di analisi finanziarie, aveva formulato, anche su sollecitazione degli operatori, numerose comunicazioni contenenti chiarimenti sull'applicazione delle disposizioni di legge e di regolamento e aveva adottato diverse raccomandazioni volte a

garantire la trasparenza e la correttezza dei comportamenti dei soggetti vigilati. Al fine di conferire sistematicità ai vari interventi, nel 2003 la Commissione aveva emanato una specifica comunicazione riservandosi di aggiornarne periodicamente il contenuto. Pertanto, con la citata comunicazione del 2006 (che ha sostituito la precedente comunicazione del 2003), la Consob ha raccolto e coordinato in un unico documento sia i chiarimenti interpretativi concernenti le norme di recepimento della direttiva sia le indicazioni contenute nella precedente comunicazione rivisitate alla luce degli aggiornamenti apportati al Tuf e al Regolamento Emittenti.

La comunicazione del 2006 ha affrontato le questioni relative: i) alla nozione di "informazione privilegiata", sia con riferimento a quelle informazioni che possono dar luogo al reato di insider trading sia a quelle per le quali si manifesta l'esigenza di informare prontamente il pubblico; ii) alla disciplina del ritardo della comunicazione di informazioni privilegiate; iii) all'elenco (non esaustivo) dei soggetti ai quali, stante il dovere di riservatezza, possono essere comunicate selettivamente le informazioni privilegiate; iv) alla natura dei documenti che ricadono nella definizione di raccomandazione, ai fini dell'applicazione della disciplina della correttezza e trasparenza dei conflitti di interesse delle analisi finanziarie; v) all'uso da parte delle agenzie di rating delle informazioni privilegiate fornite dagli emittenti e alle modalità di interazione con questi ultimi; vi) alla disciplina sui registri delle persone che hanno accesso alle informazioni privilegiate; vii) all'applicazione della disciplina concernente la comunicazione di operazioni di compravendita di azioni effettuate dagli amministratori dell'emittente, dagli azionisti che detengono una quota superiore al 10% dei diritti di voto e dai soggetti controllanti l'emittente.

3. La disciplina dell'informativa contabile e periodica e delle società di revisione

Nel 2006 la Commissione, così come previsto dall'articolo 9 del d.lgs. 38/2005, ha elaborato gli schemi di bilancio per le società emittenti strumenti finanziari quotati in mercati regolamentati italiani e le società con strumenti finanziari diffusi tra il pubblico, di cui all'art. 116 del Tuf, diverse dalle imprese bancarie e assicurative.

Nel dare attuazione al decreto 38/2005, sono stati effettuati ulteriori interventi al fine di riordinare le disposizioni regolamentari che facevano riferimento ai principi contabili internazionali Ias/Ifirs; è stata anche emanata una comunicazione in materia di "misure alternative dei risultati aziendali" e sono state fornite indicazioni circa la redazione dei comunicati stampa relativi alle rendicontazioni contabili. Infine, è stata modificata la disciplina del Regolamento Emittenti sull'informativa da fornire nella documentazione contabile annuale sui compensi e sulle partecipazioni detenute dai componenti degli organi di amministrazione e controllo.

Per quanto concerne gli sviluppi internazionali, nell'ambito della collaborazione tra il Cesr (*Committee of European Securities Regulators*) e la Commissione Europea, sono proseguite nel corso del 2006 le iniziative volte al miglioramento e all'armonizzazione dell'informazione finanziaria in Europa.

In particolare, il Cesr, attraverso il Cesrfin, il gruppo permanente sull'informazione finanziaria, si è occupato dello sviluppo delle sessioni dell'Eecs (European Enforcers Coordination Session) e del database contenente le decisioni assunte in materie di enforcement e attività di vigilanza dell'informazione finanziaria. Inoltre, il Cesrfin, attraverso appositi gruppi di lavoro, ha

continuato ad approfondire le tematiche afferenti la fase di transizione dalle regole nazionali europee agli Ias/Ifrs.

Anche in ambito Iosco, nel corso del 2006 si è completato il progetto di creazione di un database elettronico contenente le decisioni assunte in materie di enforcement, attraverso il quale rendere più agevole la comunicazione e lo scambio di informazioni. Il database è divenuto operativo il 19 gennaio 2007 e costituirà una fonte autorevole di informazioni per i membri Iosco.

In materia di revisione contabile, nel dicembre 2006 la Commissione ha stabilito che le società di revisione iscritte nell'Albo speciale e nel Registro dei Revisori Contabili istituito presso il Ministero della giustizia (queste ultime nello svolgimento degli incarichi conferiti dagli emittenti titoli diffusi ai sensi dell'art. 116 del Tuf) adottino, a partire dai bilanci d'esercizio e consolidato 2006, i nuovi principi di revisione emanati dal Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e dal Consiglio Nazionale dei Ragionieri e dei Periti Commerciali.

I nuovi principi, che sostituiscono precedenti documenti raccomandati dalla Consob nel 2002, riguardano: "Gli obiettivi e principi generali della revisione contabile del bilancio" (documento n. 200); "La pianificazione" (documento n. 300); "La comprensione dell'impresa e del suo contesto e la valutazione dei rischi di errori significativi" (documento n. 315); "Le procedure di revisione in risposta ai rischi identificati e valutati" (documento n. 330); "Gli elementi probativi della revisione" (documento n. 500); "Le procedure di analisi comparativa" (documento n. 520). La Consob ha inoltre raccomandato il documento n. 240 "La responsabilità del revisore nel considerare le frodi nel corso della revisione contabile del bilancio".

I nuovi principi di revisione elaborati dalla professione contabile in collaborazione con la Consob introducono anche in Italia l'approccio di revisione incentrato sulla valutazione del rischio (cosiddetto audit risk model). Tale nuovo approccio implica che il revisore svolga procedure di revisione dirette ad acquisire un livello di comprensione dell'impresa e del contesto in cui opera sufficiente a identificare e valutare i rischi di errori significativi nel bilancio e a stabilire la natura, l'estensione e la tempistica delle procedure di revisione da svolgere in risposta ai rischi identificati.

A seguito dell'introduzione del principio della responsabilità unica della società incaricata della revisione dei bilanci consolidati di gruppi quotati, di cui all'art. 165, comma 1-bis del Tuf, la Commissione ha inoltre precisato che, nello svolgimento di tali incarichi, devono essere seguite le procedure di revisione di cui alla lettera A) del documento n. 600, "L'utilizzo del lavoro di altri revisori", già raccomandato nel 2003, che disciplina appunto i casi di assunzione di responsabilità unica sul gruppo.

4. La disciplina dei mercati

Nel 2006 la Commissione ha approvato alcune modifiche al Regolamento in materia di mercati allo scopo di semplificare il regime di esecuzione e di trasparenza delle operazioni effettuate fuori mercato.

Con apposita comunicazione la Commissione ha fornito anche chiarimenti sulla nuova disciplina contenuta nell'art. 34-bis del Regolamento Mercati in materia di modalità e termini per l'esercizio del diritto di intervento in assemblea, evidenziando alcuni obblighi di condotta che gli intermediari devono rispettare per attenuare il rischio che l'azionista possa non intervenire in assemblea per effetto del mancato o tardivo regolamento dei titoli acquistati in prossimità del suo svolgimento. Ulteriori chiarimenti sono stati forniti in merito alla tempistica con cui l'intermediario deve effettuare le comunicazioni di partecipazione all'assemblea e di cessione dei titoli. Nella circostanza, la Commissione ha peraltro ritenuto opportuno raccomandare agli intermediari di astenersi dal vendere allo scoperto in prossimità dell'assemblea quando è prevedibile che non si potranno consegnare i titoli nel giorno di regolamento previsto nel contratto.

La Commissione, infine, ha emanato una comunicazione in materia di segnalazione delle "operazioni sospette" da parte degli intermediari e delle società di gestione dei mercati regolamentati (la relativa disciplina, contenuta nel Regolamento Mercati a seguito del recepimento della direttiva sugli abusi di mercato, è in vigore dal 1° aprile 2006).

In ambito internazionale, di particolare rilievo è l'adozione da parte della Commissione Europea delle misure di esecuzione della direttiva sui Mercati di strumenti finanziari, cosiddetta Mifid (direttiva 2004/39/CE) (Riquadro 5).

Riquadro 5

Le misure di esecuzione della direttiva 2004/39/CE in materia di mercati

Nel 2006 la disciplina di livello 1 definita nella direttiva Mifid ha trovato completamente con l'emanazione, da parte della Commissione Europea, delle relative misure di esecuzione (livello 2). Le misure di esecuzione sono contenute nel Regolamento n. 1287/2006 e riguardano, fra l'altro, il regime di *transaction reporting* e il regime di trasparenza *pre* e *post*-negoiazione.

Per ciò che riguarda il primo aspetto, le norme di livello 2 danno concreta attuazione al regime di segnalazione previsto dall'art. 25 della Mifid. In particolare, tali disposizioni mirano a definire nel dettaglio i metodi e le procedure da seguire per comunicare le operazioni finanziarie, la forma e il contenuto di tali comunicazioni nonché i criteri per identificare l'Autorità competente per il mercato più liquido. Avuto riguardo ai metodi e le procedure per la comunicazione delle operazioni, il Regolamento comunitario prevede che le segnalazioni devono essere effettuate in forma elettronica e devono rispettare alcune condizioni (sicurezza e confidenzialità dei dati segnalati, meccanismi per l'identificazione e la correzione degli errori nel rapporto di segnalazione, meccanismi per l'autenticazione della fonte della segnalazione, misure precauzionali appropriate per il recupero delle informazioni in caso di *system failure*). Con riferimento alla forma e al contenuto delle comunicazioni, il Regolamento stabilisce che le segnalazioni devono contenere le informazioni – specificate nella Tabella 1 dell'Annex 1 del Regolamento – che risultano rilevanti a seconda della tipologia di strumento finanziario.

In merito al *set* informativo oggetto delle segnalazioni, il regolamento prevede la possibilità per i Paesi membri di richiedere informazioni addizionali rispetto a quelle individuate nella Tabella 1 dell'Annex 1 quando: (i) tali informazioni appaiono necessarie per consentire all'Autorità competente di monitorare l'attività dell'impresa di investimento; (ii) lo strumento finanziario oggetto della segnalazione abbia caratteristiche specifiche per le quali le informazioni nella Tabella 1 non sono sufficienti; (iii) le metodologie di negoziazione risultino specifiche alla piattaforma di *trading* nella quale la transazione ha avuto luogo e abbiano caratteristiche diverse da quelle previste nella Tabella 1. Inoltre, i Paesi membri possono richiedere che la segnalazione contenga anche l'indicazione del cliente per conto del quale l'impresa di investimento ha eseguito la transazione.

Per ciò che riguarda il regime di trasparenza *pre* e *post*-negoziazione, il Regolamento comunitario precisa che le informazioni che, in relazione alla tipologia del sistema gestito (sistema di negoziazione ad asta continua con *book* di negoziazione, sistema quote *driven*, sistema ad asta periodica), le società di gestione dei mercati regolamentati e i gestori degli Mtf devono pubblicare per ciascuna azione ammessa alla negoziazione in un mercato regolamentato e negoziata nell'ambito del sistema gestito. Qualora il sistema gestito non rientri nelle categorie sopra specificate (sistema ibrido), la società di gestione dei mercati regolamentati e i gestori degli Mtf mantengono un livello di trasparenza *pre*-negoziazione tale da garantire che siano pubblicate informazioni adeguate per quanto concerne sia i prezzi degli ordini o quotazioni sia gli interessi di negoziazione espressi su ogni azione. Il Regolamento fornisce poi le condizioni in base alle quali gli Stati membri possono derogare ai requisiti di trasparenza *pre*-negoziazione.

Il Regolamento fornisce anche i dettagli necessari per la corretta e uniforme applicazione del regime di trasparenza *pre*-negoziazione nei confronti degli internalizzatori sistematici. In primo luogo, il Regolamento interviene sulla definizione di internalizzatore sistematico, per tale intendendosi un intermediario che presenti i seguenti requisiti: (i) l'attività svolta deve rivestire un ruolo commerciale importante per l'impresa ed essere condotta in base a regole e procedure non discrezionali; (ii) l'attività deve essere svolta da personale, o mediante un sistema tecnico automatizzato, destinato a tale compito indipendentemente dal fatto che il personale o il sistema in questione siano utilizzati esclusivamente a tale scopo; (iii) l'attività deve essere accessibile ai clienti su base regolare e continua. Il Regolamento interviene poi nel definire quando le azioni ammesse alla negoziazione in un mercato regolamentato hanno un mercato liquido (se sono oggetto di negoziazioni giornaliere, con un flottante non inferiore a 500 milioni di euro e se è soddisfatta una delle condizioni seguenti: (i) il numero medio giornaliero di operazioni per l'azione in questione non sia inferiore a 500; (ii) il controvalore medio giornaliero degli scambi per l'azione in questione non sia inferiore a 2 milioni di euro). Al fine di determinare la dimensione standard del mercato per le azioni liquide, le azioni vengono raggruppate in categorie in funzione del valore medio degli ordini eseguiti. Il Regolamento, infine, definisce gli ordini al dettaglio (un ordine è di dimensioni maggiori di quelle abitualmente considerate da un investitore al dettaglio se supera i 7.500 euro).

Per ciò che riguarda il regime di trasparenza *post*-negoziazione, il Regolamento prevede che le imprese di investimento, le società di gestione dei mercati regolamentati e i gestori degli Mtf rendano pubbliche, per le operazioni relative alle azioni ammesse alle negoziazioni nei mercati regolamentati e concluse nell'ambito dei sistemi gestiti, le seguenti informazioni: (i) giorno e ora di negoziazione, identificativo dello strumento finanziario, prezzo, quantità e sede di negoziazione; (ii) l'indicazione, se pertinente, del fatto che lo scambio è determinato da fattori diversi dal prezzo corrente di mercato; (iii) l'indicazione, se pertinente, del fatto che si tratta di un'operazione concordata; (iv) qualsiasi eventuale modifica delle informazioni precedentemente divulgate. La pubblicazione differita delle informazioni relative alle operazioni concluse può essere autorizzata, per un periodo non superiore a quanto previsto nella Tabella 4 dell'Allegato II del Regolamento, a condizione che: (i) si tratti di un'operazione fra un'impresa di investimento che negozia per proprio conto e un cliente di tale impresa; (ii) le dimensioni dell'operazione siano pari o superiori alle dimensioni minime ammissibili specificate nella citata Tabella 4.

5. La disciplina degli intermediari e del risparmio gestito

Nel corso del 2006 sono entrate a regime, a seguito del recepimento delle normative comunitarie in materia, le modifiche al Regolamento Emittenti per ciò che riguarda gli schemi di prospetto dei fondi comuni.

Gli schemi di prospetto riportano l'indicazione di informazioni sulla quota delle commissioni retrocesse a favore dei collocatori. La scelta di accrescere la trasparenza sulla remunerazione dei collocatori persegue l'obiettivo di rendere edotto l'investitore circa il fatto che l'attività di assistenza/consulenza prestata allo stesso in fase di "vendita" non si esaurisce con il pagamento della commissione di sottoscrizione, ma continua nel corso del periodo di investimento nel fondo con la retrocessione da parte della Sgr di una quota preponderante delle commissioni di gestione e/o di incentivo.

L'importanza della scelta compiuta dalla Consob trova conferma nell'evidenza data alle problematiche connesse alle modalità di distribuzione dei fondi comuni dalla Commissione Europea nel "Libro bianco sul rafforzamento del quadro normativo relativo ai fondi comuni d'investimento" del 15 novembre 2006. Questo documento, infatti, auspica un miglioramento nella trasparenza dei costi complessivi dei fondi, mediante una specifica evidenza dei costi di distribuzione, al fine di aumentare la competizione tra i partecipanti al processo di distribuzione, a vantaggio degli investitori finali. Tale conclusione è supportata dai risultati di uno studio effettuato su incarico della Commissione Europea, che ha evidenziato come le differenze di costo tra fondi azionari in Europa siano dovute prevalentemente alla distribuzione e come una maggiore competizione tra i collocatori possa tradursi in una consistente riduzione dei costi complessivi gravanti sugli investitori (circa 40-60 basis point).

La tematica dei costi della distribuzione dei fondi è stata considerata anche dallo Iosco; infatti, il Comitato Tecnico di tale Organizzazione ha conferito un mandato congiunto agli Standing Committee 3 e 5 per affrontare il tema della trasparenza dei costi ogni qual volta i fondi vengano venduti a investitori non sofisticati.

In ambito internazionale, il Gruppo di lavoro del Cesr sul risparmio gestito ha lavorato intensamente nel corso del 2006, al fine di adempiere ai mandati ricevuti dal Cesr e dalla Commissione Europea (si veda in particolare il successivo Capitolo VI “Le relazioni internazionali”).

Come evidenziato nel precedente paragrafo, nel 2006 la Commissione Europea ha approvato le misure di esecuzione relative alla direttiva Mifid, che per la parte relativa alla disciplina degli intermediari sono contenute nel citato Regolamento n. 1287/2006 della Commissione Europea e nella direttiva n. 2006/73/CE (Riquadro 6).

In conformità all’*iter* disegnato dalla cosiddetta procedura Lamfalussy, il Cesr ha già avviato l’attività di confronto con le Autorità nazionali finalizzata all’elaborazione di linee interpretative e applicative armonizzate del nuovo quadro normativo (livello 3). In particolare, il Cesr ha avviato consultazioni relative all’applicazione delle disposizioni della Mifid e delle relative misure di esecuzione in materia di *best execution*, di *inducements*, di registrazioni richieste alle imprese (*recordkeeping*) e di prestazione transfrontaliera dei servizi e delle attività di investimento.

Riquadro 6

Le misure di esecuzione della direttiva 2004/39/CE in materia di intermediari

Con riferimento alle definizioni dei servizi di investimento e di quelli accessori, le misure di livello 2 (direttiva 2006/73/CE) chiariscono ulteriormente il perimetro del servizio di consulenza, focalizzandone l’oggetto nella prestazione di raccomandazioni personalizzate relative a singoli strumenti finanziari. Tale impostazione evidenzia una rilevante differenza rispetto alla vigente disciplina italiana, nella quale il rilascio di singoli consigli relativi a strumenti finanziari, nel contesto dello svolgimento dei servizi di investimento, è considerato parte integrante, in presenza di condizioni definite, dei servizi di investimento prestati. Tale attività, pertanto, qualora presenti gli elementi della raccomandazione personalizzata secondo i principi stabiliti dalla disciplina comunitaria, non potrà essere considerata parte integrante di un diverso servizio di investimento e richiederà un’apposita e specifica autorizzazione. Per ciò che riguarda l’attività di ricerca in materia di investimenti e analisi finanziaria o altre forme di raccomandazioni generali riguardanti le operazioni in strumenti finanziari, la direttiva di livello 2 prevede specifiche disposizioni relative ai conflitti di interesse che possono derivare dallo svolgimento del servizio in parola.

La direttiva 2006/73/CE individua in modo più dettagliato gli obblighi gravanti sui prestatori dei servizi e delle attività di investimento con riferimento sia ai requisiti di tipo organizzativo sia alle norme di comportamento da rispettare nella prestazione dei servizi alla clientela.

In merito alla prestazione di servizi in regime di *execution only* (cioè quelli per i quali l'impresa di investimento è esentata dall'obbligo di valutarne l'appropriatezza rispetto al profilo dell'investitore) si prevedono limiti alla loro prestazione sia in rapporto alla tipologia di strumenti finanziari sia alle modalità di instaurazione del rapporto con il cliente.

La direttiva di livello 2 esplicita ulteriori dettagli sull'articolazione degli obblighi connessi alla cosiddetta *best execution*, inclusa l'applicazione del principio alla prestazione dei servizi di gestione di portafogli e ricezione e trasmissione di ordini.

Le misure di esecuzione prevedono, infine, il divieto per gli intermediari di ricevere somme di danaro nell'ambito della prestazione dei servizi di investimento da soggetti terzi diversi dai clienti (cosiddetti *inducements*), a meno che da ciò non derivi un beneficio diretto per il cliente stesso, dando attuazione alla disciplina di livello 1 che vincola le imprese di investimento al rispetto di principi di onestà, equità e correttezza nell'interesse dei clienti.

VI – LE RELAZIONI INTERNAZIONALI

1. La cooperazione internazionale

Nel 2006 l'attività di cooperazione internazionale della Consob è stata caratterizzata da impegni legati all'assistenza tecnica e allo scambio di informazioni con Autorità di vigilanza di altri paesi.

In materia di assistenza tecnica, la Consob ha intrattenuto rapporti con la *National Securities Commission* della Repubblica di Moldova, a seguito di un accordo stipulato nel 2005.

L'assistenza prestata dalla Consob si è concretizzata in incontri nei quali è stata illustrata la normativa italiana e comunitaria relativa a specifiche tematiche attinenti i mercati finanziari, al fine di supportare la National Securities Commission della Repubblica di Moldova nel processo di revisione della disciplina societaria e finanziaria.

Nel 2006 si è avuto un sensibile incremento delle richieste di informazioni rivolte a omologhe Autorità estere per finalità di vigilanza; è parimenti aumentato il numero di richieste che la Consob ha ricevuto da Autorità estere (Tav. 43).

Tav. 43

Scambio di informazioni fra Consob e Autorità di vigilanza estere

| Oggetto | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 |
|---|-----------|-----------|-----------|-----------|------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Richieste di informazioni da Consob ad Autorità estere | | | | | | | | | |
| Insider trading | 17 | 43 | 32 | 24 | 24 | 11 | 8 | 12 | 16 |
| Manipolazione dei prezzi di valori mobiliari | 2 | -- | 1 | 4 | -- | 4 | 8 | 6 | 12 |
| Sollecitazione e attività di intermediazione abusive | 7 | 4 | 3 | 10 | 9 | 5 | 2 | 4 | 5 |
| Trasparenza e informativa societaria | -- | -- | 1 | -- | -- | 6 | 9 | 10 | 5 |
| Partecipazioni rilevanti al capitale di società quotate e di intermediari autorizzati | -- | -- | -- | 1 | 1 | 3 | 1 | 2 | 4 |
| Requisiti di onorabilità e professionalità | 12 | 10 | 19 | 14 | 34 | 21 | 7 | 4 | -- |
| Violazione regole di condotta | -- | -- | 2 | -- | -- | 1 | 2 | -- | 1 |
| <i>Totale</i> | <i>38</i> | <i>57</i> | <i>58</i> | <i>53</i> | <i>68</i> | <i>51</i> | <i>37</i> | <i>38</i> | <i>43</i> |
| Richieste di informazioni da Autorità estere a Consob | | | | | | | | | |
| Insider trading | 2 | 3 | 5 | 20 | 13 | 17 | 18 | 18 | 17 |
| Manipolazione dei prezzi di valori mobiliari | 1 | 3 | -- | 1 | 1 | 2 | 3 | 4 | 14 |
| Sollecitazione e attività di intermediazione abusive | 3 | 3 | 1 | 2 | 7 | 4 | 3 | 9 | 9 |
| Trasparenza e informativa societaria | 1 | -- | 2 | -- | -- | -- | -- | 4 | 3 |
| Partecipazioni rilevanti al capitale di società quotate e di intermediari autorizzati | -- | -- | -- | -- | 2 | 1 | -- | 4 | -- |
| Requisiti di onorabilità e professionalità | 30 | 44 | 53 | 49 | 80 | 70 | 44 | 31 | 46 |
| Violazione regole di condotta | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- |
| <i>Totale</i> | <i>37</i> | <i>53</i> | <i>61</i> | <i>72</i> | <i>103</i> | <i>94</i> | <i>68</i> | <i>70</i> | <i>89</i> |

In particolare, si segnala l'aumento delle richieste di cooperazione sui casi di manipolazione del mercato (12 dalla Consob ad Autorità estere, a fronte di 6 nel 2005, e 14 da Autorità estere alla Commissione, rispetto a 4 nel 2005). Tale crescita è imputabile principalmente agli effetti del recepimento negli Stati membri dell'Unione Europea della direttiva sugli abusi di mercato.

2. L'attività nell'ambito dell'Unione Europea

Nel 2006 l'attività della Consob in ambito UE ha riguardato la partecipazione alle discussioni sulla definizione delle misure di attuazione delle direttive già adottate e sull'adozione di nuove proposte di direttiva. La Consob ha partecipato alle discussioni sulle modifiche al quadro legislativo comunitario in materia di fondi comuni di investimento e ha fornito, inoltre, il proprio supporto tecnico al Ministero dell'economia e delle finanze in occasione delle riunioni del Comitato valori mobiliari (*European Securities Committee – Esc*) e di altri gruppi internazionali, e supporto per il recepimento nell'ordinamento nazionale delle direttive di settore già adottate in sede comunitaria.

Tra i principali impegni a livello comunitario va segnalata la partecipazione alle discussioni in seno al Consiglio dell'Unione Europea sulla proposta di direttiva sui diritti degli azionisti, prevista dal “*Piano d'azione per modernizzare il diritto delle società e rafforzare il governo societario nell'Unione Europea*” della Commissione Europea.

La proposta di direttiva introduce disposizioni in materia di funzionamento delle assemblee, conferimento delle deleghe e modalità di esercizio del diritto di voto, incluso quello in via elettronica. Si stabiliscono in favore degli azionisti più ampie facoltà di intervento in assemblea e di concorso alla definizione delle tematiche all'ordine del giorno. Ulteriori innovazioni sono, inoltre, stabilite in tema di pubblicità dei risultati delle votazioni. Relativamente all'esercizio del diritto di voto, si prevede la possibilità di voto in via elettronica. Si stabilisce altresì che il diritto di intervento e di voto non possa essere subordinato al preventivo blocco delle azioni, sebbene si preveda la facoltà per gli Stati membri di prevedere nelle normative di recepimento un sistema di record date che subordini l'esercizio di tali diritti alla condizione della prova del possesso della qualità di azionista a una determinata data (anteriore a quella dell'assemblea).

Nell'ambito dell'attività del Consiglio dell'Unione Europea si segnala il Gruppo di lavoro sulla proposta di direttiva in tema di acquisizione di partecipazioni rilevanti in intermediari autorizzati (banche, assicurazioni e Sim).

Detta normativa prevede nuovi criteri per regolare l'azione delle varie Autorità di vigilanza europee nei procedimenti di valutazione prudenziale delle acquisizioni o incrementi delle partecipazioni, finalizzate a restringere la discrezionalità delle Autorità stesse nel valutare l'idoneità del potenziale acquirente. In particolare, la proposta in esame, innovando e uniformando le disposizioni contenute nelle direttive 2004/39/CE (relativa ai mercati degli strumenti finanziari - Mifid) e 2006/48/CE (relativa all'accesso all'attività degli enti creditizi e al suo esercizio), nonché nelle direttive 92/49/CEE, 2002/83/CE e 2005/68/CE, prevede il restringimento degli ambiti di discrezionalità spettanti alle singole Autorità nazionali, fissando

nuove modalità e criteri per l'adozione della decisione sull'autorizzazione alle acquisizioni, favorendo il rispetto di termini certi entro i quali la procedura deve svolgersi. Regole di cooperazione particolari sono previste nel caso in cui il potenziale acquirente sia soggetto a vigilanza in altro Stato membro. Un aspetto critico della proposta di direttiva in tema di acquisizioni consiste nella mancanza di coordinamento normativo e procedurale con la disciplina stabilita dalla direttiva 2004/25/CE (concernente le offerte pubbliche di acquisto), procedura che la Consob ritiene essenziale al fine di garantire il rispetto delle regole di mercato nel caso in cui si intendano acquisire partecipazioni in intermediari quotati.

Nel corso del 2006, la Consob ha preso parte alle riunioni indette dalla Commissione Europea per favorire il recepimento, nella legislazione nazionale, di talune direttive, quali la Mifid, la direttiva Opa e la direttiva *Transparency*.

Nel mese di novembre 2006, la Commissione Europea ha pubblicato il “*Libro Bianco sul rafforzamento del quadro normativo del mercato unico relativo ai fondi d'investimento*”, contenente una serie di proposte per modernizzare la normativa europea relativa ai fondi di investimento. È presumibile che la Commissione Europea formalizzi la proposta di direttiva (che modifica la direttiva 85/611/CEE) entro la fine del 2007.

Si segnala, infine, la partecipazione della Consob al Gruppo Egaob (*European Group of Auditors' Oversight Bodies*), gruppo istituito nel dicembre 2005 con decisione della Commissione Europea a seguito della modifica dell'ottava direttiva in materia di revisione contabile (2006/43/CE).

Il Gruppo Egaob, composto da rappresentanti degli organi responsabili della vigilanza sui revisori e sulle società di revisione, ha l'incarico di operare come organo consultivo della Commissione stessa e di favorire la cooperazione tra gli organismi di controllo pubblico dei revisori legali e delle società di revisione. L'Egaob ha il compito di: (i) facilitare la cooperazione tra gli organismi di vigilanza sui revisori degli Stati membri; (ii) contribuire alla valutazione tecnica dei sistemi di vigilanza dei paesi terzi e alla cooperazione internazionale con le Autorità di controllo di detti paesi; (iii) contribuire alla valutazione tecnica e al processo di elaborazione dei principi di revisione internazionali, prevedendo la loro adozione nell'ambito dell'Unione Europea.

3. L'attività nell'ambito del Committee of the European Securities Regulators (Cesr)

Nell'ambito della partecipazione ai lavori del Cesr, nel 2006 ha assunto particolare rilievo il contributo all'attività del Gruppo di Esperti sul Risparmio Gestito, presieduto dalla stessa Consob.

Tra i principali lavori del Gruppo, si segnala l'adozione definitiva del parere sugli investimenti ammissibili da parte dei fondi comuni di investimento armonizzati (che ha poi portato la Commissione Europea a emanare una direttiva di secondo livello) e la predisposizione delle linee guida di livello 3, alle quali i singoli Stati membri dovranno fare riferimento nell'attuazione a livello nazionale delle misure comunitarie per garantire

metodi regolamentari coordinati. In particolare, il Gruppo ha pubblicato un documento di consultazione pubblica contenente linee guida di livello 3 sulla ammissibilità di investimenti in indici di fondi *hedge*. Le linee guida proposte hanno come riferimento i requisiti di ammissibilità stabiliti a livello 2.

In particolare, si prevede che: (i) la metodologia di calcolo dell'indice deve essere basata su regole oggettive volte a stabilire, tra l'altro, la modalità di selezione dei componenti dell'indice; (ii) deve essere esclusa la possibilità di modificare ex post i valori dell'indice già pubblicati; (iii) il rispetto della metodologia di costruzione e di calcolo del valore dell'indice deve essere monitorato con periodicità almeno annuale da un'entità indipendente che può essere rappresentata sia da una società esterna che da un'entità interna all'organizzazione del soggetto produttore dell'indice; (iv) al fine di accertare la rappresentatività del mercato di riferimento, devono essere disponibili dati sulla composizione e il peso dei singoli hedge funds nell'indice; (v) considerato che gli indici di hedge funds sono tipicamente calcolati come media dei rendimenti delle quotazioni dei fondi hedge sottostanti, il creatore dell'indice deve valutare le procedure seguite dai fondi hedge per il calcolo dei relativi valori netti delle quote. Il documento finale contenente le linee guida del Cesr dovrebbe essere definito nel corso del primo semestre del 2007.

Il Gruppo, inoltre, ha elaborato le linee guida di livello 3 per la semplificazione delle procedure di notifica dei fondi che commercializzano le proprie quote in via transfrontaliera. Il Cesr ha approvato pertanto le regole alle quali le Autorità dovrebbero attenersi al fine di garantire tempi certi per la conclusione dei controlli attribuiti dalla normativa comunitaria alle Autorità dello Stato ospitante. Sono state, altresì, fornite indicazioni sul possibile utilizzo di autocertificazioni da parte dei fondi che intendano commercializzare la proprie quote.

Nello specifico, le principali novità introdotte dal documento sulla semplificazione delle procedure di notifica riguardano: (i) la standardizzazione della lettera di notifica e la possibilità di trasmettere validamente in formato elettronico i documenti richiesti per la stessa; (ii) le modalità di gestione della fase istruttoria; (iii) l'abbreviazione del termine di due mesi previsto dalla direttiva per l'avvio dell'offerta; (iv) l'indicazione dei documenti per cui è richiesta la traduzione e delle lingue accettate dai singoli Stati; (v) la procedura di notifica per gli Oicr multicompartimentali.

Tra le principali attività svolte nell'ambito del Cesr si segnala anche la partecipazione ai lavori per completare i pareri per la Commissione Europea sulla direttiva *Transparency* e per definire le valutazioni delle Autorità di vigilanza per la realizzazione di una rete europea degli *Officially Appointed Mechanism* (Oam, ossia sistemi di archiviazione delle informazioni pubblicate dagli emittenti).

Su quest'ultimo aspetto, il parere pubblicato dal Cesr nel giugno 2006 risponde al mandato della Commissione Europea in materia di deposito e archiviazione delle informazioni obbligatorie da parte degli emittenti presso le Autorità competenti e stabilisce, in particolare, la definizione di standards minimi di qualità dei sistemi nazionali di archiviazione delle informazioni, quali quello di assicurare un'adeguata sicurezza di detti sistemi e la certezza della fonte dell'informazione, nonché l'autenticità dell'origine dell'informazione archiviata. L'obiettivo è quello di assicurare che gli investitori europei abbiano agevole accesso alle informazioni pubblicate dagli emittenti europei, indipendentemente da dove questi siano stabiliti, al fine di permettere loro una migliore

valutazione delle opportunità di investimento su base comunitaria. Il Cesr ha, altresì, fornito indicazioni sulla possibile architettura della rete europea degli Oam, prospettando quattro possibili modelli di network, differenziati a seconda del grado di centralizzazione nella gestione del sistema. L'opzione preferita è quella che utilizza un database centrale contenente la lista di tutti gli emittenti europei e per ognuno il collegamento all'Oam che detiene le relative informazioni.

La Consob ha partecipato ai lavori del Cesr-Tech per la realizzazione del sistema di scambio tra le Autorità di vigilanza europee dei dati relativi alle transazioni su titoli ammessi alle negoziazioni su mercati regolamentati ai sensi dell'art. 25 della direttiva Mifid.

Tale norma prevede che gli intermediari trasmettano all'Autorità del paese di origine, entro il giorno successivo alla conclusione dell'operazione, i dati relativi alle transazioni su titoli ammessi alle negoziazioni su mercati regolamentati europei. L'Autorità del Paese di origine dell'intermediario dovrà poi analizzare i dati e inviare quelli di pertinenza all'Autorità di vigilanza responsabile per il mercato più liquido sul titolo oggetto di transazione. Ai sensi dell'art. 14 del Regolamento 1287/2006 di attuazione della Mifid, le Autorità competenti devono coordinarsi per l'elaborazione e la messa in atto di procedure per lo scambio di informazioni. Il Cesr-Tech ha pertanto proposto la creazione di un hub centrale (punto di scambio) gestito dal Cesr.

Nel corso dell'anno, la Consob ha partecipato ai lavori dei Gruppi di esperti della direttiva Mifid. I Gruppi hanno fornito supporto alla Commissione Europea per la definizione delle misure di livello 2, che sono state poi pubblicate nel mese di agosto 2006 (Direttiva 2006/73/CE e Regolamento 1287/2006), e hanno fornito assistenza alla Commissione sul tema della possibile estensione degli obblighi di trasparenza previsti dalla direttiva a mercati diversi da quelli azionari.

Sempre con riferimento alla Mifid, il Cesr ha iniziato a sviluppare le misure di livello 3 relative: (i) alle registrazioni degli intermediari (su cui il Cesr ha già approvato in via definitiva le linee guida sul contenuto minimo); (ii) alle raccomandazioni sulla pubblicazione e il consolidamento dei dati di mercato; (iii) alle modalità di attuazione della best-execution; (iv) agli incentivi alla distribuzione per gli intermediari (inducements).

Il lavoro svolto nel corso del 2006 dal Cesrpol (Gruppo permanente sulla cooperazione e lo scambio di informazioni ai fini di vigilanza) è stato in gran parte diretto a favorire la cooperazione tra le Autorità e l'elaborazione delle misure di livello 3 sulla direttiva sugli abusi di mercato.

In particolare, il Cesr nel corso del 2006 ha pubblicato le linee guida sulla direttiva sugli abusi di mercato al fine di chiarire talune ambiguità applicative e interpretative delle norme di livello 1 emerse nella pratica. Il Cesr ha indicato, attraverso l'utilizzo di esempi, come deve essere interpretata la definizione di informazione riservata. È previsto, altresì, un principio di mutuo riconoscimento delle liste di insider.

Nel 2006 è proseguita l'attività del Cesrfin (Gruppo di lavoro permanente sull'informazione finanziaria), con particolare riguardo all'enforcement dei principi contabili.

Di particolare rilievo è la creazione del database delle decisioni di enforcement relative all'applicazione dei principi Ias/Ifrs, attivo dal mese di agosto 2005, che si è progressivamente arricchito nel corso del 2006. Il database costituisce una fonte di analisi delle decisioni e delle questioni pratiche riscontrate nel corso dell'attività di vigilanza sull'informazione finanziaria.

Il *Review Panel* (Gruppo permanente che ha l'obiettivo di verificare l'attuazione degli *standards* Cesr da parte degli Stati Membri) ha pubblicato, nel corso del 2006, il rapporto finale sull'applicazione degli *standard* in materia di *cold calling* (contato telefonico con il cliente non richiesto da quest'ultimo) e dello *standard* n. 1 sull'informazione finanziaria, relativo all'applicazione uniforme degli *International Financial Reporting Standards* (Ifrs) nell'Unione europea. La Consob figura tra le Autorità che hanno aderito a detti *standard*.

Il *Review Panel* ha, inoltre, pubblicato il rapporto sull'applicazione delle linee guida del Cesr sulle disposizioni transitorie delle direttive Ucits (*Undertakings for Collective Investment in Transferable*) pubblicate nel mese di febbraio 2005.

I risultati della verifica del Review Panel mostrano che le linee guida relative alla disciplina dei fondi autorizzati nel periodo 2002-2004 e dei fondi multicomparto e alle società che gestiscono i fondi venduti in via transfrontaliera sono state largamente rese operative, mentre per quelle relative alla disponibilità del prospetto semplificato permangono inadempimenti. Tuttavia, dal rapporto emerge che in molti Stati l'applicazione non è stata effettuata attraverso l'emanazione di disposizioni regolamentari, quanto piuttosto attraverso pratiche quotidiane di vigilanza, la cui efficacia, per il Review Panel, è difficilmente verificabile.

Nel mese di giugno 2006 è stato costituito, il Gruppo Econet, un nuovo gruppo che ha l'obiettivo di migliorare l'analisi della congiuntura del mercato finanziario e dei potenziali rischi per il conseguimento degli obiettivi delle Autorità di vigilanza e di promuovere l'utilizzo di metodologie di analisi di impatto della regolamentazione, in linea con le proposte di "*better regulation*" definite dalla Commissione Europea.

Il Gruppo ha lavorato alla definizione di una metodologia di valutazione di impatto della regolamentazione e ha, inoltre, iniziato ad analizzare il sistema di classificazione dei fondi hedge in base al loro profilo di rischio.

4. L'attività nell'ambito dell'International Organization of Securities Commissions (Iosco) e in altre sedi internazionali

Nel 2006 la Consob ha partecipato ai gruppi di lavoro permanenti (*Standing Committee*) del Comitato Tecnico della Iosco. Nel corso della Conferenza Annuale Iosco, tenutasi a Hong Kong, la Consob è stata nuovamente eletta nel Comitato Esecutivo dell'Organizzazione. Si segnala, inoltre, che il Comitato dei Presidenti ha adottato una risoluzione in materia di sequestro di fondi in relazione a illeciti sui mercati mondiali anche per fini di cooperazione.

Tra le attività svolte, si segnalano i lavori del Gruppo in materia di emittenti relativi ai principi internazionali di trasparenza per le offerte e le ammissioni a quotazione su base multinazionale di obbligazioni. Il Gruppo di lavoro in materia di mercati ha prodotto, invece, un rapporto sui meccanismi di scambio di informazioni fra le Autorità di vigilanza e fra queste ultime e le società di gestione dei mercati al fine di poter meglio comprendere l'andamento dei mercati, in particolare in occasione di andamenti anomali nei prezzi. Il Gruppo di lavoro in materia di intermediari, invece, ha prodotto un rapporto sulla funzione di compliance e un documento di consultazione relativo ai conflitti di interessi nell'offerta di strumenti finanziari. Sono stati, inoltre, avviati i lavori in materia di informazioni dovute ai clienti all'atto della vendita (point of sale) di strumenti finanziari, con particolare riferimento alle informazioni relative ai costi connessi alla distribuzione. Il lavoro del Gruppo sulla cooperazione con i paesi off-shore ha continuato a monitorare l'attività a livello internazionale dei cosiddetti boiler room (centri che promuovono telefonicamente o mediante e-mail azioni illiquide), mentre il Gruppo sulle gestioni ha completato un lavoro relativo alle strutture di governance delle società di gestione di fondi comuni di investimento, pubblicando un documento contenente principi di governance con particolare riferimento ai poteri e alle funzioni degli organi indipendenti di controllo. Il gruppo è stato, inoltre, impegnato nel mandato atto a definire procedure adeguate per la valorizzazione degli strumenti finanziari presenti nei portafogli dei fondi hedge.

In ambito Iosco, continua a rivestire particolare importanza l'attività dell'*Implementation Task Force*, che valuta lo stato di attuazione degli *Iosco Objectives and Principles on Securities Regulation* e coopera con il Fondo Monetario Internazionale e la Banca Mondiale.

La *Task Force* sulla *corporate governance* (istituita dal Comitato Tecnico) ha, invece, ultimato un rapporto sugli amministratori indipendenti delle società quotate.

Nel corso del 2006 la Consob ha partecipato all'attività del *Joint Forum* relativa al completamento dei lavori sulla continuità operativa (*business continuity*); sempre in tale ambito, sono proseguiti i lavori relativi alla gestione dei rischi di credito nei gruppi finanziari, alla trasparenza dei rischi finanziari e all'adeguatezza dei prodotti di investimento offerti ai clienti.

La Consob ha partecipato al *Financial Stability Forum* (organismo volto a promuovere la stabilità dei sistemi finanziari, a migliorare il funzionamento dei mercati finanziari e limitare la tendenza degli *shock* finanziari a propagarsi nei diversi paesi) nell'ambito dei lavori di verifica dello stato della cooperazione fornita dai centri *off-shore*.

La Consob ha, infine, aderito in veste di membro fondatore, all'Ifiar (*International Forum of Independent Audit Regulators*). Il Forum, di cui fanno parte gli organismi di vigilanza competenti in materia di controllo sull'attività di revisione contabile, ha l'obiettivo di facilitare lo scambio di conoscenze ed esperienze in tema di vigilanza sui revisori e promuovere la collaborazione tra gli organismi competenti in materia.

VII – I CONTROLLI GIURISDIZIONALI SULL'ATTIVITÀ DELLA CONSOB

1. Il contenzioso sui provvedimenti in materia di vigilanza

Nel 2006 si è registrata una significativa flessione nel numero dei ricorsi verso provvedimenti sanzionatori adottati o proposti dalla Consob (Tav. 44; Appendice, Tavv. A.11 e A.12), sebbene l'elevato numero di giudizi instaurati nel 2005 dipendesse dalle impugnazioni dei decreti ministeriali irrogativi di sanzioni per le irregolarità nella negoziazione di obbligazioni "Cirio" e "Argentina".

Tav. 44

Ricorsi contro atti adottati o proposti dall'Istituto¹
(esiti al 31 dicembre 2006)

| | Giudice amministrativo ² | | | | | | Giudice ordinario ³ | | | | | |
|------|-------------------------------------|-----------------------|----------|-----------------------|------------------------|----------------|--------------------------------|-----------------------|----------|-----------------------|------------------------|----------------|
| | Accolti ⁴ | Respinti ⁵ | In corso | di cui: | | Totale ricorsi | Accolti ⁴ | Respinti ⁵ | In corso | di cui: | | Totale ricorsi |
| | | | | Accolta sospensiva | Respinta sospensiva | | | | | Accolta sospensiva | Respinta sospensiva | |
| 2004 | 1 | 18 | 12 | -- | 4 | 31 | 19 | 42 | -- | -- | -- | 61 |
| 2005 | 2 | 15 | 9 | -- | 1 | 26 | 30 | 104 | 4 | -- | -- | 138 |
| 2006 | 1 | 1 | 9 | -- | 2 | 11 | 2 | 6 | 22 | -- | 1 | 30 |

¹ I ricorsi sono riportati per anno di presentazione. ² La voce comprende i ricorsi al Tar e al Consiglio di Stato, nonché i ricorsi straordinari al Capo dello Stato. ³ Tribunali, Corti d'Appello e Corte di Cassazione. ⁴ La voce comprende anche i giudizi conclusi con un accoglimento parziale del ricorso o con una riduzione della sanzione comminata. ⁵ La voce comprende anche le impugnazioni rinunciate a iniziativa del ricorrente e quelle per le quali è stata dichiarata la cessazione della materia del contendere.

Nel 2006 si è concluso il contenzioso instaurato dinanzi al giudice ordinario avverso le sanzioni concernenti le vicende "Cirio" e "Argentina". Al pari delle decisioni assunte nel 2005, le pronunce emesse nel 2006 hanno sempre riconosciuto la sussistenza delle violazioni accertate dalla Consob; in un solo caso, la Corte d'Appello ha ridotto l'importo delle sanzioni comminate avendo ritenuto "prescritto il diritto dell'Amministrazione di riscuotere le somme di cui alle sanzioni inflitte" nei confronti di due esponenti aziendali.

Avverso le decisioni con cui il giudice ordinario ha respinto le opposizioni presentate contro i decreti sanzionatori, nel corso del 2006 sono stati presentati quattro ricorsi in Cassazione.

Dinanzi alla Corte di Appello di Milano sono state impugnate diverse sanzioni adottate per violazione delle disposizioni previste in materia di collocamento e negoziazione di obbligazioni *corporate* (emesse da Lucchini, Giacomelli, Italtractor e Giochi Preziosi). Il giudice adito ha confermato la fondatezza della pretesa sanzionatoria.

In particolare, si segnala il decreto della Corte di Appello di Milano del 18.10-22.12.2006, che ha ribadito la necessità che, anche nella prestazione del servizio di negoziazione di titoli obbligazionari, gli intermediari mobiliari si dotino di apposite e specifiche procedure interne, finalizzate alla puntuale conoscenza degli strumenti finanziari offerti e alla compiuta informativa agli investitori in merito alle caratteristiche dei medesimi. Rigettando un'eccezione di indeterminazione dell'art. 56 del Regolamento Consob n. 11522 del 1998, asseritamente privo di definita portata precettiva, la Corte ha ritenuto che "l'individuazione delle 'procedure idonee' risulta in realtà specificata (ex ante e non ex post) in riferimento alla complessiva disciplina di cui al Tuf e ai decreti Consob attuativi in materia di prestazione dei servizi di investimento, disciplina specificante per gli intermediari finanziari una serie di obblighi e di cautele, al cui rispetto è dunque da ritenere debbano mirare appunto le procedure interne e la cui mancanza di considerazione nelle prassi operative connota in senso inidoneo l'organizzazione dell'intermediario".

In altra decisione concernente il collocamento di corporate bond, la Corte d'Appello di Milano ha considerato compresa nell'ambito della prestazione di tale servizio l'attività di elaborazione di credit opinion e l'attribuzione di giudizi di rating relativi a prestiti obbligazionari da collocare sul mercato. Il servizio di collocamento, infatti, "è finalizzato all'offerta al pubblico e al conseguente collocamento, presso la clientela del collocatore, degli strumenti finanziari emessi a condizioni di prezzo e (spesso) di tempo predeterminate; sicché anche [l'attività] oggetto di contestazione, in quanto direttamente incident[e] sulle condizioni di offerta degli strumenti finanziari, è riconducibile al servizio di investimento e di collocamento, di cui rappresenta una fase operativa, ed è pertanto assoggettabile alle regole che disciplinano quel servizio". Conseguentemente, gli intermediari sono tenuti - in ossequio alla previsione contenuta nell'art. 21, comma 1, lett. d), del d.lgs. n. 58 del 1998 - a definire e formalizzare (nonché a diffondere presso il personale) specifiche regole procedurali atte a disciplinare l'attività di elaborazione delle credit opinion relativamente ai titoli obbligazionari collocati, disciplinando le fonti informative e i documenti da prendere in considerazione nella redazione delle credit option stesse e l'iter da seguire nella determinazione del rating; ciò per evitare di rendere "meno affidabile l'attività della Banca di individuazione e descrizione delle caratteristiche di un prestito obbligazionario e del relativo emittente" (decreto 14.12.2005-16.06.2006).

Alcune controversie in merito alla correttezza del comportamento di intermediari bancari nella commercializzazione di "piani finanziari" (che prevedono l'erogazione da parte della banca di un finanziamento finalizzato all'acquisto di quote di fondi comuni di investimento e/o di obbligazioni) e "prodotti compositi" (nascenti dal collegamento tra operazioni aventi ad oggetto titoli di Stato e contratti di opzione) sono state sottoposte al giudizio di cognizione delle Corti di Appello di Firenze e Lecce.

La Corte d'Appello di Firenze ha rigettato le opposizioni avverso il decreto ministeriale irrogativo di sanzioni in relazione alla commercializzazione del "piano finanziario" denominato Visione Europa, ritenendo sussistenti le violazioni accertate dalla Consob. In particolare, la Corte ha ritenuto carente l'informativa rivolta alla clientela in quanto, "la Banca ha ommesso di adottare procedure idonee a garantire all'investitore l'informazione sullo specifico effetto leva, ossia sul fatto che, nel caso di disinvestimento anticipato, potesse verificarsi il rischio di dover restituire un capitale superiore a quello investito"; inoltre "non venivano disvelati, al cliente, i veri rischi dell'operazione", con particolare riguardo al "notevole rischio relativo all'ipotesi di un anticipato

recesso”. Inoltre, la Corte ha precisato che il prodotto in questione “pur potendo svilupparsi nel lungo periodo, non aveva una tipica funzione previdenziale (non essendo, specificamente, volto ai lavoratori in riferimento al tempo successivo alla cessazione dell’attività lavorativa)” (decreto Corte Appello di Firenze, 19.5-14.9.2006).

Investita dell’opposizione avverso il decreto con cui il Ministero dell’economia e delle finanze ha comminato sanzioni in relazione alla commercializzazione dei prodotti denominati *My Way, For You, BTP Tel e BTP On Line*, la Corte di Appello di Lecce ha, invece, decretato l’illegittimità del provvedimento impugnato, atteso l’avvenuto superamento del termine di novanta giorni dalla ricezione della proposta della Consob entro il quale il Ministero dell’economia e delle finanze è tenuto a notificare agli interessati il decreto sanzionatorio. Secondo la Corte, la violazione del termine di novanta giorni “ha inciso sul contenuto dispositivo dell’atto, in quanto il decorso del tempo imponeva non l’adozione del provvedimento sanzionatorio, ma l’archiviazione della proposta”, di talché “la violazione non può essere definita ‘indifferente’ rispetto al contenuto dell’atto” (decreto Corte di Appello di Lecce, 6.6-13.10.2006).

La pronuncia da ultimo richiamata ha escluso l’applicabilità, a fronte dell’inosservanza del termine per la conclusione del procedimento sanzionatorio, dell’art. 21-octies della legge n. 241 del 1990 (ai sensi del quale “non è annullabile il provvedimento adottato in violazione di norme del procedimento o sulla forma degli atti qualora, per la natura vincolata del provvedimento, sia palese che il suo contenuto dispositivo non avrebbe potuto essere diverso da quello adottato”).

Diverso è stato, invece, l’“approccio” all’art. 21-octies seguito in altre decisioni. In particolare, la Corte d’Appello di Milano, nel decreto 5.7-13.12.2006, ha ricordato che “le sanzioni amministrative per la violazione di norme in materia di intermediazione finanziaria possono essere irrogate solo nei casi tassativamente previsti dalla legge (...) e la concreta applicazione delle sanzioni deve avvenire sulla base di criteri e secondo regole procedurali che escludono la possibilità di valutazioni discrezionali. Si è quindi in presenza di un’attività vincolata, a cui è comunque applicabile la regola stabilita dall’art. 21-octies”.

Con sentenza n. 26944 del 15 dicembre 2006, la Corte di Cassazione si è soffermata sul tema della legittimazione a impugnare, avanti alla Corte d’Appello, le sanzioni amministrative pecuniarie applicate ai sensi dell’art. 195 del Tuf. Sul punto, la Suprema Corte ha affermato il principio per cui solo i soggetti nei confronti dei quali è stata rivolta l’ingiunzione di pagamento delle sanzioni sono legittimati a impugnare l’atto comminativo delle sanzioni stesse.

Con riguardo al contenzioso in materia di emittenti, nel corso del 2006 la giurisprudenza amministrativa ha confermato le decisioni assunte dalla Consob relativamente alla vicenda dell’acquisizione del controllo della Banca Antoniana Popolare Veneta Spa. In particolare, con la sentenza n. 7374/2006 il Tar del Lazio ha rigettato il ricorso presentato da una società svizzera avverso l’atto di accertamento che ha rilevato l’avvenuta interposizione di due fondi comuni di diritto estero gestiti dalla società ricorrente (aventi sede nelle Isole Cayman) negli acquisti di azioni della Banca Antonveneta posti in essere dalla Banca Popolare di Lodi.

Il giudice amministrativo ha sancito la correttezza dell'operato della Consob, sotto il profilo della coerenza e logicità del ragionamento seguito e sotto il profilo della completezza della motivazione, "non riscontrandosi errori logici nel ragionamento svolto dall'autorità di settore". Nell'accogliere la tesi dell'interposizione dei fondi esteri, il Tar ha confermato la necessità che la Consob, per realizzare i propri obiettivi di vigilanza, debba ricorrere, in alcuni casi, ad accertamenti presuntivi, precisando che "il fenomeno interpositorio" era "stato correttamente inteso nel senso più ampio possibile in considerazione delle palesi "finalità antielusive" avute di mira dal legislatore".

Inoltre, con sentenza n. 5811/2006 il Tar del Lazio ha rigettato un ricorso avverso la qualificazione come sollecitazione all'investimento, piuttosto che come offerta pubblica di scambio, di un'operazione di ristrutturazione del debito realizzata da un gruppo quotato (Finpart).

In tale occasione il Tar ha chiarito che l'attività di qualificazione svolta dalla Consob costituisce un atto di accertamento e non un "provvedimento negativo" a cui sia applicabile l'art. 10-bis della legge 241/1990. Sotto il profilo sostanziale, la sentenza ha condiviso l'orientamento, già espresso dalla Consob in casi precedenti, secondo cui piani di ristrutturazione del debito, formalmente presentati come offerte di scambio di titoli azionari contro titoli obbligazionari, in presenza di determinate condizioni siano, in realtà, da configurare come sollecitazioni all'investimento, similmente a quanto già riscontrato nel precedente caso della ristrutturazione del debito Cirio.

Il Tar del Lazio ha confermato diverse sanzioni adottate dalla Commissione nei confronti di società di revisione. Tra le altre, ha respinto il ricorso presentato dalla società di revisione che aveva rilasciato il giudizio sui bilanci della Parmalat e della sua controllata estera Bonlat Financing Corporation avverso il procedimento di cancellazione dall'albo a seguito della commissione di gravi irregolarità.

In un altro caso il Tar del Lazio, chiamato a verificare la legittimità del silenzio tenuto dall'Istituto a fronte di un esposto presentato dall'azionista di una società quotata, ha avuto modo di precisare che *"le norme attributive all'Autorità dei poteri" di vigilanza e sanzionatorio "sono state dettate per la cura dell'interesse pubblico generale, sicché l'iniziativa di un singolo azionista non può determinare di per sé sola l'obbligo per la Consob di procedere e provvedere attraverso provvedimenti aventi efficacia erga omnes o, comunque, non limitata alla sfera giuridica dei richiedenti lo svolgimento del procedimento"* (sentenza n. 12430/2006).

È da rilevare, poi, che il Tar del Lazio ha confermato in numerose pronunce rese nel 2006, anche nella materia delle sanzioni amministrative comminate per inosservanza delle disposizioni in materia di emittenti, il proprio orientamento di carenza di giurisdizione con riferimento ai ricorsi presentati avverso le sanzioni applicate in passato dal Ministero dell'economia e delle finanze su proposta della Consob e successivamente, a seguito delle modifiche introdotte all'art. 195 del Tuf dalla legge n. 62 del 2005, direttamente dalla Consob.

Si segnala, infine, nell'ambito dei decreti delle Corti d'Appello che hanno deciso su ricorsi in opposizione presentati ai sensi del menzionato art. 195 del Tuf, il provvedimento con il quale la Corte d'Appello di Milano ha dichiarato l'illegittimità parziale del decreto di irrogazione di una sanzione nei confronti della responsabile della comunicazione di un emittente quotato soltanto nella parte in cui veniva identificata la persona fisica autore della violazione. Confermando la sanzione nei confronti dell'emittente, i giudici hanno accolto la tesi della Consob secondo cui l'identificazione dell'autore materiale di una violazione non costituisce requisito di legittimità dell'ordinanza-ingiunzione emessa nei confronti della società/obbligato solidale per il pagamento della sanzione.

2. La verifica in sede giurisdizionale dell'attività dell'Istituto

Nel 2006 si è registrato un aumento del numero di sentenze che hanno definito parte dei giudizi risarcitori promossi nei confronti della Consob da alcuni risparmiatori, acquirenti di obbligazioni "Cirio", "Parmalat" e "Argentina" (Appendice, Tav. A.13).

Tra tali pronunce, degna di particolare rilievo è la sentenza con cui il Tribunale di Roma ha respinto la domanda risarcitoria avanzata dall'attrice nei confronti della Consob, in quanto ha considerato "artificiosa" la chiamata in causa dell'Istituto dal momento che il coinvolgimento del medesimo nel giudizio era stato determinato unicamente dalla possibilità di giovare dello spostamento di competenza territoriale, competenza che è stata invece radicata in capo al Tribunale del luogo in cui sono effettivamente intercorsi i rapporti tra l'attrice e la banca, ai quali la Consob è risultata "assolutamente estranea" (sentenza n. 13149).

Del resto, lo stesso Tribunale di Roma ha ritenuto che dalle "argomentazioni esposte nel contesto dell'atto di citazione" emerge l'"assoluta genericità" della condotta addebitata alla Consob, non essendo stato mai precisato "quale specifica omissione o violazione dei doveri imposti dalla legge possa essere contestata nel caso specifico" e "sulla base di quali elementi potrebbe essere ravvisata la sussistenza di un nesso causale tra l'eventuale condotta omissiva addebitabile alla Consob e il danno in concreto subito dall'interessata".

Anche le altre decisioni, tutte favorevoli all'Istituto, hanno in massima parte dichiarato la responsabilità degli intermediari coinvolti nella distribuzione delle obbligazioni, con conseguente condanna al risarcimento dei danni di questi ultimi nei confronti degli aventi diritto. Le pretese risarcitorie formulate nei confronti della Consob sono invece state respinte, attesa la dichiarata insussistenza, nel merito, di profili di responsabilità extracontrattuale dell'Istituto per omesso e/o negligente esercizio delle funzioni di vigilanza sugli intermediari coinvolti nella distribuzione delle citate obbligazioni. Non è stata infatti ravvisata alcuna violazione da parte dell'Istituto degli obblighi di vigilanza imposti dalla normativa di riferimento (sentenze del Tribunale di Roma nn. 13151-15128 e sentenza del Tribunale di Napoli n. 6510).

Uniformemente alle pronunce già rese in materia, il Tribunale di Roma, ha ribadito che l'illecito di tipo omissivo deve trovare il proprio fondamento nella violazione di una norma specifica, mentre non è possibile individuare in capo alla Consob alcun obbligo di

controllo sul flusso indifferenziato di informazioni destinate agli investitori, posta l'impossibilità per l'Istituto di avere immediata cognizione delle condotte anomale degli intermediari nell'ambito delle innumerevoli negoziazioni che ogni giorno avvengono con i singoli risparmiatori (sentenza del Tribunale di Roma n. 6853).

In particolare, è stata esclusa la responsabilità della Consob che avrebbe consentito il collocamento dei titoli in assenza del prospetto informativo, atteso che i titoli obbligazionari acquistati dagli attori non avevano formato *“oggetto di un'attività di sollecitazione all'investimento o di collocamento diretto (in prima battuta) al pubblico indistinto ma soltanto alle banche e agli altri investitori (cosiddetto private placement) e, in questo caso, la legge non prevede la necessità di ricorrere alla pubblicazione di un prospetto informativo da sottoporre al controllo preventivo della Consob; né era previsto il c.d. prospetto di quotazione, trattandosi di titoli non ammessi alla quotazione su un mercato regolamentato”* (sentenza del Tribunale di Roma n. 6853).

Con la sentenza n. 2667/06, la Corte di Appello di Roma ha respinto un ricorso avverso la domanda risarcitoria proposta, tra gli altri, nei confronti della Consob da un gruppo di risparmiatori per asserito negligente esercizio dei poteri di vigilanza nei confronti di una società fiduciaria. Detta pronuncia ha confermato la sentenza di primo grado che aveva correttamente dichiarato prescritto il diritto degli attori al risarcimento del danno.

Con sentenza n. 3993/06, il medesimo giudice di appello ha altresì respinto un ricorso avverso la domanda risarcitoria proposta da un gruppo di risparmiatori, costituiti in associazione, nei confronti della Consob per asserito negligente esercizio dei poteri di vigilanza nei confronti di una società fiduciaria. La Corte di Appello ha rigettato le domande degli attori per la mancanza del nesso causale tra pretesa omissione di vigilanza e il danno sofferto dagli appellanti.

VIII – LA GESTIONE INTERNA E LE RELAZIONI CON L'ESTERNO

1. La gestione finanziaria

Nell'esercizio 2006 le entrate complessive (al netto dell'avanzo di amministrazione) sono risultate pari a 89,8 milioni di euro (Tav. 45), di cui 73,1 milioni (81,4%) per entrate contributive (riferibili prevalentemente alle categorie degli emittenti, dei promotori finanziari e degli intermediari finanziari; Tav. 46).

Sotto il profilo della spesa, si è registrato un aumento di quella corrente, correlato essenzialmente alla spesa per il personale. La spesa in conto capitale (8,5 milioni di euro) registra anch'essa un incremento, dovuto essenzialmente ad acquisizioni di apparecchiature informatiche.

Tav. 45

Schema riassuntivo delle entrate e delle spese
(milioni di euro)

| Voci | 2000 ¹ | 2001 ¹ | 2002 ¹ | 2003 ¹ | 2004 ¹ | 2005 ¹ | 2006 ² |
|---|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| Entrate | | | | | | | |
| Avanzo di amministrazione ³ | 50,7 | 74,0 | 12,3 | 11,6 | 11,7 | 15,3 | 12,8 |
| Fondo a carico dello Stato | 31,0 | 31,0 | 23,7 | 23,3 | 26,7 | 24,4 | 13,1 |
| Entrate proprie | | | | | | | |
| Entrate da corrispettivi istruttori ⁴ | 3,0 | 1,5 | — | — | — | — | — |
| Entrate da corrispettivi per partecip. a esami ⁴ | 3,0 | 1,5 | — | — | — | — | — |
| Entrate da contributi di vigilanza | 31,8 | 27,4 | 39,9 | 41,6 | 49,2 | 46,9 | 73,1 |
| Entrate da contributi sulle negoziazioni ⁴ | 5,2 | 3,6 | — | — | — | — | — |
| Entrate diverse | 4,2 | 11,6 | 3,8 | 4,9 | 3,5 | 3,7 | 3,6 |
| <i>Totale entrate</i> | <i>128,9</i> | <i>150,6</i> | <i>79,7</i> | <i>81,4</i> | <i>91,1</i> | <i>91,3</i> | <i>102,6</i> |
| Spese | | | | | | | |
| Spese correnti | | | | | | | |
| Spese per i componenti la commissione | 1,2 | 1,4 | 1,4 | 1,3 | 2,2 | 2,0 | 2,5 |
| Spese per il personale | 33,7 | 45,8 | 42,2 | 43,2 | 44,6 | 48,0 | 61,4 |
| Spese per acquisizione di beni e servizi | 14,2 | 16,4 | 18,7 | 18,9 | 19,4 | 19,4 | 24,7 |
| Oneri per ripristino e ampl. immobilizzaz. | 2,4 | 3,8 | 4,7 | 4,6 | 4,3 | 4,3 | 5,2 |
| Spese non classificabili | 0,1 | 4,9 | 1,1 | 0,4 | 5,2 | 4,6 | 0,3 |
| <i>Totale spese correnti</i> | <i>51,6</i> | <i>72,3</i> | <i>68,1</i> | <i>68,4</i> | <i>75,7</i> | <i>78,3</i> | <i>94,1</i> |
| Spese in conto capitale | 3,6 | 66,8 | 2,8 | 1,7 | 2,6 | 1,5 | 8,5 |
| <i>Totale spese</i> | <i>55,2</i> | <i>139,1</i> | <i>70,9</i> | <i>70,1</i> | <i>78,3</i> | <i>79,8</i> | <i>102,6</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, nonché dalle differenze derivanti dalla gestione dei residui e dalle rettifiche di valore delle disponibilità investite (non indicate nella tavola). L'avanzo 2005 è riportato tra le entrate 2006. ⁴ A partire dall'esercizio 2002, per effetto dell'intervenuta riformulazione del comma 3 dell'art. 40 della Legge n. 724/1994, il regime contributivo contempla un'unica tipologia di contribuzione denominata "contributo di vigilanza".

Contribuzioni per categoria di soggetti vigilati
(milioni di euro)

| | Sim e agenti di cambio | Banche | Società di revisione | Promotori di servizi finanziari | Organismi di mercato ³ | Emittenti | Oicr ⁴ | Soggetti che sollecitano il pubblico risparmio | Negoziatori titoli quotati su Mta / Mercato Expandi | Altri | Totale entrate contributive |
|-------------------|------------------------|--------|----------------------|---------------------------------|-----------------------------------|-----------|-------------------|--|---|-------|-----------------------------|
| 2000 ¹ | 0,5 | 2,9 | 2,3 | 10,3 | 1,2 | 8,4 | 3,0 | 9,2 | 5,2 | 0,0 | 43,0 |
| 2001 ¹ | 0,5 | 2,8 | 2,1 | 8,7 | 1,4 | 7,9 | 3,1 | 3,5 | 3,6 | 0,4 | 34,0 |
| 2002 ¹ | 1,2 | 7,5 | 2,0 | 6,4 | 2,8 | 8,9 | 5,3 | 4,9 | — | 0,9 | 39,9 |
| 2003 ¹ | 1,0 | 7,4 | 2,5 | 8,0 | 3,1 | 9,0 | 6,1 | 3,4 | — | 1,1 | 41,6 |
| 2004 ¹ | 0,9 | 7,7 | 3,7 | 9,5 | 3,9 | 8,8 | 6,2 | 7,1 | — | 1,4 | 49,2 |
| 2005 ¹ | 0,8 | 8,1 | 3,7 | 9,3 | 4,0 | 10,8 | 5,8 | 2,7 | — | 1,7 | 46,9 |
| 2006 ² | 1,2 | 11,8 | 5,7 | 13,6 | 5,2 | 14,4 | 9,1 | 9,1 | — | 3,0 | 73,1 |

¹ Dati consuntivi. ² Dati di preventivo definitivo. ³ In tale categoria sono ricompresi Borsa Italiana Spa, Tlx Spa, Mts Spa, Cassa di compensazione e garanzia Spa e Monte Titoli Spa. ⁴ Incluso il contributo di vigilanza per le gestioni individuali svolte dalle Sgr.

Nel mese di dicembre è stato approvato il bilancio di previsione per il 2007. Le entrate previste sono pari a 90,7 milioni di euro e derivano per 11 milioni dal «Trasferimento da parte dello Stato» per tale anno, per 72 milioni dalle «Entrate contributive», per 7,7 milioni da «Altre Entrate» dell'Istituto. A esse si aggiungono 22,5 milioni di euro derivanti dall'«Avanzo di amministrazione presunto dell'esercizio 2006». Questo ultimo è ripartito nelle separate componenti di «Avanzo di amministrazione disponibile» per la copertura finanziaria di spese programmate per l'esercizio 2007 (21,9 milioni di euro) e «Avanzo di amministrazione generato dalle prenotazioni di impegno 2006 trasferite all'esercizio 2007 ai sensi dell'art. 19 del Regolamento di contabilità» (0,6 milioni di euro) riconnesso al differimento della realizzazione di una nuova biblioteca presso la sede romana e ad acquisizioni di software.

La previsione effettiva della spesa complessiva per l'esercizio 2007 (considerata al netto delle suddette prenotazioni di impegno trasferite dall'esercizio 2006 e ricomprese nelle spese in conto capitale) è pari a 112,7 milioni di euro, di cui 100,7 per «Spese correnti» e 12 per «Spese in conto capitale». La previsione di spesa corrente per il 2007 registra un incremento rispetto all'omologo dato di previsione definitiva 2006 pari a 6,6 milioni di euro, per effetto essenzialmente della crescita degli oneri correlati al completamento dell'organico di legge. La previsione di spesa 2007 in conto capitale riflette, invece, il generale programma di ammodernamento e potenziamento del sistema informatico dell'Istituto, oltre al citato allestimento di una nuova biblioteca.

A dicembre 2006 la Commissione ha definito il regime contributivo valevole per l'anno 2007 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 contengono alcune modifiche rispetto al regime previgente, indotte dalle innovazioni che hanno interessato nel corso del 2006 la disciplina dei mercati finanziari. In particolare, è stato previsto: (i) l'introduzione di un contributo di vigilanza a carico delle imprese di assicurazione; (ii) l'eliminazione del contributo di vigilanza a carico dei soggetti che istituiscono fondi pensione aperti; (iii) l'introduzione, per le sollecitazioni all'investimento effettuate da banche ai sensi dell'art. 33, comma 4, del Regolamento n. 11971/1999, di un contributo fisso per ciascuna sollecitazione conclusa.

2. La gestione delle risorse umane

Nel corso del 2006 sono state assunte nel complesso 42 unità di personale, di cui 25 a ruolo e 17 con contratto a tempo determinato. Nello stesso anno sono cessati dal servizio 17 dipendenti di ruolo (per dimissioni volontarie) e 6 dipendenti a contratto (a seguito del passaggio in ruolo ex art. 2, comma 4-*duodecies*, della legge 14 maggio 2005, n. 80). Rispetto al 2005, l'organico effettivo dell'Istituto è quindi cresciuto di 19 unità (Tavv. 47 e 48).

Tav. 47

Il personale¹

| | Dipendenti di ruolo | | | | Dipendenti a tempo determinato | Totale |
|------|---------------------|--------------------|-------------------------------|--------|--------------------------------|--------|
| | Carriera direttiva | Carriera operativa | Carriera dei servizi generali | Totale | | |
| 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 |
| 2005 | 182 | 218 | 15 | 415 | 25 | 440 |
| 2006 | 195 | 214 | 14 | 423 | 36 | 459 |

Confronta Note metodologiche. ¹ Dati al 31 dicembre.

In particolare, sono stati assunti a ruolo a seguito di concorsi pubblici: 11 coadiutori (con laurea in discipline economiche) presso la sede di Milano; 2 coadiutori (con laurea in discipline giuridiche) presso la sede di Roma; 6 vice assistenti presso la sede di Roma.

Sono, invece, stati assunti con contratto a tempo determinato a seguito di apposite selezioni espletate ai sensi della speciale normativa in materia di cui alla delibera n. 11412/1998: 10

funzionari di 2^a (per l'Ufficio Relazioni Internazionali); un coadiutore; un funzionario di 2^a (con profilo professionale di analista finanziario); 4 funzionari di 2^a (con profilo professionale di analista di bilancio). Tutti sono stati destinati alla sede di Roma. Inoltre è stato assunto a contratto un funzionario di 2^a (per lo svolgimento di attività relative alla gestione degli immobili) presso la sede di Milano.

Tav. 48

Distribuzione del personale per carriera e per unità organizzativa¹

| Divisioni | Carriera direttiva | | Carriera operativa | Carriera dei servizi generali | Totale |
|--------------------------------|--------------------|------------|--------------------|-------------------------------|------------|
| | Superiore | Inferiore | | | |
| Emittenti | 10 | 56 | 25 | -- | 91 |
| Intermediari | 5 | 29 | 53 | -- | 87 |
| Mercati e Consulenza Economica | 7 | 26 | 34 | -- | 67 |
| Amministrazione e Finanza | 4 | 8 | 33 | 15 | 60 |
| Consulenza Legale | 4 | 16 | 9 | -- | 29 |
| Relazioni Esterne | 5 | 7 | 4 | -- | 16 |
| Risorse | 2 | 10 | 15 | -- | 27 |
| Altri Uffici ² | 11 | 24 | 47 | -- | 82 |
| <i>Totale</i> | <i>48</i> | <i>176</i> | <i>220</i> | <i>15</i> | <i>459</i> |

Confronta Note metodologiche. ¹ Dati al 31 dicembre 2006. I contrattisti sono distribuiti secondo la loro equiparazione. ² Comprende gli uffici non coordinati nell'ambito delle Divisioni.

Nel 2006, in attuazione dell'art. 2, comma 4-duodecies, della legge 14 maggio 2005, n. 80, è stato espletato l'esame-colloquio finalizzato all'immissione in ruolo di 6 dipendenti in precedenza assunti con contratto di lavoro a tempo determinato (di cui uno con qualifica equiparata a funzionario di 1^a e 5 con qualifica di funzionario di 2^a).

Sempre nel 2006, inoltre, si è concluso il concorso interno per l'accesso alla carriera direttiva di 22 dipendenti con la qualifica di coadiutore che ha consentito il passaggio alla qualifica di funzionario di 2^a di 15 dipendenti.

Nel corso del 2006 sono stati sottoscritti accordi negoziali concernenti modifiche al "Trattamento giuridico ed economico del personale", al "Trattamento pensionistico complementare a favore del personale assunto dal 28 aprile 1993" e alla "Disciplina del rapporto di lavoro a tempo parziale".

Per quanto riguarda l'attività di formazione, le ore erogate nel corso del 2006 sono state complessivamente 25.092 (22.135 nel 2005; +13% circa) con una media *pro-capite* di 55 ore (50 ore nel 2005).

Come negli anni precedenti, sono stati disegnati percorsi formativi su materie attinenti alle attività istituzionali per far fronte ai fabbisogni derivanti dall'assegnazione di nuove competenze all'Istituto conseguenti al recepimento della direttiva sugli abusi di mercato e all'emanazione della legge sul risparmio.

Inoltre, in conformità agli indirizzi maturati in ambito Cesr, che auspicano l'adozione di un modello di vigilanza risk based, ampio spazio è stato riservato all'aggiornamento delle conoscenze matematiche e statistiche del personale addetto alla predisposizione e alla manutenzione dei sistemi di vigilanza.

Nel 2006 è proseguita anche la formazione linguistica, oramai stabilmente inserita nei piani formativi, per agevolare l'incremento dell'attività internazionale dell'Istituto.

3. Le relazioni con l'esterno e l'attività di investor education

Nel corso del 2006 la Consob ha intrattenuto intensi rapporti con altre Istituzioni pubbliche in occasione dei lavori di predisposizione e approvazione di importanti interventi legislativi volti, fra l'altro, a recepire le norme comunitarie in materia di servizi di investimento e di mercati e a rendere pienamente operative le numerose innovazioni apportate dalla legge 28 dicembre 2005, n. 262, attraverso i necessari interventi di coordinamento con la normativa preesistente (in particolare, con il Tuf e il Tub), fornendo il proprio contributo di conoscenze tecniche e di esperienza nell'attività di vigilanza.

Notevole è stato anche l'impegno nel fornire all'Autorità di governo gli elementi necessari per dare seguito a numerose interrogazioni parlamentari e *question time* concernenti materie di competenza dell'Istituto.

L'attività di comunicazione della Consob verso l'esterno ha avuto l'obiettivo di soddisfare le esigenze informative di risparmiatori e operatori del mercato.

In particolare, si segnala la trasformazione del Bollettino ufficiale dell'Istituto, che vede l'affiancamento di una nuova versione elettronica alla tradizionale pubblicazione cartacea. All'interno del sito internet della Consob è infatti presente la sezione "Bollettino" che ospita tutti i contenuti presenti nel Bollettino cartaceo, compresi quelli precedentemente non pubblicati nel sito. Attraverso questa innovazione, si è voluto estendere allo strumento di comunicazione ufficiale istituzionale i vantaggi propri della tecnologia internet. È ora possibile alimentare progressivamente il Bollettino con gli atti di volta in volta adottati dalla Commissione, senza aspettare le scadenze quindicinali; evidenti sono anche i vantaggi in tema di fruibilità dell'informazione, grazie alla disponibilità per gli utenti di motori di ricerca che offrono chiavi di ricerca, anche combinate, per periodo, contenuto, data, materia e tipologia del provvedimento.

Il sito internet istituzionale si conferma lo strumento centrale dell'attività di comunicazione della Consob.

Nel corso dell'anno è, pertanto, continuata l'attenzione dedicata dall'Istituto a elevare la quantità e la qualità delle informazioni disponibili sul proprio sito. Degne di nota sono le novità apportate alla sezione dell'albo dei promotori finanziari, ora organicamente integrata con il database interno Consob, dove è presente un motore di ricerca con il quale trovare, in un unico contesto, tutte le informazioni aggiornate disponibili relative a ogni singolo promotore.

La continua crescita del numero di accessi al sito ne confermano la centralità e importanza per operatori e risparmiatori (Tav. 49).

Accessi alle pagine del sito internet

| Pagine | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 |
|--------------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Home Page (Novità) | 829.385 | 953.900 | 1.563.957 | 2.040.414 | 2.674.672 |
| Per i risparmiatori | 102.159 | 144.333 | 156.023 | 158.124 | 303.315 |
| Per gli operatori ¹ | — | 70.573 | 69.071 | 101.098 | 358.795 |
| La Consob | 121.688 | 118.407 | 157.075 | 229.123 | |
| Emittenti | 1.014.943 | 2.214.855 | 2.567.876 | 2.811.214 | 3.936.630 |
| Intermediari e mercati | 262.218 | 189.417 | 234.561 | 289.627 | 889.495 |
| Decisioni della Consob | 416.423 | 387.879 | 421.345 | 519.469 | 596.785 |
| Regolamentazione | 555.583 | 430.937 | 501.071 | 727.141 | 955.965 |
| Pubblicazioni e comunicati | 438.993 | 451.318 | 495.005 | 521.198 | 634.400 |
| Altri siti | 30.148 | 27.122 | 29.087 | 14.098 | 17.980 |
| Motore di ricerca unico | 242.315 | 223.459 | 245.013 | 275.192 | 276.195 |
| Aiuto e mappa del sito | 63.927 | 64.543 | 72.354 | 89.210 | 25.125 |
| Versione in lingua inglese | 200.237 | 132.605 | 136.357 | 141.498 | 428.925 |

¹ Sezione inserita nel corso dell'anno 2003.

Tra gli strumenti tradizionali di comunicazione della Consob vi è sempre il periodico “Consob Informa”, che rappresenta un appuntamento per gli operatori e i giornalisti utile per conoscere e approfondire l'attività svolta dalla Commissione.

Fra le altre iniziative, si evidenzia l'ormai consueto appuntamento con il Forum della Pubblica Amministrazione, occasione di incontro diretto con il pubblico. In tale manifestazione la Consob promuove la propria immagine istituzionale e acquisisce importanti indicazioni sulle aspettative e sui bisogni informativi dei risparmiatori.

La Consob ha partecipato anche a una manifestazione svoltasi nel mese di novembre presso la Fiera di Bologna (Com. Pa. – Salone europeo della comunicazione pubblica dei servizi al cittadino e alle imprese).

Nell'ambito dell'attività di comunicazione verso l'esterno, l'*investor education* mantiene un'importanza strategica.

Nell'attesa di realizzare nuove iniziative volte a illustrare le profonde innovazioni recentemente intervenute nella disciplina dei mercati finanziari, si è sviluppata un'attività di confronto e collaborazione con altre Autorità europee attraverso la partecipazione a un gruppo di lavoro creato all'interno del Cesr. Obiettivo del gruppo di lavoro è l'implementazione di comuni attività di investor education dedicate, in particolare, agli investimenti cross border.

Va infine ricordata la consueta attività di risposta alle richieste che continuamente pervengono all'Istituto (Tav. 50), anche attraverso lo “sportello telefonico”, quotidianamente impegnato a soddisfare esigenze informative di varia natura, provenienti da risparmiatori e operatori.

Richieste di documentazione e informazioni relative all'attività dell'Istituto

| | Richiedenti | | | Oggetto della richiesta | | | | Totale |
|------|---------------------------------------|--|--------|------------------------------------|--|---------------------|-------|--------|
| | Investitori e operatori istituzionali | Risparmiatori, studenti e altri soggetti | Totale | Delibere, comunicazioni, prospetti | Testi integrati di leggi e regolamenti | Dati e informazioni | Altro | |
| 1997 | 673 | 441 | 1.114 | 451 | 367 | 286 | 10 | 1.114 |
| 1998 | 597 | 448 | 1.045 | 427 | 300 | 300 | 18 | 1.045 |
| 1999 | 540 | 475 | 1.015 | 310 | 290 | 300 | 115 | 1.015 |
| 2000 | 1.460 | 1.158 | 2.618 | 588 | 379 | 1.261 | 390 | 2.618 |
| 2001 | 782 | 1.407 | 2.189 | 365 | 112 | 1.259 | 453 | 2.189 |
| 2002 | 655 | 922 | 1.577 | 182 | 79 | 1.092 | 224 | 1.577 |
| 2003 | 365 | 1.114 | 1.479 | 149 | 6 | 1.007 | 317 | 1.479 |
| 2004 | 247 | 1.277 | 1.524 | 182 | 48 | 1.024 | 270 | 1.524 |
| 2005 | 298 | 1.542 | 1.840 | 192 | 53 | 1.397 | 198 | 1.840 |
| 2006 | 153 | 1.306 | 1.459 | 145 | 20 | 1.216 | 78 | 1.459 |

4. Lo sviluppo del sistema informativo

Nel corso del 2006 è continuata l'attività di adeguamento della piattaforma *hardware* e *software* ai più recenti standard tecnologici.

In particolare, sono stati acquisiti 8 nuovi server destinati alla ricezione dei flussi dati dall'esterno e al miglioramento dei servizi informativi interni.

È in fase di realizzazione il sistema di *Transaction Reporting* per l'attuazione dell'obbligo (ex art. 25 della direttiva Mifid) per gli intermediari nazionali di segnalare alla Consob le operazioni effettuate su strumenti finanziari ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato dell'Unione Europea.

L'intero sistema che dovrà essere attivo dal 1° novembre 2007, consentirà alle Autorità europee di scambiarsi i dati necessari a migliorare l'attività di sorveglianza sui mercati.

In materia di canali di telecomunicazioni, è stato raddoppiato il collegamento di rete con la sede di Milano, portando a 200 Mbit il flusso complessivo dei dati. Tale raddoppio risulta propedeutico per attivare le procedure di *disaster recovery*, che comporteranno la possibilità di replicare i dati in sedi fisicamente lontane al fine di minimizzare l'impatto di eventuali eventi catastrofici.

È stato acquisito, ed è in fase di test, il nuovo sistema di gestione documentale che permetterà una maggiore integrazione con le applicazioni attualmente esistenti e un migliore accesso ai documenti che costituiscono il patrimonio informativo dell'Istituto.

D

APPENDICE E
NOTE METODOLOGICHE

INDICE DELLE TAVOLE

- Tav. A.1 Struttura proprietaria delle società italiane di nuova quotazione
- Tav. A.2 Offerte pubbliche di acquisto e/o di scambio su titoli di società italiane quotate
- Tav. A.3 Concentrazione proprietaria delle società italiane quotate in Borsa/Mta e Mtax
- Tav. A.4 Modelli di controllo delle società italiane quotate in Borsa/Mta e Mtax
- Tav. A.5 Partecipazioni rilevanti nelle società italiane quotate in Borsa/Mta e Mtax
- Tav. A.6 Patti di sindacato in società quotate italiane
- Tav. A.7 Patti di sindacato in società che controllano società quotate italiane
- Tav. A.8 Distribuzione delle società italiane quotate in borsa per numero di partecipanti alle assemblee
- Tav. A.9 Quota dei diritti di voto detenuta dagli azionisti rilevanti e dagli investitori istituzionali nelle assemblee delle società italiane quotate
- Tav. A.10 Quota dei diritti di voto detenuta dagli investitori istituzionali non rilevanti nelle assemblee delle società italiane quotate
- Tav. A.11 Ricorsi contro atti adottati o proposti dalla Consob presentati avanti al giudice amministrativo negli anni 2004-2006
- Tav. A.12 Ricorsi contro atti adottati o proposti dalla Consob presentati avanti al giudice ordinario negli anni 2004-2006
- Tav. A.13 Azioni contro la Consob per risarcimento danni

Struttura proprietaria delle società italiane di nuova quotazione
(quote percentuali del capitale sociale con diritto di voto)

| | Prima dell'offerta | | Dopo l'offerta | |
|---------------------|------------------------|---------------------------|------------------------|---------------------------|
| | Azionisti di controllo | Azionisti con più del 2 % | Azionisti di controllo | Azionisti con più del 2 % |
| Media 1995 | 79,0 | 96,3 | 55,6 | 63,3 |
| Media 1996 | 78,3 | 94,7 | 52,8 | 61,2 |
| Media 1997 | 81,2 | 90,8 | 55,6 | 61,3 |
| Media 1998 | 89,7 | 98,6 | 57,8 | 60,1 |
| Media 1999 | 88,9 | 97,4 | 55,6 | 57,9 |
| Media 2000 | 73,8 | 93,9 | 54,5 | 68,0 |
| Media 2001 | 78,3 | 94,8 | 53,4 | 62,8 |
| Media 2002 | 83,3 | 98,9 | 57,8 | 67,3 |
| Media 2003 | 87,0 | 90,8 | 54,5 | 58,2 |
| Media 2004 | 85,6 | 99,2 | 56,1 | 63,8 |
| Media 2005 | 72,8 | 94,0 | 49,0 | 58,7 |
| 2006 | | | | |
| Ansaldo Sts | 100,0 | 100,0 | 40,0 | 40,0 |
| Antichi Pellettieri | 88,5 | 91,5 | 53,5 | 56,3 |
| Arkimedica | 49,7 | 88,5 | 34,4 | 51,9 |
| Ascopiave | 100,0 | 100,0 | 60,0 | 60,0 |
| Banca Generali | 77,4 | 98,2 | 60,4 | 67,5 |
| Bolzoni | 65,6 | 95,6 | 51,0 | 63,7 |
| Cobra | 71,7 | 99,6 | 51,2 | 63,7 |
| Cogeme Set | 99,1 | 99,1 | 63,9 | 63,9 |
| Eems | 82,4 | 95,2 | 45,6 | 51,3 |
| Elica | 69,9 | 92,8 | 54,6 | 52,8 |
| Gas Plus | 100,0 | 100,0 | 72,2 | 72,2 |
| Kerself | 48,8 | 97,1 | 31,3 | 47,7 |
| Marazzi Group | 64,7 | 97,5 | 60,0 | 69,6 |
| Nice | 98,4 | 98,4 | 63,5 | 63,5 |
| Noemalife | 65,9 | 85,5 | 50,2 | 61,4 |
| Piaggio | 92,2 | 97,4 | 60,8 | 60,8 |
| Pierrel | 100,0 | 100,0 | 60,0 | 60,0 |
| Poltrona Frau | 75,0 | 100,0 | 52,1 | 59,4 |
| Polynt | 100,0 | 100,0 | 31,0 | 31,0 |
| Saras | 100,0 | 100,0 | 63,7 | 62,5 |
| Valsoia | 80,0 | 98,0 | 69,5 | 85,3 |
| <i>Media 2006</i> | 82,4 | 96,9 | 53,8 | 59,3 |

Fonte: Consob. Confronta Note metodologiche.

Tav. A.2

Offerte pubbliche di acquisto e/o di scambio su titoli di società italiane quotate¹
(valori monetari in milioni di euro)

| | Volontarie | | Preventive ² | | Incrementali ³ | | Successive | | Residuali | | Su azioni proprie | | Totale | |
|------|---------------|--------------|-------------------------|--------------|---------------------------|--------------|---------------|--------------|---------------|--------------|-------------------|--------------|---------------|--------------|
| | N° operazioni | Controvalore | N° operazioni | Controvalore | N° operazioni | Controvalore | N° operazioni | Controvalore | N° operazioni | Controvalore | N° operazioni | Controvalore | N° operazioni | Controvalore |
| 1992 | 5 | 611 | -- | -- | -- | -- | 2 | 11 | -- | -- | -- | -- | 7 | 622 |
| 1993 | 2 | 850 | 2 | 543 | -- | -- | 3 | 12 | 5 | 7 | -- | -- | 12 | 1.412 |
| 1994 | 2 | 72 | 1 | 1.947 | -- | -- | 11 | 832 | 6 | 23 | -- | -- | 20 | 2.874 |
| 1995 | 4 | 75 | -- | -- | -- | -- | 8 | 975 | 9 | 24 | -- | -- | 21 | 1.074 |
| 1996 | 6 | 264 | 2 | 213 | 1 | 53 | 9 | 161 | 10 | 14 | -- | -- | 28 | 705 |
| 1997 | 5 | 378 | 2 | 234 | 1 | 4 | 7 | 376 | 8 | 27 | -- | -- | 23 | 1.019 |
| 1998 | 2 | 96 | 2 | 1.658 | 1 | 126 | 6 | 102 | 3 | 23 | -- | -- | 14 | 2.005 |
| 1999 | 4 | 631 | 8 | 53.292 | -- | -- | 8 | 640 | 2 | 5 | -- | -- | 22 | 54.568 |
| 2000 | 7 | 4.299 | 8 | 4.878 | -- | -- | 6 | 2.734 | 7 | 218 | -- | -- | 28 | 12.129 |
| 2001 | 4 | 171 | 2 | 726 | -- | -- | 7 | 5.573 | 11 | 196 | -- | -- | 24 | 6.666 |
| 2002 | 10 | 3.724 | 4 | 809 | -- | -- | 4 | 26 | 5 | 44 | 1 | 709 | 24 | 5.312 |
| 2003 | 8 | 5.837 | 4 | 7.359 | -- | -- | 6 | 174 | 8 | 356 | -- | -- | 26 | 13.726 |
| 2004 | 4 | 142 | -- | -- | -- | -- | 10 | 293 | 3 | 79 | 1 | 2 | 18 | 516 |
| 2005 | 4 | 16.593 | 1 | 11 | -- | -- | 12 | 3.007 | 4 | 82 | 1 | 148 | 22 | 19.841 |
| 2006 | 2 | 878 | -- | -- | -- | -- | 10 | 6.046 | 5 | 480 | -- | -- | 17 | 7.404 |

Fonte: archivio Consob su documenti di offerta e avvisi della Borsa Italiana Spa. ¹ Il corrispettivo in titoli delle offerte di scambio è valutato ai prezzi di mercato del giorno antecedente l'annuncio dell'operazione. L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. ² Il numero di operazioni include le offerte concorrenti. ³ Tipologia prevista dalla legge 149/1992 e non dall'attuale disciplina del Tuf.

Tav. A.3

Concentrazione proprietaria delle società italiane quotate in Borsa/Mta e Mtax¹
(situazione al 31 dicembre)

| | Mta | | | Mtax | | |
|------|-----------------|---------------------------|---------|-----------------|---------------------------|---------|
| | Primo azionista | Altri azionisti rilevanti | Mercato | Primo azionista | Altri azionisti rilevanti | Mercato |
| 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 | 44,8 | 25,9 | 29,3 |
| 2001 | 42,2 | 9,2 | 48,6 | 41,8 | 23,7 | 34,5 |
| 2002 | 40,7 | 8,0 | 51,2 | 41,0 | 21,8 | 38,2 |
| 2003 | 33,5 | 11,6 | 54,9 | 36,2 | 19,4 | 44,4 |
| 2004 | 32,7 | 13,0 | 54,3 | 36,3 | 18,6 | 45,2 |
| 2005 | 28,6 | 15,5 | 55,9 | 33,2 | 15,4 | 51,5 |
| 2006 | 27,5 | 15,2 | 57,3 | 32,2 | 15,7 | 52,1 |

Fonte: archivio Consob sulla trasparenza proprietaria. Confronta Note metodologiche. ¹ In percentuale sulla capitalizzazione del capitale ordinario di tutte le società quotate in Borsa/Mta e Mtax (già Nuovo Mercato). L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti.

Modelli di controllo delle società italiane quotate in Borsa/Mta e Mtax¹
(situazione al 31 dicembre)

| | Società controllate di diritto | | Società controllate di fatto | | Società controllate da patto | | Società non controllate | |
|-------------|--------------------------------|-------------------|------------------------------|-------------------|------------------------------|-------------------|-------------------------|-------------------|
| | Numero | Peso ² | Numero | Peso ² | Numero | Peso ² | Numero | Peso ² |
| Mta | | | | | | | | |
| 1996 | 130 | 66,8 | 26 | 12,2 | 26 | 4,8 | 26 | 16,2 |
| 1997 | 122 | 48,1 | 28 | 12,4 | 27 | 6,3 | 28 | 33,2 |
| 1998 | 128 | 32,3 | 31 | 21,7 | 24 | 7,4 | 35 | 38,6 |
| 1999 | 148 | 55,0 | 31 | 16,7 | 29 | 10,8 | 32 | 17,5 |
| 2000 | 141 | 51,4 | 34 | 18,5 | 24 | 9,6 | 38 | 20,5 |
| 2001 | 135 | 49,7 | 37 | 22,5 | 21 | 11,4 | 39 | 16,4 |
| 2002 | 142 | 46,0 | 37 | 28,4 | 20 | 10,2 | 32 | 15,4 |
| 2003 | 130 | 40,2 | 25 | 25,5 | 28 | 15,3 | 36 | 19,0 |
| 2004 | 134 | 32,7 | 22 | 27,2 | 26 | 15,1 | 37 | 25,0 |
| 2005 | 124 | 22,8 | 28 | 30,6 | 24 | 16,5 | 44 | 30,1 |
| 2006 | 128 | 22,8 | 25 | 29,1 | 26 | 22,3 | 44 | 25,8 |
| Mtax | | | | | | | | |
| 2000 | 14 | 51,1 | 8 | 32,4 | 13 | 14,6 | 4 | 1,9 |
| 2001 | 15 | 42,0 | 7 | 36,3 | 9 | 12,7 | 13 | 9,0 |
| 2002 | 12 | 43,4 | 9 | 33,2 | 10 | 13,3 | 12 | 10,1 |
| 2003 | 10 | 18,5 | 10 | 33,3 | 3 | 2,0 | 18 | 46,3 |
| 2004 | 9 | 19,1 | 8 | 23,4 | 6 | 8,5 | 14 | 49,0 |
| 2005 | 10 | 17,8 | 6 | 21,8 | 5 | 9,6 | 15 | 50,8 |
| 2006 | 11 | 17,1 | 6 | 24,3 | 2 | 8,1 | 16 | 50,5 |

Fonte: archivio Consob sulla trasparenza proprietaria. Confronta Note metodologiche. ¹ L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. ² Rapporto in percentuale tra la capitalizzazione del capitale ordinario delle società riferibili a ciascun modello di controllo e capitalizzazione del capitale ordinario di tutte le società quotate in Borsa/Mta e Mtax (già Nuovo Mercato).

Partecipazioni rilevanti nelle società italiane quotate in Borsa/Mta e Mtax¹
(situazione al 31 dicembre)

| | <i>Soggetto dichiarante</i> | | | | | | | | <i>Totale</i> |
|-------------|-----------------------------|---------------|--------|------------|---------------------------|---------------------|---------------------|-----------------|---------------|
| | Soggetti esteri | Assicurazioni | Banche | Fondazioni | Investitori istituzionali | Società di capitali | Stato e enti locali | Persone fisiche | |
| Mta | | | | | | | | | |
| 1996 | 4,5 | 1,9 | 4,3 | 3,8 | 0,8 | 8,2 | 32,5 | 5,5 | 61,5 |
| 1997 | 5,0 | 2,2 | 5,1 | 3,1 | 0,1 | 14,4 | 12,1 | 4,8 | 46,8 |
| 1998 | 5,9 | 2,5 | 4,8 | 5,2 | 0,1 | 12,6 | 8,8 | 3,8 | 43,6 |
| 1999 | 6,2 | 1,5 | 5,3 | 4,5 | 0,2 | 19,4 | 10,6 | 4,5 | 52,2 |
| 2000 | 6,5 | 3,2 | 5,9 | 5,0 | 0,3 | 17,2 | 10,2 | 4,9 | 53,1 |
| 2001 | 5,6 | 1,8 | 4,4 | 4,9 | 0,1 | 18,2 | 11,1 | 5,0 | 51,1 |
| 2002 | 4,9 | 1,1 | 3,4 | 4,5 | 0,7 | 16,8 | 12,3 | 5,1 | 48,8 |
| 2003 | 6,7 | 1,2 | 3,9 | 3,6 | -- | 12,3 | 11,2 | 6,2 | 45,1 |
| 2004 | 7,3 | 1,4 | 3,5 | 3,3 | 0,1 | 13,7 | 10,7 | 5,7 | 45,7 |
| 2005 | 8,9 | 1,6 | 4,5 | 4,0 | 0,1 | 9,6 | 9,6 | 5,9 | 44,2 |
| 2006 | 6,7 | 1,6 | 3,8 | 4,4 | 0,1 | 10,4 | 9,8 | 6,1 | 42,7 |
| Mtax | | | | | | | | | |
| 2000 | 14,2 | -- | 0,7 | -- | 1,1 | 4,2 | -- | 50,4 | 70,7 |
| 2001 | 16,7 | -- | 0,6 | 0,1 | 0,5 | 4,8 | -- | 42,7 | 65,5 |
| 2002 | 12,1 | -- | 0,3 | 0,2 | 0,8 | 4,8 | -- | 43,6 | 61,8 |
| 2003 | 7,7 | -- | 1,0 | -- | 0,2 | 4,8 | -- | 41,7 | 55,6 |
| 2004 | 5,9 | 0,2 | 0,3 | -- | 0,3 | 8,0 | 0,1 | 40,0 | 54,8 |
| 2005 | 5,2 | 0,1 | 0,4 | -- | 0,8 | 10,1 | 0,1 | 31,9 | 48,5 |
| 2006 | 6,7 | 0,1 | -- | -- | 0,8 | 10,4 | 0,1 | 29,8 | 47,9 |

Fonte: archivio Consob sulla trasparenza proprietaria. Confronta Note metodologiche. ¹ Partecipazioni superiori al 2% del capitale votante. Rapporto in percentuale tra valore di mercato delle partecipazioni calcolato sul capitale ordinario e capitalizzazione del capitale ordinario di tutte le società quotate in Borsa/Mta e Mtax (già Nuovo Mercato). L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti.

Patti di sindacato in società quotate italiane
(situazione al 31 dicembre 2006)

| Società oggetto | Tipo patto | Scadenza | Quota sindacata ¹ | Numero partecipanti |
|-------------------------------|------------|---------------|------------------------------|---------------------|
| Acsm | Globale | 29.10.2009 | 60,5 | 2 |
| Actelios | Blocco | 04.08.2009 | 73,2 | 2 |
| Aeroporto di Firenze | Globale | 30.10.2008 | 20,0 | 3 |
| Alerion Industries | Globale | 18.03.2009 | 53,1 | 21 |
| Anima sgr | Blocco | 26.10.2007 | 9,6 | 2 |
| Apulia Prontoprestito | Globale | 06.12.2008 | 85,1 | 2 |
| Arkimedica | Globale | 31.07.2009 | 68,3 | 10 |
| Assicurazioni Generali | Voto | 13.09.2007 | 8,1 | 3 |
| Azimut | Globale | 07.07.2007 | 22,7 | 784 |
| Banca Carige | Blocco | 07.05.2009 | 55,0 | 2 |
| Banca Generali | Globale | 01.10.2008 | 66,8 | 2 |
| Banca Intesa | Globale | 15.04.2008 | 43,5 | 23 |
| Banca Italease | Globale | 05.05.2008 | 44,1 | 6 |
| Banca Lombarda e Piemontese | Globale | 31.12.2007 | 46,9 | 304 |
| Banca Popolare di Spoleto | Globale | 30.06.2007 | 77,0 | 3 |
| Banca Profilo | Globale | 31.05.2008 | 30,0 | 3 |
| Banco di Sardegna | Globale | 30.03.2007 | 100,0 | 2 |
| Brioschi | Globale | 16.04.2008 | 65,8 | 2 |
| Bulgari | Globale | 17.07.2008 | 51,7 | 3 |
| Capitalia | Globale | 03.07.2008 | 31,0 | 23 |
| Cassa di Risparmio di Firenze | Globale | 11.04.2009 | 37,6 | 3 |
| Cit | Globale | Indeterminata | 58,0 | 3 |
| | Globale | 06.09.2008 | 43,0 | 3 |
| Csp | Globale | 15.06.2007 | 60,7 | 7 |
| Dada | Globale | 10.11.2008 | 57,6 | 6 |
| | Blocco | Indeterminata | 15,4 | 2 |
| Datalogic | Globale | Bilancio 2006 | 62,7 | 18 |
| Dmail Group | Globale | 30.06.2007 | 37,3 | 4 |
| Ducati Motor Holding | Globale | 26.03.2009 | 29,8 | 7 |
| Edison | Globale | 12.05.2008 | 88,6 | 4 |
| | Globale | 06.07.2008 | 71,2 | 7 |
| Enertad | Globale | 15.10.2009 | 67,7 | 2 |
| Esprinet | Globale | 19.04.2009 | 51,0 | 5 |
| Euphon | Globale | 10.01.2007 | 33,4 | 3 |
| | Globale | 23.03.2007 | 27,7 | 3 |
| Eurofly | Blocco | 31.12.2007 | 49,2 | 3 |
| Exprivia | Globale | Bilancio 2007 | 59,1 | 2 |
| Gemina | Globale | Bilancio 2006 | 43,4 | 7 |
| Gim | Globale | Bilancio 2006 | 60,5 | 20 |

--- Segue ---

--- Seguito Tav. A.6 ---

| Società oggetto | Tipo patto | Scadenza | Quota sindacata ¹ | Numero partecipanti |
|-----------------------------------|------------|---------------|------------------------------|---------------------|
| Hera | Voto | 05.11.2009 | 7,2 | 5 |
| | Voto | 08.03.2008 | 7,7 | 29 |
| | Voto | 31.12.2008 | 58,1 | 144 |
| | Blocco | 31.12.2008 | 51,0 | 144 |
| | Voto | 31.12.2008 | 5,4 | 163 |
| | Voto | 31.12.2008 | 20,4 | 163 |
| I Viaggi del Ventaglio | Blocco | 29.12.2007 | 15,5 | 2 |
| Igd | Globale | 11.02.2008 | 60,4 | 2 |
| Immobiliare Lombarda | Voto | 01.12.2008 | 56,9 | 3 |
| Interpump | Globale | Bilancio 2007 | 19,3 | 8 |
| Iride | Globale | 30.10.2009 | 58,3 | 4 |
| Italjolly | Globale | 10.11.2009 | 74,5 | 3 |
| La Doria | Globale | 30.06.2008 | 70,0 | 7 |
| Linificio e Canapificio Nazionale | Globale | 26.04.2009 | 67,8 | 2 |
| M&C Management e Capitali | Globale | 02.02.2009 | 44,9 | 11 |
| Marcolin | Globale | 15.12.2007 | 71,2 | 9 |
| Mediobanca | Globale | 30.06.2007 | 52,7 | 47 |
| Mediolanum | Globale | 13.09.2007 | 51,0 | 4 |
| Nice | Blocco | 19.05.2007 | 64,0 | 3 |
| Permasteelisa | Globale | 31.07.2009 | 26,1 | 3 |
| Pirelli & C. | Globale | 15.04.2007 | 46,2 | 10 |
| Premafin | Globale | 31.10.2008 | 44,7 | 5 |
| Premuda | Globale | 31.12.2007 | 45,0 | 3 |
| Rcs | Globale | 15.03.2009 | 63,5 | 16 |
| Rdm Realty | Blocco | 04.12.2008 | 16,7 | 2 |
| Rgi | Globale | 30.04.2007 | 52,5 | 10 |
| Richard-Ginori 1735 | Globale | 15.07.2007 | 50,0 | 2 |
| Sanpaolo Imi | Globale | Bilancio 2006 | 25,4 | 5 |
| Seat Pagine Gialle | Voto | 17.03.2008 | 54,1 | 6 |
| | Globale | 24.03.2007 | 54,1 | 32 |
| Stefanel | Globale | 27.01.2008 | 14,1 | 2 |
| Tamburi Investment Partners | Globale | 06.10.2008 | 40,9 | 15 |
| Telecom Italia | Globale | 17.10.2009 | 23,2 | 6 |
| Trevisan Cometal | Globale | Bilancio 2006 | 16,8 | 3 |
| Valsoia | Voto | Bilancio 2006 | 64,5 | 2 |
| Zucchi | Globale | 23.02.2009 | 54,0 | 20 |

Confronta Note metodologiche. ¹ In percentuale del capitale sociale ordinario.

Patti di sindacato in società che controllano società quotate italiane
(situazione al 31 dicembre 2006)

| Società quotata | Società controllante oggetto del patto | Tipo patto | Scadenza | Quota sindacata ¹ | Numero partecipanti |
|--------------------------|--|-------------------|-------------------------|------------------------------|---------------------|
| A.S. Roma | Compagnia Italtipetroli | Voto | 29.03.2007 | 50,8 | 3 |
| | | Globale | 21.06.2007 | 100,0 | 6 |
| Aeroporto di Venezia | Marco Polo Holding | Globale | 24.05.2008 | 100,0 | 5 |
| Autostrade | Schemaventotto | Globale | 31.12.2007 | 100,0 | 5 |
| Cogeme Set | Tms-Ekab | Globale | 24.09.2009 | 100,0 | 5 |
| Credito Emiliano | Credito Emiliano Holding | Blocco | 20.07.2007 | 72,9 | 229 |
| Datalogic | Hydra | Globale | 03.03.2007 | 100,0 | 4 |
| Edison | Delmi | Globale | 06.07.2008 | 100,0 | 7 |
| | Delmi | Voto | 06.07.2008 | 14,0 | 3 |
| | Transalpina di Energia | Globale | 12.05.2008 | 100,0 | 4 |
| | Transalpina di Energia | Globale | 06.07.2008 | 35,6 | 7 |
| Gefran | Fingefran | Globale | 15.10.2009 | 54,0 | 3 |
| Gemina ² | Investimenti Infrastrutture | Globale | 15.11.2008 | 100,0 | 4 |
| Greenvision-Bioera | Greenholding ³ | Globale | 02.04.2009 ³ | 10,0 | 2 |
| Gruppo Coin | Financiere Tintoretto | Globale | 30.11.2009 | 100,0 | 6 |
| Immsi ⁴ | Omniapartecipazioni ⁵ | Voto | Bilancio 2006 | 100,0 | 2 |
| | Omniainvest | Voto | 31.10.2008 | 89,7 | 4 |
| Impregilo | Igli | Globale | 12.06.2008 | 100,0 | 4 |
| | Tesir | Globale | 12.06.2008 | 100,0 | 2 |
| Intek | Quattrodue Holding | Voto | 30.06.2007 | 100,0 | 4 |
| Isagro | Manisa | Globale | 02.12.2007 | 100,0 | 12 |
| Lottomatica ⁶ | B&D Holding di Marco Drago e C. Sapa | Globale | 08.11.2008 | 100,0 | 46 |
| Marazzi Group | Finceramica | Globale | 21.12.2007 | 100,0 | 2 |
| | Burani Private Holding | Globale | 21.12.2009 | 85,4 | 4 |
| | Burani Designer Holding | Globale | 12.12.2009 | 61,6 | 2 |
| | Burani Designer Holding | Globale | 12.12.2009 | 91,7 | 5 |
| | Burani Designer Holding | Globale | 12.12.2009 | 97,7 | 6 |
| | Burani Designer Holding | Globale | 17.12.2009 | 92,1 | 5 |
| | Burani Designer Holding | Globale | 22.12.2009 | 30,3 | 5 |
| Piaggio & C. | Omniainvest | Voto | 31.10.2008 | 89,7 | 4 |
| | Omniapartecipazioni ⁵ | Voto | Bilancio 2006 | 100,0 | 2 |
| Reply | Alika | Globale | 09.11.2007 | 51,0 | 4 |
| Sabaf | Giuseppe Saleri | Globale | 22.05.2008 | 100,0 | 6 |
| | Technology Systems Holding | Globale | 16.12.2009 | 100,0 | 3 |
| | Albrida | Globale | 14.09.2009 | 100,0 | 2 |
| | Global Technology Systems | Globale | 16.12.2007 | 100,0 | 2 |
| | Technology Systems Holding | Globale | 16.12.2007 | 60,0 | 2 |
| Sirti ⁸ | Albrida | Globale | 14.09.2009 | 100,0 | 2 |
| Telecom Italia | Olimpia ⁹ | Globale | 04.10.2007 | 67,2 | 2 |
| | Trevi Fin. Industriale | Trevi Holding Aps | Voto | 31.12.2007 | 8,0 |
| Unipol | Finsoe | Globale | 15.04.2007 | 84,1 | 2 |
| | Finsoe | Globale | 07.02.2009 | 60,7 | 2 |
| Vemer Siber Group | Hopa ⁸ | Globale | 01.09.2007 | 54,4 | 15 |
| Vittoria Assicurazioni | Vittoria Capital | Blocco | 13.09.2008 | 80,0 | 4 |

Confronta Note metodologiche. ¹ In percentuale del capitale sociale ordinario. ² Investimenti Infrastrutture non esercita il controllo su Gemina. ³ Greenholding controlla al 51% Greenvision Ambiente e al 57,7% Boera. ⁴ Il controllo sulla società è detenuto da Roberto Colaninno, tramite Omniaholding, che controlla Omniainvest, che a sua volta controlla Omniapartecipazioni. ⁵ Il patto contiene anche accordi sulla società quotata. ⁶ B&D, controlla, per il tramite della società interamente posseduta De Agostani Spa, la società Lottomatica. ⁷ Il controllo sulla società è detenuto da Walter Burani, con una partecipazione diretta e tramite Burani Private Holding, che a sua volta controlla Burani Designer Holding. ⁸ I patti sono relativi alla controllante e a società appartenenti al suo gruppo. ⁹ Patti comunicati ai sensi dell'art. 122 del Tuf anche se al momento della comunicazione la società riteneva di non controllare la società quotata.

Distribuzione delle società italiane quotate in borsa per numero di partecipanti alle assemblee
(2002-2006)

| | Numero di partecipanti | | | | Totale | Numero medio di partecipanti ¹ |
|----------------------------|------------------------|--------------|---------------|-------|--------|---|
| | < 50 | tra 50 e 100 | tra 100 e 500 | > 500 | | |
| Mib30 e Midex | | | | | | |
| Assemblee 2002 | 18 | 5 | 21 | 5 | 49 | 178 |
| Assemblee 2003 | 19 | 6 | 20 | 5 | 50 | 184 |
| S&P/Mib e Midex | | | | | | |
| Assemblee 2004 | 21 | 6 | 20 | 4 | 51 | 190 |
| Assemblee 2005 | 28 | 3 | 26 | 6 | 63 | 164 |
| Assemblee 2006 | 21 | 17 | 24 | 5 | 67 | 179 |
| Star | | | | | | |
| Assemblee 2003 | 36 | 1 | -- | -- | 37 | 16 |
| Assemblee 2004 | 39 | 1 | 1 | -- | 41 | 21 |
| Assemblee 2005 | 42 | -- | -- | 1 | 43 | 15 |
| Assemblee 2006 | 52 | 2 | -- | -- | 54 | 13 |

Fonte: Verbali delle assemblee di approvazione dei bilanci delle società quotate facenti parte del Mib30 (S&P/Mib dal 2004), del Midex e del segmento Star. ¹ Media aritmetica semplice.

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

| | | Azionisti rilevanti ¹ | | | Investitori istituzionali non rilevanti ¹ | | |
|----------------------------|---|----------------------------------|------|-------|--|-----|------|
| | | Media | Min | Max | Media | Min | Max |
| Mib30 e Midex | | | | | | | |
| Assemblee 2002 | Quota sul capitale sociale totale con diritto di voto | 49,7 | 17,5 | 71,2 | 2,9 | -- | 9,7 |
| | Quota sul capitale sociale rappresentato in assemblea | 89,2 | 50,6 | 100,0 | 5,8 | -- | 26,7 |
| Assemblee 2003 | Quota sul capitale sociale totale con diritto di voto | 52,4 | 24,1 | 83,7 | 2,2 | -- | 8,0 |
| | Quota sul capitale sociale rappresentato in assemblea | 90,7 | 58,6 | 99,6 | 4,3 | -- | 16,1 |
| S&P/Mib e Midex | | | | | | | |
| Assemblee 2004 | Quota sul capitale sociale totale con diritto di voto | 52,3 | 17,1 | 81,5 | 2,4 | -- | 6,3 |
| | Quota sul capitale sociale rappresentato in assemblea | 89,4 | 49,0 | 99,9 | 4,5 | -- | 14,5 |
| Assemblee 2005 | Quota sul capitale sociale totale con diritto di voto | 52,0 | 22,0 | 78,0 | 2,5 | -- | 9,7 |
| | Quota sul capitale sociale rappresentato in assemblea | 88,3 | 58,3 | 99,9 | 4,6 | -- | 16,6 |
| Assemblee 2006 | Quota sul capitale sociale totale con diritto di voto | 48,4 | 4,0 | 84,7 | 2,5 | -- | 9,9 |
| | Quota sul capitale sociale rappresentato in assemblea | 84,2 | 25,2 | 99,7 | 5,3 | -- | 48,7 |
| Star | | | | | | | |
| Assemblee 2003 | Quota sul capitale sociale totale con diritto di voto | 58,9 | 19,8 | 76,5 | 1,1 | -- | 8,6 |
| | Quota sul capitale sociale rappresentato in assemblea | 93,8 | 7,7 | 100,0 | 1,9 | -- | 12,1 |
| Assemblee 2004 | Quota sul capitale sociale totale con diritto di voto | 59,2 | -- | 77,4 | 0,5 | -- | 4,8 |
| | Quota sul capitale sociale rappresentato in assemblea | 92,6 | -- | 100,0 | 1,0 | -- | 10,6 |
| Assemblee 2005 | Quota sul capitale sociale totale con diritto di voto | 57,1 | 14,0 | 76,5 | 0,9 | -- | 4,0 |
| | Quota sul capitale sociale rappresentato in assemblea | 94,0 | 37,0 | 100,0 | 1,7 | -- | 9,4 |
| Assemblee 2006 | Quota sul capitale sociale totale con diritto di voto | 58,3 | 19,6 | 79,3 | 0,7 | -- | 5,2 |
| | Quota sul capitale sociale rappresentato in assemblea | 95,6 | 57,5 | 100,0 | 1,4 | -- | 8,6 |

Fonte: Verbali delle assemblee di approvazione dei bilanci delle società quotate facenti parte del Mib30 (S&P/Mib dal 2004), del Midex e del segmento Star. ¹ Per azionista rilevante (non rilevante) si intende un soggetto con una quota azionaria superiore (inferiore) al 2% 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 delle società italiane quotate**
(medie semplici; valori percentuali)

| | | Sgr italiane | Fondi pensione italiani | Banche e assicurazioni italiane | Fondi esteri | Banche e assicurazioni estere | Totale |
|----------------------------|--|-----------------|-------------------------------|---------------------------------------|-----------------|-------------------------------------|--------|
| Mib30 e Midex | | | | | | | |
| Assemblee 2002 | Quota sul capitale sociale totale con diritto di voto | 0,5 | 0,8 | 0,4 | 1,5 | 0,1 | 2,8 |
| | Quota sul capitale sociale rappresentato in assemblea | 1,0 | 0,7 | 0,7 | 3,0 | 0,4 | 5,8 |
| Assemblee 2003 | Quota sul capitale sociale totale con diritto di voto | 0,2 | 0,2 | 0,5 | 1,2 | 0,1 | 2,2 |
| | Quota sul capitale sociale rappresentato in assemblea | 0,4 | 0,4 | 1,0 | 2,3 | 0,2 | 4,3 |
| S&P/Mib e Midex | | | | | | | |
| Assemblee 2004 | Quota sul capitale sociale totale con diritto di voto | 0,2 | 0,2 | 0,6 | 1,2 | 0,2 | 2,4 |
| | Quota sul capitale sociale rappresentato in assemblea | 0,4 | 0,4 | 1,0 | 2,3 | 0,2 | 4,5 |
| Assemblee 2005 | Quota sul capitale sociale totale con diritto di voto | 0,2 | 0,1 | 0,5 | 1,4 | 0,2 | 2,5 |
| | Quota sul capitale sociale rappresentato in assemblea | 0,4 | 0,2 | 0,9 | 2,7 | 0,3 | 4,6 |
| Assemblee 2006 | Quota sul capitale sociale totale con diritto di voto | 0,1 | 0,1 | 0,5 | 1,6 | 0,2 | 2,5 |
| | Quota sul capitale sociale rappresentato in assemblea | 0,2 | 0,3 | 0,9 | 3,4 | 0,5 | 5,3 |
| Star | | | | | | | |
| Assemblee 2003 | Quota sul capitale sociale totale con diritto di voto | 0,1 | -- | 0,1 | 0,8 | 0,1 | 1,1 |
| | Quota sul capitale sociale rappresentato in assemblea | 0,1 | -- | 0,2 | 1,4 | 0,2 | 1,9 |
| Assemblee 2004 | Quota sul capitale sociale totale con diritto di voto | -- | -- | 0,1 | 0,3 | 0,1 | 0,5 |
| | Quota sul capitale sociale rappresentato in assemblea | 0,1 | -- | 0,2 | 0,6 | 0,1 | 1,0 |
| Assemblee 2005 | Quota sul capitale sociale totale con diritto di voto | 0,1 | -- | -- | 0,8 | -- | 0,9 |
| | Quota sul capitale sociale rappresentato in assemblea | 0,2 | -- | -- | 1,5 | -- | 1,7 |
| Assemblee 2006 | Quota sul capitale sociale totale con diritto di voto | -- | -- | 0,3 | 0,4 | -- | 0,7 |
| | Quota sul capitale sociale rappresentato in assemblea | 0,1 | -- | 0,5 | 0,8 | -- | 1,4 |

Fonte: Verbali delle assemblee di approvazione dei bilanci delle società quotate facenti parte del Mib30 (S&P/Mib dal 2004), del Midex e del segmento Star. ¹ Per azionista non rilevante si intende un soggetto con una quota azionaria inferiore al 2% del capitale rappresentato da azioni con diritto di voto (art. 120 del Tuf).

Ricorsi contro atti adottati o proposti dalla Consob presentati avanti al giudice amministrativo negli anni 2004-2006

| Tipologia ricorrenti | Ricorsi | Oggetto atto | Esito al 31 dicembre 2006 | |
|--|----------------|--|---|-------------------------------|
| | | | Ricorso al Tar | Appello al Consiglio di Stato |
| ANNO 2004 | | | | |
| Promotori | 4 | radiazione | respinto (4) | |
| Promotori | 2 | sospensione sanzionatoria | respinto (2) | |
| Promotori | 3 | sospensione cautelare | respinto (1) in corso (2) | |
| Promotori | 3 | cancellazione | respinto (2) in corso (1) | |
| Promotori | 1 | mancato superamento esame di idoneità | in corso (1) | |
| Esponenti aziendali Sim | 1 ¹ | scioglimento organi amministrativi | respinta sospensiva (1) | |
| Dipendenti agenti di cambio | 1 | sanzione pecuniaria | in corso (1) | |
| Società di revisione e revisore | 1 | diniego accesso atti | accolto parzialmente (1) | |
| Società di revisione e revisore | 4 | intimazione di non avvalersi di socio | respinto (4) in corso (2) | |
| Società di revisione | 1 | cancellazione dall'Albo | respinto (1) | |
| Società quotate | 1 | sospensione quotazione | in corso (1) | |
| Società non quotate | 5 | divieto sollecitazione | respinta sospensiva (3) respinto (1) rinunciato (1) | |
| Emittenti strumenti finanziari diffusi | 1 | iscrizione elenco strumenti finanziari diffusi | respinto (1) | |
| Altri | 1 | diniego accesso atti | respinto (1) | |
| <i>Totale</i> | | <i>29</i> | | |
| <i>Ricorso straordinario al Capo dello Stato</i> | | | | |
| Azionista società quotata | 1 | nulla-osta Opa | respinto (1) | |
| Obbligazionista società non quotata | 1 | decadenza Opsec | respinto (1) | |
| <i>Totale</i> | | <i>2</i> | | |

--- Segue ---

--- Seguito Tav. A.11 ---

| Tipologia ricorrenti | Ricorsi | Oggetto atto | Esito al 31 dicembre 2006 | |
|---|---------------|---|---------------------------|---|
| | | | Ricorso al Tar | Appello al Consiglio di Stato |
| ANNO 2005 | | | | |
| Promotori | 2 | sospensione cautelare | respinto (2) | |
| Banche | 1 | diniego accesso atti | parzialmente accolto (1) | parzialmente accolto appello Consob (1) |
| Sgr | 1 | diniego accesso atti | respinto (1) | |
| Società quotata | 1 | provvedimenti ex art. 114 Tuf | respinta sospensiva (1) | |
| Società quotata | 1 | accertamento interposizione di persona ² | rinunciato (1) | |
| Società non quotata | 2 | divieto sollecitazione | in corso (1) | |
| | | | rinunciato (1) | |
| Controllante società quotata | 1 | fissazione prezzo Opa residuale | accolto (1) | |
| Esponenti società quotata | 1 | accertamento patto occulto ³ | rinunciato (1) | |
| Esponenti società quotata esponenti società non quotata società non quotata | 1 | qualificazione offerta e risarcimento danni | respinto (1) | |
| Azionisti società quotata | 7 | accertamento patto occulto ⁴ | in corso (6) | |
| | | | rinunciato (1) | |
| Azionista società quotata | 1 | documento Opa | in corso (1) | |
| Azionista società quotata | 1 | sospensione Opa e Opac | rinunciato (1) | |
| Azionista società quotata | 1 | fissazione prezzo Opa residuale | respinto (1) | |
| Associazione consumatori | 1 | documento Opac | respinto (1) | |
| Associazione consumatori | 1 | rifiuto diffida Opac | respinto (1) | respinto appello ricorrente (1) |
| Associazione consumatori | 1 | diniego sospensione Opac | respinto (1) | |
| Gestore estero di fondi | 1 | accertamento interposizione di persona ⁵ | respinto (1) | |
| Società di revisione | 1 | diniego accesso atti | respinto (1) | |
| | <i>Totale</i> | 26 | | |

--- Segue ---

--- Seguìto Tav. A.11 ---

| Tipologia ricorrenti | Ricorsi | Oggetto atto | Esito al 31 dicembre 2006 | |
|--|---------|--|---------------------------|------------------------------------|
| | | | Ricorso al Tar | Appello al Consiglio di Stato |
| ANNO 2006 | | | | |
| Promotori | 1 | sospensione sanzionatoria | respinta sospensiva (1) | |
| Esponenti aziendali Sgr | 1 | diniego accesso atti | respinto (1) | accolto appello ricorrente (1) |
| Società quotata | 1 | accertamento patto parasociale non dichiarato | in corso (1) | |
| Società non quotata | 1 | delibera di impugnazione del bilancio | in corso (1) | |
| Azionista società non quotata e società non quotata | 1 | sanzione pecuniaria | respinto (1) | |
| Azionista società quotata | 1 | nulla osta Opa | respinta sospensiva (1) | respinto appello ricorrente (1) |
| Azionista società non quotata | 1 | nulla osta Opa | in corso (1) | |
| Revisore | 3 | intimazione di non avvalersi di socio | in corso (3) | |
| Società di revisione | 1 | intimazione di non avvalersi di socio | in corso (1) | |
| <i>Totale</i> | | <i>11</i> | | |

¹ Il ricorso è stato presentato congiuntamente da cinque esponenti di una Sim. ² La medesima delibera è stata impugnata, con autonomo ricorso, anche da un gestore estero di fondi di investimento. ³ Avverso la medesima delibera sono stati presentati anche sei ricorsi da parte di azionisti di una società quotata. ⁴ Avverso il medesimo provvedimento hanno presentato ricorso, con un unico atto, 17 esponenti di una società quotata. ⁵ La medesima delibera è stata impugnata anche da una società quotata.

Ricorsi contro atti adottati o proposti dalla Consob presentati avanti al giudice ordinario negli anni 2004-2006

| Tipologia ricorrenti | Ricorsi | Autorità adita | Tipologia sanzione | Esito al 31 dicembre 2006 | |
|---|------------------|-----------------------|-------------------------------|--|--|
| | | | | Primo grado | Ricorso in Cassazione |
| ANNO 2004 | | | | | |
| Promotori | 2 | Tribunale (2) | radiazione (2) | accolto (1) respinto (1) | |
| Esponenti aziendali Sim | 1 ¹ | Corte d'Appello (1) | pecuniaria (1) | respinto (1) | |
| Esponenti aziendali banche | 42 ² | Corte d'Appello (42) | pecuniaria (42) | accolto (6) ridotta sanzione (6) respinto (30) | in corso (6) in corso (1) in corso (9) |
| Agenti di cambio | 2 | Corte d'Appello (2) | pecuniaria (2) | respinto (2) | in corso (1) |
| Dipendenti agenti di cambio | 2 | Corte d'Appello (2) | pecuniaria (2) | respinto (2) | in corso (1) |
| Esponenti Sgr | 7 ³ | Corte d'Appello (7) | pecuniaria (7) | accolto (1) accolto parzialmente (1) respinto (5) | in corso (1) in corso (1) |
| Esponente controllante società quotate | 1 | Corte d'Appello (1) | pecuniaria (1) | respinto (1) | in corso (1) |
| Esponenti società quotate | 3 | Corte d'Appello (3) | pecuniaria (3) | accolto (3) | in corso (3) |
| Esponenti emittenti titoli diffusi | 1 | Corte d'Appello (1) | pecuniaria (1) | accolto (1) | |
| <i>Totale</i> | | <i>61</i> | | | |
| ANNO 2005 | | | | | |
| Promotori | 2 | Tribunale (2) | radiazione (2) | accolto (1) in corso (1) | |
| Promotori | 4 | Tribunale (4) | sospensione sanzionatoria (4) | respinto (3) ridotta sanzione (1) | |
| Promotori | 1 ⁴ | Tribunale (1) | sospensione cautelare (1) | respinto (1) | |
| Banche | 6 | Corte d'Appello (6) | pecuniaria (6) | respinto (5) ridotta sanzione (1) | |
| Esponenti aziendali banche | 121 ⁵ | Corte d'Appello (121) | pecuniaria (121) | respinto (94) accolto (21) ridotta sanzione(4) in corso (2) | |
| Esponente società quotata | 1 | Corte d'Appello (1) | pecuniaria (1) | parzialmente accolto (1) | |
| Società non quotata | 2 | Corte d'Appello (2) | pecuniaria (2) | respinto (1) accolto (1) | in corso (1) |
| Esponente società non quotata e società non quotata | 1 | Corte d'Appello (1) | pecuniaria (1) | in corso (1) | |
| <i>Totale</i> | | <i>138</i> | | | |

--- Segue ---

--- Seguito Tav. A.12 ---

| Tipologia ricorrenti | Ricorsi | Autorità adita | Tipologia sanzione | Esito al 31 dicembre 2006 | |
|---|-----------------|----------------------|----------------------------------|--|-----------------------|
| | | | | Primo grado | Ricorso in Cassazione |
| ANNO 2006 | | | | | |
| Promotori | 1 | Corte d'Appello (1) | radiazione (1) | in corso (1) | |
| Promotori | 1 | Tribunale (1) | radiazione (1) | respinta sospensiva (1) | |
| Promotori | 3 | Tribunale (3) | sospensione sanzionatoria (3) | accolto (1) in corso (2) | |
| Promotori | 1 | Tribunale (1) | revoca riammissione all'albo (1) | in corso (1) | |
| Banche | 1 | Corte d'Appello (1) | pecuniaria (1) | in corso (1) | |
| Esponenti aziendali banche | 16 ⁶ | Corte d'Appello (16) | pecuniaria (16) | accolto (1) respinto (1) in corso (13) | |
| Società non quotata | 1 | Corte d'Appello (1) | pecuniaria (1) | in corso (1) | |
| Esponente società non quotata | 2 | Corte d'Appello (2) | pecuniaria (2) | in corso (2) | |
| Esponente società non quotata e società non quotata | 4 | Corte d'Appello (4) | pecuniaria (4) | respinto (4) | |
| <i>Totale</i> | | 30 | | | |

¹ L'opposizione è stata presentata da 9 esponenti di una Sim, unitamente a quest'ultima. ² 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. ³ 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. ⁴ Il medesimo ricorso è stato presentato anche al Tar del Lazio. ⁵ Gli oppositori sono in totale 574; tra essi figurano anche 18 banche, che hanno proposto opposizione congiuntamente a propri esponenti aziendali e dipendenti; 2 banche e 33 persone fisiche, autrici di 13 opposizioni, hanno impugnato il medesimo decreto sanzionatorio avanti a due Corti d'Appello. ⁶ Gli oppositori sono in totale 66; tra essi figura anche una banca, che ha proposto opposizione congiuntamente a propri esponenti aziendali e dipendenti.

Azioni contro la Consob per risarcimento danni¹

| 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 ² | 2001 | 2002 | 2003 ³ | 2004 | 2005 | 2006 | Motivi | Esito al 31 dicembre 2006 |
|--|------|------|------|-------------------|------|------|-------------------|------|------|------|---|--|
| Cliente di intermediario | | | | | | | | | | | | |
| 1 | 1 | 4 | 9 | 1 | -- | -- | 29 | 59 | 125 | 194 | Omissione attività di controllo | In corso; 36 sentenze 1° grado favorevoli; in corso 2 giudizi di appello |
| -- | 1 | -- | 1 | -- | 4 | -- | -- | -- | -- | -- | Omissione attività di controllo - citazione ex art. 185, comma 2, c.p. | In corso ⁴ ; 1 sentenza favorevole |
| -- | 2 | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | Diffamazione | In corso |
| Fallimento Sim | | | | | | | | | | | | |
| -- | 1 | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | Omissione attività di controllo | Sospeso |
| Sim | | | | | | | | | | | | |
| -- | 1 | -- | -- | -- | -- | -- | -- | 1 | -- | -- | Omissione attività di controllo - chiamata in causa ex art. 106, c.p.c. | In corso |
| -- | 1 | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | 1 | -- | Diniego estensione autorizzazione/iscrizione Albo Sim | 1 ricorso in Cassazione avverso una sentenza favorevole di appello; 1 sentenza favorevole - proposto appello |
| -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | 2 | -- | -- | Comportamento illegittimo nell'attività di vigilanza | In corso |
| Azionista di società quotata | | | | | | | | | | | | |
| 1 | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | Illegittimità dell'esonero Consob dall'obbligo di promuovere Opa | Respinta domanda di risarcimento in 2° grado |
| 1 | -- | -- | -- | -- | 2 | 1 | -- | 1 | -- | 1 | Omissione attività di controllo | In corso ⁵ ; 1 sentenza 1° grado favorevole; in corso |
| Cliente di agente di cambio | | | | | | | | | | | | |
| 1 | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | Fatto illecito dipendente - citazione ex art. 185, comma 2, c.p. | Respinta domanda di risarcimento in 2° grado - proposto ricorso in Cassazione |
| -- | -- | -- | 3 | 1 | -- | -- | -- | 1 | 1 | -- | Omissione attività di controllo | In corso |
| Fallimento agente di cambio | | | | | | | | | | | | |
| -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | 1 | -- | 1 | -- | Omissione attività di controllo | In corso |
| Cliente di agente di cambio e Sim | | | | | | | | | | | | |
| 1 | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | 1 | -- | Omissione attività di controllo | In corso |
| Comitato azionisti | | | | | | | | | | | | |
| -- | -- | 1 | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | Interdizione attività di abusiva sollecitazione | In corso |
| Cliente di società fiduciaria | | | | | | | | | | | | |
| -- | -- | -- | 2 | -- | 1 | -- | -- | -- | -- | -- | Omissione attività di controllo | In corso; respinta una domanda di risarcimento; 2 sentenze favorevoli in Corte d'Appello |
| Cliente di promotore | | | | | | | | | | | | |
| -- | -- | -- | 8 | -- | -- | 5 | -- | -- | -- | -- | Omissione attività di controllo | In corso; respinta una domanda di risarcimento |

--- Segue ---

--- Seguito Tav. A.13 ---

| 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 ² | 2001 | 2002 | 2003 ³ | 2004 | 2005 | 2006 | Motivi | Esito al 31 dicembre 2006 |
|--------------------------------------|------|------|------|-------------------|------|------|-------------------|------|------|------|---|------------------------------|
| Promotore | | | | | | | | | | | | |
| -- | -- | -- | -- | -- | 1 | 1 | -- | -- | -- | -- | Illegittima cancellazione | 1 sentenza favorevole |
| Consulente di società quotata | | | | | | | | | | | | |
| -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | 1 | -- | -- | Omissione attività controllo – chiamata in causa ex art. 106 c.p.c. | In corso |
| Altro | | | | | | | | | | | | |
| -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | 1 | -- | -- | Comportamento illegittimo nell'attività di accertamento ex art. 185 Tuf | In corso |
| Totale | | | | | | | | | | | | |
| 5 | 7 | 5 | 23 | 2 | 8 | 7 | 30 | 66 | 129 | 195 | | |

¹ Alle azioni riportate si aggiunge un ricorso ex art. 700 c.p.c. promosso da un intermediario al fine di ottenere l'inibitoria dell'attività sanzionatoria avviata dalla Consob. Inoltre, nel corso del 1999, è stato proposto appello avverso 3 sentenze che hanno respinto 3 domande di risarcimento proposte nel 1994 e nel 1995 da clienti di intermediari. ² Con riguardo a 3 contenziosi, rispettivamente instaurati nel 1999 e 2000, promossi innanzi al giudice amministrativo le Sezioni Unite della Cassazione hanno dichiarato la giurisdizione del giudice ordinario avanti al quale gli stessi sono stati riassunti. ³ Nel corso del 2003 la Cassazione ha respinto il ricorso presentato avverso la favorevole sentenza emessa nel 2000 dalla Corte d'Appello di Milano, che aveva rigettato un'azione di risarcimento danni formulata nel 1994 dal cliente di una Sim. ⁴ In un caso la Consob si è a sua volta costituita parte civile nei confronti degli imputati. ⁵ Due delle domande presentate nei confronti della Consob nel corso del 2002 non contengono richieste di risarcimento, bensì formulano al giudice civile una richiesta di condanna dell'Istituto, a un facere, consistente nell'adozione di provvedimenti amministrativi. Sempre nel corso del 2002 è stato proposto appello avverso 2 sentenze che hanno respinto altrettante domande di risarcimento proposte, rispettivamente nel 1996 da un intermediario e nel 1997 dai clienti di un intermediario.

NOTE METODOLOGICHE

Avvertenze

- Nelle tavole del testo e dell'Appendice sono adoperati i seguenti segni convenzionali:
- rilevazione quantitativa nulla;
 - fenomeno non esistente;
 - fenomeno esistente ma dati non noti;
 - .. i dati non raggiungono la cifra significativa dell'ordine minimo considerato.

Fonte dei dati: se la fonte non è espressamente citata, i dati riportati nelle tavole si intendono acquisiti dalla Consob nell'ambito dell'esercizio delle attività istituzionali di vigilanza.

Figg. 1, 3-5, 7-8

I grandi gruppi quotati sono rappresentati da un campione “chiuso” di 30 gruppi per i quali è disponibile una serie completa di bilanci dal 1998 al 2005 e censiti nell'annuario R&S 2006 di Mediobanca. A fine 2005 tali gruppi abbracciavano circa 50 società quotate che rappresentavano l'80% circa della capitalizzazione complessiva delle società non finanziarie quotate. Si tratta quindi di un'analisi che copre quasi tutto il panorama del listino di borsa per ciò che riguarda i settori dei servizi e dell'industria. I gruppi considerati sono i seguenti (tra parentesi sono indicate le principali quotate consolidate nel bilancio 2005): Enel (dal 2005 viene considerata a parte Terna che non è più consolidata in Enel), Eni (Snam Rete Gas, Saipem), Autostrade, Telecom, Ifi (Ifil, Juventus; dal 2004 viene considerata a parte Fiat che non è più consolidata in Ifi), Edizione Holding (Autogrill, Benetton), Aurelia (Autostrada TO-MI, Sias), Italmobiliare (Italcementi), Luxottica, Alitalia, Aem, Fininvest (Mondadori, Mediaset), Edison-Italenergia, Erg, Acea, Pirelli & C., Cofide (Cir, L'Espresso, Sogefi), Buzzi Unicem, Marzotto (Linificio; dal 2005 viene considerata a parte Valentino F.G, nata da una scissione parziale da Marzotto), Tenaris-Dalmine, Impregilo, Gim (Smi), Rcs MediaGroup, Finmeccanica, Caltagirone (Cementir, Vianini industrie, Vianini lavori), Indesit-Merloni, Bulgari, Davide Campari, Snia (dal 2004 viene considerata a parte Sorin, nata da uno scorporo da Snia). Per rendere omogenea la serie storica dei bilanci del gruppo Telecom è stato considerato anche il gruppo Seat Pagine Gialle (prima consolidato in Telecom). In alcuni casi è stato preso in considerazione il bilancio consolidato della *holding* capogruppo anche se non quotata (in particolare, per Fininvest, Edizione Holding e Aurelia).

Figg. 2 e 6

Per la Francia sono state considerate le prime 30 imprese per capitalizzazione incluse nell'indice Cac40 per le quali è disponibile una serie completa di bilanci nel periodo 1999-2005; per la Germania sono state prese in considerazione le prime 30 imprese per capitalizzazione appartenenti all'indice Dax100 con bilanci completi nel periodo 1999-2005. Per l'Italia sono stati considerati i grandi gruppi quotati non finanziari italiani elencati nella Nota metodologica relativa alle figure 1, 3-5, 7-8.

Figg. 20, 21, Tav. 5, Tavv. A.3, A.4, A.5

La fonte dei dati è rappresentata dall'Archivio Consob sulla trasparenza proprietaria, 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% 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% del capitale rappresentato da azioni con diritto di voto (art. 120 Tuf).

I dati riportati nelle tavole si riferiscono alle partecipazioni calcolate sul capitale ordinario delle società.

Fig. 21, Tav. A.4

La definizione dei modelli di controllo è la seguente:

- di diritto: quando un singolo azionista detiene più del 50% dei diritti di voto esercitabili in assemblea ordinaria;
- di fatto: quando un soggetto, che non controlla di diritto la società, è in grado di esercitare un'influenza dominante sull'assemblea ordinaria;
- patto di sindacato: quando la quota aggregata dei diritti di voto detenuta dagli aderenti a un patto di sindacato di voto è superiore al 50% dei diritti di voto esercitabili in assemblea ordinaria o consente di esercitare un controllo di fatto.

Tavv. 1, 2, 3, 4, Tav. A.1

Per la trattazione delle offerte finalizzate all'ammissione a quotazione vengono adottati i seguenti criteri:

- non vengono considerate le offerte effettuate da parte di società estere;
- i dati relativi all'ammontare delle offerte sono riferiti agli esiti dei collocamenti comprensivi delle azioni eventualmente allocate agli investitori istituzionali, alla chiusura dell'offerta, nell'ambito dell'*over allotment*. Si prescinde, pertanto, dalla circostanza che nei 30 giorni successivi all'offerta, in seguito all'esercizio dell'attività di stabilizzazione da parte dei collocatori, la *green shoe* possa non essere esercitata, del tutto o in parte;
- i dati relativi all'evoluzione della struttura proprietaria sono tratti dai prospetti informativi e tengono conto dell'esito dell'offerta comprensivo dell'eventuale effettivo esercizio della *green shoe*; nel caso di riduzione del numero di azioni offerte in vendita rispetto alla previsione contenuta nel prospetto informativo, e in mancanza di specifica indicazione in merito, il computo delle quote *post* offerta di ogni singolo azionista venditore viene effettuato operando una ripartizione della vendita risultante proporzionale a quella prevista;
- la determinazione della quota dell'azionista di controllo segue un criterio di natura sostanziale che tiene conto di tutte le azioni detenute dai membri di uno stesso nucleo familiare, delle azioni detenute da diverse società facenti capo a un unico soggetto, delle azioni non conferite in eventuali patti di sindacato da parte di soggetti aderenti ai relativi

patti; in mancanza di un azionista di controllo, alla voce azionista di controllo viene indicato il primo azionista;

- le azioni proprie vengono detratte dal capitale sociale dell'emittente ai fini del calcolo delle quote degli azionisti rilevanti e della capitalizzazione.

Tav. 4

Sono comprese le partecipazioni degli *sponsor* e dei soggetti collocatori che hanno curato l'operazione, o dei soggetti controllanti o controllati dagli stessi, nelle società ammesse a quotazione e/o nelle società che le controllano.

Sono compresi i rapporti creditizi esistenti alla data dell'offerta fra gli *sponsor* e i soggetti collocatori che hanno curato l'operazione, o i soggetti controllanti o controllati dagli stessi, e le società ammesse a quotazione o le loro controllate.

Nell'ambito dei rapporti creditizi non si considerano le operazioni relative a crediti commerciali, nonché quelle in cui non è stato possibile determinare la quota dei finanziamenti erogati; solo in alcuni casi, particolarmente rilevanti, si è tenuto conto del dato relativo ad affidamenti non utilizzati.

Non si considerano le opzioni per l'acquisto o la sottoscrizione di azioni detenute dai predetti soggetti ai fini della rilevazione dei rapporti partecipativi.

Tav. 6, Tavv. A.6, A.7

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.

Fig. 24

La procedura per la costruzione dell'indicatore è basata sul lavoro di Kumar, M. e Persuad, A. (2002), "Pure contagion and investors' shifting risk appetite: analytical issues and empirical evidence", *International Finance*, Vol. 5, pag. 401-426 e sulla metodologia applicativa proposta da Misina, M. (2005), "Benchmark Index of Risk Appetite", *Bank of Canada working paper*. In particolare, sono state estratte le componenti principali dalle serie degli extra-rendimenti dei singoli titoli inclusi nell'indice azionario ed è poi stata stimata la volatilità applicando un modello Garch(1,1) sulle componenti principali. La correlazione di rango è calcolata fra la volatilità stimata al mese $t-1$ e le componenti principali estratte dagli extra-rendimenti al mese t .

Figg. 45-52, Tav. 19

I dati si riferiscono ai seguenti gruppi bancari italiani: Banca Intesa, Unicredito-HVB, San Paolo IMI, Capitalia, MPS, BNL, Mediobanca, BPU, BPVN, Banca Antonveneta. Si tratta di un

campione che rappresenta sostanzialmente i 2/3 dell'intero sistema bancario italiano in termini di totale attivo. Per l'anno 2000 sono comprese le principali banche successivamente confluite nei gruppi bancari considerati.

Fig. 45

Il margine di interesse include il saldo delle operazioni in derivati di copertura su tassi di interesse, i dividendi su partecipazioni e gli utili o perdite delle partecipazioni valutate al patrimonio netto. I ricavi da intermediazione mobiliare comprendono i profitti o le perdite da operazioni finanziarie e le commissioni nette per servizi di investimento e gestioni collettive (inclusa la negoziazione di valute, la consulenza, la custodia e l'amministrazione titoli, i servizi di banca depositaria e il collocamento di prodotti e servizi assicurativi). I ricavi da servizi bancari comprendono le commissioni nette per garanzie rilasciate e derivati su crediti, per servizi di incasso e pagamento, per servizi di esattorie e ricevitorie e di *servicing* su operazioni di cartolarizzazione, commissioni nette su conti correnti, carte di credito e Bancomat.

Fig. 46

I ricavi da gestione del risparmio comprendono le commissioni nette derivanti dalle gestioni individuali e collettive e le commissioni da banca depositaria. I ricavi da collocamento comprendono le commissioni nette da collocamento titoli e altri prodotti finanziari e assicurativi (inclusa l'offerta fuori sede). I ricavi da negoziazione in conto terzi comprendono le commissioni nette da negoziazione titoli e valute e le commissioni nette da raccolta ordini. Gli altri ricavi comprendono essenzialmente le commissioni nette da consulenza e da custodia e amministrazione titoli.

Fig. 65

Le tipologie di giudizio che possono essere rilasciate dalla società di revisione sono le seguenti:

1) *Giudizio con rilievi*. Il revisore esprime un giudizio con rilievi qualora accerti: significative mancanze di conformità alle norme che disciplinano il bilancio; significativi disaccordi con gli amministratori rispetto ai criteri contabili; errori nella loro applicazione o inadeguatezza dell'informazione; significative limitazioni al procedimento di revisione per impedimenti tecnici o restrizioni imposte dagli amministratori; presenza di una situazione di incertezza significativa non adeguatamente descritta in bilancio o laddove le azioni poste in essere dagli amministratori appaiano non condivisibili.

2) *Giudizio negativo*. Il revisore esprime un giudizio negativo qualora gli effetti dei rilievi concernenti significative mancanze di conformità alle norme che disciplinano il bilancio, ovvero significativi disaccordi con gli amministratori rispetto ai criteri contabili, errori nella loro applicazione o inadeguatezza dell'informazione, sono così rilevanti da compromettere l'attendibilità e la capacità informativa del bilancio considerato nel suo insieme.

3) *Impossibilità a esprimere un giudizio per gravi limitazioni.* Il revisore si dichiara impossibilitato a esprimere un giudizio qualora i possibili effetti delle limitazioni alle procedure di revisione sono così rilevanti da far mancare gli elementi indispensabili per un giudizio.

4) *Impossibilità a esprimere un giudizio per incertezze.* In presenza di più situazioni di incertezza o di un'incertezza che pone in discussione l'attendibilità complessiva del bilancio o la continuità aziendale, il revisore dichiara l'impossibilità di esprimere un giudizio quando ritiene che le azioni intraprese dagli amministratori si basino su presupposti fortemente opinabili.

Tavv. 47 e 48

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 |
| 1. | <i>L'evoluzione del quadro normativo e di mercato</i> | 4 |
| 2. | <i>Verso un assetto stabile e condiviso del sistema di regolazione del mercato in Europa e in Italia</i> | 7 |
| 3. | <i>Il ruolo della Consob in un contesto in rapida evoluzione</i> | 9 |
| 4. | <i>L'integrità del mercato</i> | 11 |
| 5. | <i>Il governo societario e la dinamica della proprietà e del controllo delle società quotate</i> | 15 |
| 6. | <i>La tutela degli investitori nel nuovo quadro della MiFID</i> | 20 |
| | <i>Conclusioni</i> | 23 |
| | <i>NOTE DEL DISCORSO</i> | 28 |

| | | |
|--|--|-----------|
| Relazione al Ministro dell'Economia e delle Finanze | | 31 |
|--|--|-----------|

| | | |
|-----------|--|-----------|
| A. | LE QUESTIONI IN CORSO E LE LINEE DI INDIRIZZO | 33 |
|-----------|--|-----------|

| | | |
|------|---|----|
| I. | IL CONTESTO ECONOMICO E ISTITUZIONALE | 35 |
| 1. | <i>L'evoluzione del quadro normativo</i> | 35 |
| 1.1. | <i>Il nuovo scenario delle regole alla luce delle riforme legislative</i> | 35 |
| 1.2. | <i>La riforma delle Autorità di vigilanza</i> | 39 |
| 1.3. | <i>Lo scenario europeo e il coordinamento internazionale</i> | 41 |
| 1.4. | <i>La competitività della Piazza finanziaria italiana</i> | 51 |
| 2. | <i>I principali elementi di evoluzione del quadro economico</i> | 54 |
| 2.1. | <i>L'andamento dei mercati finanziari</i> | 54 |
| 2.2. | <i>Le condizioni di stabilità finanziaria e i principali fattori di rischio</i> | 58 |
| 2.3. | <i>L'evoluzione degli assetti istituzionali e proprietari delle società di gestione dei mercati regolamentati</i> | 62 |

| | | |
|-------------|---|------------|
| II. | I SETTORI DI ATTIVITÀ DELLA CONSOB | 64 |
| 1. | <i>L'attività di vigilanza in relazione alle vicende di maggior rilievo del 2006</i> | 64 |
| 2. | <i>La vigilanza sull'informazione periodica e sulla sollecitazione del pubblico risparmio</i> | 73 |
| 3. | <i>La vigilanza sugli intermediari</i> | 78 |
| 4. | <i>I rapporti con l'Autorità Giudiziaria e il contenzioso</i> | 82 |
| 4.1. | <i>La collaborazione informativa con l'Autorità Giudiziaria</i> | 82 |
| 4.2. | <i>Il contenzioso</i> | 83 |
| | | |
| III. | LE LINEE DI INDIRIZZO DELL' ATTIVITÀ DELLA CONSOB | 86 |
| 1. | <i>I regolamenti attuativi della riforma del risparmio</i> | 88 |
| 2. | <i>Le linee di sviluppo della strategia di vigilanza nelle aree istituzionali</i> | 92 |
| 2.1. | <i>La vigilanza sugli intermediari</i> | 92 |
| 2.2. | <i>La vigilanza sugli emittenti</i> | 95 |
| 2.3. | <i>La vigilanza sui mercati</i> | 99 |
| 2.4. | <i>L'organizzazione interna e il potenziamento delle risorse umane</i> | 102 |
| | | |
| | NOTE | 106 |

| | | |
|-----------|---|------------|
| B. | L'EVOLUZIONE DEL QUADRO DI RIFERIMENTO | 113 |
|-----------|---|------------|

| | | |
|------------|--|-----|
| I. | LE SOCIETÀ | |
| 1. | <i>La struttura finanziaria e la redditività</i> | 115 |
| 2. | <i>I flussi finanziari</i> | 121 |
| 3. | <i>La qualità del credito</i> | 122 |
| 4. | <i>La raccolta di capitale di rischio e le quotazioni in borsa</i> | 125 |
| 5. | <i>Le operazioni di acquisizione e fusione</i> | 129 |
| 6. | <i>Gli assetti proprietari e gli organi societari</i> | 132 |
| | | |
| II. | I MERCATI | |
| 1. | <i>La congiuntura economica e i mercati azionari</i> | 136 |
| 2. | <i>Il mercato degli strumenti finanziari derivati</i> | 142 |
| 3. | <i>Il mercato dei covered warrants e dei certificates</i> | 146 |

| | | |
|----|---|-----|
| 4. | <i>Il mercato obbligazionario</i> | 148 |
| 5. | <i>Il mercato delle asset backed securities e dei covered bonds</i> | 154 |

III. GLI INTERMEDIARI E LE FAMIGLIE

| | | |
|----|--|-----|
| 1. | <i>La struttura del settore dell'intermediazione mobiliare</i> | 157 |
| 2. | <i>I principali gruppi bancari</i> | 158 |
| 3. | <i>Gli investitori istituzionali</i> | 165 |
| 4. | <i>Le famiglie</i> | 171 |

C. L'ATTIVITÀ DELLA CONSOB **173**

I. LA VIGILANZA SULLE SOCIETÀ

| | | |
|----|--|-----|
| 1. | <i>L'informativa societaria</i> | 175 |
| 2. | <i>L'informativa nelle operazioni di appello al pubblico risparmio e finanza straordinaria</i> | 178 |
| 3. | <i>L'informativa in sede assembleare</i> | 186 |
| 4. | <i>L'informativa contabile</i> | 187 |
| 5. | <i>Le società di revisione</i> | 189 |

II. LA VIGILANZA SUI MERCATI

| | | |
|----|---|-----|
| 1. | <i>Gli abusi di mercato</i> | 193 |
| 2. | <i>La gestione di mercati regolamentati e gli scambi organizzati</i> | 199 |
| 3. | <i>I servizi di compensazione, liquidazione e gestione accentrata di strumenti finanziari</i> | 201 |

III. LA VIGILANZA SUGLI INTERMEDIARI

| | | |
|----|---|-----|
| 1. | <i>Banche, Sim e agenti di cambio</i> | 202 |
| 2. | <i>Le società di gestione del risparmio</i> | 208 |
| 3. | <i>I promotori finanziari</i> | 214 |

IV. I PROVVEDIMENTI SANZIONATORI E CAUTELARI

| | | |
|----|---|-----|
| 1. | <i>I provvedimenti relativi agli intermediari e ai promotori finanziari</i> | 215 |
| 2. | <i>I provvedimenti relativi agli emittenti e alle società di revisione</i> | 217 |
| 3. | <i>L'attività di enforcement su internet</i> | 221 |

| | | |
|-------|--|-----|
| V. | L'ATTIVITÀ REGOLAMENTARE E INTERPRETATIVA E GLI SVILUPPI INTERNAZIONALI | |
| 1. | <i>La disciplina dell'appello al pubblico risparmio</i> | 223 |
| 2. | <i>La disciplina dell'informativa societaria continua</i> | 225 |
| 3. | <i>La disciplina dell'informativa contabile e periodica e delle società di revisione</i> | 226 |
| 4. | <i>La disciplina dei mercati</i> | 227 |
| 5. | <i>La disciplina degli intermediari e del risparmio gestito</i> | 230 |
| VI. | LE RELAZIONI INTERNAZIONALI | |
| 1. | <i>La cooperazione internazionale</i> | 233 |
| 2. | <i>L'attività nell'ambito dell'Unione Europea</i> | 234 |
| 3. | <i>L'attività nell'ambito del Committee of the European Securities Regulators (Cesr)</i> | 235 |
| 4. | <i>L'attività nell'ambito dell'International Organization of Securities Commissions (Iosco) e in altre sedi internazionali</i> | 238 |
| VII. | I CONTROLLI GIURISDIZIONALI SULL'ATTIVITÀ DELLA CONSOB | |
| 1. | <i>Il contenzioso sui provvedimenti in materia di vigilanza</i> | 240 |
| 2. | <i>La verifica in sede giurisdizionale dell'attività dell'Istituto</i> | 244 |
| VIII. | LA GESTIONE INTERNA E LE RELAZIONI CON L'ESTERNO | |
| 1. | <i>La gestione finanziaria</i> | 246 |
| 2. | <i>La gestione delle risorse umane</i> | 248 |
| 3. | <i>Le relazioni con l'esterno e l'attività di investor education</i> | 250 |
| 4. | <i>Lo sviluppo del sistema informativo</i> | 252 |

| | | |
|-----------|---------------------------------------|------------|
| D. | APPENDICE E NOTE METODOLOGICHE | 253 |
|-----------|---------------------------------------|------------|

| | |
|----------------------------------|-----|
| <i>Indice delle tavole</i> | 255 |
| <i>Tavole statistiche</i> | 257 |
| <i>Note metodologiche</i> | 275 |