



*INCONTRO ANNUALE
CON IL MERCATO FINANZIARIO*

DISCORSO DEL PRESIDENTE LAMBERTO CARDIA

MILANO, 3 LUGLIO 2006

Signor Presidente della Repubblica, Autorità, Signore e Signori,

a nome della Consob desidero innanzitutto esprimere il più vivo ringraziamento al Presidente della Repubblica che con la Sua presenza onora e dà particolare prestigio a questo incontro, che oggi per la decima volta si ripete in Milano.

L'occasione è propizia per rinnovarLe, Signor Presidente, i più fervidi auguri di un settennato illuminato e denso di ogni successo.

La Commissione esprime il Suo più sentito ringraziamento anche ai Signori rappresentanti del Parlamento, del Governo, alle Autorità civili, militari, religiose e ai partecipanti tutti che con la loro presenza testimoniano vicinanza e attenzione alla vita e ai problemi del mercato, nonché a tutti coloro che a qualsiasi titolo in esso operano.

Sentimenti di gratitudine e di affetto ci legano al Ministro dell'Economia e delle Finanze, già Presidente della Consob, alla cui felice intuizione si deve l'iniziativa avviata nel 1997 di un "incontro" con il mercato nella piazza finanziaria milanese, che da allora è divenuto consuetudine annuale.

In questa occasione di confronto, che si aggiunge ai canali di dialogo istituzionale con il Parlamento e il Governo e di collaborazione con l'Autorità Giudiziaria, la Consob sottopone alla valutazione del mercato le linee guida e i risultati dell'attività svolta e dà conto del proprio operato, in continuità con la Relazione Annuale che invia al Parlamento attraverso il Ministro dell'Economia il 31 marzo di ogni anno.

La Commissione - che con l'avvenuta designazione del quinto commissario si avvia a operare in composizione conforme a legge - ringrazia la Borsa Italiana per la rinnovata ospitalità offerta in una sede che è fonte di riferimento, anche simbolico, della storia e delle potenzialità di crescita dell'economia italiana.

Un ringraziamento infine va alla città di Milano e al suo Sindaco che hanno assicurato alla Consob con atto di concessione la prestigiosa sede del Palazzo Carmagnola in Via del Broletto.

Un anno di profondi cambiamenti tra riforme e vicende di mercato

Nel corso del 2005 e sino a oggi si sono manifestati eventi di portata eccezionale.

Vicende societarie particolarmente complesse e riforme legislative di notevole estensione e capacità innovativa hanno determinato un mutamento profondo degli assetti istituzionali del mercato. Si è innescato un processo di trasformazione, i cui effetti si dispiegheranno compiutamente negli anni a venire.

Cambiamenti sono intervenuti nella *governance* della Banca d'Italia, mutata nella guida e in alcune regole e istituti.

Il mercato ha vissuto un periodo denso di operazioni di rilievo. Alcuni dei maggiori gruppi industriali e finanziari sono stati interessati da iniziative o eventi che ne hanno trasformato la fisionomia societaria e le strategie industriali. Il gruppo Fiat si è riposizionato nel contesto competitivo internazionale e ha visto ridefiniti gli assetti proprietari. Telecom Italia ha proseguito la razionalizzazione della struttura di gruppo incorporando Tim. Enel ha concentrato le sue attività nel settore energetico, cedendo la società operante nella telefonia. Unicredit ha realizzato la prima grande aggregazione bancaria europea con uno dei principali gruppi dell'Europa centrale.

In tutti questi casi, la corretta informazione del mercato ha richiesto una costante attenzione e un'attiva presenza da parte della Consob.

Non c'è dubbio, però, che gli eventi societari di maggiore impatto sono legati alle scalate su Banca Antonveneta e su Banca

Nazionale del Lavoro e alla contesa che ne è scaturita tra soggetti europei e concorrenti italiani. Il sistema finanziario del nostro Paese, e con esso le Autorità di vigilanza, è stato sottoposto a un nuovo impegnativo test. Sono emerse violazioni delle regole del mercato e ipotesi di reato che hanno coinvolto anche amministratori e dirigenti di primissimo piano di importanti società quotate e che hanno alimentato valutazioni fortemente critiche anche in campo internazionale, già reso sensibile da vicende precedenti - tra esse in particolare quelle riguardanti Cirio e Parmalat - di cui ancora oggi molto si legge e molto si parla.

Fin dal primo momento la Consob, consapevole della propria indipendenza, ha esercitato i suoi poteri con neutralità e determinazione, ponendosi come unico obiettivo il rispetto delle regole da parte di tutti gli attori a prescindere dalla nazionalità dei contendenti.

Il risultato di questo sforzo è noto. Il 10 maggio 2005 la Commissione ha accertato un patto parasociale occulto tra Banca Popolare Italiana e altri soci, volto all'esercizio di un'influenza dominante su Antonveneta. È stato il primo segnale di reazione forte e tangibile nei confronti di un'operazione che presentava molteplici sintomi di irregolarità. Su quella base, è poi intervenuta l'Autorità Giudiziaria che ha svolto ulteriori indagini. Dall'accertamento del patto occulto è derivato l'obbligo per Banca Popolare Italiana di lanciare un'opa totalitaria per contanti, che richiedeva un consistente impegno finanziario. Le irregolarità successivamente rilevate hanno portato la Consob a vietare l'offerta e la Banca d'Italia a giudicare l'operazione incompatibile con criteri di sana e prudente gestione,

come risulta anche dalle analisi degli uffici della vigilanza riportate nella Relazione annuale della stessa Banca d'Italia.

Il 12 maggio, a distanza di due giorni dall'avvenuto accertamento del patto occulto, è entrata in vigore la normativa di recepimento della direttiva sugli abusi di mercato (Legge 62/2005). Con essa, è stata notevolmente potenziata la collaborazione reciproca tra la Consob e l'Autorità Giudiziaria. Tale collaborazione, subito divenuta operativa, si è rivelata tanto impegnativa quanto proficua. Il 22 luglio 2005, infatti, la Commissione ha potuto accertare l'esistenza di un patto occulto tra Magiste International e Banca Popolare Italiana, nonché acquisti di titoli Antonveneta effettuati dalla stessa banca per interposta persona. Le conseguenze sono state: ritocco verso l'alto del prezzo d'opa; sospensione e successiva dichiarazione di decadenza sia dell'offerta volontaria originariamente lanciata da Banca Popolare Italiana sia di quella obbligatoria. La banca olandese Abn Amro, dopo una prima opa volontaria andata deserta, ha lanciato una seconda offerta a un prezzo più vantaggioso per gli azionisti, con la quale ha infine acquisito il controllo di Antonveneta.

Il rispetto delle regole è stato per la Consob il principio di riferimento anche nella scalata alla Bnl. L'offerta di acquisto lanciata dal Banco de Bilbao non ha avuto successo. Unipol aveva nel frattempo acquisito, insieme ad altri soggetti, una partecipazione idonea a far sorgere l'obbligo di opa. Le indagini della Consob, condotte anche in collaborazione con Autorità estere, hanno richiesto tempi non brevi, per la molteplicità dei profili valutati, e hanno poi portato a qualificare come patto non dichiarato accordi sottoscritti fra la compagnia assicurativa e Deutsche Bank. Anche in questo caso

l'effetto è stato un rialzo del prezzo d'offerta, che, seppur lieve, era d'obbligo rilevare. L'operazione non ha poi visto la luce a causa dell'autorizzazione non concessa da parte della Banca d'Italia. È subentrata la banca francese BNP Paribas che, dopo aver rilevato le partecipazioni detenute da Unipol e dagli altri soggetti a essa legati, ha lanciato su Bnl un'opa obbligatoria totalitaria, andata a buon fine.

La normativa vigente in materia di opa è stata messa a dura prova dalla concorrenza di norme e prassi di settore, che si è riflessa in una dilatazione dei tempi di definizione degli eventi.

Le vicende bancarie si sono in parte intrecciate con tensioni negli assetti proprietari di Rizzoli - Corriere della Sera.

Sono emerse violazioni degli obblighi informativi e ipotesi di reato per abusi di mercato. I risultati degli accertamenti della Consob sono stati trasmessi all'Autorità Giudiziaria; le indagini sono tuttora in corso.

Incertezze si sono determinate anche per l'evoluzione degli assetti proprietari di Fiat, nei mesi precedenti la scadenza del prestito convertendo. A seguito dell'andamento anomalo del titolo, la Consob è intervenuta chiedendo alle società coinvolte di fornire informazioni al mercato. L'istruttoria sulla correttezza di tali informazioni si è conclusa corrispondendo alle richieste dell'Autorità Giudiziaria con la segnalazione di fatti di possibile rilevanza penale. L'iter amministrativo dei provvedimenti sanzionatori avviati dalla Consob è in corso.

Un impegno non meno rilevante è stato dedicato ad altre vicende di minori dimensioni, ma non per questo meno degne di attenzione per i profili di tutela degli investitori. Per brevità, basti

citare la crisi di Finpart e le sue ripercussioni su Banca Popolare di Intra.

L'attività sanzionatoria relativa alle vicende Cirio, Parmalat, Repubblica argentina e Banca 121, che ha interessato centinaia di esponenti del sistema bancario, ha avuto un seguito impegnativo per gli uffici della Consob nelle sedi giudiziarie, a causa dell'impugnazione generalizzata dei provvedimenti. A oggi, tutti i ricorsi giunti alla decisione davanti alle Corti competenti sono stati rigettati; l'impianto sanzionatorio ha trovato piena conferma.

A conclusione dell'indagine sulle turbative che hanno interessato i mercati di titoli di Stato, dovute all'operatività anomala di una grande banca internazionale, è stata inviata una segnalazione all'Autorità Giudiziaria. La vicenda ha interessato diversi Paesi europei, in alcuni dei quali ha trovato già esito.

Lo scandalo che ha coinvolto il mondo del calcio ha evidenziato gli aspetti critici della quotazione dei club calcistici. Le condizioni per la quotazione sono state create dalla volontà del Legislatore che ha consentito, nel 1996, la loro trasformazione in società per fini di lucro (Legge 586/96). I nodi strutturali che caratterizzano le società di calcio sono venuti al pettine: le specificità normative del settore - agevolazioni fiscali e inusuali deroghe ai principi contabili - non hanno favorito la convergenza verso gli standard informativi del mercato; non si è realizzata l'annunciata evoluzione dell'attività verso assetti idonei a ridurre la dipendenza dei redditi dall'aleatorietà dei risultati sportivi.

L'uscita dalla borsa di queste società richiede un'offerta pubblica d'acquisto totalitaria. Un'eventuale previsione, per via

legislativa, di modalità alternative dovrà tenere nel dovuto conto le esigenze di tutela degli azionisti di minoranza.

Da ultimo, la prospettata fusione della società Autostrade con la società spagnola Abertis ha creato tensioni sul mercato. La Consob, per quanto di sua competenza, ha provveduto ad acquisire le notizie necessarie, attraverso i responsabili delle società e degli enti interessati, con l'obiettivo di rendere trasparenti gli effetti dell'operazione sugli assetti proprietari di una società quotata italiana concessionaria di un pubblico servizio. L'attività di vigilanza continua.

Sul piano normativo e regolamentare il 2005 non è stato meno intenso. Con il recepimento della direttiva sugli abusi di mercato, la Consob è stata significativamente rafforzata nei poteri e nella possibilità di incrementare le risorse umane. Il Legislatore ha corretto alcuni punti di debolezza, a cominciare dalla irrisorietà delle sanzioni. La Consob ha riorganizzato strutture e procedure per introdurre il principio della separazione tra funzioni istruttorie e funzioni decisorie in materia di provvedimenti sanzionatori. È stata firmata una Convenzione che disciplina i rapporti di collaborazione con la Guardia di Finanza. È stato avviato il non facile reclutamento di personale dotato di adeguata qualificazione, che porterà l'organico a superare le 600 unità.

Il 2005 è anche l'anno di entrata in vigore dei nuovi principi contabili internazionali *International Accounting Standards* / *International Financial Reporting Standards* (Ias/Ifrs). La Consob ha

accompagnato questa innovazione, fissandone regole attuative e calendario.

A fine anno il Parlamento ha approvato la riforma del risparmio (Legge 262/2005). La legge contiene innovazioni di rilievo, che la stessa Consob da tempo sollecitava, e punti critici, i più essenziali dei quali troveranno di seguito esposizione. La Consob sta lavorando per emanare i regolamenti di attuazione in ben 20 aree tematiche diverse entro gennaio 2007.

Tra le novità della legge c'è la possibilità della quotazione per le società di gestione del mercato. La Consob ha sempre visto con favore questa ipotesi, a condizione che il Parlamento apportasse le opportune modifiche legislative. Oggi quella condizione si è verificata.

Di recente si sono profilati nuovi scenari di aggregazione internazionale delle borse. La Consob, che segue con la dovuta attenzione tale evoluzione, ha anche promosso tempestive consultazioni con il Governo e la Banca d'Italia. Nel rispetto delle diverse competenze, dovranno essere approfonditi i problemi legati alle alternative esistenti, in un quadro che tenga presente tutti gli interessi coinvolti e non solo quelli di esclusiva valenza finanziaria.

Per la Consob si pone in ogni caso la questione, del tutto nuova, della vigilanza su un mercato regolamentato i cui assetti e strutture superano l'ambito nazionale, con il coinvolgimento di Autorità e normative di diversi Paesi.

Il mondo delle imprese manifesta un ritrovato interesse per la borsa. Negli ultimi 18 mesi si sono quotate 31 nuove società. Nella maggior parte dei casi si tratta di realtà economiche di medie dimensioni operanti nel settore industriale che non appartengono a gruppi già quotati. Sono segnali di una crescita e di un riequilibrio della composizione del listino italiano, finora troppo dipendente dalle grandi imprese operanti nei settori finanziari e delle pubbliche utilità. Questa tendenza va considerata positivamente. È auspicabile che si consolidi. Ma è anche auspicabile che la scelta della quotazione non abbia carattere episodico, avulso da un percorso di crescita dell'azienda, né tanto meno finalizzata a far fronte a squilibri di bilancio. È un buon segnale il ritorno in borsa di Parmalat in condizioni di ritrovata solidità industriale.

Può ostacolare la positiva evoluzione in atto l'accresciuta volatilità dei corsi azionari degli ultimi due mesi, che ha interrotto l'andamento favorevole degli ultimi tre anni¹. Non emerge ancora con chiarezza l'intensità con cui alcune tensioni del quadro macroeconomico potranno riflettersi sul mercato, in presenza di buone prospettive di crescita e redditività delle principali economie.

Lo sviluppo del mercato obbligazionario resta limitato dalla scarsa propensione delle imprese non finanziarie a ricorrere al mercato dei capitali. Nel confronto internazionale, le emissioni lorde effettuate dai gruppi italiani risultano nettamente inferiori a quelle effettuate dalle imprese dei principali paesi europei. Sulle prospettive di evoluzione pesano le esperienze negative che hanno colpito i risparmiatori italiani negli ultimi anni. Le aspettative di rialzo dei tassi

di interesse rischiano oggi di penalizzare soprattutto gli emittenti di minori dimensioni e con più elevati profili di rischio.

L'evoluzione del quadro normativo: la riforma del risparmio

Fiducia e regole certe ed equilibrate sono alla base della credibilità e delle prospettive di sviluppo della piazza finanziaria italiana.

La ricerca di equilibrio tra un elevato livello di tutela e un sistema di regole sostenibile per gli operatori trova delicata occasione di applicazione nel nuovo quadro normativo delineato dalla riforma del risparmio.

A oltre due anni dallo scandalo Parmalat, l'approvazione della riforma del risparmio ha rappresentato un segnale importante, da troppo tempo atteso, della volontà di intervenire in profondità sui problemi emersi.

Sono stati rafforzati i sistemi di controllo interno delle imprese e la trasparenza contabile. È stato valorizzato il ruolo delle minoranze azionarie. Sono state introdotte misure di prevenzione dei conflitti di interesse nella revisione contabile. È stata prevista maggiore trasparenza delle società estere appartenenti a gruppi quotati e situate nei cosiddetti "paradisi legali".

La tutela degli investitori beneficia di nuove regole sui conflitti di interesse, sulla condotta degli intermediari e sulla trasparenza delle sollecitazioni e della loro estensione ai prodotti finanziari emessi da banche e assicurazioni.

È stato reso più efficace il sistema sanzionatorio, il cui potere dissuasivo risulta potenziato nell'entità delle sanzioni e nelle procedure di irrogazione. A esso sono state affiancate procedure di conciliazione e arbitrato, affidate alla Consob.

La riforma incide sull'assetto istituzionale delle Autorità di controllo e sull'articolazione delle rispettive funzioni.

Non sempre risulta assicurata la necessaria coerenza e omogeneità del disegno riformatore, anche a causa del mancato coordinamento con altri interventi legislativi recenti, e segnatamente con il Codice Unico sulle assicurazioni e con quello sulla previdenza complementare. In proposito appare prioritario nell'interesse del mercato definire, attraverso strumenti istituzionali appropriati, la ripartizione delle competenze tra Autorità in materia di documentazione d'offerta relativa ai fondi pensione aperti.

Il perseguimento del modello di vigilanza per finalità, pur rafforzato dalla riforma del risparmio, continua a presentare margini di incompiutezza e rischi di sovrapposizioni.

In aree di crescente importanza per l'allocazione del risparmio, quali l'offerta di prodotti e servizi assicurativi e la gestione di patrimoni, la vigilanza su profili di trasparenza e correttezza resta affidata a organismi cui dovrebbe far capo esclusivamente la tutela della stabilità dei soggetti².

La permanenza di ordinamenti settoriali diversi nella vigilanza di intermediari polifunzionali può determinare un trattamento differenziato di prodotti e servizi sostanzialmente analoghi, riducendo

l'efficacia delle norme di tutela e gravando gli operatori di costi non giustificati.

L'intenzione espressa dal Governo di procedere alla razionalizzazione delle funzioni delle Autorità indipendenti va nella direzione di superare questi elementi di disarmonia.

L'organizzazione del sistema dei controlli per finalità consente l'apporto di competenze specifiche e complementari a maggior tutela dei risparmiatori. Richiede però coordinamento e attiva cooperazione tra le Autorità.

La legge sul risparmio rimette all'autonomia delle Autorità la definizione delle modalità di coordinamento e menziona solo in via esemplificativa i protocolli d'intesa e l'istituzione di comitati di coordinamento.

La Consob ha sempre fornito e intende continuare a offrire e richiedere la massima collaborazione a tutte le Autorità oggi attive nella vigilanza sul mercato finanziario. L'operare insieme può essere favorito da forme di coordinamento snelle, dove condividere esperienze e competenze e definire, nel rispetto dell'autonomia di ciascuna, linee di indirizzo comuni per una più incisiva azione di regolamentazione e di vigilanza.

Strumenti di maggiore formalità potrebbero invece mantenersi laddove la collaborazione fra le Autorità richieda la definizione di modalità procedurali e di adempimenti specifici. Un buon esempio sono le iniziative, in via di conclusione, per adottare, in attuazione della legge sul risparmio, un protocollo di intesa tra Consob e Banca d'Italia in materia di approvazione dei prospetti di emissione delle obbligazioni bancarie. Prossima a conclusione è anche la definizione

degli aspetti tecnici e informatici necessari per consentire alla Consob l'accesso diretto ai dati della Centrale dei rischi gestita dalla Banca d'Italia.

La riforma del risparmio appare risentire di un approccio prevalentemente "sintomatico".

Alcune scelte normative non sono del tutto coerenti con i più recenti orientamenti comunitari. Ad esempio, in materia di conflitti di interesse nella gestione e nella prestazione dei servizi di investimento, vengono fissati limiti di investimento rigidi non contemplati dalle regole europee.

Alcune nuove previsioni potrebbero indirettamente compromettere l'efficacia della vigilanza. L'utilizzo del voto a scrutinio segreto per le elezioni alle cariche sociali nelle società quotate rende certamente non facile il controllo sulla trasparenza delle partecipazioni e sull'esistenza di coalizioni. La carenza di legittimazione all'esercizio del voto, ai fini dell'impugnativa delle delibere assembleari, potrebbe diventare di difficile accertamento.

In alcuni casi le norme raggiungono un eccessivo livello di dettaglio, imponendo oneri operativi elevati, peraltro di ridotta utilità concreta per gli obiettivi della vigilanza. Si pensi, ad esempio, all'attribuzione alla Consob del compito di verificare tutte le delibere assembleari di conferimento e revoca degli incarichi alle società di revisione.

Su altri aspetti, non è stata colta l'occasione per procedere a perfezionamenti che renderebbero più efficiente l'attività di vigilanza e sanzionatoria. L'attribuzione della responsabilità amministrativa alle

persone giuridiche potrebbe, ad esempio, contribuire alla semplificazione e accelerazione dei procedimenti.

È auspicabile anche un maggiore coordinamento tra la riforma del risparmio e la disciplina sugli abusi di mercato. La sovrapposizione delle misure di inasprimento dell'entità delle sanzioni pecuniarie, che portano gli importi minimi a livelli molto elevati, riduce la flessibilità del sistema. Ambiguità si presentano anche nell'individuazione delle sedi competenti per l'impugnazione dei provvedimenti³.

Condizioni di certezza del sistema delle regole, cui la Consob concorre con un'imponente attività regolamentare, rendono necessario un tempestivo e stabile intervento correttivo. La Consob ha più volte segnalato tale esigenza. Il processo è stato di recente avviato nelle competenti sedi di Governo.

Il processo di integrazione finanziaria in Europa e il coordinamento internazionale

Il mercato unico dei servizi finanziari è l'ambizioso obiettivo che i Paesi dell'Unione si sono dati per sostenere e stimolare la crescita. Il Piano d'Azione Europeo per i Servizi Finanziari ha realizzato un'intensa armonizzazione delle norme⁴.

Il controllo della Commissione Europea sul recepimento delle norme negli ordinamenti nazionali è già in atto e prevede una verifica approfondita e puntuale delle misure di attuazione.

Al processo di adeguamento ai principi fissati a livello europeo debbono concorrere, ognuno nell'ambito delle proprie responsabilità, gli organi politici, le Autorità di vigilanza, gli operatori e i risparmiatori, privilegiando una comune visione strategica delle prospettive di sviluppo del nostro sistema finanziario e di adeguata protezione del risparmio investito.

Ritardi nel recepimento delle direttive di settore si riflettono negativamente sull'industria dei servizi finanziari, creando incertezze normative e alterando le condizioni concorrenziali.

La scadenza dei termini per il recepimento della direttiva in materia di prospetti informativi (Direttiva 2003/71/CE) ha richiesto un intervento di supplenza da parte della Consob che, attraverso la modifica del proprio regolamento, ha consentito l'operatività del passaporto europeo per gli emittenti, pur in carenza di modifiche alla normativa primaria, delle quali si auspica una rapida adozione.

Margini di discrezionalità di particolare ampiezza caratterizzano il processo di recepimento della direttiva sulle offerte pubbliche d'acquisto (Direttiva 2004/25/CE), i cui termini sono recentemente scaduti⁵. Compromessi di natura politica in sede europea hanno determinato un basso livello di armonizzazione su aspetti di primaria importanza della disciplina.

Il Legislatore italiano nell'esercitare le opzioni consentite dalla direttiva dovrà tenere conto di diverse, a volte contrapposte, esigenze.

La disciplina attuale, 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 del controllo.

In una positiva linea di continuità si porrebbe la scelta di mantenere sia l'obbligatorietà dell'approvazione assembleare per l'adozione di strumenti di difesa, sia la possibilità di recesso *ad nutum* dai patti parasociali in caso di opa.

L'eventuale introduzione, consentita dalla direttiva, del principio di reciprocità in materia di misure difensive⁶ rifletterebbe le disomogeneità normative che si vanno affermando in ambito continentale, ma potrebbe determinare una riduzione della tutela degli interessi degli azionisti di minoranza, ai cui fini non assume rilevanza il grado di apertura alla contendibilità del soggetto offerente.

Elementi di frammentazione nel mercato europeo del controllo societario derivano anche dalla presenza di specifiche procedure autorizzatorie per le acquisizioni di società soggette a controlli di vigilanza prudenziale.

Appaiono condivisibili le iniziative intraprese dalle istituzioni comunitarie, volte a restringere gli spazi di discrezionalità nell'esercizio dei poteri autorizzatori e a ridurre la conseguente incertezza sull'esito delle operazioni. Va nella stessa direzione l'annuncio dato dal Governatore della Banca d'Italia di abolire l'obbligo di comunicare all'organo di vigilanza il progetto di acquisizione di una partecipazione di controllo in una banca, ancor prima che esso venga proposto al consiglio di amministrazione.

Il recepimento della direttiva sulle opa può essere anche l'occasione per introdurre nell'ordinamento italiano forme di

coordinamento normativo e procedurale che favoriscano la sincronia e la tempestività dei provvedimenti delle diverse Autorità coinvolte.

Prossimi sono i termini di recepimento delle direttive sulla trasparenza degli emittenti (Direttiva *Transparency* 2004/109/CE) e sui mercati di strumenti finanziari (Direttiva MiFID 2004/39/CE). Le direttive introducono rilevanti modifiche, soprattutto nella disciplina di intermediari e mercati, rendendo di particolare importanza l'obiettivo di accompagnare l'armonizzazione delle norme con uno sforzo di convergenza degli standard di vigilanza.

In un'ottica di protezione degli investitori, è doveroso assicurare che le norme siano attuate con eguale intensità e secondo analoghe modalità.

È auspicabile che le Autorità di vigilanza, attraverso il *Committee of European Securities Regulators* (Cesr), assicurino la massima omogeneità delle prassi operative, impegnandosi al rispetto delle linee-guida elaborate in tale sede.

Le esigenze di coordinamento della vigilanza e di rafforzamento della cooperazione trascendono l'ambito europeo. La cooperazione internazionale è stata determinante per le indagini svolte dalla Consob sulle più rilevanti vicende di questi ultimi anni, nonostante non lievi difficoltà iniziali.

Particolarmente significativa, a questo riguardo, è l'attività della *International Organization of Securities Commissions* (Iosco) cui la Consob partecipa attivamente.

Nel giugno scorso, la Consob è stata nuovamente eletta tra i componenti del Comitato Esecutivo dell'Organizzazione e ha assunto la presidenza della *Implementation Task Force*, gruppo di lavoro permanente incaricato di definire i criteri di verifica dell'attuazione dei principi Iosco.

Il Fondo Monetario Internazionale, utilizzando proprio i criteri elaborati dalla Iosco, ha valutato recentemente il sistema italiano, esprimendo apprezzamento per la sua piena rispondenza agli standard internazionali di regolamentazione e vigilanza⁷.

L'intermediazione del risparmio e la struttura dei mercati

Il settore dell'intermediazione mobiliare in Italia è condizionato dall'assetto dell'industria bancaria. La prestazione dei servizi di investimento rimane incardinata nel modello della banca universale.

Il profilo dimensionale continua a essere elemento di strutturale debolezza del sistema bancario italiano. La dimensione media dei principali gruppi è largamente inferiore a quella dei concorrenti europei.

Strategie limitate alla dimensione nazionale, incentrate sulla distribuzione e sull'attività tradizionale di intermediazione creditizia, non appaiono in linea con quelle dei grandi gruppi bancari europei, orientati verso lo sviluppo dei servizi alle imprese, delle attività di consulenza e di gestione del risparmio.

Il progressivo consolidamento dell'industria della intermediazione finanziaria risponde all'opportunità di estendere il

campo di attività a nuove aree geografiche e a servizi e prodotti innovativi, che richiedono elevati investimenti in capitale fisso e umano. Il quadro normativo europeo, con forti elementi di deregolamentazione, rafforza la tendenza in atto.

Gli assetti attuali dell'industria italiana dell'intermediazione stanno condizionando lo sviluppo del settore del risparmio gestito, settore importante per le opportunità di investimento dei risparmiatori e per l'economia del Paese. In Italia il peso del risparmio gestito sulle attività finanziarie delle famiglie è inferiore a quello degli altri principali paesi industrializzati.

Inizialmente, l'integrazione verticale fra produzione e distribuzione aveva consentito all'industria italiana del risparmio gestito di crescere a ritmi elevati, anche grazie alla favorevole congiuntura della seconda metà degli anni novanta. Successivamente, è intervenuta una lunga fase recessiva⁸. Alcuni importanti operatori sono giunti a spostare all'estero fasi rilevanti dell'attività di gestione.

L'appartenenza delle società italiane di gestione del risparmio a gruppi bancari ne condiziona le scelte organizzative, produttive e commerciali, legandole a logiche di gruppo.

Nelle strategie dei gruppi bancari italiani appaiono poco valorizzati gli incentivi a promuovere l'offerta di prodotti del risparmio gestito, privilegiando al contrario prodotti di investimento diretto del risparmio.

L'utilizzo prevalente di reti di distribuzione del gruppo riduce inoltre la concorrenzialità, influenzando negativamente sulla capacità di crescita dimensionale e di innovazione finanziaria dei gestori⁹.

L'indipendenza operativa delle società di gestione diventa oggi requisito per la competitività.

La razionalizzazione degli aspetti normativi e fiscali potrebbe contribuire ad aumentare l'efficienza e la competitività del settore.

Importanza strategica per lo sviluppo della piazza finanziaria italiana assume la proiezione internazionale delle strutture del mercato, sia per le attività di negoziazione che per quelle di compensazione e regolamento.

In Europa, nonostante la crescente armonizzazione della disciplina sui mercati mobiliari e la progressiva integrazione dei flussi finanziari, le strutture di mercato sono rimaste frammentate e operanti prevalentemente su scala domestica.

L'assetto attuale determina un elevato costo delle negoziazioni transfrontaliere, sul quale incide in misura preponderante la fase del regolamento. Questo fenomeno ostacola un'efficiente diversificazione internazionale dei portafogli e limita la fruizione dei benefici derivanti dall'introduzione dell'euro.

Nonostante l'evoluzione normativa favorisca la concorrenza, le società che gestiscono le strutture di mercato operano tendenzialmente in regime di monopolio naturale, con la conseguente spontanea tendenza alla concentrazione degli scambi, già manifestatasi a livello nazionale.

Il quadro sta però cambiando velocemente. Si assiste a numerosi tentativi di alleanze, integrazioni e accordi. I processi sembrano più rapidi per le piattaforme di negoziazione, per le quali il

modello federativo a livello europeo appare dotato di maggiori possibilità e capacità di aggregazione.

Alla luce del processo d'integrazione, vanno sostenuti i passi verso l'adozione di tale modello, che si inserisce in un sistema di regole e di vigilanza già ampiamente omogeneo.

Gli accordi fra borse, se non accompagnati da una parallela integrazione delle strutture di compensazione e regolamento, non generano tuttavia benefici sostanziali sotto il profilo dei costi complessivamente sopportati dagli investitori finali, né sembrano sufficienti ad assecondare pienamente le esigenze di un mercato unico europeo.

Le Autorità di vigilanza non possono essere indifferenti all'evoluzione del settore: l'offerta di servizi efficienti a prezzi competitivi è presupposto per la liquidità e l'integrità dei mercati, oltre che per ridurre al minimo i rischi di contagio e di instabilità sistemica.

La realizzazione di iniziative cooperative da parte delle forze di mercato può essere favorita da una maggiore armonizzazione delle condizioni e delle regole a livello europeo e da un rinnovato sforzo di coordinamento tra le Autorità di vigilanza.

Con le prospettive di integrazione delle strutture di mercato si intrecciano ipotesi di quotazione delle stesse società di gestione. La quotazione può e deve rappresentare un'occasione per migliorare la struttura di *governance*, allineandola alle migliori pratiche delle società quotate. Appare comunque opportuno che la quotazione si realizzi assicurando adeguati presidi a tutela dell'interesse generale e

nell'ambito di un progetto che privilegi scelte strategiche di medio-lungo periodo.

La trasparenza proprietaria e il governo societario

La trasparenza proprietaria è determinante per garantire una piena ed efficace informazione al mercato, in particolare in presenza di modelli di controllo fondati su coalizioni o su singole partecipazioni non maggioritarie.

La vigilanza della Consob sul rispetto della disciplina della trasparenza proprietaria ha svolto una funzione rilevante nelle vicende legate a mutamenti degli assetti di controllo. Gli accertamenti, concentrati sulla esistenza e sull'evoluzione di patti parasociali, hanno richiesto un uso intenso dei poteri di indagine. Si è fatto ricorso a ispezioni, audizioni personali, richiesta di dati e informazioni e si è attivata la cooperazione con Autorità di controllo estere, dimostratasi nel corso del tempo sempre più proficua.

L'esigenza di ridurre l'incertezza del mercato ha inoltre portato la Consob a effettuare numerose richieste di diffusione di notizie al pubblico sin dalle prime evidenze di anomalie sul mercato.

Altro fattore critico, emerso con particolare vigore nelle recenti vicende, è rappresentato dalle carenze mostrate, ancora una volta, dai sistemi di governo societario nel prevenire e nel rilevare tempestivamente comportamenti contrari all'interesse sociale.

L'esigenza di rafforzare gli strumenti di controllo endosocietari assume sempre più rilevanza nel contesto attuale degli assetti proprietari.

Si evidenziano segnali di una sensibile evoluzione, ancorché non univoca e omogenea, nella direzione degli assetti prevalenti nei Paesi dell'Europa continentale. La concentrazione proprietaria, ancora elevata nel confronto internazionale, si sta riducendo. Gli assetti di controllo tendono ad assumere caratteristiche coalizionali. Il ruolo dei gruppi piramidali tende a ridursi¹⁰. Pur in assenza di uno sviluppo significativo degli investitori istituzionali italiani, è notevolmente cresciuta la presenza di investitori internazionali, che mostrano una più spiccata propensione all'attivismo nella vita societaria. Cresce il grado di integrazione proprietaria tra banche e imprese non finanziarie, il cui valore si è quasi triplicato dal 1998 al 2005¹¹.

Alcune peculiarità, derivanti anche da esigenze storicamente fondate di tutela di un sistema in profonda evoluzione, sollevano problemi specifici e possono rappresentare un freno all'integrazione internazionale delle società italiane. Tra esse si segnalano: la perdurante rilevanza di azionisti pubblici negli assetti proprietari; la presenza di limiti alla contendibilità del controllo derivanti da previsioni legislative; la natura dell'integrazione proprietaria tra banca e industria che, a differenza degli altri Paesi europei, vede una netta prevalenza della partecipazione di società non finanziarie nel capitale delle banche¹².

Anche di tali peculiarità occorre tener conto nella configurazione delle regole e nella effettiva applicazione dei principi di governo

societario, in un'ottica di rafforzamento delle funzioni di controllo e di valorizzazione del ruolo degli azionisti di minoranza.

Un contributo significativo al miglioramento della dialettica societaria è atteso dalla presenza, imposta dalla riforma del risparmio negli organi di amministrazione e controllo, di membri eletti dalle minoranze. Spontaneamente, negli ampi spazi di autonomia statutaria in precedenza disponibili, il mercato aveva solo parzialmente intrapreso questa direzione.

L'adozione della procedura del "voto di lista" favorisce una composizione degli organi sociali che riflette la diffusa presenza nelle società quotate italiane di azionisti di minoranza detentori di partecipazioni rilevanti¹³. Condizione perché questa misura sia efficace è che sia assicurata l'effettiva indipendenza delle diverse liste di candidati, che non devono essere espressione degli stessi gruppi di interesse.

Un concreto impegno è richiesto agli investitori istituzionali italiani nell'esercitare un'attiva partecipazione, superando la tradizionale apatia, confermata da modesti tassi di partecipazione alle assemblee societarie.

La recente revisione del codice di autodisciplina delle società quotate, effettuata dal Comitato per la *corporate governance* costituito presso Borsa Italiana, ha reso i principi coerenti con le linee evolutive dell'ordinamento nazionale, comunitario e internazionale¹⁴.

La qualità di un codice di autodisciplina dipende però, oltre che dalla validità dei principi, dalla capacità di esercitare una effettiva funzione deterrente nei confronti di comportamenti opportunistici¹⁵.

La difficoltà emersa, non solo in Italia, nell'assicurare una efficace sorveglianza sull'adesione sostanziale ai principi-guida ha indotto il Legislatore italiano a introdurre un controllo di natura pubblica, affidato alla Consob, che integra l'autoregolamentazione degli emittenti.

È compito della Consob verificare la qualità delle informazioni fornite dalle società, incoraggiando la più ampia partecipazione degli operatori all'adozione e all'evoluzione di principi di buon governo societario.

Nelle società quotate, una maggiore responsabilità è attribuita agli organi di controllo interno, che dispongono dei poteri necessari e sono tenuti a dotarsi degli strumenti atti a svolgere i compiti loro attribuiti. Per essi, in caso di inadempienza, sono previste specifiche sanzioni¹⁶.

Le nuove frontiere della vigilanza

I compiti istituzionali della Consob di regolamentazione e vigilanza risultano notevolmente ampliati nel nuovo quadro normativo, con riguardo sia alla natura dei fenomeni sia alla profondità dei controlli. Ciò coerentemente con l'evoluzione del mercato che determina esigenze nuove e aumenta la complessità di quelle esistenti.

I metodi di vigilanza dovranno necessariamente evolversi verso sistemi che consentano di rilevare tempestivamente aree, fenomeni e soggetti a maggior rischio, sui quali concentrare risorse e attività.

Nell'area dell'intermediazione mobiliare, oltre all'estensione della disciplina di correttezza e trasparenza all'offerta di prodotti a contenuto finanziario emessi da banche e assicurazioni, introdotta dalla riforma del risparmio, sarà di grande impatto l'entrata in vigore della direttiva sui mercati di strumenti finanziari (Direttiva MiFID).

Le regole di condotta degli intermediari risulteranno più articolate in funzione del tipo di servizio richiesto, fino a raggiungere livelli minimi nel caso di prestazione del servizio di mera esecuzione di ordini dei clienti.

Si realizzerà, inoltre, la possibilità di eseguire gli ordini su una pluralità di piattaforme e con diverse modalità, inclusa la negoziazione diretta, in maniera sistematica, da parte dell'intermediario a valere sul proprio portafoglio (cosiddetta internalizzazione).

Queste nuove condizioni ridurranno, in alcuni casi, la verifica di adeguatezza delle operazioni per i clienti e cambieranno i presupposti per vigilare sul rispetto del principio della "migliore esecuzione" (*best execution*).

La vigilanza della Consob dovrà quindi tenere conto, nella selezione degli interventi, dei rischi indotti da queste trasformazioni. Sarà valutata la capacità degli intermediari di adeguarsi sotto il profilo organizzativo e patrimoniale alle nuove condizioni e di far fronte ai possibili maggiori costi che ne deriveranno. Gli intermediari che sapranno offrire servizi qualificati, anche attraverso forme di consulenza e informazione ai clienti, e ridurre le commissioni per le attività a basso valore aggiunto potranno cogliere l'opportunità di permanere su un mercato europeo in condizioni competitive.

Un'area di potenziale sviluppo per gli intermediari italiani riguarda il risparmio gestito, che può beneficiare ancora di ampi margini di crescita. In tale settore, obiettivo della vigilanza continuerà a essere la verifica dei comportamenti in potenziale conflitto di interesse, dovuti all'appartenenza di gran parte delle società di gestione del risparmio a gruppi bancari polifunzionali. Una maggiore indipendenza nelle strategie produttive e commerciali e nei meccanismi di remunerazione delle reti distributive è presupposto per evitare comportamenti distorsivi nei confronti degli investitori.

La direttiva MiFID, inducendo la progressiva frammentazione degli scambi di titoli quotati su diverse strutture e piattaforme di negoziazione, comporta maggiore ampiezza e complessità della vigilanza sull'integrità dei mercati.

Le Autorità europee sono impegnate nella costruzione di nuovi sistemi informativi, capaci di gestire insiemi di dati e informazioni provenienti da una pluralità di fonti. Le segnalazioni degli intermediari di "operazioni sospette" costituiscono fonte rilevante per l'attivazione di adeguati sistemi di allerta su eventuali anomalie di mercato.

Nuove specifiche esigenze di trasparenza si pongono per la vigilanza sui sistemi di scambi organizzati, nei quali vengono trattati volumi significativi di titoli, quasi esclusivamente diversi dalle azioni: nel solo 2005, sono stati effettuati su tali sistemi quasi 4 milioni di contratti, riferiti a circa 24.000 titoli diversi. La parte preponderante degli scambi, circa il 70 per cento, è riferita a obbligazioni bancarie, che presentano in molti casi rendimenti legati a parametri di mercato o

a complessi meccanismi di calcolo; una quota non marginale, circa il 13 per cento, si riferisce a obbligazioni di emittenti non bancari, il cui peso si è però ridotto considerevolmente negli ultimi 2 anni, dopo gli scandali societari. Con il recepimento della direttiva MiFID, la disciplina degli scambi organizzati sarà soggetta a rilevanti innovazioni. I soggetti autorizzati a gestire sistemi di scambio multilaterali o a operare come internalizzatori potranno estendere la loro attività all'intera gamma degli strumenti finanziari.

Le vicende societarie degli ultimi anni hanno spinto le Autorità di vigilanza a rafforzare gli strumenti volti alla individuazione tempestiva dei sintomi di crisi. Ciò consente di intervenire per migliorare la trasparenza informativa e, con essa, la consapevolezza del mercato sull'emergere e sull'evolversi di potenziali difficoltà.

L'analisi dei principali fattori di rischio può indirizzare l'attività di vigilanza verso emittenti e fenomeni che richiedono approfondimenti o interventi diretti. Nuovi sistemi di analisi economico-finanziaria di indicatori riferiti a singoli emittenti o settori possono essere di supporto a questa finalità. È importante che l'Autorità e i soggetti vigilati dialoghino con spirito collaborativo per rendere massimi i benefici per la vigilanza, ferma restando l'esigenza di non gravare il mercato di ingiustificati oneri aggiuntivi.

Continueranno a essere assoggettati a obblighi di informazione mensile gli emittenti - attualmente 18 - che presentano conclamati elementi di rischio per la continuità aziendale, affinché il mercato possa seguire l'evoluzione delle situazioni societarie più delicate.

Nella vigilanza, che avrà natura periodica, sull'indipendenza e idoneità tecnica delle società di revisione saranno adottati criteri di significatività e rischio, tra i quali le caratteristiche del “portafoglio clienti” e gli assetti organizzativi.

La Consob, infine, dovrà verificare i requisiti di onorabilità e professionalità degli organi di controllo societario. Più in generale, deve essere favorita una maggiore trasparenza e assunzione di responsabilità da parte dei componenti di tali organi. Può contribuire positivamente la definizione, in collaborazione con le associazioni di categoria, di linee-guida di comportamento.

L'ampliamento delle funzioni di vigilanza indotte dalle riforme legislative è stato accompagnato da norme che accrescono il concorso dei soggetti vigilati al finanziamento delle attività della Consob, sulla base di contributi determinati in funzione dei costi della vigilanza su ciascuna categoria di soggetti. La coerenza del sistema di finanziamento implica la permanenza di una quota a carico del Bilancio dello Stato correlata alla rilevanza delle funzioni pubbliche affidate all'Istituto, la cui utilità si riflette sull'intera collettività.

La Commissione ha di recente definito un progetto di riassetto organizzativo, funzionale alla realizzazione delle nuove strategie di vigilanza e al più efficace utilizzo delle risorse umane. Il progetto, sottoposto alle Organizzazioni Sindacali per avviare un confronto aperto e costruttivo, prevede uno sviluppo equilibrato delle attività nelle due sedi di Roma e Milano, secondo un modello di presenza e

vicinanza al mondo istituzionale e al mercato, la cui validità si è confermata nel tempo.

Le linee-guida del progetto sono coerenti con l'obiettivo di rafforzare la capacità di rilevare con tempestività aree e fenomeni a maggiore rischio per la tutela degli investitori. Sono previste nuove specifiche funzioni dedicate ai rapporti con i consumatori e all'analisi di impatto economico della regolamentazione.

È in fase di attuazione il piano di potenziamento dell'organico. Nei primi mesi del prossimo anno verranno completate le procedure di reclutamento di non meno di 100 nuove risorse, la maggior parte delle quali prenderanno servizio entro l'anno. Fattore-chiave, e di non facile realizzazione, è la ricerca di elevati livelli di qualità professionale, da integrare con quelli già esistenti in Consob, necessaria anche a fronteggiare la frequente fuoriuscita di personale (circa 15 unità negli ultimi 18 mesi) del quale il mercato, da tempo e sempre più, apprezza gli alti profili professionali. Mantenere e migliorare competenza e professionalità delle risorse è determinante per fronteggiare fenomeni complessi e in continua trasformazione. Investimenti nel capitale umano sono realizzati, e saranno incrementati, attraverso attività di formazione idonee a valorizzare le capacità e le potenzialità del personale. Il confronto e la collaborazione con le Organizzazioni Sindacali, in atto e ancor più da sviluppare, potrà dare proficui risultati.

La collaborazione con l'Autorità Giudiziaria

L'attività di indagine e quella sanzionatoria poste in essere dalla Consob nel corso dell'ultimo anno sono state particolarmente incisive e hanno visto una intensa collaborazione con l'Autorità Giudiziaria.

Tale collaborazione da tempo esistente, pur se entro più limitati orizzonti, è stata espressamente rafforzata dal Legislatore. La nuova disciplina prevede che il pubblico ministero, quando ha notizia di reati di abuso di informazioni privilegiate o di manipolazioni del mercato, informi senza ritardo il Presidente della Consob; e che questi, al più tardi al termine dell'accertamento di fatti relativi a ipotesi di abuso, trasmetta al pubblico ministero una relazione motivata, in presenza di elementi che facciano presumere l'esistenza di un reato. In tale ambito, la normativa introduce una previsione di reciproca collaborazione tra la Consob e l'Autorità Giudiziaria, anche mediante scambio di informazioni, allo scopo di agevolare l'accertamento di abusi di mercato, pur quando non costituiscano reato.

Il rafforzamento della collaborazione ha consentito un salto di qualità nel contrasto delle violazioni della normativa di settore. In particolare, lo scambio di informazioni tra Consob e Autorità Giudiziaria e la condivisione delle esperienze maturate negli specifici ambiti di competenza sono risultate elementi-chiave per lo svolgimento di indagini delicate e complesse, quali quelle che hanno riguardato le più note vicende emerse con virulenza nello scorso anno.

La complessità e la gravità degli illeciti riscontrati hanno richiesto alla struttura della Consob uno sforzo particolarmente intenso, considerata anche l'esiguità delle risorse disponibili e la dilatazione dei compiti attribuiti all'Istituto.

La Consob ha comunque mobilitato e moltiplicato le proprie energie, per agevolare la Magistratura nel suo impegno di garanzia dei valori fondamentali, che l'esperienza ha dimostrato a quale rischio di compromissione potessero giungere.

All'Autorità Giudiziaria sono stati forniti dati, notizie e informazioni relativamente a oltre 100 casi, alcuni dei quali riguardanti indagini già in corso. Dirigenti e lo stesso Presidente della Consob sono stati chiamati, in alcune circostanze, anche a prestare testimonianza.

A sua volta, la Consob ha ricevuto atti e notizie che le hanno consentito il più idoneo svolgimento delle attività di contrasto rientranti nelle sue competenze.

Negli ultimi 18 mesi la Consob si è costituita parte civile in 14 giudizi penali riguardanti ipotesi di *insider trading*, aggrottaggio e ostacolo alle funzioni di vigilanza. Parallelamente, è cresciuto il contenzioso che ha interessato l'Istituto, originato sia da richieste di risarcimento connesse a vicende che hanno comportato rilevanti perdite per i risparmiatori, sia da contestazioni di sanzioni amministrative comminate nell'ambito dell'attività di vigilanza.

Di rilievo sono le 27 sentenze rese dai Tribunali Civili che, nel definire giudizi intentati contro la Consob per asserita omessa vigilanza, hanno respinto tutte le domande formulate nei confronti dell'Istituto.

Merita ancora ricordare come, in tutti i giudizi che hanno coinvolto la Consob a seguito dell'irrogazione di sanzioni amministrative nei confronti di intermediari per irregolarità nello svolgimento dell'attività di negoziazione (come nei casi "Cirio" e "Argentina"), l'esito dei procedimenti di impugnazione sin qui conclusi (10 su 11 complessivamente pendenti) abbia sempre riconosciuto la sussistenza delle violazioni e confermato in pieno l'impianto sanzionatorio; solo in due casi è stata ridotta l'entità delle sanzioni comminate.

Anche il funzionamento del mercato è stato sottoposto a tensioni eccezionali, per la rilevanza che hanno assunto le notizie sull'evoluzione delle indagini, rispetto al fisiologico patrimonio informativo che orienta l'andamento del mercato, e per il clima di incertezza che si è determinato in merito alla correttezza dei comportamenti.

Il buon funzionamento del mercato richiede che il sistema tenda a recuperare nuove condizioni di serenità e fiducia, sulla base di principi stabili e condivisi, in grado di orientare i comportamenti degli operatori e delle stesse Autorità di vigilanza. Ciò coerentemente con

gli obiettivi di tutela della correttezza e della qualità del mercato, ma anche della sua crescita e sviluppo.

Questa esigenza si avverte con particolare intensità con riguardo alla nuova disciplina degli abusi di mercato. Nell'evoluzione normativa che ha coinvolto il complesso delle misure di repressione dei comportamenti lesivi del mercato, essa è giunta ad assumere una centralità assoluta, a fronte di una minore incisività della disciplina sui reati societari, tra i quali il falso in bilancio.

Appare opportuno che la concreta attuazione della disciplina sugli abusi di mercato si realizzi con determinazione, ma anche con la necessaria selettività e misura, tenendo adeguatamente conto dell'esigenza di salvaguardare le fisiologiche dinamiche di mercato e di preservare l'effettivo potere deterrente della disciplina. Occorre pertanto che, attraverso l'azione amministrativa, siano valorizzate le specifiche competenze delle Autorità di vigilanza nella concreta identificazione delle fattispecie di abuso, in una logica di complementarità dell'azione penale e di quella amministrativa.

Il possesso e l'esercizio di adeguate competenze tecniche costituiscono il presupposto per l'attribuzione alle Autorità indipendenti di funzioni di vigilanza su interessi di rilievo costituzionale, come la tutela del risparmio, e rappresentano un patrimonio dell'intero sistema per la definizione di un adeguato equilibrio tra gli obiettivi, entrambi di interesse pubblico, di tutela degli investitori e di sviluppo e crescita del mercato.

Signor Presidente della Repubblica, Autorità, Signore e Signori,

il processo di integrazione dei sistemi finanziari europei ha raggiunto una fase di maturità.

Entro l'inizio dell'anno prossimo dovranno essere recepite tutte le principali direttive comunitarie che hanno dato corpo al Piano d'Azione Europeo per i Servizi Finanziari. A gennaio 2007 scadrà anche il termine per l'adeguamento del Testo Unico della Finanza alle norme della legge sul risparmio.

La stagione di ulteriore cambiamento del quadro normativo darà una nuova fisionomia al Testo Unico della Finanza. È necessario che a tale risultato si pervenga con un intervento legislativo organico e coordinato e che si eviti un approccio per singolo adempimento imposto dalle disposizioni comunitarie o nazionali.

Potrà in tal modo essere recuperata quella coerenza sistematica che il Testo Unico del 1998 aveva e che rischia di perdersi con il succedersi di interventi legislativi non coordinati. La Consob ha offerto e offre il proprio contributo tecnico all'attività legislativa e al Governo. È diffusa l'attesa che iniziative di recente intraprese si pongano obiettivi ambiziosi.

La revisione del Testo Unico è l'occasione per migliorare disposizioni che, nel travagliato iter della riforma del risparmio, hanno assunto contenuti che alterano l'opportuno equilibrio tra costi e benefici delle regole.

Tale revisione potrebbe essere anche l'occasione per perseguire fino in fondo il modello della ripartizione delle competenze di vigilanza secondo la loro finalità. Il rafforzamento della

collaborazione tra le Autorità, cui la Consob assicura un attivo contributo, nella sua qualità di istituzione indipendente portatrice di interessi costituzionalmente riconosciuti, può solo in parte sopperire all'assenza di un disegno normativo e istituzionale armonico. Restano perplessità che la sola collaborazione, pur se prestata con ogni disponibilità, possa assicurare una drastica riduzione dei costi della regolamentazione.

Alla Consob il Legislatore affida il ruolo di punto di riferimento per i risparmiatori; a essa sono attribuiti, oltre alle funzioni generali di protezione della trasparenza e integrità del mercato, nuovi strumenti di tutela diretta, quali le procedure di conciliazione e di arbitrato e il fondo di garanzia.

I consumatori di servizi finanziari dovranno essere anche accompagnati in un percorso di maturazione della cultura economica e finanziaria, ancor più necessario dopo le drammatiche esperienze degli anni scorsi vissute con l'acquisto di obbligazioni e altri prodotti finanziari non adeguati agli investimenti delle famiglie.

Anche i principi introdotti con le nuove direttive spingono verso un modello di mercato più aperto e per alcuni versi meno protetto; mercato nel quale chi investe deve essere dotato di un alto livello di consapevolezza dei rischi assunti e dei diritti acquisiti. Tale consapevolezza è connaturata a sistemi finanziari basati su investitori professionali che aggregano il risparmio al dettaglio; è meno insita nel sistema italiano, nel quale i risparmiatori privilegiano ancora l'acquisto diretto di strumenti finanziari.

Migliorare l'efficacia dell'attività di vigilanza e ridurre gli oneri per il mercato sono obiettivi che guidano l'evoluzione dell'attività istituzionale, per i quali la Commissione chiede la collaborazione degli operatori e si manifesta pronta a valutarne istanze e suggerimenti.

È impegno della Consob contribuire a rafforzare la capacità del mercato mobiliare di essere stimolo e supporto al processo di crescita dell'economia, orientando la propria attività secondo chiare linee-guida:

- assicurare la centralità della tutela dei risparmiatori con efficaci strumenti e misure di vigilanza e, quando necessario, di repressione, ma al contempo con più adeguate forme preventive di formazione e informazione;
- favorire l'adozione di modelli di comportamento coerenti con il valore di “bene comune” che il mercato rappresenta, attraverso regole essenziali, dai benefici verificabili e dai costi giustificati;
- partecipare attivamente, nei limiti delle proprie competenze, al processo evolutivo delle strutture di mercato, per salvaguardare gli attuali livelli di efficienza e di tutela degli investitori e il ruolo che la piazza finanziaria può svolgere nel sostenere lo sviluppo dell'economia italiana nello scenario europeo.

Recuperare fiducia nel mercato è necessario e possibile.

La fiducia va sostenuta con processi di sviluppo che si realizzino nel rispetto delle regole. Gli operatori nazionali, società e intermediari, sono tenuti a superare logiche puramente conservative per volgersi: gli uni, al mercato dei capitali, quale strumento di crescita, garantendo trasparenza e correttezza; gli altri, a servizi di qualità ad alto valore aggiunto, salvaguardando le esigenze di tutela dei risparmiatori.

Lo sviluppo dimensionale e tecnologico delle imprese italiane richiede risorse e competenze finanziarie che solo un mercato dei capitali maturo ed efficiente può offrire.

Collaborare con tutte le Magistrature e avvalersi del supporto dell'Avvocatura dello Stato e della Guardia di Finanza - Istituzioni tutte alle quali va rivolto il sincero ringraziamento della Commissione - continuerà a essere fondamentale per ridurre gli spazi di comportamenti lesivi del mercato e dei risparmiatori.

Regole certe e chiare, la cui inosservanza venga puntualmente sanzionata, sono il presupposto affinché ogni componente del sistema, emittenti, intermediari, risparmiatori, possa trovare spazio per legittime aspirazioni di valorizzazione dei propri "talenti", in un contesto di reale legalità.

Regole certe e chiare sono essenziali anche per l'operare dell'Autorità di vigilanza, la cui indipendenza e serenità di giudizio troverebbero, come più volte segnalato, valido sostegno in una disciplina dei limiti della responsabilità di chi svolge *bona-fide* i propri compiti istituzionali. È una protezione dovuta a coloro che

prestano attività per la tutela di interessi generali, e tra questi al personale dell'Istituto, al quale va il sincero non formale ringraziamento della Commissione per l'alto senso di responsabilità dimostrato in anni difficili e in circostanze che hanno richiesto sforzi e competenze non comuni.

* * *

Nei precedenti incontri in questa sede ho affermato l'intendimento della Consob di voler operare quale Autorità consapevolmente indipendente svolgendo le sue funzioni “*nec spe nec metu*”.

Oggi al termine del mio intervento desidero riaffermare tale intendimento formulando alcune considerazioni aggiuntive.

È fuori di dubbio che l'operare della Consob non è stato influenzato dalla speranza di vantaggi futuri, né è stato condizionato da timori o soggezioni, ma a ben riflettere qualche speranza e qualche timore sono stati e sono coltivati.

Il timore è determinato dalla consapevolezza dei propri limiti e dalla preoccupazione di poter sbagliare; la speranza riguarda la possibilità di ricevere apprezzamento per il suo operato, fondato sul rispetto della legge e finalizzato alla tutela degli interessi della collettività e, in primo luogo, dei risparmiatori.

NOTE

¹ (in riferimento a pag. 10) Nel 2005, l'andamento del mercato azionario italiano è stato positivo per il terzo anno consecutivo, con una crescita dell'indice Mib pari al 13,9 per cento rispetto a fine 2004, che ha seguito il 17,5 per cento del 2004 e il 14,9 per cento del 2003. L'andamento positivo è proseguito anche nei primi 4 mesi del 2006, con un aumento dell'indice di circa il 10 per cento, cui è seguita una brusca correzione nei successivi due mesi, che ha comportato un ritorno sui valori di fine 2005.

² (in riferimento a pag. 12) Si tratta, in modo particolare, della prevista esenzione dei prodotti finanziari emessi dalle imprese di assicurazione dalla disciplina dell'offerta fuori sede e delle obbligazioni bancarie dalla normativa sui titoli diffusi. Nel campo del risparmio gestito, inoltre, non risultano affidate alla Consob competenze in materia di ripartizione dei rischi e di approvazione del regolamento di gestione degli Organismi di investimento collettivo del risparmio (Oicr), nonostante tali aspetti attengano a profili di trasparenza e correttezza, come confermato dalle analoghe regole sulle gestioni individuali. Appare in contrasto con i principi del Testo Unico della Finanza (Tuf) la prevista intesa con la Banca d'Italia per l'esercizio, da parte della Consob, di poteri regolamentari e sanzionatori nella materia dei conflitti di interesse nelle gestioni patrimoniali, assicurative e previdenziali, così come l'attribuzione alla Banca d'Italia di una competenza primaria in materia di conflitti di interesse nella prestazione dei servizi di investimento.

³ (in riferimento a pag. 15) In assenza di interventi correttivi la giurisdizione del Tar del Lazio appare prevalere per i provvedimenti sanzionatori in materia di abusi di mercato su quella della Corte d'Appello, con ciò determinandosi una discrasia rispetto a quanto stabilito dall'art. 195 del Tuf che prevede invece l'impugnazione presso la Corte di Appello di tutte le categorie di provvedimenti sanzionatori della Consob.

⁴ (in riferimento a pag. 15) Alla fine del 2005, cioè alla scadenza prevista per il completamento degli obiettivi del Piano d'azione per i servizi finanziari, il 98 per cento delle misure programmate risultava realizzato.

⁵ (in riferimento a pag. 16) Le scelte che la direttiva attribuisce ai legislatori nazionali riguardano tra l'altro le soglie di rilevanza per l'obbligo di opa, l'adozione o meno dell'obbligo di approvazione assembleare per l'adozione di misure difensive in corso d'opa, della neutralizzazione delle tecniche difensive e della regola di reciprocità, nonché l'eventuale previsione di poteri discrezionali per l'Autorità competente in materia di determinazione del prezzo equo.

⁶ (in riferimento a pag. 17) Il principio di reciprocità prevede che gli Stati membri possano esonerare le società dall'applicazione di regole in materia di misure

difensive se esse sono oggetto di un'offerta lanciata da una società che non applica misure equivalenti.

⁷ (in riferimento a pag. 19) *Financial Sector Assessment Program (Fsap)*.

⁸ (in riferimento a pag. 20) A partire dal 2000 la raccolta netta dei fondi comuni è risultata quasi sempre negativa e la massa gestita si è ridotta di quasi il 20 per cento.

⁹ (in riferimento a pag. 20) Il livello di costo del prodotto risente in maniera preponderante della remunerazione dei distributori e non risulta articolato in relazione al servizio di assistenza reso agli investitori. L'eccessiva frammentazione dell'offerta complessiva di fondi comuni coinvolge indistintamente grandi, medie e piccole società di gestione; non sono infrequenti i casi di mancato raggiungimento di soglie dimensionali ottimali a livello di singolo prodotto. Laddove si realizzano economie di scala, i benefici risultano internalizzati.

¹⁰ (in riferimento a pag. 24) Negli ultimi dieci anni la quota della capitalizzazione di borsa rappresentata dal flottante, cioè da quote non possedute da azionisti rilevanti, è passata dal 38,9 per cento del 1996 al 55,9 per cento del 2005. Nello stesso periodo la quota media detenuta dal primo azionista, ponderata per la capitalizzazione di borsa, si è ridotta dal 50,4 per cento al 28,6, mentre è aumentata la quota detenuta dal complesso degli altri azionisti rilevanti, passata dal 10,7 per cento al 15,5. Il numero di società non controllate da un singolo azionista è cresciuto da 52 a 68 e il loro peso in termini di capitalizzazione è passato dal 21 per cento al 46,6.

¹¹ (in riferimento a pag. 24) Il grado di integrazione proprietaria tra banche e imprese non finanziarie viene calcolato attraverso il rapporto tra il valore totale, ai prezzi di mercato, delle partecipazioni di banche in imprese non finanziarie quotate e di imprese non finanziarie in banche quotate e il valore complessivo, ai prezzi di mercato, delle banche e delle imprese non finanziarie quotate.

¹² (in riferimento a pag. 24) Il confronto tra gli assetti proprietari delle principali società quotate (appartenenti agli indici delle *blue-chips*) in Italia, Francia, Germania e Spagna indica che il grado di integrazione proprietaria tra banche e imprese, misurato dall'indicatore descritto nella nota 11, è sostanzialmente simile nei diversi Paesi analizzati, con la parziale eccezione della Spagna che presenta un'integrazione maggiore. Mentre negli altri paesi il valore dell'indicatore è influenzato soprattutto dalle partecipazioni bancarie nel capitale delle imprese non finanziarie quotate (che rappresentano circa il 70 per cento del valore dell'indicatore in Francia e Germania e oltre il 90 per cento in Spagna), in Italia è preponderante il peso delle partecipazioni di imprese non finanziarie nel capitale

delle banche quotate (che rappresentano circa l'80 per cento del valore dell'indicatore).

¹³ (in riferimento a pag. 25) Alla fine del 2005 nelle società italiane quotate in cui è presente un singolo azionista di controllo, vi erano in media altri 3 azionisti con quote superiori al 2 per cento.

¹⁴ (in riferimento a pag. 25) Il nuovo codice di autodisciplina, adottato nel marzo 2006, rafforza le responsabilità del consiglio di amministrazione, valorizza la funzione degli amministratori indipendenti e la "sostanzialità" della loro qualifica, migliora i presidi sulla qualità dei meccanismi di remunerazione degli amministratori esecutivi. Tali previsioni appaiono coerenti con le raccomandazioni della Commissione Europea sugli amministratori indipendenti (Raccomandazione 2005/162/CE) e sulla remunerazione degli amministratori (Raccomandazione 2004/913/CE) e con i Principi Ocse sul governo societario, modificati nel 2004 (*Oecd Principles of Corporate Governance*).

¹⁵ (in riferimento a pag. 25) L'analisi annuale condotta da Assonime sullo stato di attuazione del codice di autodisciplina delle società quotate evidenzia come, nonostante i sensibili miglioramenti registrati in questi anni, l'informazione fornita nelle relazioni sulla *Corporate Governance* dalle società quotate continui a presentare alcuni elementi di disomogeneità e di opacità: un aspetto importante riguarda in particolare la concreta applicazione dei requisiti per la qualificazione dell'indipendenza degli amministratori, soprattutto nelle società dei settori bancario e assicurativo dove più elevata è la percentuale di amministratori definiti indipendenti.

¹⁶ (in riferimento a pag. 26) La riforma del risparmio ha previsto una specifica sanzione amministrativa pecuniaria da 25.000 a 2 milioni e mezzo di euro che potrà essere irrogata dalla Consob in caso di irregolarità nell'adempimento dei doveri di vigilanza spettanti agli organi di controllo interno, tra cui il dovere di vigilare sull'adeguamento ai codici di autodisciplina (art. 193, comma 3, lett. a) del Tuf).



CONSOB

COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

RELAZIONE PER L'ANNO 2005

ROMA, 31 MARZO 2006

COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

Presidente

Lamberto CARDIA

Componenti

Enrico CERVONE

Carla RABITTI BEDOGNI

Paolo DI BENEDETTO

Direttore Generale

Massimo TEZZON

Indice dei riquadri

1.	<i>Confronti internazionali nella struttura finanziaria dei grandi gruppi quotati non finanziari</i>	5
2.	<i>Confronti internazionali nella distribuzione dei possessori azionari</i>	22
3.	<i>Caratteristiche del mercato delle opzioni sull'indice S&P/Mib negoziate sull'Idem</i>	35
4.	<i>Il mercato italiano dei credit default swap</i>	37
5.	<i>Dimensione e struttura dei ricavi dei principali gruppi bancari europei</i>	55
6.	<i>L'investimento in titoli obbligazionari nelle gestioni collettive e individuali delle Sgr</i>	65
7.	<i>Prime valutazioni sull'impatto degli Ias/lfrs sui bilanci dei principali gruppi quotati non finanziari</i>	76
8.	<i>I tentativi di scalata alla Banca Antonveneta e il ruolo della Consob</i>	84
9.	<i>I tentativi di scalata alla Banca Nazionale del Lavoro e il ruolo della Consob</i>	86
10.	<i>Modello probabilistico per la rilevazione di potenziali abusi di mercato</i>	100
11.	<i>Le gestioni individuali "garantite" e/o "protette"</i>	113
12.	<i>I fondi comuni aperti "a gestione del rischio" e i profili di trasparenza</i>	120
13.	<i>La riforma del Regolamento Emittenti alla luce della direttiva sui prospetti</i>	135

Relazione per l'anno 2005

A.	<i>L'EVOLUZIONE DEL QUADRO DI RIFERIMENTO</i>	<i>1</i>
I.	<i>Le società</i>	<i>3</i>
II.	<i>I mercati</i>	<i>26</i>
III.	<i>Gli intermediari e le famiglie</i>	<i>51</i>
B.	<i>L'ATTIVITÀ DELLA CONSOB</i>	<i>71</i>
I.	<i>La vigilanza sulle società</i>	<i>73</i>
II.	<i>La vigilanza sui mercati</i>	<i>97</i>
III.	<i>La vigilanza sugli intermediari</i>	<i>110</i>
IV.	<i>I provvedimenti sanzionatori e cautelari</i>	<i>124</i>
V.	<i>L'attività regolamentare e interpretativa e gli sviluppi internazionali</i>	<i>135</i>
VI.	<i>Le relazioni internazionali</i>	<i>146</i>
VII.	<i>I controlli giurisdizionali sull'attività della Consob</i>	<i>157</i>
VIII.	<i>La gestione interna e le relazioni con l'esterno</i>	<i>167</i>
C.	<i>APPENDICE E NOTE METODOLOGICHE</i>	<i>175</i>

A

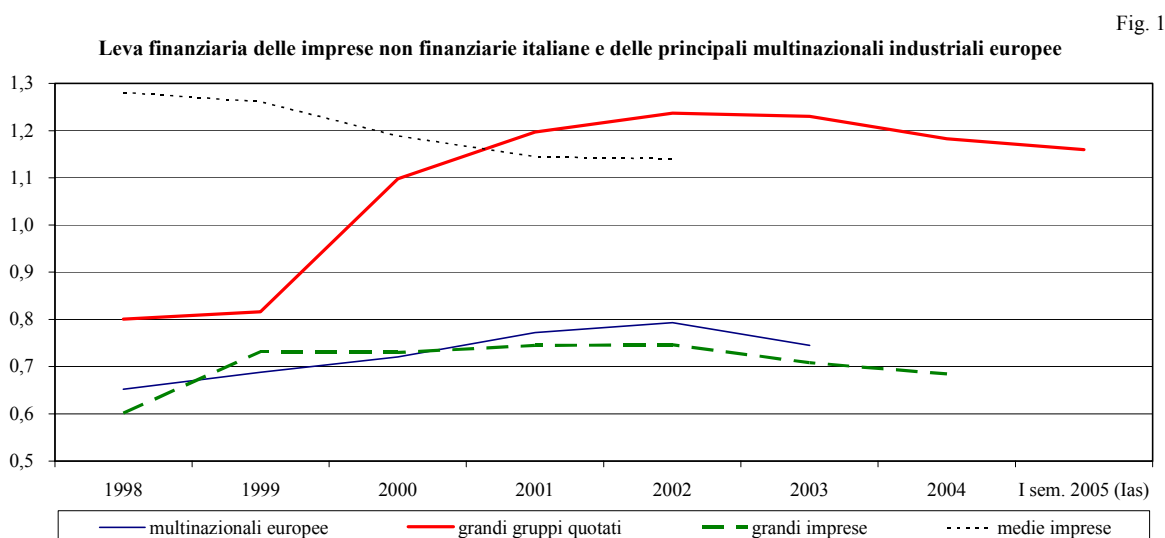
***L'EVOLUZIONE
DEL QUADRO DI RIFERIMENTO***

I – LE SOCIETÀ

1. La struttura finanziaria e la redditività

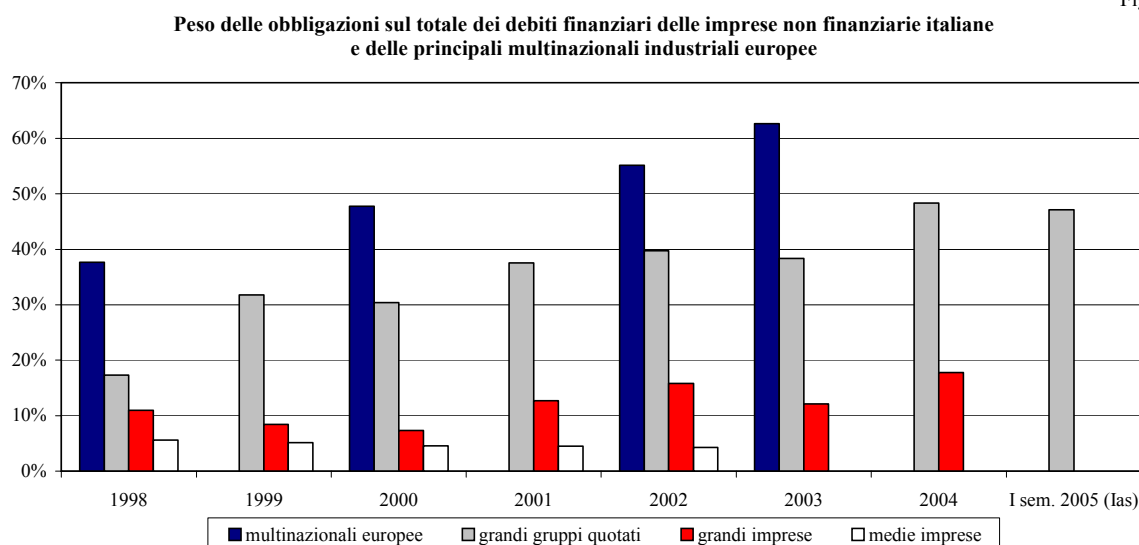
Nel 2004 è proseguita la tendenza alla riduzione della leva finanziaria (rapporto fra debiti finanziari e patrimonio netto) delle maggiori imprese non finanziarie italiane (grandi gruppi quotati e altre grandi imprese). La leva finanziaria dei grandi gruppi quotati rimane però su livelli nettamente superiori a quelli delle altre grandi imprese italiane. Sempre con riferimento ai grandi gruppi quotati, la leva finanziaria al 30 giugno 2005, calcolata sulla base delle prime semestrali redatte secondo gli Ias/Ifrs, risulta lievemente inferiore rispetto al valore 2004 basato sui principi contabili italiani (da 1,18 a 1,16) (Fig. 1).

A fine 2004 il peso delle obbligazioni con scadenza oltre i 12 mesi sul totale dei debiti finanziari dei grandi gruppi quotati è risultato in aumento rispetto al triennio precedente, portandosi su livelli prossimi al 50 per cento; i dati delle prime semestrali 2005 non mostrano significative variazioni rispetto ai bilanci 2004. Considerando l'insieme dei prestiti obbligazionari (cioè includendo quelli con scadenza entro i 12 mesi), a fine 2004 il peso delle obbligazioni sui debiti finanziari arriva al 53 per cento circa (48 per cento nel 2003). Per le grandi imprese italiane il peso delle obbligazioni con scadenza oltre i 12 mesi è risultato a fine 2004 prossimo al 20 per cento, mentre per le principali multinazionali europee risultava superiore al 60 per cento nel 2003 (ultimo dato disponibile) (Fig. 2).



Fonte: elaborazione su bilanci societari, dati R&S, Mediobanca e Unioncamere, relazioni semestrali 2005. La leva finanziaria è data dal rapporto fra i debiti finanziari e il patrimonio netto. Il patrimonio netto è dato dalla somma algebrica del capitale sociale, delle riserve e delle rettifiche di consolidamento, delle azioni proprie, del reddito netto e delle perdite riportate. Confronta Note metodologiche.

Fig. 2



Fonte: elaborazione su bilanci societari, dati R&S, Mediobanca e Unioncamere, relazioni semestrali 2005. I dati si riferiscono esclusivamente alla quota delle obbligazioni con scadenza oltre i 12 mesi. Confronta Note metodologiche.

A livello aggregato, fra il 2003 e il 2004, i debiti finanziari dei grandi gruppi quotati si sono ridotti marginalmente (da 153,5 a 148,8 miliardi di euro; -4,6 miliardi di euro pari al -3 per cento circa); tuttavia il peso dei debiti verso banche si è sensibilmente ridotto, passando dal 39 per cento nel 2003 al 34 per cento nel 2004. In termini assoluti, nel 2004 l'indebitamento verso le banche si è ridotto di circa 8,1 miliardi di euro (-14 per cento circa), mentre le obbligazioni in bilancio sono cresciute di circa 4,9 miliardi di euro (+7 per cento circa) (Fig. 3).

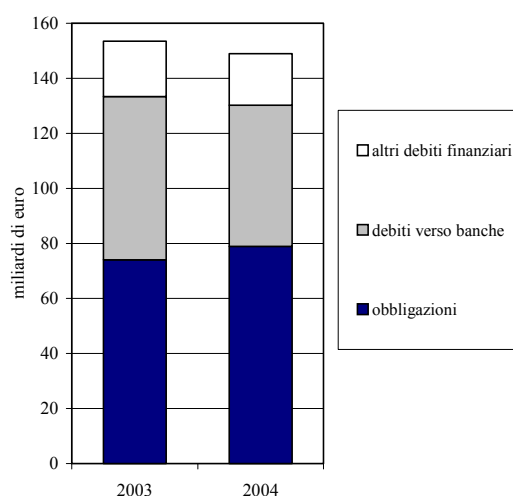
La crescita del peso delle obbligazioni ha portato a un ulteriore allungamento della scadenza del debito. A fine 2004, i debiti a breve termine rappresentavano il 25 per cento circa dei debiti finanziari dei grandi gruppi quotati (contro il 45 per cento circa del 2000). Un trend analogo si osserva per le grandi imprese italiane e per le principali multinazionali europee (Fig. 4).

Nel confronto internazionale l'evoluzione della struttura finanziaria dei

grandi gruppi quotati italiani risulta tendenzialmente simile a quella dei grandi gruppi quotati tedeschi e francesi, mentre le grandi imprese quotate del Regno Unito sono meno indebitate e presentano una minore incidenza degli oneri per il servizio del debito (Riquadro 1).

Fig. 3

Composizione dei debiti finanziari dei grandi gruppi quotati italiani non finanziari

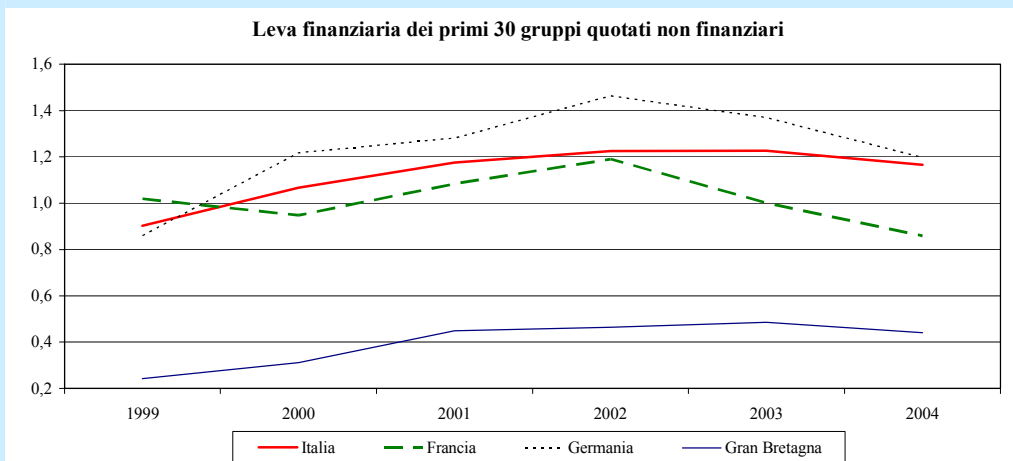


Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati 2004. Confronta Note metodologiche.

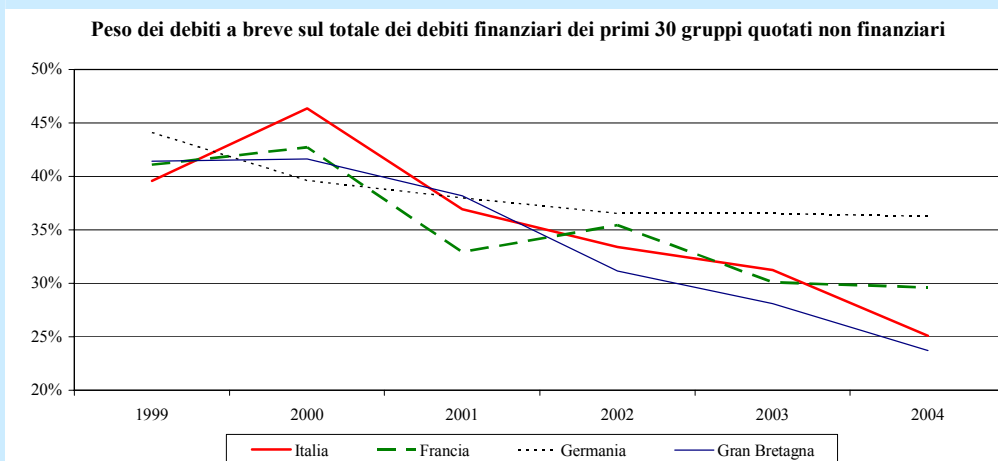
Riquadro 1

Confronti internazionali nella struttura finanziaria dei grandi gruppi quotati non finanziari

Fra il 1999 e il 2002 si è registrato un aumento generalizzato del livello di indebitamento dei grandi gruppi quotati non finanziari sia in Italia che in alcuni dei principali paesi europei. La leva finanziaria (rapporto fra debiti finanziari e patrimonio netto) dei primi 30 gruppi quotati non finanziari tedeschi, pari a circa 0,9 nel 1999, è cresciuta fino a superare il valore di 1,4 nel 2002 per poi ridiscendere a 1,2 nel 2004, valore in linea con quello osservato nello stesso anno per i primi 30 gruppi non finanziari italiani; la leva finanziaria dei primi 30 gruppi quotati francesi ha raggiunto un valore prossimo a 1,2 nel 2002 (circa 1,0 nel 1999) per poi ridursi marcatamente nei due anni successivi (0,86 nel 2004). I primi 30 gruppi quotati non finanziari inglesi presentano un livello di indebitamento nettamente più basso ma il *trend* dell'andamento dell'indice di leva finanziaria è simile a quello osservato negli altri paesi.



Fonte: elaborazioni su dati Worldscope. La leva finanziaria è data dal rapporto fra debiti finanziari e patrimonio netto.



Fonte: elaborazioni su dati Worldscope.

Per ciò che riguarda la composizione dei debiti finanziari, in tutti i paesi si osserva una marcata tendenza alla riduzione del peso dei debiti a breve scadenza (e

quindi all'aumento della scadenza media del debito). Nel 2004 il peso dei debiti a breve sul totale dei debiti finanziari era pari a circa il 25 per cento per i grandi gruppi inglesi e italiani (contro il 40 per cento circa nel 1999), al 30 per cento circa per i gruppi francesi e a poco più del 35 per cento per i gruppi tedeschi. L'allungamento della scadenza del debito è imputabile alla crescita del ricorso alle emissioni obbligazionarie e alla possibilità di "bloccare" il costo della raccolta in una fase congiunturale caratterizzata da tassi di interesse reali storicamente molto bassi.

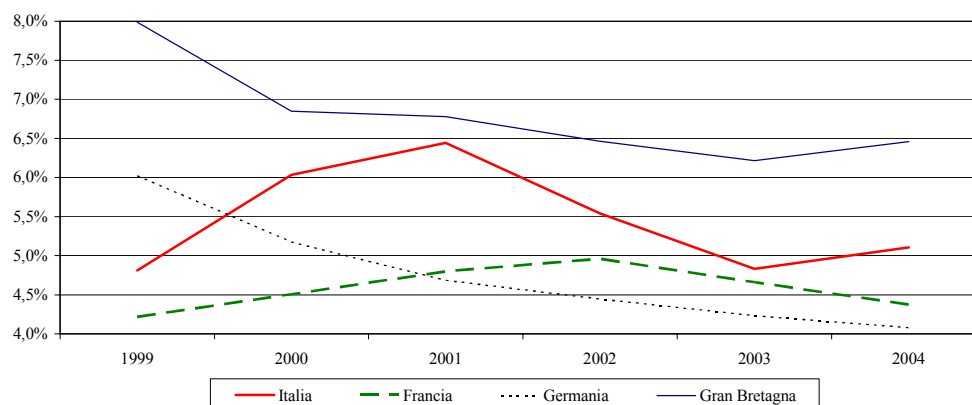
Peso degli interessi passivi sul *cash flow* operativo per i primi 30 gruppi quotati non finanziari



Fonte: elaborazioni su dati Worldscope.

L'incidenza degli interessi passivi sul *cash flow* generato dalla gestione operativa mostra un andamento tendenzialmente decrescente a partire dal 2001, imputabile sia alla discesa dei tassi di interesse sia al miglioramento della redditività che ha interessato le imprese di tutti i paesi considerati. Nel caso dei grandi gruppi italiani, a partire dal 2001, l'incidenza del costo del servizio del debito risulta più alta rispetto a quella dei gruppi degli altri paesi europei, anche se il divario tende successivamente a restringersi. La differenza rispetto alle imprese francesi e tedesche è imputabile in larga misura ad un maggiore tasso medio sui debiti finanziari, mentre il divario rispetto alle imprese inglesi è ascrivibile alla minore leva finanziaria e alla maggiore redditività di queste ultime.

Rapporto fra interessi passivi e debiti finanziari per i primi 30 gruppi quotati non finanziari

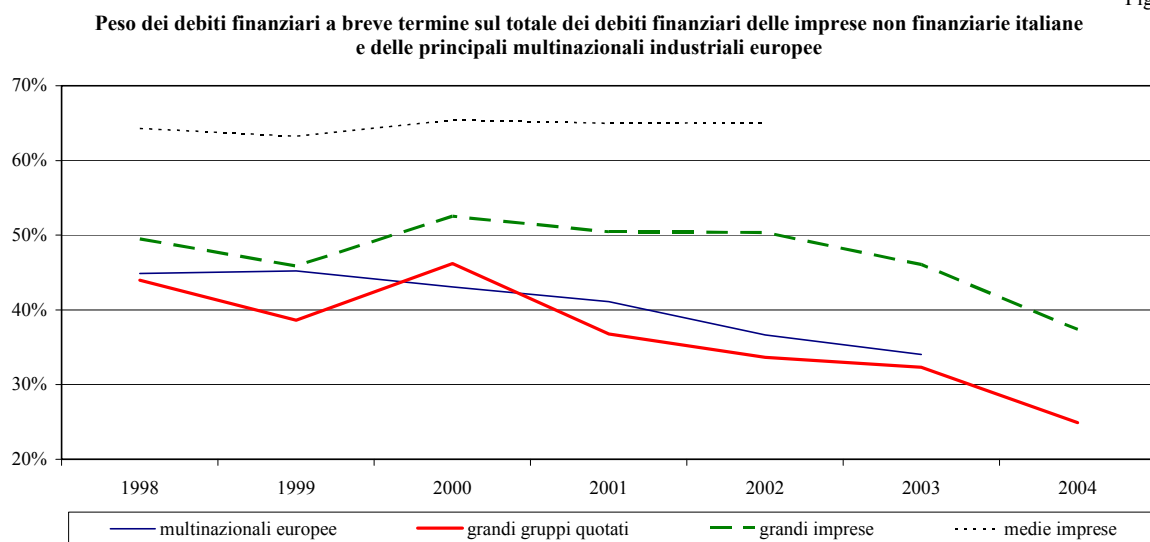


Fonte: elaborazioni su dati Worldscope.

Per ciò che riguarda la redditività, nel 2004 si è registrato un forte aumento degli utili dei grandi gruppi quotati. Il rapporto fra margine operativo netto (MON) e fatturato è cresciuto ulteriormente rispetto al 2003, attestandosi sul 14 per cento, valore nettamente superiore a quello dell'insieme delle altre grandi imprese italiane. I dati delle prime

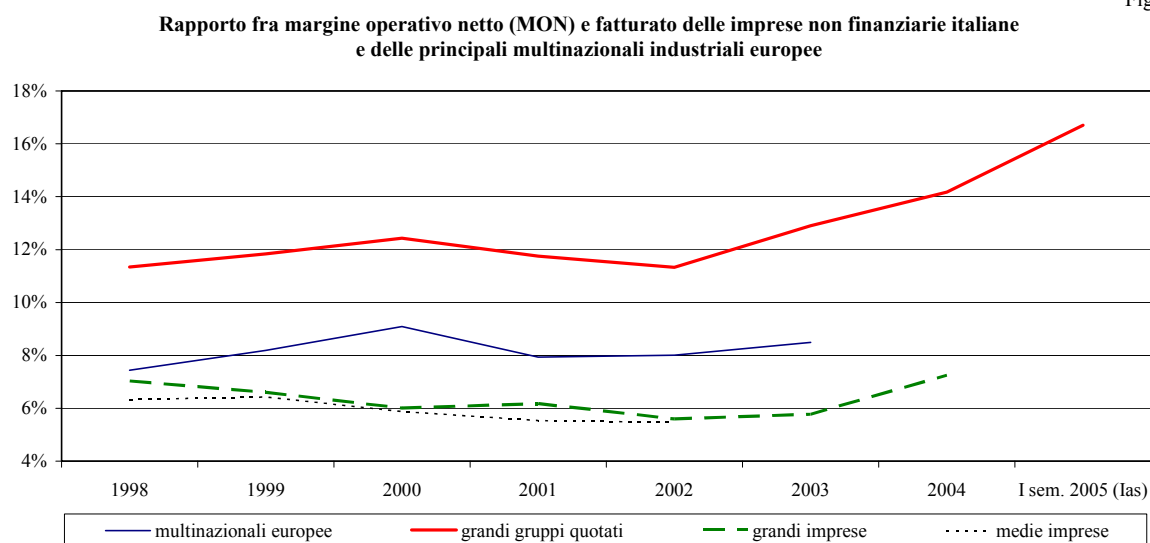
semestrali 2005 redatte secondo gli Ias/Ifrs confermano il forte aumento degli utili, che riflette, tuttavia, in larga misura l'impatto dell'applicazione dei nuovi criteri di valutazione di alcune poste contabili (in particolare, l'ammortamento delle immobilizzazioni immateriali; si veda il Riquadro 7 del Capitolo I della Parte B) (Fig. 5).

Fig. 4



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

Fig. 5



Fonte: elaborazione su dati R&S, Mediobanca e Unioncamere, relazioni semestrali 2005. Confronta Note metodologiche.

In sintesi, nel 2004 la buona redditività dell'insieme delle grandi imprese italiane si è accompagnata a un livello di indebitamento in lieve riduzione, sia in termini assoluti che relativi (leva finanziaria), con una tendenza alla riduzione dell'esposizione verso il sistema bancario (- 8,1 miliardi di euro per i grandi gruppi quotati, -11,5 miliardi di euro per le altre grandi imprese). Per le principali multinazionali europee si è assistito, nel biennio 2002-2003, a una forte contrazione dell'indebitamento complessivo, accompagnata da una riduzione del peso del debito bancario.

Per i grandi gruppi quotati italiani persiste la tendenza al ricorso al finanziamento obbligazionario, essenzialmente in sostituzione del debito

bancario, ma il *trend* è assai meno marcato rispetto a quanto osservato alla fine degli anni novanta.

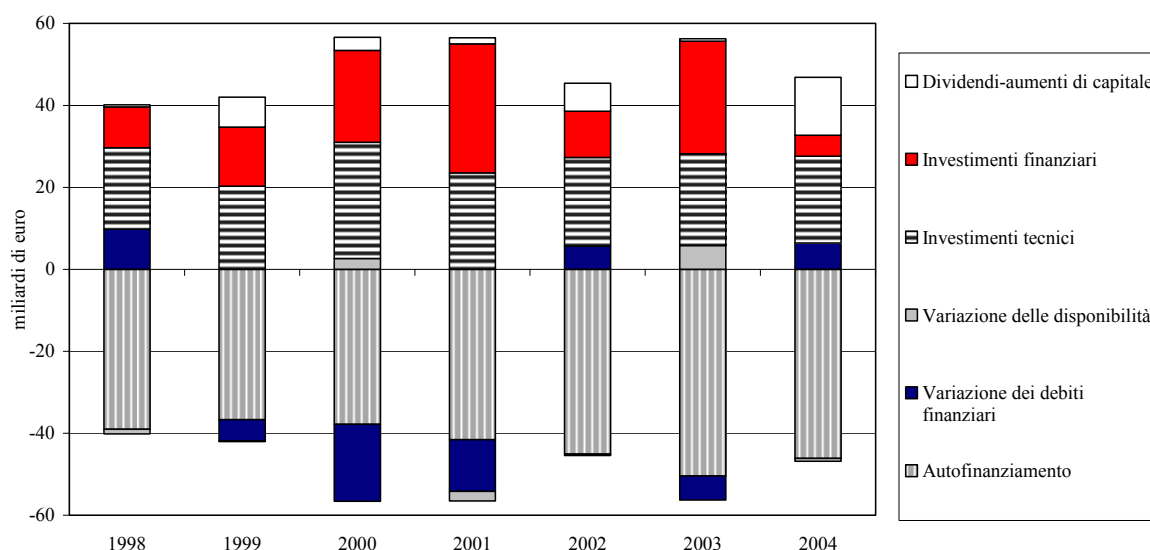
2. I flussi finanziari

Un quadro più completo delle scelte finanziarie delle imprese emerge dai dati dei rendiconti finanziari.

Con riferimento ai grandi gruppi quotati, tali dati mostrano come, nonostante la crescita della redditività, nel 2004 l'autofinanziamento (calcolato al netto degli investimenti in capitale circolante netto) sia rimasto complessivamente stabile (Fig. 6); ciò è da ascrivere in larga misura all'aumento degli investimenti in scorte e crediti commerciali.

Fig. 6

Impieghi (+) e fonti (-) di risorse finanziarie dei grandi gruppi quotati italiani non finanziari



Fonte: elaborazioni su rendiconti finanziari e dati R&S. L'autofinanziamento è al netto degli investimenti in capitale circolante netto. Confronta Note metodologiche.

L'autofinanziamento 2004 è stato destinato, in parte, alla riduzione dell'indebitamento finanziario netto e, in parte più rilevante, al pagamento di dividendi e al riacquisto di azioni proprie (voce assimilata ai dividendi, che ha però assunto un peso crescente negli anni più recenti). Sebbene nel periodo 1998-2003 i dividendi abbiano sempre ecceduto gli aumenti di capitale, tale fenomeno ha assunto proporzioni particolarmente significative nel 2004.

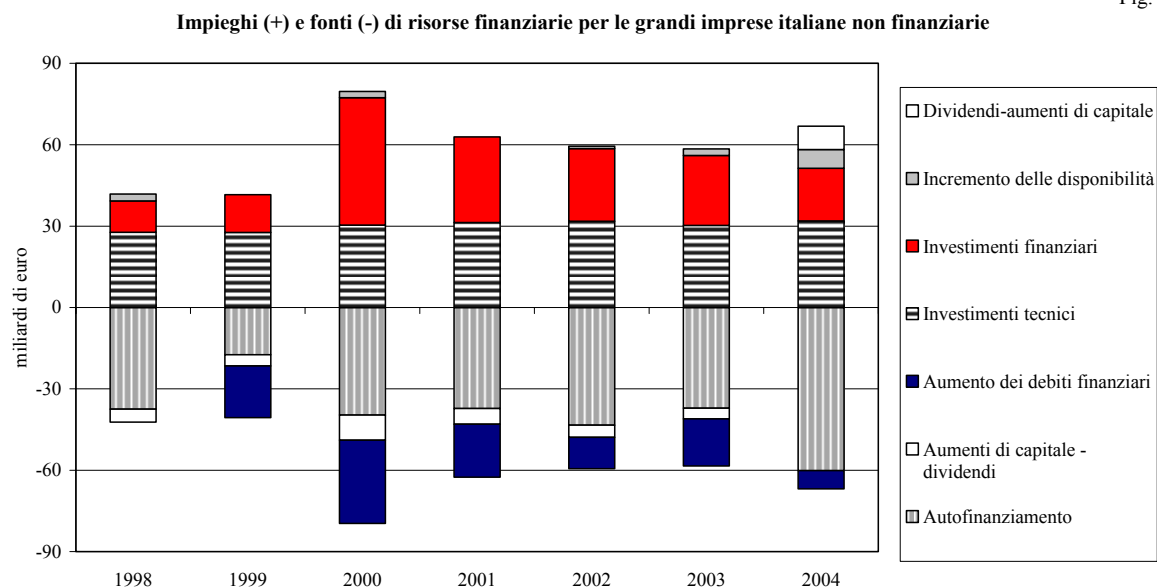
Inoltre, mentre gli investimenti in impianti e attrezzature sono rimasti complessivamente stabili, si è registrata una forte contrazione degli investimenti finanziari legati all'attività di acquisizioni e fusioni, che hanno toccato il livello più basso dal 1998 (si veda anche il successivo § 5.).

Quanto alle altre grandi imprese italiane, la dinamica dei flussi finanziari nel 2004 mostra un andamento solo in

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

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

Fig. 7



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

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

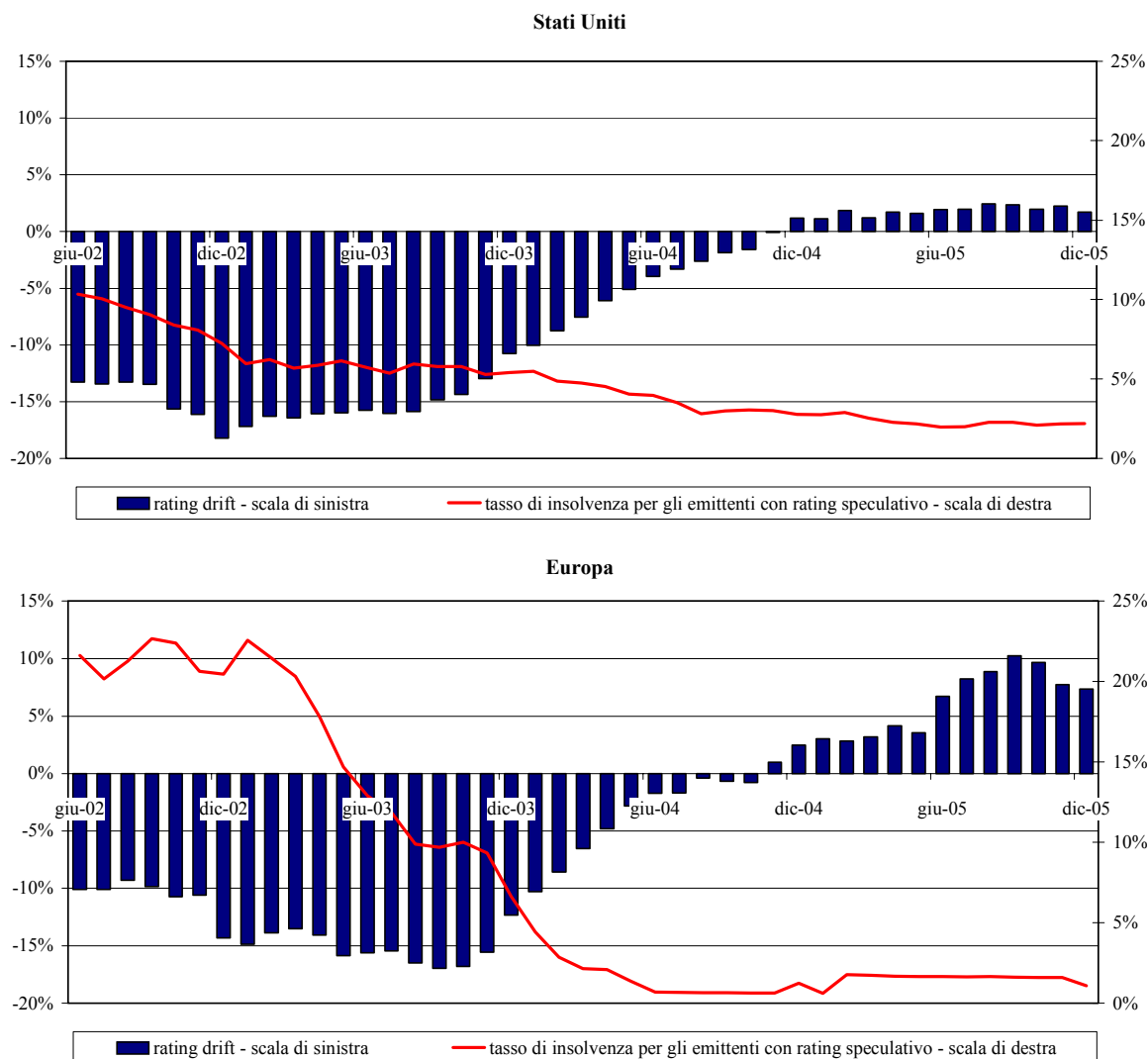
3. La qualità del credito

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

Negli Stati Uniti il numero di upgrades è stato lievemente superiore a quello dei

Fig. 8

Indicatori della qualità del credito nel settore *corporate*
(dati mensili; giugno 2002 – dicembre 2005)



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.

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

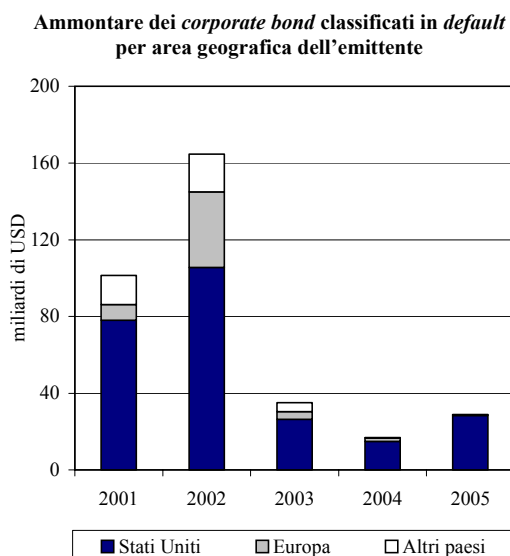
Diversi analisti, incluse le stesse agenzie di rating, ritengono, tuttavia, che incomincino a emergere alcuni segnali di inversione del ciclo positivo che si era avviato alla fine del 2004. Ad esempio, secondo i dati pubblicati da Moody's, negli Stati Uniti il valore dei bond dichiarati in default nel 2005 è risultato in rialzo rispetto al 2004 (da 14,8 a 28,4 miliardi di dollari), sebbene il numero di emittenti falliti si sia ridotto (da 36 a 28) (Figg. 9 e 10). Ciò è ascrivibile essenzialmente alla dinamica negativa del settore automobilistico, del trasporto aereo e

delle public utility. In Europa non vi sono stati, invece, significativi casi di insolvenza di emittenti obbligazionari (un solo caso ha riguardato una società svedese).

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

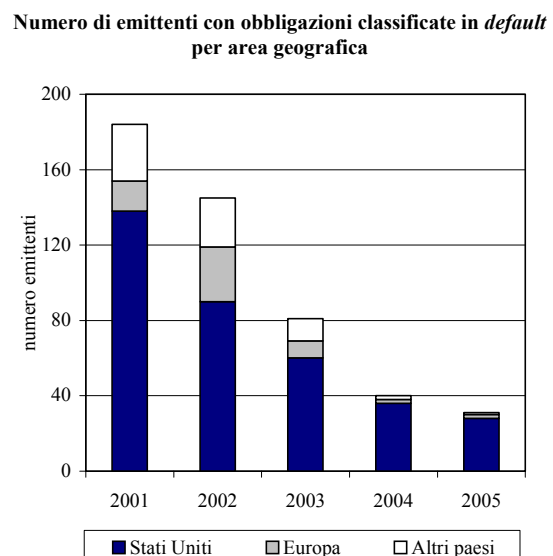
Passando al mercato italiano, e con riferimento agli emittenti quotati, l'attività delle agenzie di rating nel 2005 è stata particolarmente intensa e, per la maggior parte delle società, si è risolta nella conferma del rating precedente (32 conferme nel 2005 contro 24 nel 2004).

Fig. 9



Fonte: Moody's.

Fig. 10



Fonte: Moody's.

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

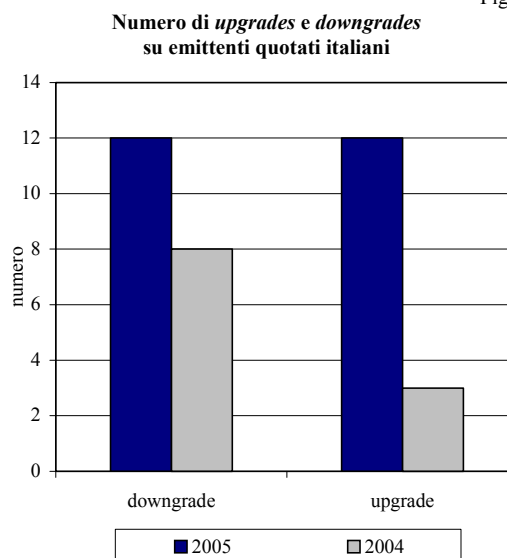
Il rapporto fra numero di miglioramenti e di declassamenti del *rating*, che genericamente indica l'evoluzione della qualità del credito, risulta in aumento rispetto al 2004 (da 0,4 a 1) (Fig. 11).

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

Un indicatore prospettico sull'evoluzione della qualità del credito è rappresentato dal numero di emittenti inclusi nelle liste di sorveglianza (*watch list*) con

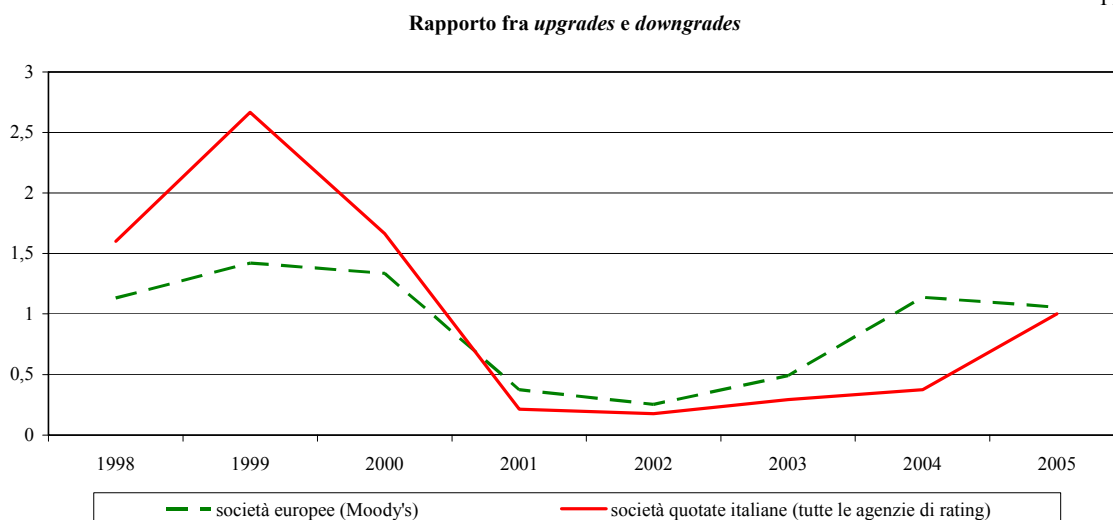
implicazioni negative (per i quali è più probabile un downgrade) o positive (per i quali è più probabile un upgrade). Al 31 dicembre 2005 vi erano 5 emittenti quotati italiani inseriti in liste di sorveglianza con implicazioni negative, mentre non ve ne era alcuno inserito in liste con implicazioni positive. È, dunque, probabile che nel 2006 il rapporto fra upgrade e downgrade peggiori rispetto al 2005.

Fig. 11



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

Fig. 12



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

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

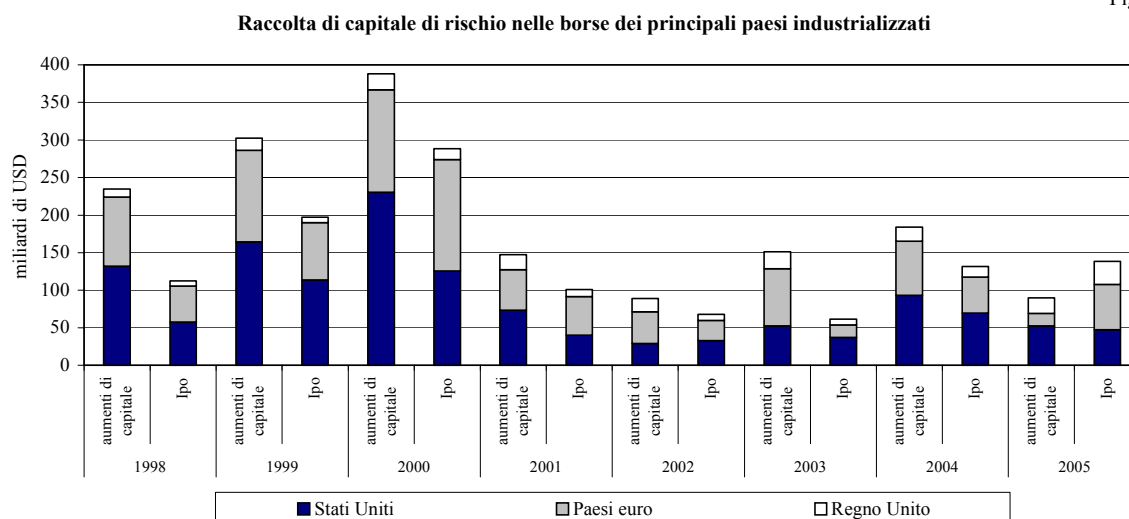
4. La raccolta di capitale di rischio e le quotazioni in borsa

Nel 2005 si è registrata una parziale conferma della tendenza (avviatasi nel 2003) alla ripresa delle operazioni di raccolta di capitale di rischio, sebbene in maniera non omogenea fra le diverse aree geografiche. Negli Stati Uniti, in particolare, si è avuta una sensibile riduzione sia della raccolta di capitale di rischio delle società già quotate sia di

quella delle società di nuova quotazione (*Initial Public Offering* - Ipo). Nei paesi dell'area dell'euro si è registrata una marcata riduzione degli aumenti di capitale di società già quotate, mentre le risorse raccolte tramite Ipo sono risultate in forte aumento, così come nel Regno Unito (Fig. 13).

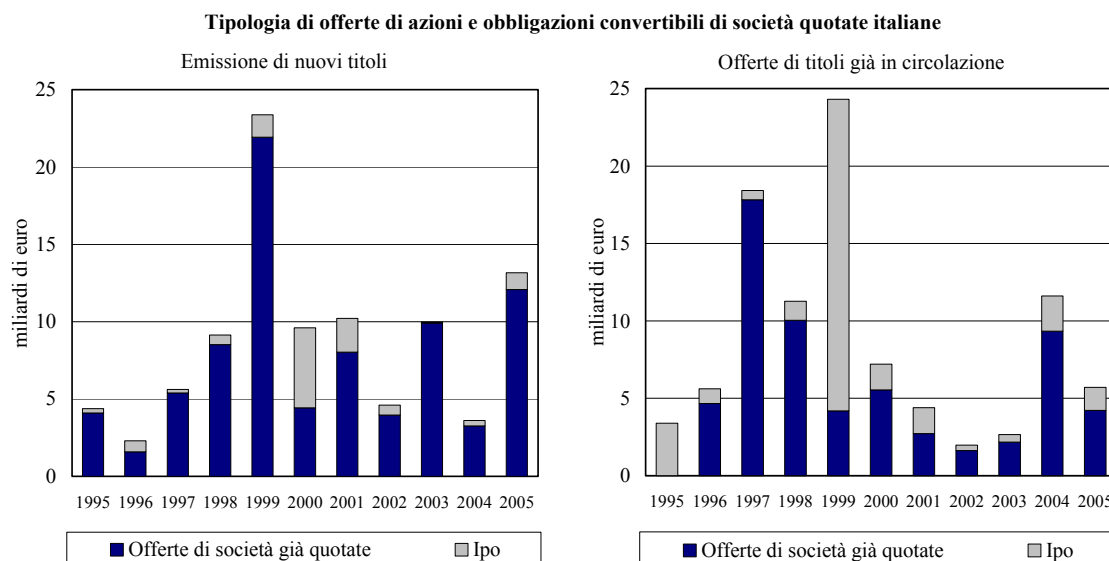
In Italia si è assistito a una ripresa della raccolta di capitale di rischio rispetto al livello storicamente molto basso del 2004. Nel 2005 le emissioni di nuovi titoli azionari hanno consentito una raccolta di 13,2 miliardi di euro, contro i 3,6 miliardi del 2004, in larga misura ascrivibile ad aumenti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

Fig. 13



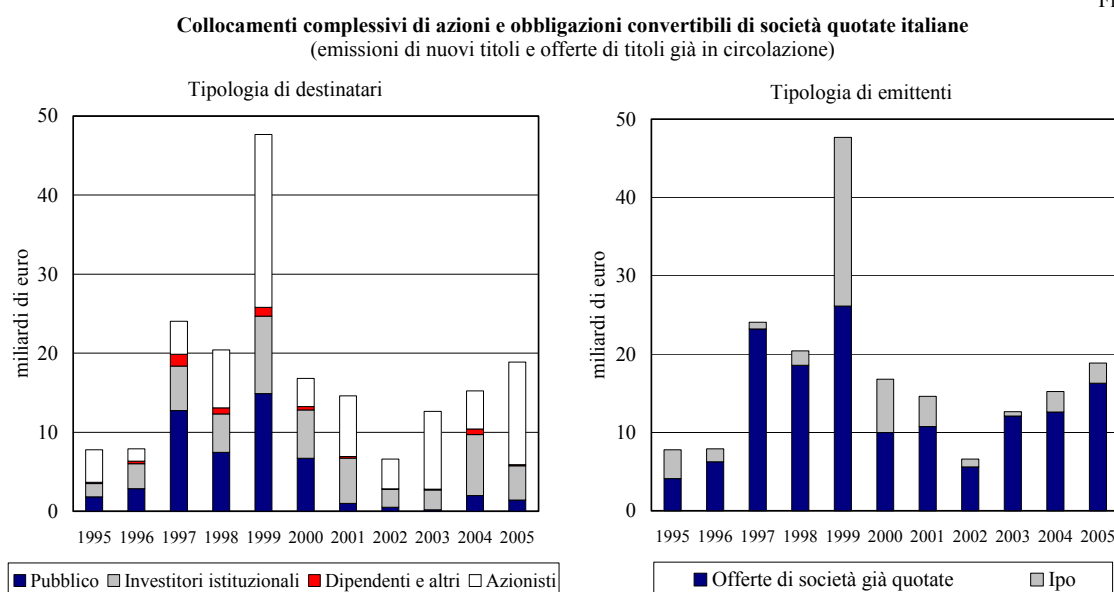
Fonte: elaborazioni su dati *World Federation of Stock Exchanges*. La voce "Ipo" si riferisce alle risorse raccolte dalle società di nuova quotazione, mentre la voce "aumenti di capitale" si riferisce alle risorse raccolte da società che risultavano già quotate nell'anno di riferimento. I dati USA si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

Fig. 14



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

Fig. 15



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

Considerando sia la raccolta di mezzi freschi sia le offerte di titoli già in circolazione, il volume delle Ipo nel 2005 risulta sostanzialmente allineato a quello del 2004 (2,6 miliardi di euro). Il biennio 2004-2005 si caratterizza dunque come un

periodo di relativa stabilizzazione del mercato, dopo la fase negativa che aveva interessato gli anni 2002-2003, riflettendo sostanzialmente il *trend* emerso a livello internazionale (Fig. 15).

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

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

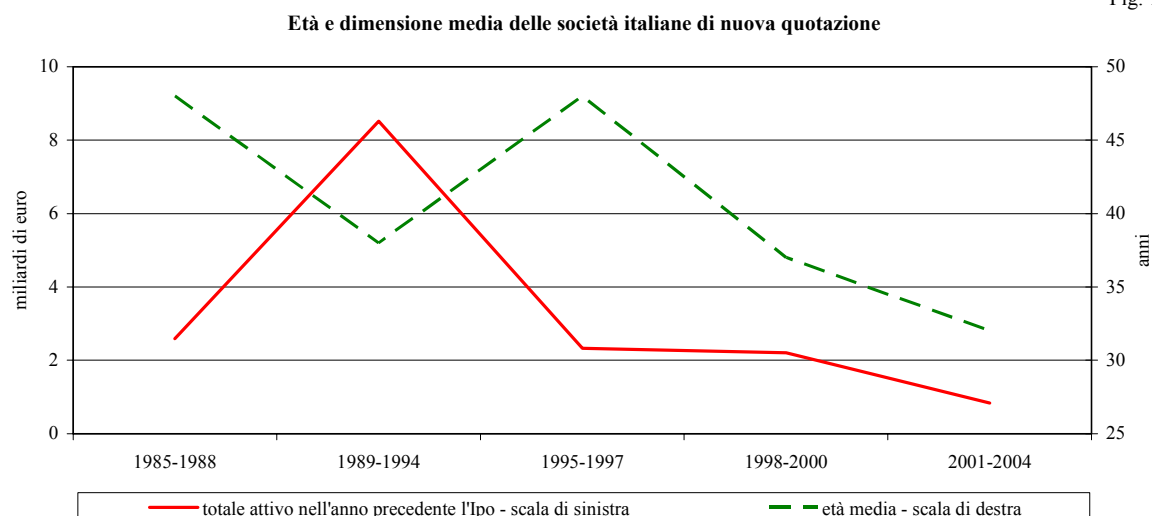
Tav. 1

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

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

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

Fig. 16



Fonte: Borsa Italiana. Confronta Note metodologiche.

Investitori istituzionali nell'azionariato delle società neoquotate italiane¹

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

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

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

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

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

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

Tav. 3

Società ammesse a quotazione: esiti delle offerte¹

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

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

Tav. 4

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

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

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

5. Le operazioni di acquisizione e fusione

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

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

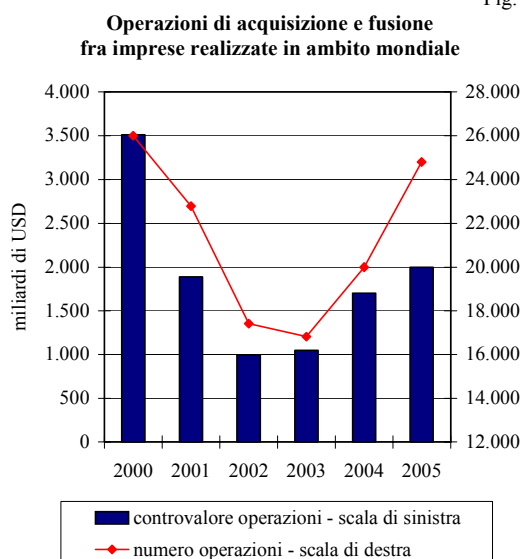
Il mercato italiano ha fatto registrare alcune grandi operazioni che hanno coinvolto i maggiori gruppi quotati e che hanno portato il volume complessivo delle operazioni 2005 a oltre 100 miliardi di euro. Le operazioni Telecom-Tim e Unicredit-HVB sono risultate fra le prime 10 operazioni di M&A a livello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

operazioni Wind-Weather Investments e Aem/Edf-Italenergia Bis.

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

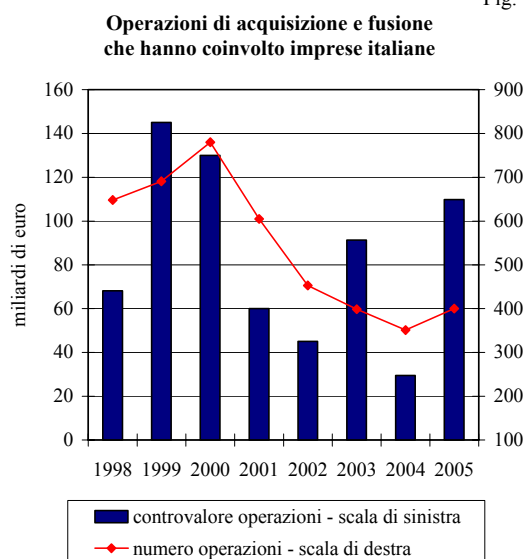
Nel 2005 il controvalore complessivo delle offerte pubbliche di acquisto e/o scambio (Opa) su titoli di società quotate italiane (pari a circa 20 miliardi di euro) è stato il più alto riscontrato negli ultimi tredici anni, dopo quello realizzato nel 1999 (pari a circa 55 miliardi di euro per effetto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

Fig. 17



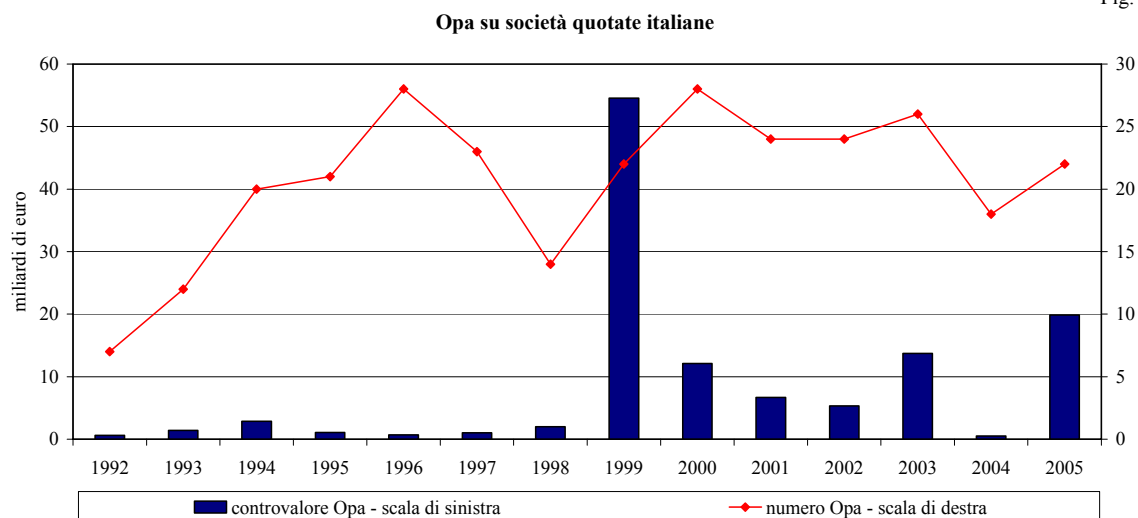
Fonte: KPMG Corporate Finance.

Fig. 18



Fonte: KPMG Corporate Finance.

Fig. 19



Fonte: Consob.

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

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

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

Considerando tutte le cessioni di pacchetti di controllo di società quotate nel periodo 2000-2005, si osserva che in media la

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

6. Gli assetti proprietari e gli organi societari

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

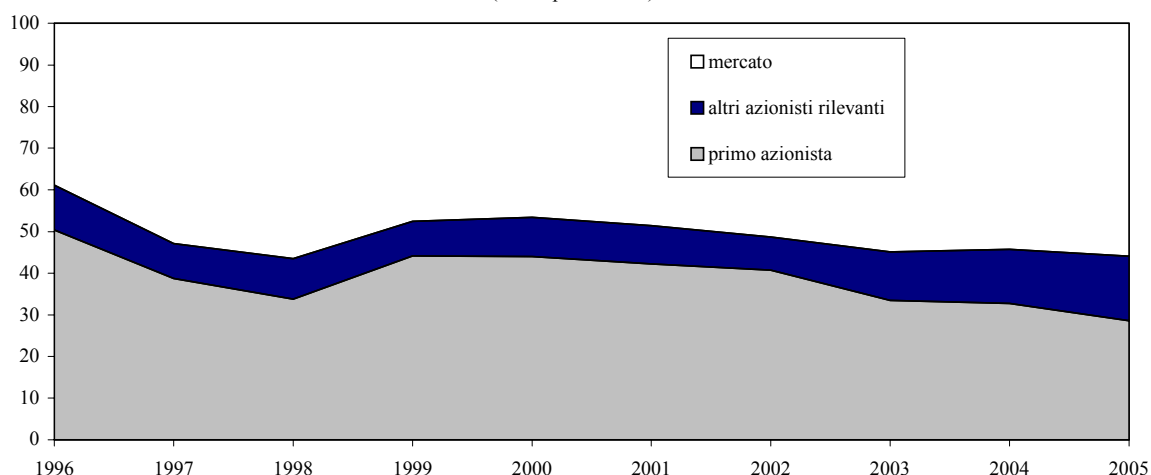
Si è assistito a una marcata diluizione della quota media del primo azionista e a un aumento delle quote degli altri azionisti rilevanti. In particolare, rispetto al 2004, la quota media del primo azionista è scesa dal 32,7 al 28,6 per cento, mentre quella degli altri azionisti rilevanti è cresciuta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

Nello stesso tempo si è ridotto fortemente il peso delle società controllate

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

Fig. 20

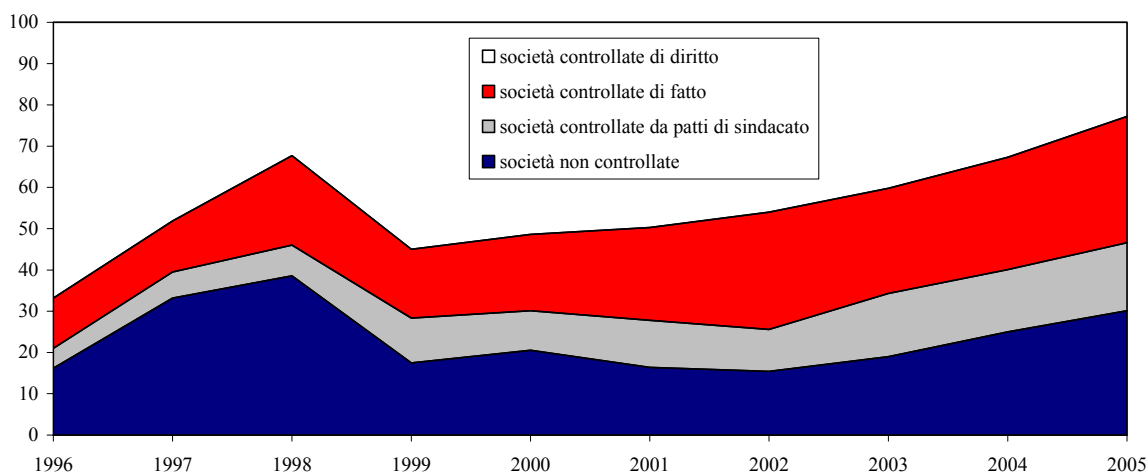
Distribuzione della capitalizzazione di Borsa per tipologia di azionisti
(valori percentuali)



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.

Fig. 21

Distribuzione della capitalizzazione di Borsa per modello di controllo delle società
(valori percentuali)



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

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

La distribuzione delle partecipazioni rilevanti è tuttavia molto diversa a seconda

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

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

Tav. 5

Partecipazioni rilevanti nelle società italiane quotate in Borsa¹

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

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

² Peso della capitalizzazione del capitale ordinario delle società del settore sul totale della capitalizzazione del capitale ordinario di Borsa.

Riquadro 2

Confronti internazionali nella distribuzione dei possessori azionari

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

Distribuzione della capitalizzazione di borsa per settori istituzionali (valori percentuali)		1998	2000	2003	Var. 1998-2003
Famiglie	Italia	24,6	28,1	26,6	+2,0
	Germania	15,7	15,6	14,1	-1,6
	Regno Unito	16,7	16,0	14,9	-1,8
	Francia	11,0	8,9	8,5	-2,5
	Media UE			16,0	
Investitori istituzionali, banche e assicurazioni	Italia	15,0	13,1	10,6	-4,4
	Germania	15,4	9,6	9,5	-5,9
	Regno Unito	52,5	47,3	48,7	-3,5
	Francia	19,0	16,6	17,4	-1,6
	Media UE			25,0	
Settore pubblico	Italia	8,9	9,8	10,2	+1,3
	Germania	9,0	6,4	5,8	-3,2
	Regno Unito	0,1	0,1	0,0	-0,1
	Francia	8,0	6,2	4,5	-3,5
	Media UE			4,0	
Investitori esteri	Italia	19,6	15,7	14,4	-5,2
	Germania	15,9	19,9	17,5	1,6
	Regno Unito	27,6	32,4	32,3	4,7
	Francia	33,0	37,4	34,8	1,8
	Media UE			29,0	

Fonte: Share Ownership Structure in Europe 2004, FESE.

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

La quota del settore finanziario (banche, assicurazioni e investitori istituzionali) risulta più bassa rispetto alla media UE. Inoltre, negli anni 1998-2003, tale quota si è

ridotta in misura più consistente rispetto ai principali paesi europei (l'unica eccezione è rappresentata dalla Germania).

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

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

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

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

	Italia	Regno Unito	Francia	Germania
N. società con investitori esteri	6	7	7	4
<i>peso sul campione (prime 20 società quotate)¹</i>	30	35	35	20
N. di investitori esteri	7	2	7	3
<i>di cui società di gestione del risparmio</i>	--	1	--	1
Valore delle partecipazioni estere a fine 2004 (mln euro ²)	13.082	27.393	16.434	5.099
<i>di cui società di gestione del risparmio</i>	--	19.495	--	1.666
Peso sulla capitalizzazione del campione ¹	3,4	2,5	2,5	1,0
Peso sulla capitalizzazione di borsa ¹	2,3	1,3	1,4	0,6
Media dei diritti di voto degli investitori esteri ¹	17,5	11,0	10,7	8,9

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

Nel 2005 è cresciuto il ricorso ai patti di sindacato parasociali come strumento per coordinare l'esercizio del diritto di voto e per limitare il trasferimento delle azioni. Il numero di società quotate sul Mta sulle cui azioni vigono patti di sindacato dichiarati ai sensi dell'art. 122 del Tuf, è cresciuto di 10 unità nel 2005.

La maggior parte dei patti è di natura globale, cioè comprende clausole sia sull'esercizio del diritto di voto sia sulla trasferibilità delle azioni. La quota media di capitale sociale vincolata nei patti resta elevata, di poco superiore al 45 per cento. Questi due elementi confermano la rilevanza degli accordi per gli assetti di controllo delle società coinvolte. Solo per otto società il patto si limita a prevedere clausole di blocco e per queste società la quota media sindacata è sensibilmente più bassa che per le altre tipologie di patto (Appendice, Tavv. A.9 e A.10).

Rilevante è anche il numero di patti di sindacato su società non quotate che controllano una società quotata e per i quali si applicano le disposizioni di cui all'art. 122 del Tuf. Le società quotate interessate a fine 2005 sono 22 e in quasi tutti i casi tali patti avevano per oggetto la maggioranza assoluta del capitale della società controllante (Appendice, Tav. A.11).

Le caratteristiche degli assetti proprietari delle società quotate, che vedono il mantenimento di una elevata concentrazione proprietaria, sebbene in graduale diminuzione, si riflettono sulla partecipazione alle assemblee degli azionisti. Anche nelle società di maggiori dimensioni (società appartenenti agli indici S&P/Mib e Midex), il numero

medio di soggetti partecipanti alle assemblee ordinarie 2005 è ridotto e risulta in diminuzione rispetto agli anni precedenti (Appendice, Tav. A.12).

Ridotta è soprattutto la quota dei voti rappresentati in assemblea detenuta dagli investitori istituzionali, che è in media inferiore al 5 per cento, con la conseguenza che le assemblee sono "dominate" dagli azionisti maggiori che detengono in media quasi il 90 per cento delle azioni presenti. Questi fenomeni sono ancora più accentuati per le società del comparto Star (Appendice, Tav. A.13).

Gli investitori istituzionali esteri sono più presenti di quelli italiani: nel 2005 circa due terzi delle azioni portate in assemblea da investitori istituzionali era riferibile a soggetti esteri, e tale quota appare in crescita rispetto agli anni precedenti (Appendice, Tav. A.14).

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

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

Tav. 6

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

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

Fonte: Consob.

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

Tav. 7

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

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

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

Tav. 8

Società quotate in Borsa interessate da interlocking nel 2005

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

II – I MERCATI

1. I mercati azionari

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

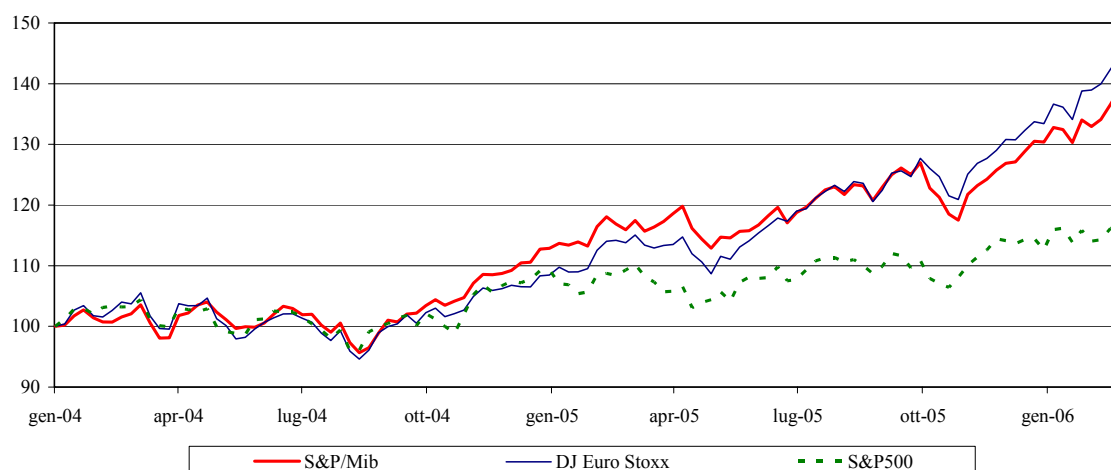
come nel 2004, si è collocata tra i paesi a più basso sviluppo registrando un tasso di crescita prossimo allo zero.

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

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

Fig. 22

Andamento dei corsi azionari
(dati settimanali 2/1/2004-24/2/2006; 2/1/2004=100)



Fonte: Thomson Financial Datastream.

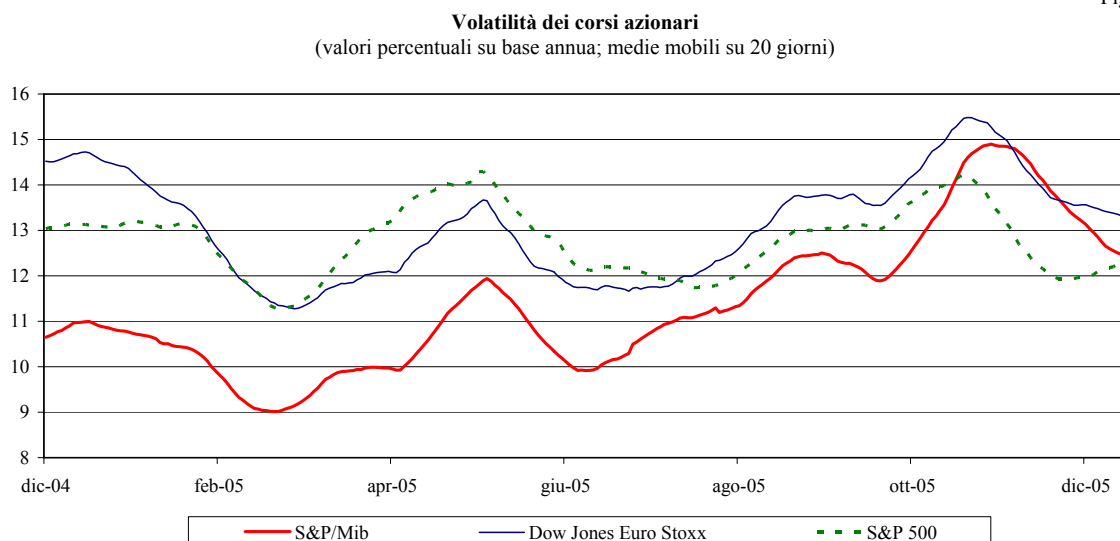
Nel 2005 la crescita dell'indice *Dow Jones Euro Stoxx*, relativo alle azioni delle maggiori società europee dell'area euro, si è attestata al 22 per cento, superando nettamente l'incremento, pari al 5 per cento, dell'indice *Standard & Poor's 500*, riferito alle maggiori società quotate sul mercato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

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

Il disallineamento tra andamento dell'economia reale e crescita dei corsi azionari fra area dell'euro e Stati Uniti

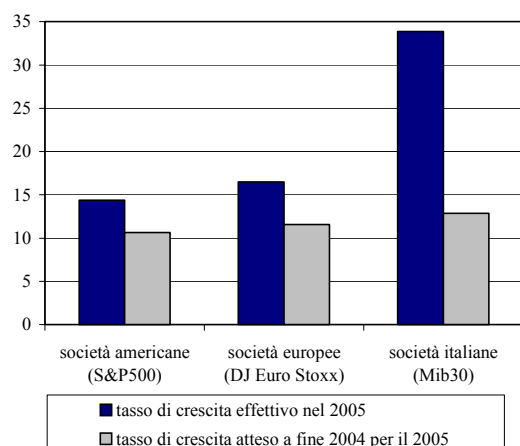
sembra da ricollegare principalmente alla dinamica degli utili societari. Nel 2005 il tasso di crescita effettivo degli utili per azione per le società europee è stato del 16 per cento circa, contro il 14 per cento circa per le imprese americane; inoltre, il tasso di crescita effettivo degli utili delle imprese europee nel 2005 ha superato di circa 5 punti percentuali il valore atteso a fine 2004 (cosiddetto "*earning surprise*"), mentre tale differenziale è stato pari al 3,7 per cento per le imprese americane. Per le grandi imprese quotate italiane la crescita effettiva degli utili per azione risulta assai più elevata rispetto alle imprese europee e americane, fenomeno in linea con la forte crescita della redditività evidenziata dalle prime semestrali 2005 sia per i gruppi non finanziari (si veda il § 1. del precedente del Capitolo I) sia per i principali gruppi bancari (si veda il § 2. del successivo Capitolo III) (Fig. 24).

Fig. 23



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

Fig. 24
Crescita effettiva e attesa degli utili per azione *before goodwill* nel 2005
(valori percentuali)



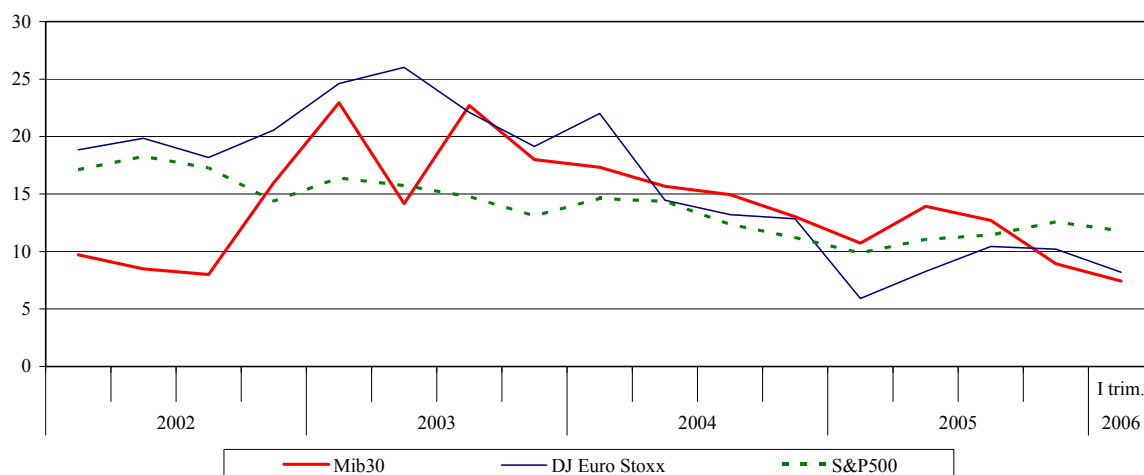
Fonte: Thomson Financial; dati IBES sulle previsioni degli utili a 12 mesi prima dell'ammortamento dell'avviamento e di altre componenti atipiche di reddito a fine dicembre 2004 e sull'utile effettivo 2005 (stima a marzo 2006).

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

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

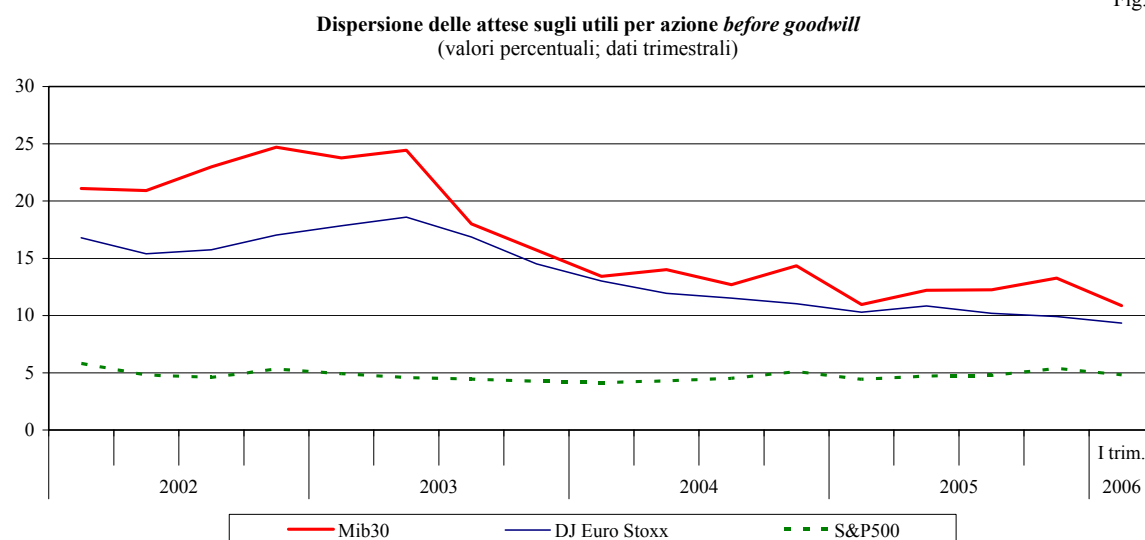
Il dato costituisce, tuttavia, un'inversione di tendenza rispetto agli anni precedenti, quando le previsioni di crescita degli utili delle società europee sono risultate superiori, o al più, allineate, a quelle riferibili alle società statunitensi (Fig. 25). Le aspettative relative alle imprese europee,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

Fig. 25
Tasso di crescita atteso degli utili per azione *before goodwill*
(valori percentuali; dati trimestrali)



Fonte: Thomson Financial; dati IBES sulle previsioni di crescita su 12 mesi degli utili prima dell'ammortamento dell'avviamento e di altre componenti atipiche di reddito.

Fig. 26



Fonte: Thomson Financial; dati IBES su previsioni sugli utili a 12 mesi prima dell'ammortamento dell'avviamento e di altre componenti atipiche di reddito. La dispersione è data dal rapporto fra la deviazione standard delle previsioni sull'utile per azione dei singoli analisti finanziari e la previsione media.

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

L'andamento decrescente del tasso di crescita atteso degli utili per il mercato azionario italiano, fra la fine del 2003 e i primi mesi del 2006, si riflette in parte nella variazione dei dati sul "consensus" degli analisti finanziari elaborati dalla società specializzata IBES. Fra la fine del 2003 e febbraio 2006, la percentuale di società incluse nell'indice S&P/Mib con un giudizio "buy" è, infatti, scesa dal 45,9 al 40,5, mentre la percentuale di società con giudizio "hold" è cresciuta dal 51,4 al 56,8 (Fig. 27). Analogamente, il peso sulla capitalizzazione dell'indice delle società con un giudizio "buy" è sceso dal 54,6 al 49,2 per cento, mentre il peso delle società con giudizio "hold" è salito dal 43,8 al 49,2 (Fig. 28).

Sul piano strutturale, il mercato azionario italiano continua a

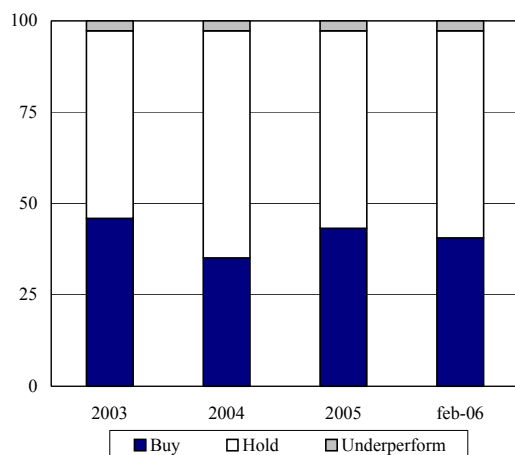
caratterizzarsi per una dimensione contenuta del listino e per un basso (sia pure crescente) peso della capitalizzazione di borsa rispetto al Pil.

A fine 2005 il numero di società quotate domestiche era pari a 275, registrando un incremento di 6 unità rispetto all'anno precedente (Appendice, Tav. A.15). Tale variazione risulta da 19 nuove ammissioni e da 13 revoche. Inoltre, il numero di società di nuova quotazione (Ipo) è stato più elevato di quello dell'anno precedente, sia per quanto riguarda la Borsa (10 nel 2005 contro 6 nel 2004) sia per quanto riguarda il Mercato Expandi (5 nel 2005 contro 2 nel 2004).

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

Fig. 27

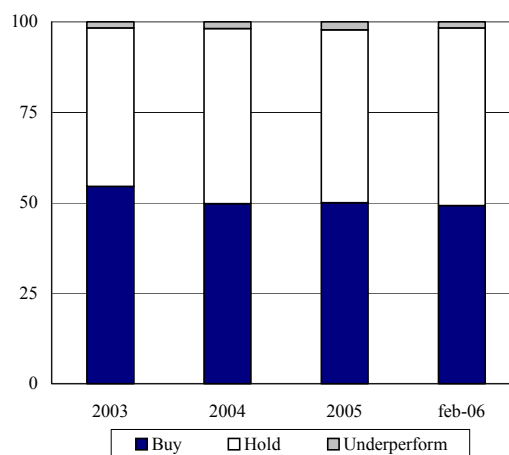
Distribuzione del numero di società dello S&P/Mib per tipologia di giudizio degli analisti
(valori percentuali; dati di fine periodo)



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

Fig. 28

Distribuzione della capitalizzazione delle società dello S&P/Mib per tipologia di giudizio degli analisti
(valori percentuali; dati di fine periodo)



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

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

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

Il mercato italiano, in linea con le tendenze internazionali, ha registrato un aumento delle emissioni azionarie realizzate attraverso operazioni di aumento di capitale a pagamento e operazioni finalizzate all'ammissione a quotazione (si veda il § 4. del precedente Capitolo I). Tali operazioni

hanno consentito di raccogliere complessivamente 13,2 miliardi di euro (a fronte dei 3,6 nel 2004), valore tuttavia ampiamente inferiore ai dividendi distribuiti (si veda il § 2. del precedente Capitolo I).

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

Acquisti netti di azioni quotate italiane¹
(milioni di euro)

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

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

2. I mercati di strumenti derivati

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

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

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

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

Tav. 10

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

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

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

Il mercato dei derivati Otc in Italia manifesta tendenze e caratteristiche strutturali in linea con quelle emerse negli anni precedenti, come risulta dalla rilevazione semestrale della Banca d'Italia relativa all'operatività di un campione di gruppi bancari maggiormente rappresentativi del comparto. In particolare, il valore nozionale delle posizioni in derivati in essere presso le banche italiane al primo semestre 2005 rappresenta ancora una quota modesta del mercato mondiale (2,2 per cento a fronte del 2,1 nel 2004), benché continui a crescere a un tasso superiore. Le posizioni

in essere a fine giugno 2005 raggiungevano infatti un controvalore nozionale pari a poco più di 5.800 miliardi di dollari Usa, registrando così una crescita dell'11 per cento circa rispetto ai 5.300 miliardi di dollari della fine del 2004 (tale dato per il 2004 coincide sostanzialmente con quello relativo ai primi dieci gruppi bancari desunto dai dati di bilancio; si veda il § 2. del successivo Capitolo III). Coerentemente con quanto rilevato per il mercato mondiale, il peso dei contratti relativi a tassi di interesse risulta predominante (93 per cento circa) (Tav. 11).

Tav. 11

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

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

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

Al 30 giugno 2005 il valore di mercato delle posizioni in derivati, ossia il controvalore monetario che sarebbe necessario pagare o che si incasserebbe per liquidare le posizioni, è risultato pari a poco più di 99 miliardi di dollari per le posizioni in attivo e a poco più di 95 miliardi per le posizioni in perdita. Se tutte le banche avessero chiuso le posizioni in derivati a fine giugno 2005 avrebbero quindi ottenuto un profitto netto pari a 4 miliardi di dollari. A fine 2004 il saldo risultava parimenti positivo ma più contenuto (3,5 miliardi di dollari).

Con riferimento alla ripartizione dei contratti derivati Otc per controparte, l'operatività delle banche italiane continua a coinvolgere prevalentemente istituzioni finanziarie; risulta, invece, in calo il peso dell'operatività in contropartita con enti non

finanziari, costituiti in prevalenza da imprese ed enti pubblici (5 per cento a fine giugno 2005, contro il 6 per cento a fine 2004 e il 7 per cento a fine 2003).

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

Tav. 12

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

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

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

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

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

Nel 2005 è proseguita, infatti, la crescita degli scambi sull'Idem: il numero dei contratti conclusi si è attestato attorno ai 26 milioni, registrando così un incremento pari a circa il 42 per cento rispetto all'anno precedente. La crescita maggiore si è registrata per i futures aventi come sottostante titoli azionari (+ 244 per cento circa), con scambi mediamente pari a oltre 23.000 contratti al giorno corrispondenti a un controvalore di circa 35 miliardi di euro. La Borsa Italiana ha, inoltre, continuato ad aumentare la disponibilità della scelta tra i titoli sottostanti ai futures, che a fine 2005 erano 33, a fronte dei 22 a fine 2004. Continua, sebbene a un tasso più contenuto rispetto a quello rilevato l'anno precedente, la contrazione dei volumi relativi al contratto mini futures su indice (-13 per cento circa a

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

Per ciò che riguarda in particolare il comparto delle opzioni sull'indice azionario S&P/Mib, i dati sulle contrattazioni nel biennio 2004-2005 mostrano talune regolarità nel funzionamento del mercato (Riquadro 3).

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

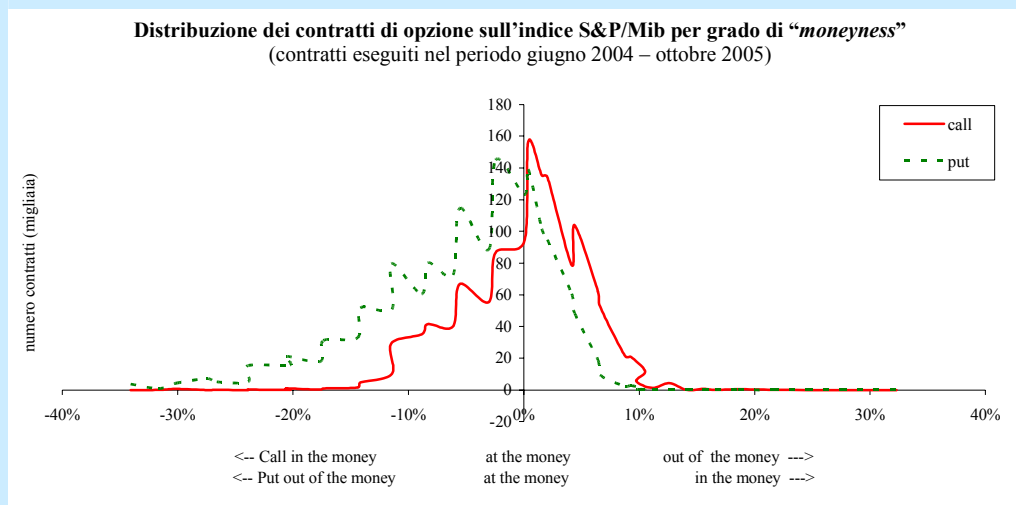
A fine 2004 le posizioni in derivati creditizi erano pari a circa 5.300 miliardi di dollari Usa (+86 per cento rispetto all'anno precedente). Quasi il 90 per cento riguarda i credit default swap su singoli emittenti (cosiddetti single name Cds).

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

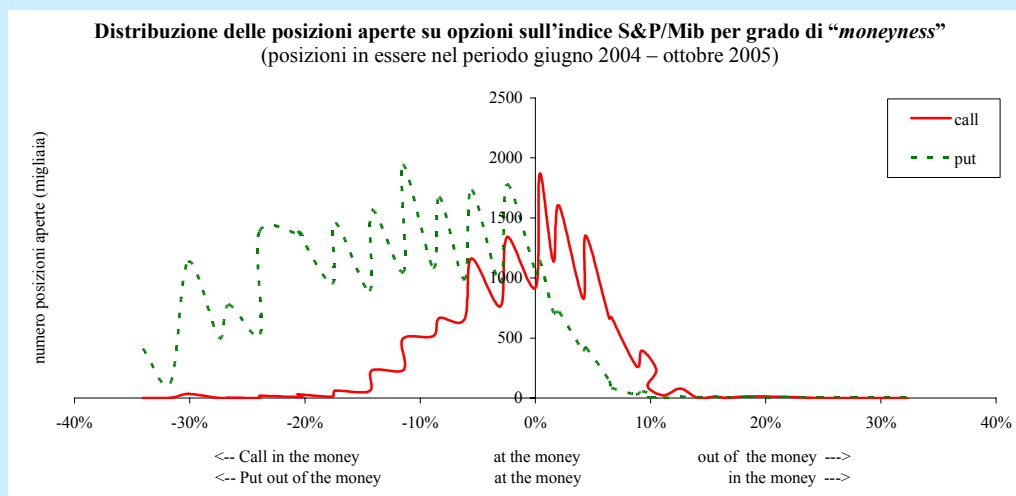
Riquadro 3

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

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

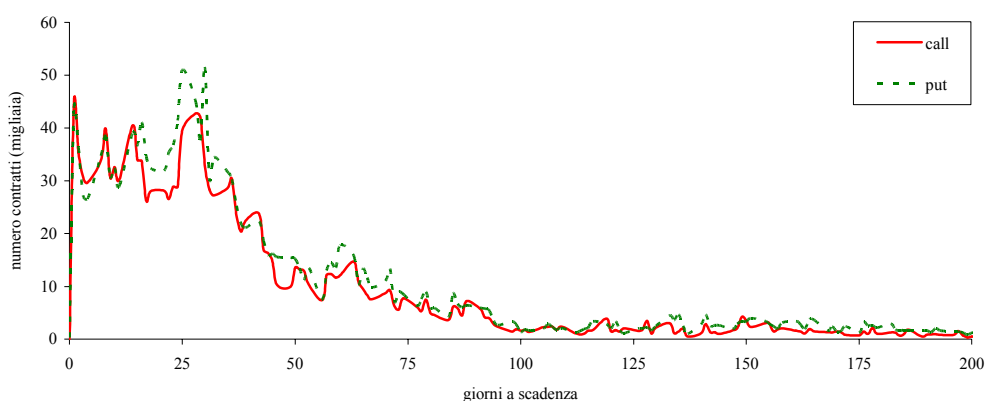


L'analisi degli scambi mostra che i contratti di tipo *put* (cioè il diritto a vendere) vengono scelti come strumento di copertura dal rischio di ribassi dell'indice; infatti, sebbene le negoziazioni si svolgano prevalentemente sulle serie cosiddette "*at the money*" (cioè con prezzo di esercizio vicino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



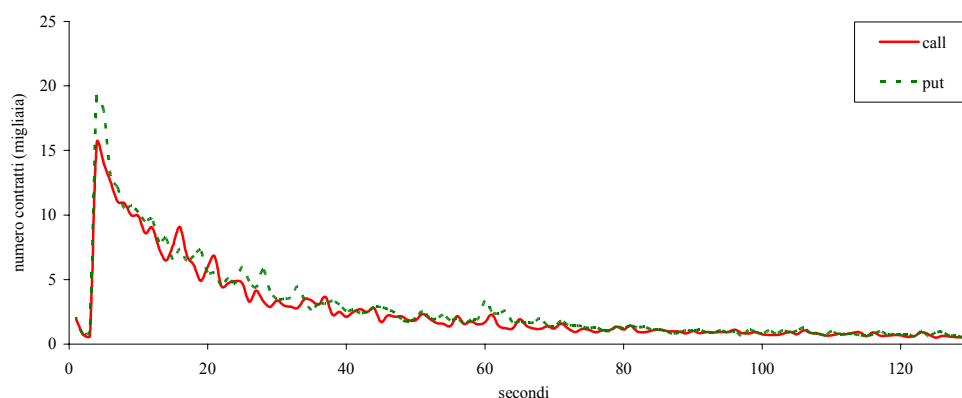
La distribuzione degli scambi sulle opzioni sull'indice in funzione della vita residua del contratto mostra che gli scambi aumentano in prossimità dei tre mesi che precedono la scadenza e raggiungono la massima intensità negli ultimi trenta giorni prima della scadenza stessa.

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



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

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



La finalità di trading, piuttosto che quella di copertura del rischio di credito, è la determinante fondamentale della crescita del mercato. Gli emittenti maggiormente utilizzati come entità sottostanti ai derivati sono società non finanziarie (che rappresentano oltre il 60 per cento delle posizioni lorde); seguono le banche, gli Stati e gli emittenti sovranazionali.

L'operatività sul mercato dei derivati creditizi risulta in crescita anche per le banche italiane, sebbene a un tasso inferiore a quello rilevato in ambito

internazionale (si veda il § 2. del successivo Capitolo III). Si rilevano, peraltro, le medesime tendenze osservate in ambito internazionale quanto a finalità dell'operatività e composizione dei contratti in essere per tipologia di strumento e di soggetto sottostante (o entità di riferimento). Talune regolarità empiriche accomunano, inoltre, il funzionamento del comparto dei *credit default swap* (Cds) aventi come entità di riferimento emittenti italiani a quello osservabile in altri paesi (Riquadro 4).

Riquadro 4

Il mercato italiano dei credit default swap

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

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

Quotazioni dei *credit default swap* per settore dell'emittente sottostante e scadenza del contratto¹
(gennaio – dicembre 2005)

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

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

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

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

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

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

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

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

3. Il mercato dei covered warrants e dei certificates

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

Tav. 13
Covered warrants e certificates quotati 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

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

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

I covered warrant plain vanilla continuano a essere i *securitised derivatives* più diffusi sul SeDeX, pesando per il 78 per cento sul totale degli strumenti quotati a fine anno (+ 40 per cento circa rispetto all'anno

precedente). Seguono gli investment certificates, che si ragguagliano a circa l'11 per cento del totale (registrando un calo di pari entità rispetto al 2004) e i leverage certificates, pari al 7 per cento del totale (+29 per cento rispetto al 2004). I covered warrant esotici/strutturati rappresentano tuttora una quota modesta del mercato (3,7 per cento) sebbene in crescita rispetto al 2004 (0,5 per cento) (Tav. 14).

Tav. 14

Tipologie di covered warrants e certificates quotati sul SeDeX
(situazione al 31 dicembre 2005)

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

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

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

due grandezze (e ciò equivale a trasformare il tasso variabile in fisso); in caso contrario non ha diritto ad alcun pagamento.

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

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

per cento al prezzo di mercato del sottostante per le *call* e superiore per le *put*) sono una quota esigua, risultando pari, rispettivamente, al 10 e al 7 per cento delle *call* e delle *put* (Tav. 15).

Tav. 15

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

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

Fonte: elaborazione Consob su dati Borsa Italiana.

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

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

10 delle circostanze in cui sono scaduti *deep in the money*).

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

4. I mercati obbligazionari

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

La dinamica negativa del mercato risulta più accentuata per talune categorie di emittenti. In particolare, le imprese medio-piccole e non quotate, nonostante il livello ancora relativamente basso dei tassi di interesse e degli *spread*,

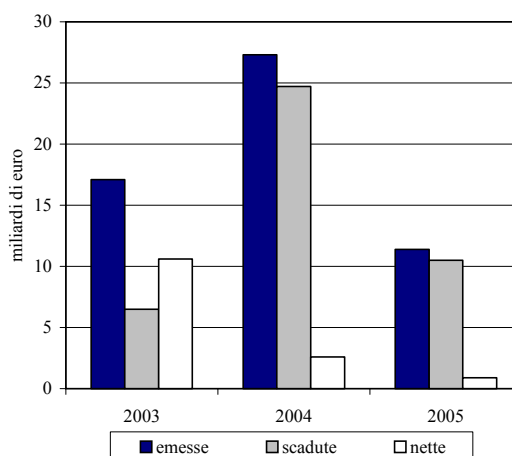
continuano a registrare difficoltà di accesso al mercato. Nel corso del 2005, inoltre, anche alcune imprese di media dimensione con *bond* in scadenza hanno preferito rifinanziare il debito ricorrendo al credito bancario, ovvero a operazioni più complesse di ristrutturazione che talvolta hanno implicato aumenti di capitale e la ridefinizione dell'assetto proprietario.

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

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

Fig. 29

Emissioni obbligazionarie di gruppi non finanziari italiani



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

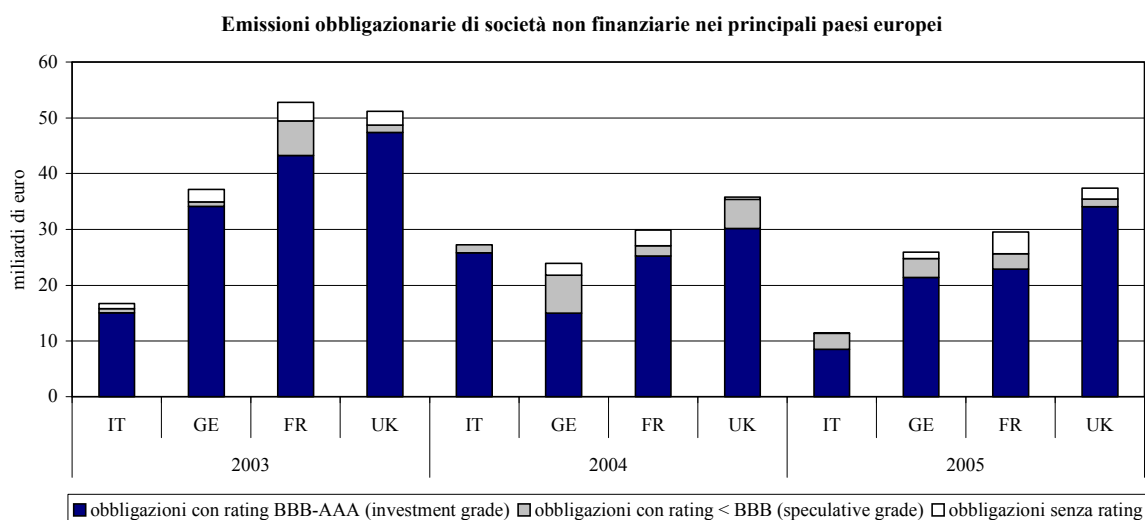
Le emissioni lorde effettuate dai gruppi italiani risultano nettamente inferiori a quelle effettuate dalle imprese dei principali paesi europei. Nel 2005 le emissioni obbligazionarie dei gruppi francesi e tedeschi sono state pari a più del doppio delle emissioni italiane, mentre le emissioni dei gruppi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

La domanda di *corporate bond* a livello europeo ha continuato a essere elevata, come emerge dal fatto che, anche nel 2005, il livello dei differenziali fra i

rendimenti dei *corporate bond* in euro e quelli dei titoli di Stato è rimasto su valori storicamente molto bassi (Fig. 31).

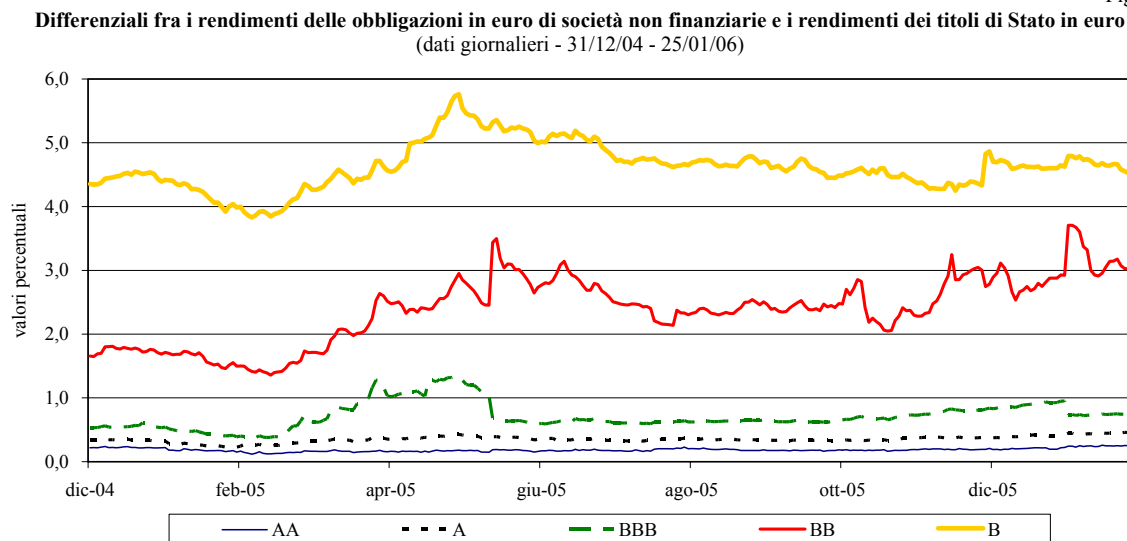
In particolare, per i bond con rating più elevati (AA e A) gli spread sono rimasti sostanzialmente invariati, mentre i bond con rating BBB e BB hanno in parte risentito dell'impatto del downgrading di General Motors (GM) e Ford in aprile. Successivamente, nel mese di agosto, il fallimento della società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

Fig. 30



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

Fig. 31



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

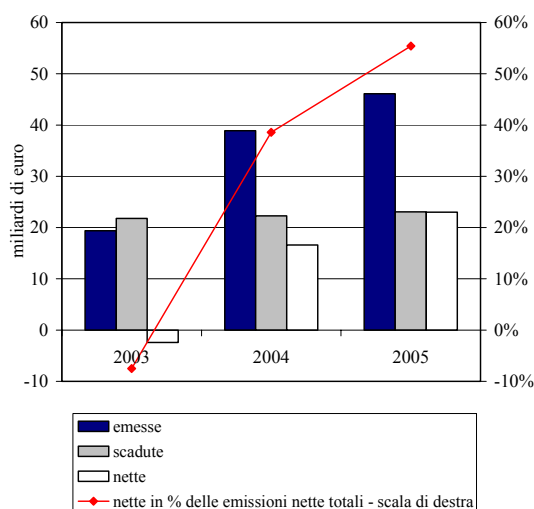
Nel 2005 si è intensificata l'attività di raccolta obbligazionaria sull'euromercato da parte dei gruppi bancari italiani, con emissioni lorde per circa 46 miliardi di euro. Le emissioni nette sull'euromercato, pari a 23,0 miliardi di euro (16,6 nel 2004), pesano per il 55 per cento sulla raccolta netta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

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

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

Fig. 32

Emissioni obbligazionarie dei gruppi bancari italiani collocate presso investitori istituzionali



Fonte: elaborazioni Consob 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.

Per ciò che riguarda la composizione dello *stock* complessivo di obbligazioni di banche italiane, si osserva una continua tendenza alla riduzione del peso delle obbligazioni con opzioni *put* o

call, che rappresentavano quasi l'intero stock di obbligazioni a metà degli anni novanta, mentre continua a crescere il peso delle obbligazioni strutturate (Fig. 33).

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

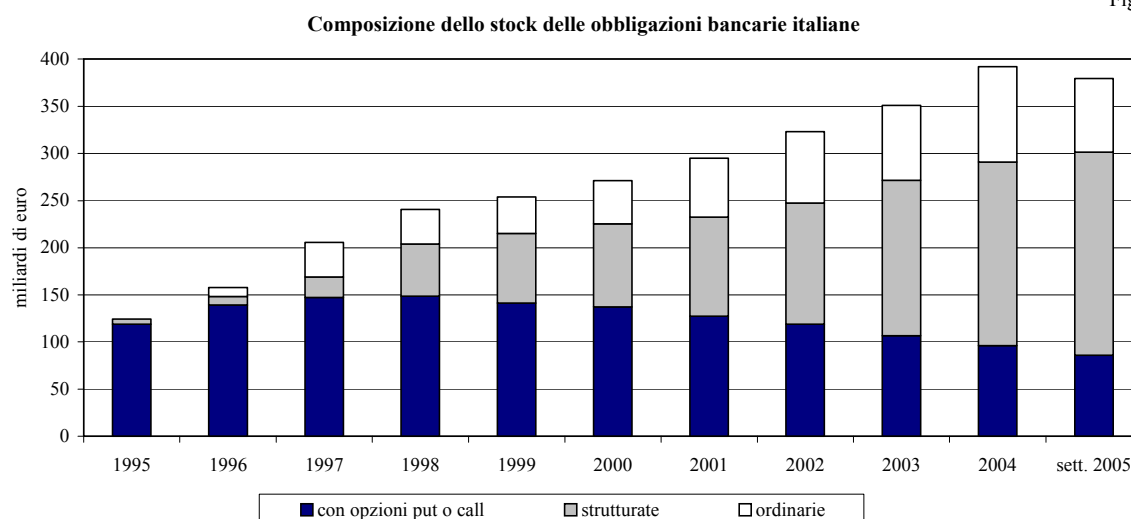
Va, altresì, evidenziato che, in termini percentuali, le strutture cosiddette "miste" (che combinano diverse modalità di parametrizzazione del rendimento secondo schemi tipici di più di una tipologia di obbligazione strutturata) ricoprono una quota pari a circa il 20 per cento; il loro tasso di crescita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

infatti, una relazione diretta tra la complessità del prodotto e i costi della sua gestione in termini di controllo dei rischi, oltre che in termini di premio per il rischio da riconoscere all'investitore.

Quanto al mercato secondario, gli scambi di titoli obbligazionari su mercati regolamentati italiani si sono ridotti del 12 per cento circa, passando da 2.478 a 2.193 miliardi di euro (Appendice, Tav. A.16).

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

Fig. 33



Fonte: elaborazioni Consob su dati Kler's.

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

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

Operatività dei sistemi di scambi organizzati italiani

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

Fonte: Consob.

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

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

Tra le tipologie di titoli trattati assumono rilevanza anche le obbligazioni *corporate* emesse da soggetti esteri facenti parte di gruppi italiani quotati, inizialmente collocate presso investitori istituzionali. Per alcuni di questi titoli, per i quali maggiori sono gli elementi di rischio in merito alla solvibilità dell'emittente, risultano particolarmente

rilevanti i profili di correttezza degli intermediari negoziatori, di liquidità del titolo e di informativa, in particolare se la controparte è un investitore *retail*.

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

Tav. 17

Titoli negoziati e contratti conclusi sugli scambi organizzati italiani

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

Fonte: Consob.

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

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

Tav. 18

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

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

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

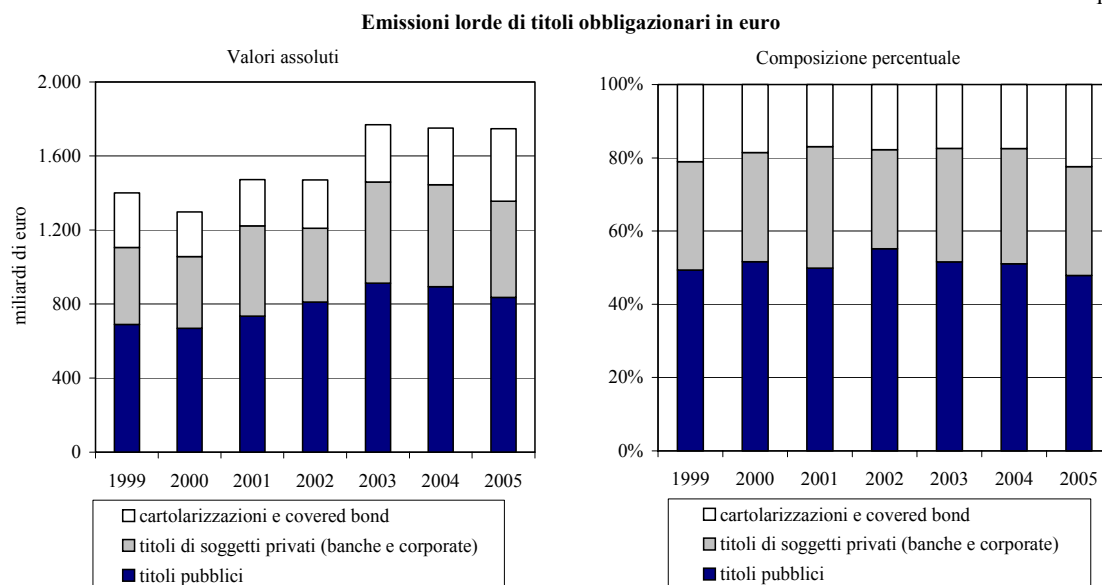
La ripartizione delle negoziazioni di obbligazioni corporate emesse da gruppi italiani per ammontare del prestito mostra che la riduzione degli scambi, pur essendo generalizzata per tutte le categorie di prestiti, è particolarmente marcata per le emissioni di piccole dimensioni. Per questa categoria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

5. Il mercato delle asset backed securities e dei covered bonds

Le obbligazioni emesse a fronte di operazioni di cartolarizzazione di crediti o altri asset (cosiddette *asset backed securities*) e i *covered bond* costituiscono un segmento del mercato obbligazionario che sta assumendo un'importanza crescente in Europa, mentre negli Stati Uniti tali strumenti rappresentano ormai da diversi anni uno dei comparti più importanti dell'intero sistema finanziario americano.

Sulla base dei dati della Commissione Europea, a partire dal 1999 i *covered bond* e le obbligazioni derivanti da cartolarizzazioni hanno rappresentato una quota oscillante intorno al 20 per cento circa delle emissioni complessive di titoli obbligazionari in euro; in valore assoluto hanno raggiunto quasi 400 miliardi di euro nel 2005 (Fig. 34).

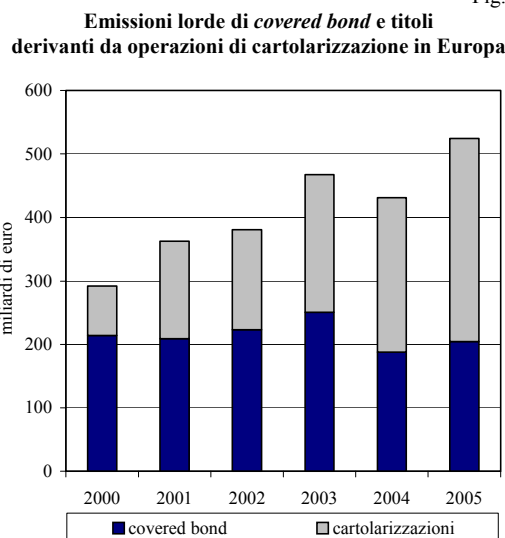
Fig. 34



Fonte: elaborazioni Consob su dati della Commissione Europea (Direzione Generale Affari Economici e Finanziari).

Le statistiche pubblicate dal *European Securitization Forum* (Esf), che tengono conto anche delle emissioni in valute diverse dall'euro effettuate da emittenti europei (in particolare, di quelle in sterline effettuate da emittenti inglesi), mostrano che le emissioni di *covered bond* e di obbligazioni derivanti da cartolarizzazioni da parte di emittenti europei (in qualsiasi valuta) sono passate da poco meno di 300 miliardi di euro nel 2000 a oltre 500 miliardi nel 2005. La crescita, tuttavia, è dovuta interamente al comparto dei titoli derivanti da cartolarizzazioni, le cui emissioni sono passate da circa 100 a oltre 300 miliardi di euro, mentre i collocamenti di *covered bond* (effettuati per circa il 75 per cento da banche tedesche) sono rimasti stabili intorno ai 200 miliardi di euro all'anno (Fig. 35).

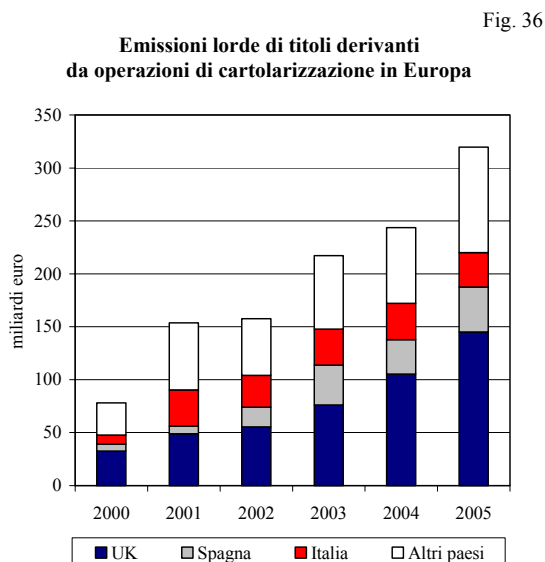
Fig. 35



Fonte: elaborazioni Consob su dati *European Securitization Forum*.

Con riferimento specifico alle obbligazioni legate a operazioni di cartolarizzazione, i dati del Esf indicano che agli emittenti inglesi è ascrivibile la quota preponderante delle emissioni (circa

il 45 per cento nel 2005), mentre Italia e Spagna stanno emergendo come i mercati più importanti dopo quello inglese (Fig. 36).

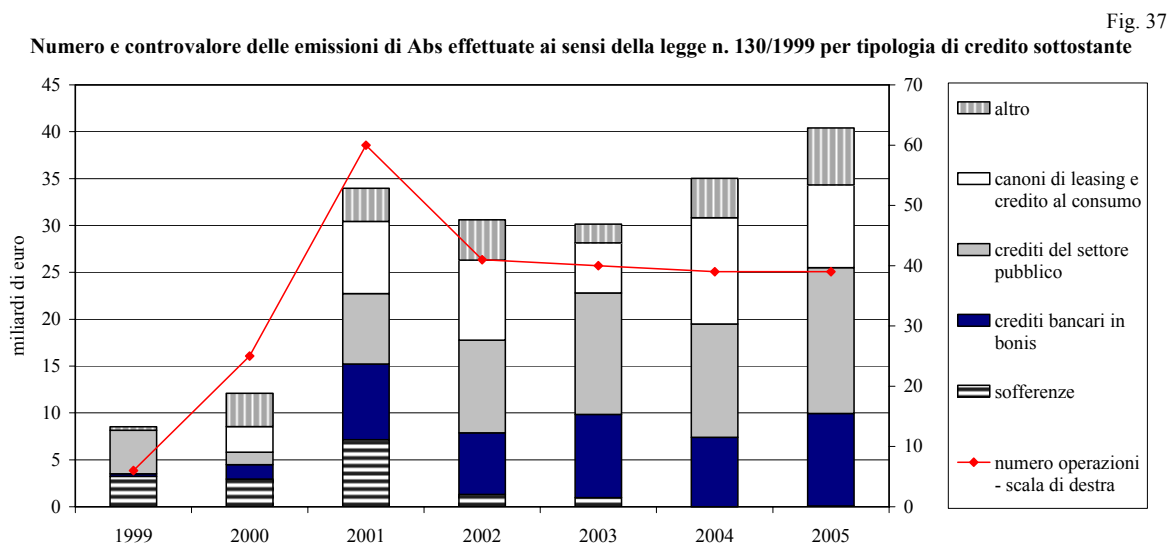


Fonte: elaborazioni Consob su dati *European Securitization Forum*.

Con specifico riferimento al mercato italiano, nel corso del 2005 le emissioni di titoli a seguito di operazioni di cartolarizzazione dei crediti hanno registrato un incremento di poco più del 15 per cento rispetto all'anno precedente,

raggiungendo un ammontare pari a circa 40 miliardi di euro. È invece rimasto stabile a 39 il numero di operazioni (Fig. 37).

La ripartizione delle Abs emesse nel 2005 per tipologia di credito sottostante mostra la prevalenza, per numero di operazioni, dei titoli riferibili ai crediti di soggetti pubblici, per effetto del consistente programma di cartolarizzazioni di diverse tipologie di crediti e assets (in particolare immobili pubblici e crediti contributivi) avviato già da diversi anni; seguono le operazioni relative ai crediti in bonis e a quelli da canoni leasing (Appendice, Tav. A.17). È ormai marginale, invece, il peso dei crediti in sofferenza, che si è progressivamente contratto a seguito del venir meno della disciplina civilistica e fiscale di favore prevista dalla legge n. 130/1999 per le operazioni effettuate entro due anni dalla data di entrata in vigore della legge stessa. Nel 2005 si sono aggiunte, inoltre, le prime due operazioni di covered bond effettuate dalla Cassa Depositi e Prestiti sulla base di un provvedimento legislativo ad hoc varato nel 2003.



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

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

viceversa, l'ammontare riferibile alla cessione di crediti per canoni di leasing, da circa 9 a 7 miliardi di euro, e il relativo peso sul totale delle emissioni (dal 25 al 17 per cento nel periodo considerato).

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

Tav. 19

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

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

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

III – GLI INTERMEDIARI E LE FAMIGLIE

1. Struttura del settore dell'intermediazione mobiliare

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

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

Tav. 20

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

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

Fonte: elaborazioni Consob su segnalazioni statistiche di vigilanza.

In termini di incidenza dei ricavi, l'attività delle Sim si è ormai polarizzata sulla

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

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

Tav. 21

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

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

Fonte: Consob.

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

Le cancellazioni dall'Albo Sim, pari a 11 (a fronte di 4 nuove iscrizioni), sono ascrivibili prevalentemente alla volontaria uscita dal mercato di soggetti marginali (7 casi); in 3 casi si sono registrate fusioni in Sgr o banche, mentre in un caso si è avuta la trasformazione in banca (Appendice, Tav. A.18).

Con riferimento, invece, alla gestione di patrimoni su base collettiva, si

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

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

Tav. 22

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

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

Fonte: archivio Consob sui prospetti informativi.

Tav. 23

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

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

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

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

2. I gruppi bancari

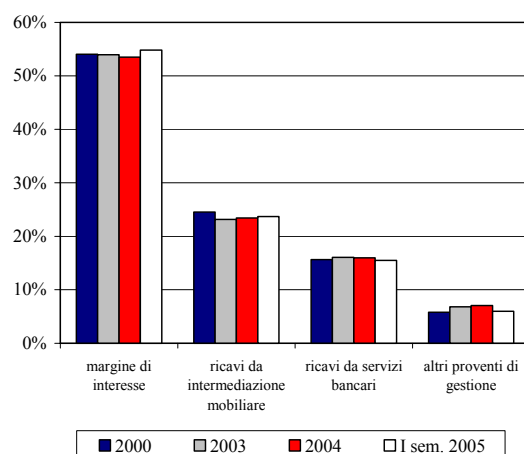
Oltre alla presenza, ormai dominante, delle banche e dei gruppi bancari, il settore dell'intermediazione mobiliare si va caratterizzando per un crescente livello di concentrazione. Ai primi 10 gruppi bancari per totale attivo è riferibile il 64 per cento circa del risparmio gestito e il 61 per cento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

Fra il 2000 e il 2004 la composizione dei ricavi complessivi (margine di intermediazione) dei primi 10 gruppi bancari italiani è rimasta sostanzialmente stabile; si è registrata una lieve riduzione dell'incidenza del margine di interesse (dato essenzialmente dalla

differenza fra interessi attivi e passivi), risalito però intorno al 55 per cento nel primo semestre 2005, mentre il peso dei ricavi da servizi bancari è rimasto stabile attorno al 15 per cento. Il peso dei ricavi da intermediazione mobiliare risulta, invece, in lieve flessione rispetto al 2000, rappresentando comunque poco meno di un quarto dei ricavi complessivi dei maggiori gruppi bancari italiani (Fig. 38).

Fig. 38

Composizione del margine di intermediazione dei primi 10 gruppi bancari italiani



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

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

dimezzata l'incidenza delle commissioni nette da negoziazione in conto terzi, poi in parte risalita nel primo semestre 2005 (Fig. 39).

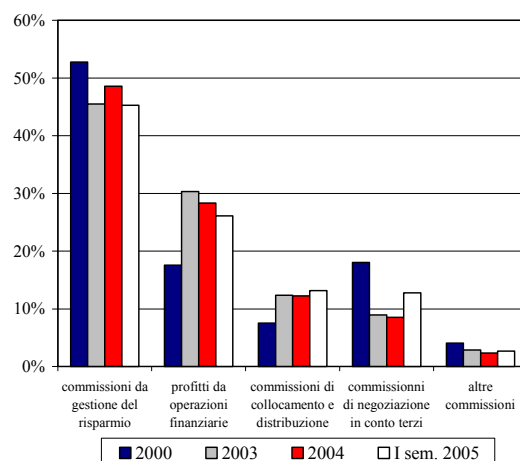
Nel confronto internazionale la struttura dei ricavi dei principali gruppi bancari italiani risulta sensibilmente diversa da quella dei maggiori gruppi tedeschi e francesi, mentre è più simile a quella delle banche inglesi (Riquadro 5).

I dati in valore assoluto mostrano che, fra il 2000 e il 2004, le commissioni nette per servizi di investimento e per gestioni collettive si sono sensibilmente ridotte, passando da 9,3 a 8,1 miliardi di euro (- 13 per cento circa), mentre i

profitti da operazioni finanziarie sono cresciuti da 2,0 a 3,2 miliardi di euro (+ 60 per cento circa; Tav. 24).

Fig. 39

Composizione dei ricavi da intermediazione mobiliare dei primi 10 gruppi bancari italiani



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

Tav. 24

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

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

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

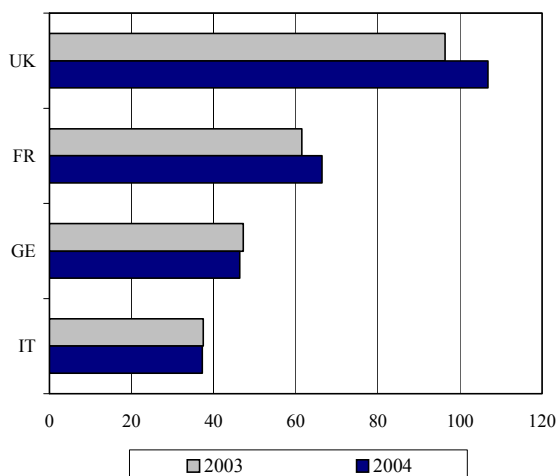
Riquadro 5

Dimensione e struttura dei ricavi dei principali gruppi bancari europei

In termini di ricavi netti (margine di intermediazione), la dimensione media dei primi 5 gruppi bancari italiani risulta sensibilmente inferiore a quella delle maggiori banche dei principali paesi europei. La dimensione media dei primi 5 gruppi italiani è pari a meno della metà di quella dei primi 5 gruppi inglesi (Barclays, HSBC, Royal Bank of Scotland, HBOS e Lloyd's TSB) e a meno dei due terzi di quella dei primi 5 gruppi francesi (BNP Paribas, Société Générale, Crédit Agricole, Banques Populaires Group e Credit Mutuel CIC); meno marcato risulta, invece, il divario rispetto ai primi 5 gruppi tedeschi (Deutsche Bank, Commerzbank, Dresdner Bank, Bayerische HVB e Postbank).

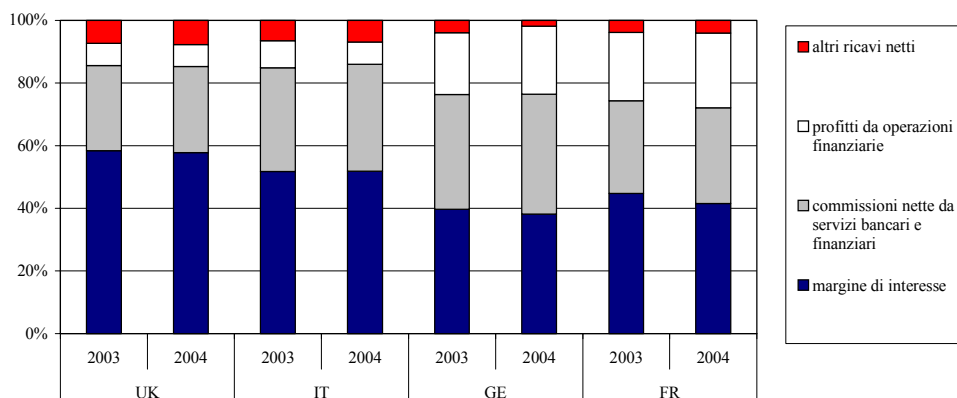
La struttura dei ricavi dei grandi gruppi bancari italiani presenta alcune diversità rispetto a quella delle altre grandi banche europee. Per le banche italiane il peso del margine di interesse sul totale dei ricavi è pari al 50 per cento circa, contro il 40 per cento circa per le banche francesi e tedesche; il peso del margine di interesse risulta, invece, più alto per le banche inglesi (poco meno del 60 per cento). L'incidenza delle commissioni nette da servizi bancari e finanziari risulta più elevata per le banche tedesche (38 per cento circa), contro il 34 per cento delle banche italiane, il 30 per cento circa per le banche francesi e il 27 per le banche inglesi. L'incidenza dei ricavi dall'attività di *trading* (profitti da operazioni finanziarie) risulta, invece, più elevata per le banche francesi (24 per cento circa) e tedesche (20 per cento circa), contro il 7 per cento circa per le banche italiane e inglesi.

Ricavi netti dei primi 5 gruppi bancari
(valori in miliardi di euro)



Fonte: elaborazioni su bilanci societari. Sono esclusi i ricavi dell'attività assicurativa.

Composizione dei ricavi netti dei primi 5 gruppi bancari nei principali paesi europei



Fonte: elaborazioni su bilanci societari. Sono esclusi i ricavi dell'attività assicurativa.

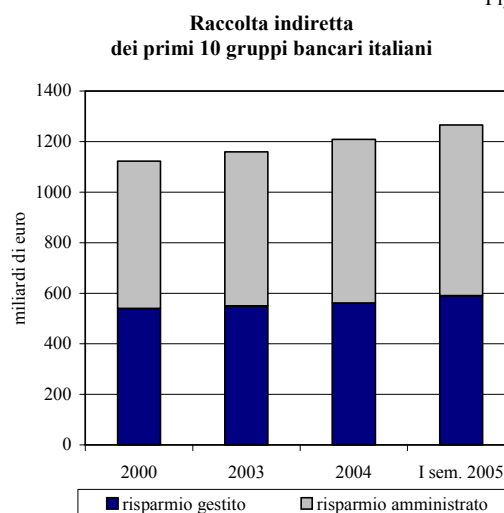
Più in dettaglio, le commissioni nette per la negoziazione in conto terzi si sono dimezzate, passando da 2 a circa 1 miliardo di euro, e quelle legate alle gestioni individuali si sono ridotte da 1 miliardo di euro a circa 700 milioni di euro (- 30 per cento); le commissioni nette da collocamento sono,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

Nonostante la riduzione in valore assoluto delle commissioni nette da gestione del risparmio (gestioni collettive, individuali e banca depositaria), si osserva una sostanziale stabilità della massa gestita dei principali gruppi bancari (passata da 540 miliardi di euro nel 2000 a 590 a giugno 2005). L'ammontare della cosiddetta "raccolta indiretta" (risparmio gestito più risparmio amministrato) è, invece, sensibilmente cresciuto, da circa 1.100 a 1.250 miliardi di euro (+ 13 per cento circa), grazie alla crescita del risparmio amministrato, passato da 582 a 675 miliardi di euro (+ 16 per cento circa) (Fig. 40).

Sul fronte, invece, della raccolta diretta, nel primo semestre 2005 si registra una sostanziale stabilità del peso della raccolta rappresentata da obbligazioni e altri titoli (passività subordinate e certificati di deposito) attorno al 32 per cento circa della raccolta diretta totale (Fig. 41).

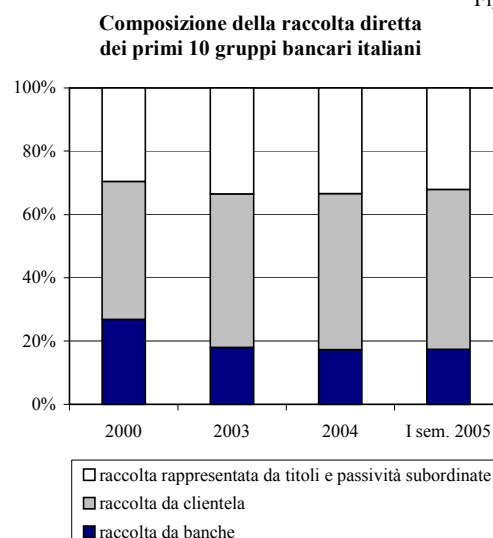
Passando al portafoglio titoli di proprietà, i dati di bilancio dei maggiori gruppi bancari mostrano una crescita che inverte il trend del periodo 2000-2003.

Fig. 40



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

Fig. 41



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

I dati delle prime semestrali 2005 redatte sulla base degli Ias/Ifrs mettono in evidenza separatamente la nuova voce "attività disponibili per la vendita" (mentre si assume che gli altri due aggregati introdotti dagli Ias/Ifrs, "attività detenute fino a scadenza" e "attività di negoziazione",

coincidano, rispettivamente, con la previgente distinzione fra titoli “immobilizzati” e “non immobilizzati”). Le nuove informazioni contabili basate sugli Ias/Ifrs consentono di evidenziare separatamente il valore di mercato netto dei derivati di negoziazione e di copertura (mentre con i precedenti principi contabili le posizioni in derivati rimanevano off balance sheet).

I dati al primo semestre 2005 secondo gli Ias/Ifrs mostrano una forte crescita delle attività finanziarie, imputabile essenzialmente alla nuova voce “attività disponibili per la vendita” (Fig. 42).

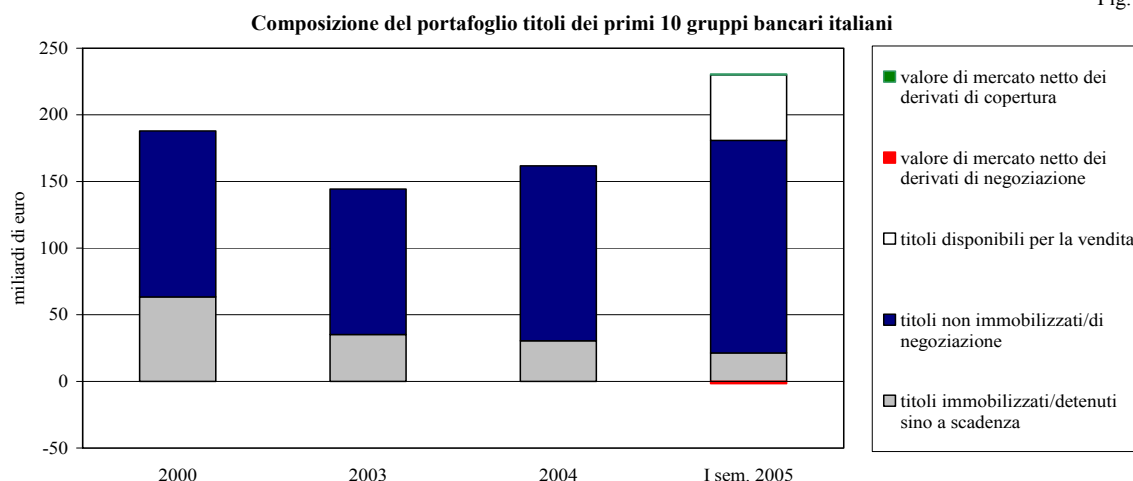
Si tratta, tuttavia, di una voce che introduce un'inevitabile discontinuità nella serie, poiché include sia titoli in precedenza classificati nelle partecipazioni (e quindi non evidenziati nei dati 2000-2004) sia titoli e partecipazioni del business assicurativo che prima non comparivano nei bilanci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

Pur escludendo le attività disponibili per la vendita, la crescita del portafoglio titoli rispetto al 2004 risulta assai marcata (circa 19 miliardi di euro, + 11,8 per cento) e conferma il trend della crescita del

portafoglio di negoziazione a scapito di quello immobilizzato. Il valore di mercato netto dei derivati risulta, invece, del tutto marginale rispetto alla dimensione del portafoglio titoli (+ 700 milioni di euro per i derivati di copertura e -1,7 miliardi di euro per i derivati di negoziazione). Tuttavia, per alcuni grandi gruppi bancari il valore netto assai modesto risulta dalla compensazione di posizioni con valore di mercato positivo e negativo che, prese in valore assoluto, hanno un ordine di grandezza paragonabile a quello dell'intero portafoglio titoli. Se, dunque, i rischi di mercato di queste posizioni in derivati sono probabilmente limitati (poiché movimenti dei tassi o dei corsi azionari hanno verosimilmente effetti positivi e negativi che tendono a bilanciarsi), rimane tuttavia un forte rischio di controparte, soprattutto per i derivati cosiddetti Otc.

Prendendo in considerazione la somma delle partecipazioni e delle attività finanziarie (incluse quelle “disponibili per la vendita”) si ottiene, invece, un aggregato più omogeneo con il medesimo aggregato calcolato con i bilanci 2000-2004, salvo il fatto che le attività disponibili per la vendita contengono titoli e attività finanziarie di società dissimili (in particolare assicurative) in precedenza

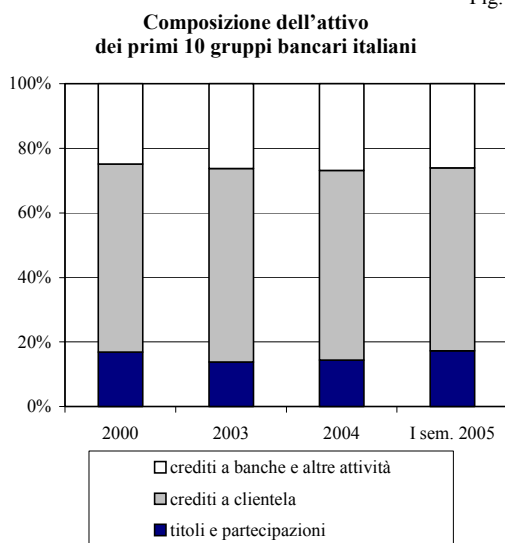
Fig. 42



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

escluse dal perimetro di consolidamento. Pur con questa limitazione, il peso dell'aggregato "portafoglio titoli + partecipazioni" sul totale dell'attivo dei primi 10 gruppi bancari cresce, dal 14,4 per cento nel 2004 al 17,2 per cento al primo semestre 2005, a fronte di una contrazione del peso dei crediti alla clientela, che passa dal 58,8 per cento al 56,8 per cento (Fig. 43).

Fig. 43



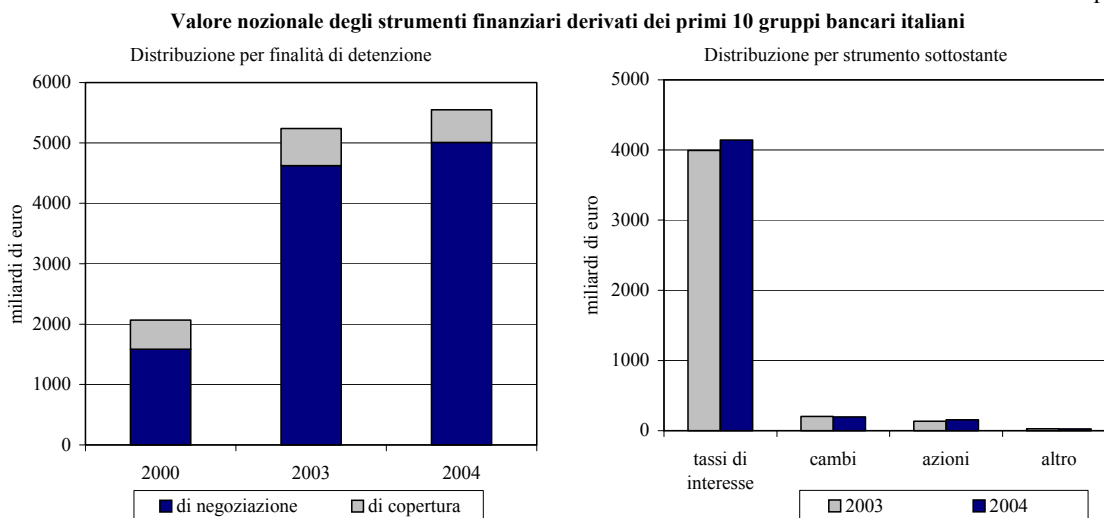
Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati e relazioni semestrali. Dati di fine periodo. Confronta Note metodologiche.

Nonostante il valore di mercato modesto delle posizioni in strumenti

derivati, l'operatività dei principali gruppi bancari italiani su questi strumenti ha registrato un fortissimo aumento. Fra il 2000 e il 2003 il controvalore nozionale dei contratti derivati in portafoglio è più che raddoppiato, passando da circa 2.000 a oltre 5.000 miliardi di euro; nel 2004 le posizioni in strumenti derivati sono ulteriormente cresciute, arrivando a circa 5.300 miliardi di euro (+ 6,2 per cento; si veda il § 2. del precedente Capitolo II). Il valore nozionale delle posizioni in derivati risulta pari a quasi 5 volte il totale attivo (a fine 2004) dei gruppi bancari considerati (Fig. 44).

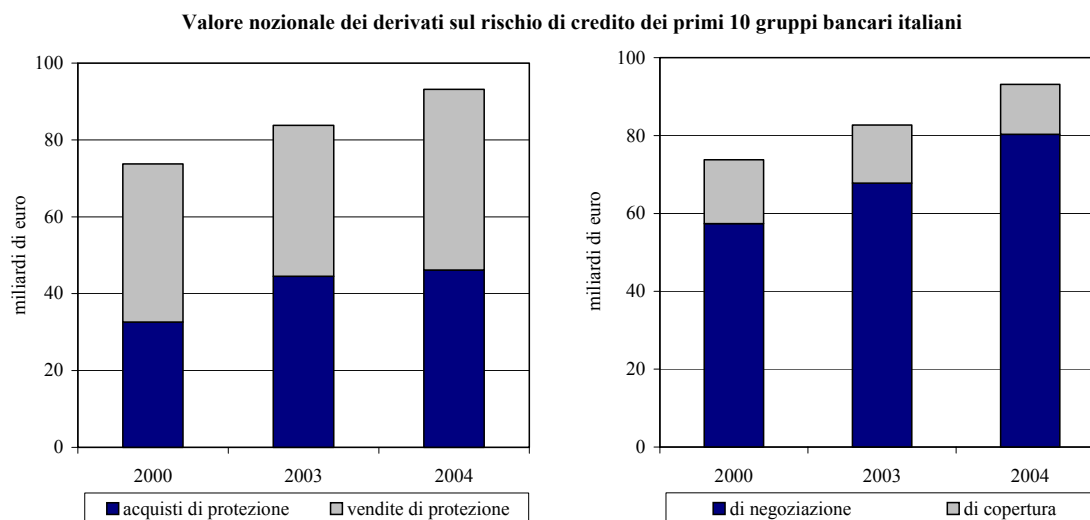
Circa il 90 per cento delle posizioni in derivati è classificato dalle banche nel portafoglio di negoziazione, mentre la parte rimanente ha finalità di copertura. Mentre il valore nozionale delle posizioni di copertura è rimasto sostanzialmente invariato fra il 2000 e il 2004, intorno ai 450 milioni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

Fig. 44



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

Fig. 45



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

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

Per ciò che riguarda, invece, i derivati sul rischio di credito, cosiddetti credit derivatives, i dati di bilancio indicano una crescita dell'operatività pure elevata ma più uniforme. Il controvalore nozionale dei contratti è passato infatti da 70 a 90 miliardi di euro circa fra il 2000 e il 2004 (Fig. 45).

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

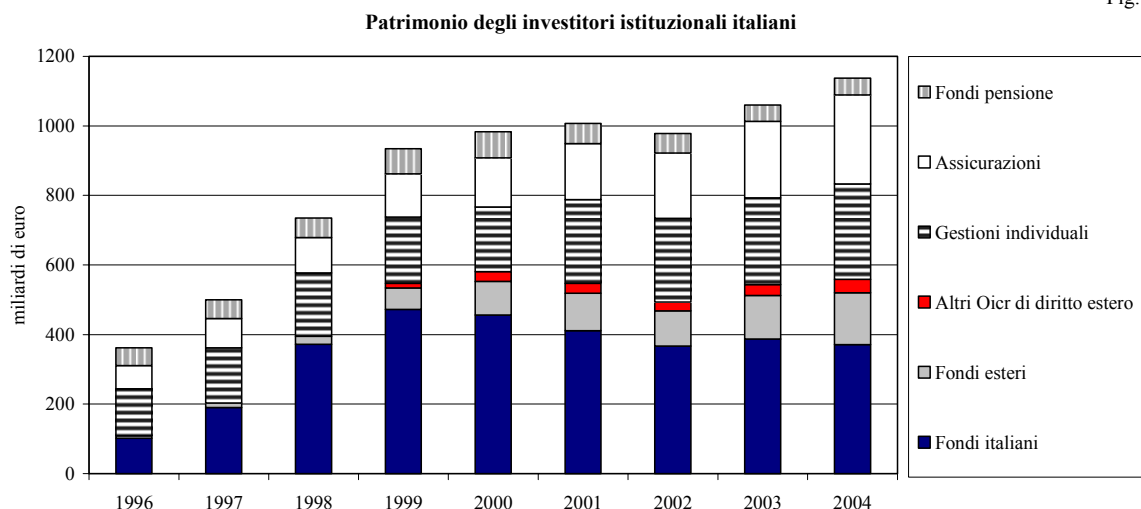
negoziazione. Le vendite di protezione sono pressoché bilanciate con gli acquisti di protezione.

L'operatività in credit derivatives è legata, per alcune banche, ad operazioni di cartolarizzazione cosiddette "sintetiche"; in tali casi la banca, invece di cedere i crediti ad apposite società (come, invece, accade per le normali cartolarizzazioni), stipula un contratto di credit default swap (Cds) con altre istituzioni finanziarie con il quale si copre dal rischio di insolvenza su un determinato portafoglio di crediti. In tal modo i crediti coperti possono beneficiare di ponderazioni più basse ai fini del calcolo del patrimonio di vigilanza.

3. Gli investitori istituzionali

Il patrimonio degli investitori istituzionali (ossia gestioni collettive, gestioni individuali, fondi pensione e assicurazioni del ramo vita) è cresciuto, a fine 2004, del 7,2 per cento rispetto all'anno precedente, portandosi a circa 1.137 miliardi di euro (Fig. 46).

Fig. 46



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

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

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

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

In particolare, a fronte della contrazione del peso dei fondi italiani, passato dal 44,5 per cento a fine 2004 a poco più del 43 per cento nel primo semestre del 2005, si registra una sostanziale stabilità della quota riferibile ai fondi esteri controllati da gruppi italiani (attestatasi attorno al 18 per cento). Si rileva, peraltro, un lieve incremento del peso degli Oicr di diritto estero (dal 4,7 al 5 per cento) e delle gestioni individuali (dal 33,0 al 33,7 per cento) (Tav. 25).

Nei primi nove mesi del 2005 la crescita del patrimonio gestito dai fondi comuni di investimento nell'Unione Europea è risultata in linea con quella registrata negli Stati Uniti (pari a circa il 20 per cento; Appendice, Tav. A.19).

In ambito europeo le quote di mercato ascrivibili ai paesi esaminati hanno registrato, rispetto al 2004, alcuni cambiamenti. Mentre Francia e Lussemburgo continuano a detenere la quota di mercato maggiore (rispettivamente 27 e 24 per cento circa), l'Italia è passata dal terzo al quinto

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

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

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

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

Con riguardo alla composizione per tipologia di fondo, nei primi nove mesi del 2005 il mercato europeo ha sperimentato una lieve inversione di tendenza rispetto agli anni precedenti. In particolare, è cresciuta la quota di patrimonio gestita dai fondi azionari (passato da 35,5 per cento a fine 2004 a 37,4 per cento a settembre 2005) a seguito sia

dell'aumento della raccolta netta (al quale è ascrivibile un contributo alla crescita del peso dei fondi azionari stimato attorno al 35 per cento), sia dell'andamento dei mercati azionari. Viceversa, si è ridotta la quota dei fondi monetari (dal 21,6 al 19,6 per cento) e quella dei fondi obbligazionari (dal 21 al 19,6 per cento) (Fig. 47).

Con riferimento al mercato statunitense, la composizione del patrimonio gestito dai fondi comuni di investimento ha mostrato andamenti simili a quelli registrati per il mercato europeo: è, infatti, aumentato il peso dei fondi azionari (passati dal 54,1 nel 2004 al 55,4 nel settembre 2005), a fronte della flessione della quota riferita ai fondi monetari (da 23,6 a 22,3 nel periodo considerato; Fig. 48).

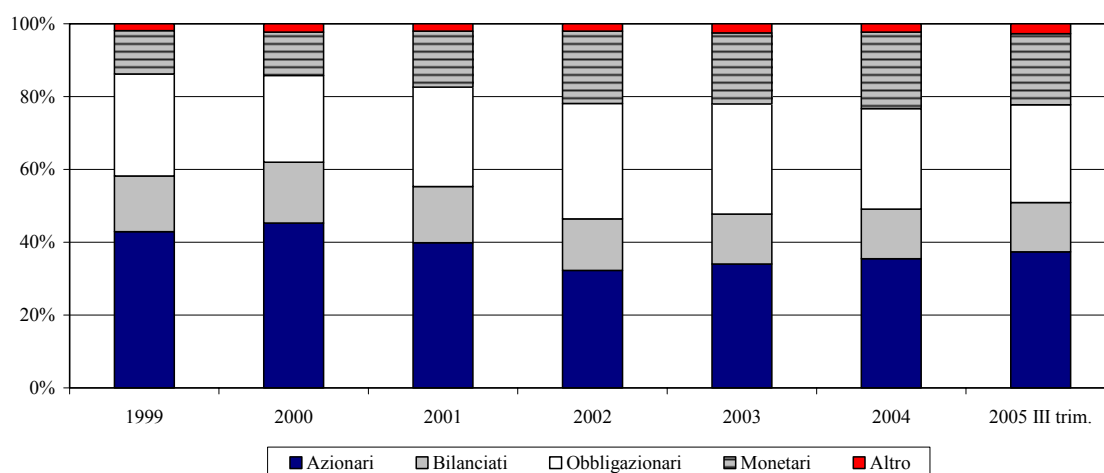
Nel corso del 2005 il mercato italiano dei fondi comuni di investimento ha registrato taluni cambiamenti significativi rispetto all'anno precedente. In particolare, è cresciuto il numero di Sgr operative (passate da 54 a 69), mentre è

proseguita la contrazione del numero dei fondi operativi (passati da 1.156 a 1.057) (Appendice, Tav. A.20). La raccolta netta è risultata negativa: in particolare, la differenza tra riscatti e sottoscrizioni si è attestata attorno a 14 miliardi di euro. Tale dato conferma il *trend* emerso a partire dal 2000. Il maggior contributo all'andamento negativo della raccolta è riferibile ai fondi di liquidità e ai fondi azionari (a differenza dell'anno precedente che ha fatto registrare la maggiore differenza tra

riscatti e sottoscrizioni per i fondi obbligazionari seguiti da quelli di liquidità). Il contributo negativo dei fondi azionari risulta non allineato alle tendenze rilevate per il mercato europeo e per quello statunitense. Nonostante la raccolta netta negativa, il patrimonio gestito, che nel 2004 aveva registrato una riduzione rispetto all'anno precedente, è aumentato portandosi a 386 miliardi di euro (+2,1 per cento), grazie alla crescita dei corsi.

Fig. 47

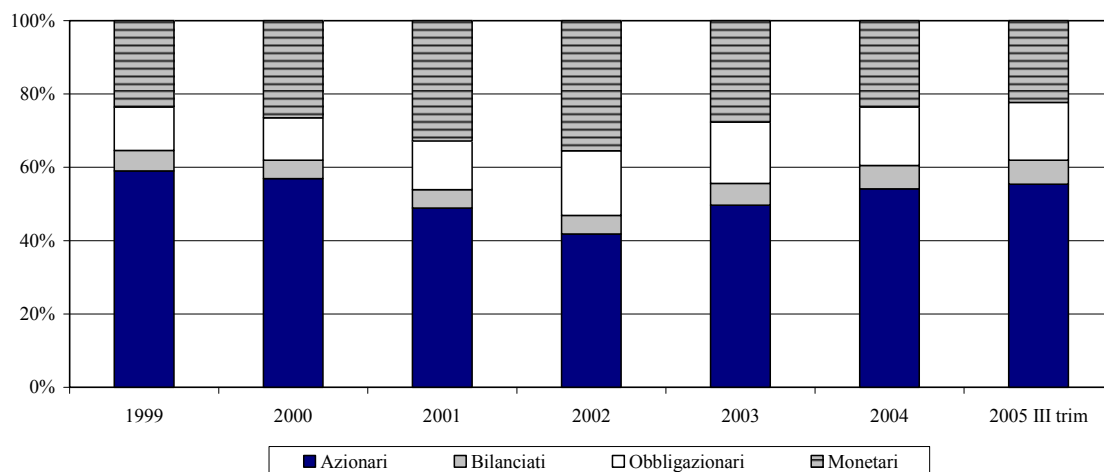
Composizione del patrimonio gestito da fondi comuni di investimento per tipologia di fondo in Europa



Fonte: Efama. Dati relativi ai Paesi di cui alla Tav. A.19 dell'Appendice. Dati di fine periodo.

Fig. 48

Composizione del patrimonio gestito da fondi comuni di investimento per tipologia di fondo negli Stati Uniti



Fonte: Efama. Dati di fine periodo.

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

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

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

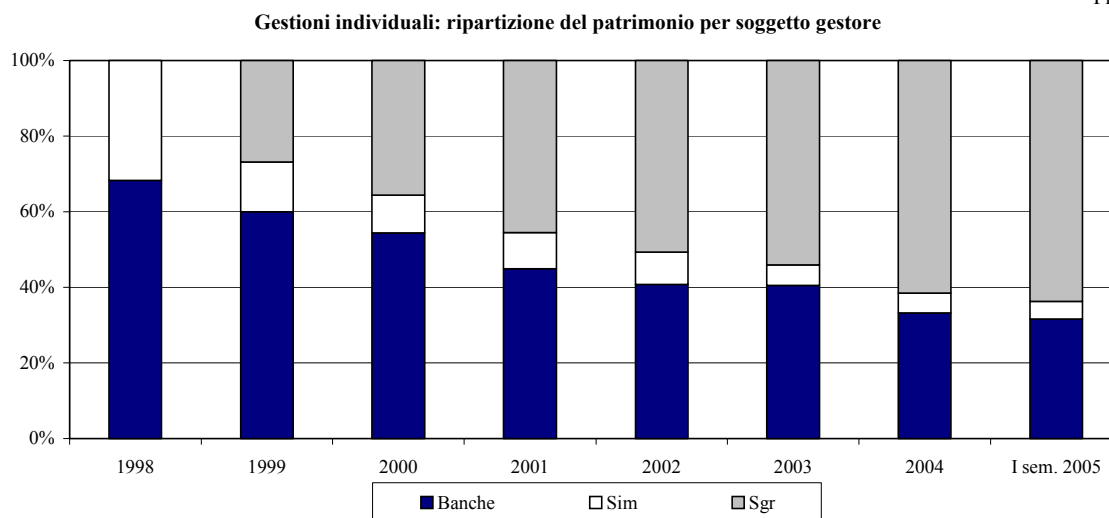
Il numero di soggetti di diritto estero operanti in Italia è aumentato rispetto all'anno precedente, passando da 188 a 205; è, viceversa, diminuito il numero di fondi commercializzati (-2 per cento circa; Appendice, Tav. A.21). La quota di operatori con sede legale in Lussemburgo risulta in diminuzione (77 per cento contro l'82 per cento dell'anno precedente), pur continuando a essere prevalente rispetto a quella degli operatori con sede legale in altri paesi.

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

patrimonio delle obbligazioni italiane (3 per cento) e delle azioni italiane (di poco superiore al 5 per cento) (Tav. 26).

Il patrimonio gestito su base individuale da banche, Sim e Sgr ha raggiunto, nella prima metà del 2005, 482 miliardi di euro, registrando una crescita del 7,4 per cento rispetto alla fine dell'anno precedente. Analogamente a quanto emerso negli anni precedenti, la quota di patrimonio gestita dalle banche ha registrato un'ulteriore contrazione, portandosi a giugno 2005 al 31,7 per cento (dal 33,3 di fine 2004). Continua a crescere, viceversa, la quota del patrimonio gestita dalle Sgr (passata da 61,5 a 63,6 per cento), mentre registra una lieve contrazione la quota ascrivibile alle Sim (da 5,2 a 4,7 per cento) (Fig. 49).

Fig. 49



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

Tav. 27

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

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

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

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

Con riferimento alla presenza dei titoli obbligazionari nel patrimonio gestito dalle Sgr sia su base individuale che collettiva, i dati al primo semestre del 2005 mostrano una netta prevalenza delle obbligazioni governative; seguono i titoli emessi da intermediari finanziari (bancari e non) e i titoli *corporate*; questi ultimi sono generalmente emessi da soggetti con *rating investment grade* (Riquadro 6).

Riquadro 6

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

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

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

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

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

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

Con riguardo alla composizione per area geografica, i titoli denominati in euro rappresentano circa il 60 per cento degli investimenti complessivi in obbligazioni. Con riferimento alla composizione settoriale, e prescindendo dagli investimenti in titoli governativi, si segnala un elevato grado di concentrazione sulle obbligazioni di emittenti bancari (5,5 per cento del totale). Il comparto delle società finanziarie comprende principalmente obbligazioni legate a operazioni di cartolarizzazione dei crediti (con un peso dell'1,8 per cento sul totale del 5,3) e obbligazioni emesse da società controllate da gruppi non finanziari (con un peso del 2,5 per cento). Tenuto conto che il peso dei titoli delle società non finanziarie è pari all'1,8 per cento, complessivamente il peso delle obbligazioni *corporate* è pari al 4,3 per cento.

Le obbligazioni *corporate* detenute sono generalmente caratterizzate da un giudizio sul merito di credito dei relativi emittenti superiore all'*investment grade*.

Il portafoglio obbligazionario *corporate* risulta, inoltre, caratterizzato da un significativo grado di concentrazione per emittente. I primi 10 emittenti rappresentano, infatti, il 40 per cento circa dell'investimento totale in *corporate bonds*; tra questi, i titoli del settore energetico e delle telecomunicazioni hanno un peso prevalente. L'incidenza dell'investimento sul totale dei debiti finanziari degli emittenti è normalmente maggiore per gli emittenti italiani rispetto agli emittenti esteri.

Principali investimenti in obbligazioni *corporate* da parte di fondi e gestioni patrimoniali istituite da Sgr
(situazione al 30 giugno 2005; valori monetari in milioni di euro)

	Valore nominale delle obbligazioni	Percentuale sul totale degli strumenti finanziari non derivati	Percentuale dei debiti finanziari consolidati dell'emittente	Rating S&P's	Rating Moody's
Telecom Italia	2.704,3	0,41	6,96	BBB+	Baa2
Enel	2.604,1	0,40	9,57	A+	Aa3
Deutsche Telekom	1.539,9	0,23	3,30	A-	A3
Autostrade	899,7	0,14	8,98	A	A3
General Electric	888,4	0,13	0,29	BBB	A3
France Telecom	816,0	0,12	1,88	A-	A3
Vodafone Group	537,0	0,08	3,03	A+	A2
Daimlerchrysler	512,6	0,08	0,77	BBB	A3
Italenergia - Edison	470,4	0,07	11,31	BBB+	Baa2
Veolia Environnement	394,0	0,06	2,40	BBB+	A3
<i>Totale</i>	<i>11.366,5</i>	<i>1,73</i>			

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

Fra il 2003 e il 2004 i costi operativi a carico degli Oicr aperti italiani in relazione al patrimonio netto gestito sono leggermente cresciuti (dall'1,18 all'1,23 per cento della massa gestita). Si registra una lieve flessione del costo dei fondi appartenenti alla categoria dei fondi flessibili (da 2,16 a 1,92 per cento). L'analisi delle componenti di costo mostra la prevalenza delle commissioni di gestione, pari a circa l'86 per cento del totale dei costi, una lieve riduzione del peso delle commissioni di incentivo e una

sostanziale stabilità dell'incidenza degli oneri totali di banca depositaria (Tav. 28).

Incrociando i dati sul livello di rischio sintetico indicato nel prospetto informativo dei fondi comuni aperti con i dati delle segnalazioni statistiche di vigilanza delle Sgr, emerge che oltre il 40 per cento del patrimonio gestito dei fondi comuni aperti è concentrato su prodotti che dichiarano nel prospetto informativo un livello di rischio sintetico "basso" (Fig. 50).

Costi a carico degli Oicr aperti armonizzati di diritto italiano
(valori percentuali)

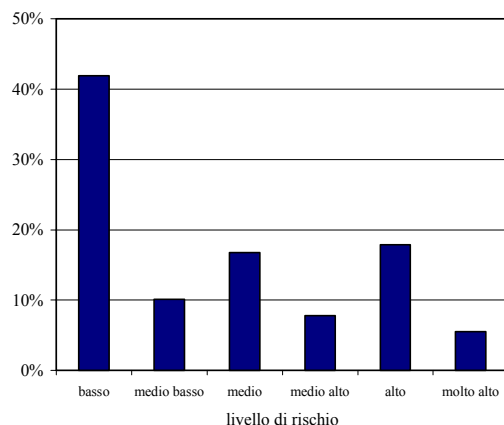
	Peso sulla massa gestita						Ripartizione percentuale ¹					
	Oneri totali di banca depositaria	Commissioni di gestione	Commissioni aggiuntive e altre commissioni	Commissioni di incentivo	Provvigioni corrisposte ad altri intermediari	Totale	Oneri totali di banca depositaria	Commissioni di gestione	Commissioni aggiuntive e altre commissioni	Commissioni di incentivo	Provvigioni corrisposte ad altri intermediari	Totale
2001												
Liquidità	0,05	0,32	..	..	..	0,37	13,2	86,4	..	0,4	0,1	100,0
Azionari	0,09	1,37	..	0,05	0,03	1,53	5,6	89,2	0,1	3,1	2,1	100,0
Obbligazionari	0,06	0,67	..	0,01	..	0,74	8,0	89,8	..	1,8	0,4	100,0
Bilanciati	0,06	0,93	..	0,01	0,02	1,02	6,0	91,0	..	1,5	1,6	100,0
Flessibili	0,09	1,06	0,09	0,15	0,01	1,39	6,3	75,9	6,2	10,7	0,9	100,0
<i>Totale</i>	<i>0,07</i>	<i>0,90</i>	<i>..</i>	<i>0,03</i>	<i>0,01</i>	<i>1,01</i>	<i>6,7</i>	<i>89,3</i>	<i>0,2</i>	<i>2,5</i>	<i>1,3</i>	<i>100,0</i>
2002												
Liquidità	0,06	0,46	..	..	..	0,53	11,7	87,9	..	0,2	0,3	100,0
Azionari	0,12	1,76	..	0,06	0,07	2,02	6,1	87,3	0,2	3,0	3,4	100,0
Obbligazionari	0,08	0,84	..	0,01	..	0,94	8,6	89,6	0,1	1,3	0,5	100,0
Bilanciati	0,09	1,09	..	0,02	0,03	1,23	7,7	88,3	0,3	1,5	2,2	100,0
Flessibili	0,14	1,67	0,01	0,16	0,04	2,02	7,0	82,5	0,5	7,9	2,0	100,0
<i>Totale</i>	<i>0,09</i>	<i>1,04</i>	<i>..</i>	<i>0,02</i>	<i>0,02</i>	<i>1,18</i>	<i>7,6</i>	<i>88,2</i>	<i>0,2</i>	<i>2,1</i>	<i>1,9</i>	<i>100,0</i>
2003												
Liquidità	0,07	0,53	..	..	..	0,60	11,4	88,4	0,1	..	0,1	100,0
Azionari	0,13	1,87	0,04	0,26	0,03	2,32	5,5	80,7	1,7	11,0	1,1	100,0
Obbligazionari	0,08	0,82	..	0,02	..	0,93	9,1	88,1	0,2	2,3	0,3	100,0
Bilanciati	0,09	1,19	0,03	0,07	0,01	1,39	6,5	85,6	1,8	5,2	0,8	100,0
Flessibili	0,13	1,48	0,26	0,23	0,06	2,16	6,1	68,6	12,2	10,5	2,7	100,0
<i>Totale</i>	<i>0,09</i>	<i>1,00</i>	<i>0,02</i>	<i>0,07</i>	<i>0,01</i>	<i>1,18</i>	<i>7,7</i>	<i>84,4</i>	<i>1,3</i>	<i>5,9</i>	<i>0,7</i>	<i>100,0</i>
2004												
Liquidità	0,07	0,55	..	..	..	0,62	11,9	88,0	..	..	0,1	100,0
Azionari	0,13	1,93	0,02	0,18	0,06	2,32	5,7	83,2	0,8	7,8	2,5	100,0
Obbligazionari	0,09	0,86	..	0,01	..	0,96	9,0	89,4	0,1	1,1	0,4	100,0
Bilanciati	0,10	1,20	0,02	0,04	0,05	1,40	6,9	85,5	1,3	3,1	3,2	100,0
Flessibili	0,12	1,42	0,15	0,19	0,03	1,92	6,5	74,1	7,8	9,8	1,8	100,0
<i>Totale</i>	<i>0,10</i>	<i>1,06</i>	<i>0,01</i>	<i>0,05</i>	<i>0,02</i>	<i>1,23</i>	<i>7,7</i>	<i>85,8</i>	<i>0,9</i>	<i>4,2</i>	<i>1,5</i>	<i>100,0</i>

Fonte: elaborazioni Consob su dati di rendiconto. ¹ L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti.

I fondi con un livello di rischio sintetico “basso” generano, tuttavia, poco più di un quarto delle commissioni attive totali che le Sgr derivano dai fondi aperti. La fonte di reddito principale è, al contrario, rappresentata da prodotti a rischio “alto”, caratterizzati quindi da una

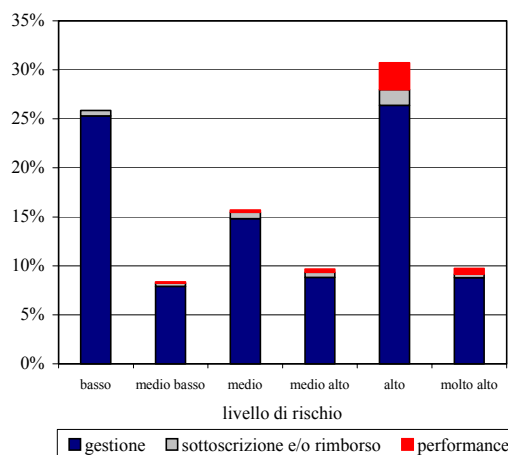
maggiore volatilità nel loro andamento. Si tratta in prevalenza di fondi azionari e di alcuni fondi flessibili e bilanciati con profili di rischio più elevati. Tali prodotti assorbono tuttavia solo il 18 per cento circa della massa gestita (Fig. 51).

Distribuzione percentuale del patrimonio gestito dei fondi comuni aperti italiani per livello di rischio
(media su dati mensili 2005)



Fonte: elaborazioni Consob su segnalazioni statistiche di vigilanza delle Sgr e archivio Consob sui prospetti informativi dei fondi comuni.

Distribuzione percentuale del controvalore delle commissioni attive totali sui fondi comuni aperti italiani per livello di rischio
(dati 2005)



Fonte: elaborazioni Consob su segnalazioni statistiche di vigilanza delle Sgr e archivio Consob sui prospetti informativi dei fondi comuni.

Nel corso del 2005 è proseguita la crescita dei fondi immobiliari, che investono prevalentemente in beni immobili, diritti reali immobiliari e partecipazioni in società immobiliari. A giugno 2005 risultavano operative 16 Sgr (14 a fine 2004) e 35 fondi (30 a fine 2004); di questi, 20 erano destinati agli investitori *retail*. Al 30 giugno il patrimonio si attestava a 8,4 miliardi di euro circa, registrando una crescita di

poco superiore al 3 per cento rispetto alla fine dell'anno precedente; il 63 per cento circa del patrimonio (ossia 5,5 miliardi di euro) faceva capo ai fondi *retail*. Con riferimento alla composizione delle attività, non si registrano cambiamenti significativi rispetto alla fine del 2004: in particolare, la quota investita in immobili costituisce l'83,9 per cento dell'attivo (85,5 per cento nel 2004) (Tav. 29).

Struttura del mercato italiano dei fondi immobiliari chiusi
(valori monetari in milioni di euro)

Tav. 29

	Numero società di gestione	Numero fondi operativi	Patrimonio	Composizione delle attività ¹			
				Immobili e diritti reali	Strumenti finanziari ²	Valori mobiliari e liquidità	Altro
2001	9	11	2.686	54,5	1,4	31,8	12,4
2002	10	14	3.394	69,9	3,9	14,2	12,0
2003	10	18	4.414	77,8	4,1	11,7	6,4
2004	14	30	8.084	85,5	1,6	10,0	2,9
2005 ³	16	35	8.379	83,9	1,8	11,4	2,9

Fonte: Assogestioni. Dati di fine periodo. ¹ Dati in percentuale. L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. ² Partecipazioni e strumenti rappresentativi di operazioni di cartolarizzazioni. ³ I dati sono riferiti al primo semestre.

4. Le famiglie

Le scelte di portafoglio delle famiglie italiane hanno sperimentato nell'ultimo decennio profondi cambiamenti, come si evince dai dati dell'Indagine sui bilanci delle famiglie italiane condotta con cadenza biennale dalla Banca d'Italia.

Rispetto ai dati sulle attività finanziarie riportate nei conti finanziari, sempre di fonte Banca d'Italia, l'Indagine sui bilanci delle famiglie si propone di fornire una stima rappresentativa del portafoglio di una famiglia media (in termini di reddito e ricchezza). I dati dell'Indagine risentono dunque assai meno, rispetto a quelli dei conti finanziari, delle scelte di portafoglio delle famiglie più ricche, scelte che sono significativamente diverse da quelle delle famiglie con un livello di ricchezza medio.

I dati dell'Indagine indicano che, nel periodo 1995-2004, la quota dei titoli di Stato italiani nel portafoglio delle famiglie è scesa dal 36,7 al 10,4 per cento. Tale contrazione è stata compensata dall'aumento: della quota delle obbligazioni italiane (bancarie e di imprese non finanziarie), passata dal 3,1 al 6,7 per cento; delle azioni italiane quotate, passata dal 3,4 all'8,1 per cento; dei prodotti del risparmio gestito (fondi comuni e gestioni patrimoniali), passata dall'8,3 al 17,3 per cento. Il peso delle attività finanziarie "rischiose" (ossia dei fondi comuni non monetari, delle gestioni patrimoniali, delle obbligazioni, delle azioni e delle attività sull'estero) è dunque complessivamente cresciuto dal 18 al 35 per cento circa (Tav. 30).

Tav. 30

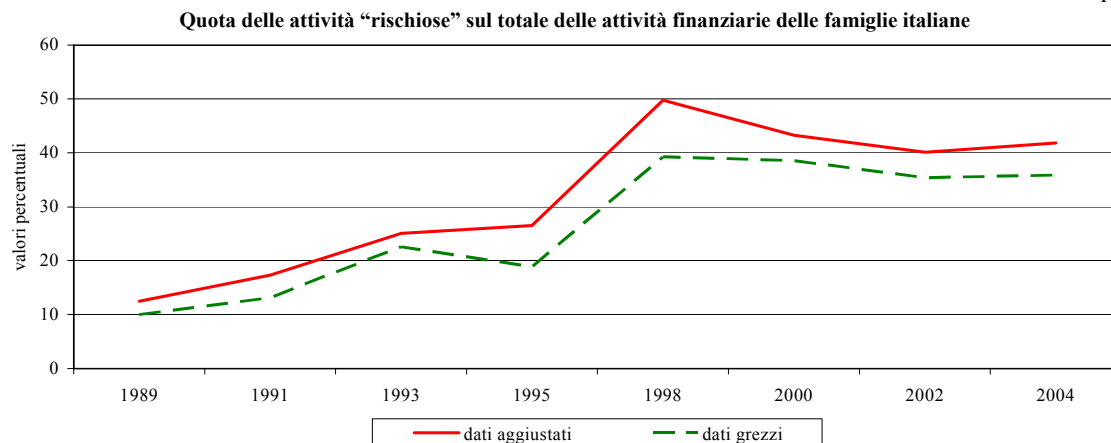
Composizione delle attività finanziarie delle famiglie italiane
(valori percentuali)

	1995	2002	2004
Depositi ¹	44,4	54,4	53,7
Titoli di Stato italiani	36,7	10,2	10,4
Obbligazioni italiane (a)	3,1	7,1	6,7
Quote di fondi comuni (b)	5,3	12,9	11,6
di cui non monetari (b.1)	5,3	12,3	11,6
Azioni e quote di società ² (c)	6,4	8,3	9,9
di cui azioni di società quotate	3,4	7,1	8,1
Gestioni patrimoniali (d)	3,0	5,9	5,7
Titoli esteri (e)	0,5	0,9	1,1
Prestiti alle cooperative	0,6	0,3	0,8
<i>Totale</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>
Risparmio gestito (b+d)	8,3	18,8	17,3
Attività finanziarie rischiose (a+b.1+c+d+e)	18,3	34,4	35,1

Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Indagine sui bilanci delle famiglie italiane. ¹ La voce comprende depositi bancari in conto corrente, depositi bancari a risparmio, certificati di deposito, pronti contro termine, depositi postali e buoni fruttiferi postali. ² La voce include azioni di società quotate e non quotate, quote di società a responsabilità limitata e quote di società di persone. Le attività finanziarie rischiose comprendono le obbligazioni italiane, le quote di fondi comuni non monetari, le azioni e le quote di società, le gestioni patrimoniali e i titoli esteri.

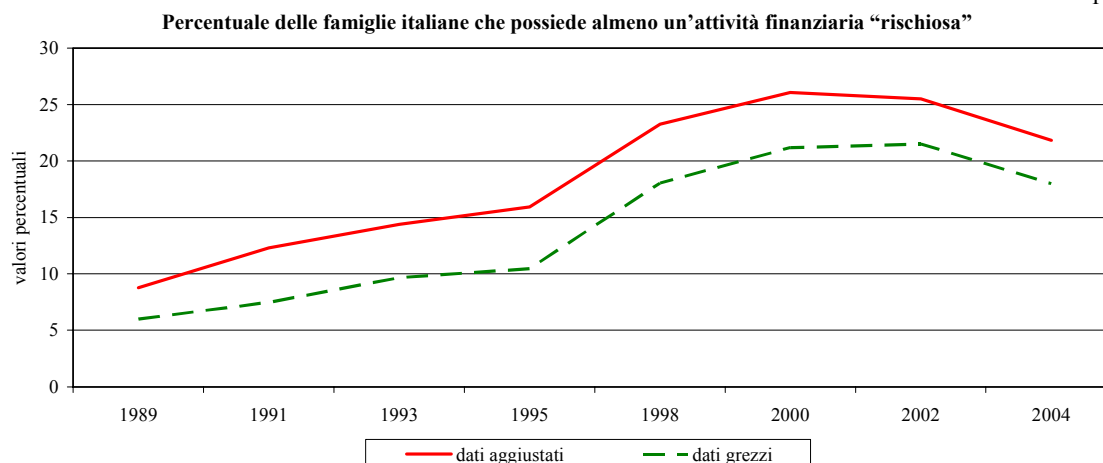
La medesima indicazione qualitativa si ottiene utilizzando, in luogo dei dati "grezzi" dell'Indagine, i dati "corretti", ossia i dati che risultano dall'applicazione di procedure statistiche in grado di rettificare gli errori di misurazione (comuni a tutte le indagini campionarie) derivanti dalla propensione dei soggetti intervistati a sottostimare alcuni dati (quali ad esempio quelli relativi al possesso di attività rischiose). L'utilizzo dei dati corretti conduce alla stima di valori della quota di attività rischiose sul portafoglio delle famiglie più elevati rispetto a quelli cui si perviene utilizzando i dati grezzi; in particolare, utilizzando i "dati corretti", nel periodo 1995-2004 tale quota sarebbe cresciuta dal 27 al 42 per cento circa (Fig. 52).

Fig. 52



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Indagine sui bilanci delle famiglie italiane. Le attività finanziarie rischiose comprendono le obbligazioni italiane, le quote di fondi comuni non monetari, le azioni e le quote di società, le gestioni patrimoniali e i titoli esteri. La serie relativa ai "dati aggiustati" è il risultato dell'applicazione ai dati grezzi di una procedura statistica, sviluppata dalla Banca d'Italia, che tenta in parte di correggere le distorsioni derivanti dalla tendenza da parte di alcune famiglie intervistate a non rispondere all'indagine ovvero a dichiarare un valore di attività finanziarie inferiore a quello realmente posseduto.

Fig. 53



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Indagine sui bilanci delle famiglie italiane. Le attività finanziarie rischiose comprendono le obbligazioni italiane, le quote di fondi comuni non monetari, le azioni e le quote di società, le gestioni patrimoniali e i titoli esteri. La serie relativa ai "dati aggiustati" è il risultato dell'applicazione ai dati grezzi di una procedura statistica, sviluppata dalla Banca d'Italia, che tenta in parte di correggere le distorsioni derivanti dalla tendenza da parte di alcune famiglie intervistate a non rispondere all'indagine ovvero a dichiarare un valore di attività finanziarie inferiore a quello realmente posseduto.

Il possesso delle attività rischiose è, tuttavia, molto concentrato: nel 2004, ad esempio, si stima che il 22 per cento circa delle famiglie possedesse l'intero *stock* di attività finanziarie rischiose. In altri termini, solo il 22 per cento circa delle famiglie possedeva almeno un'attività rischiosa. Il possesso di attività rischiose, che costituisce un indicatore di "partecipazione" al mercato finanziario, mostra inoltre un andamento decrescente a

partire dal 2000 (sia con i dati grezzi che con quelli corretti), dopo aver mostrato un *trend* sempre crescente a partire dal 1989 (Fig. 53).

Sul diminuito tasso di partecipazione delle famiglie al mercato degli strumenti e dei prodotti finanziari rischiosi hanno probabilmente inciso la forte contrazione dei corsi azionari dopo lo scoppio della bolla dei titoli tecnologici e, successivamente, gli effetti degli scandali societari legati alle vicende Cirio e Parmalat.



CONSOB

COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

RELAZIONE PER L'ANNO 2005

ROMA, 31 MARZO 2006

COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

Presidente

Lamberto CARDIA

Componenti

Enrico CERVONE

Carla RABITTI BEDOGNI

Paolo DI BENEDETTO

Direttore Generale

Massimo TEZZON

Indice dei riquadri

1.	<i>Confronti internazionali nella struttura finanziaria dei grandi gruppi quotati non finanziari</i>	5
2.	<i>Confronti internazionali nella distribuzione dei possessori azionari</i>	22
3.	<i>Caratteristiche del mercato delle opzioni sull'indice S&P/Mib negoziate sull'Idem</i>	35
4.	<i>Il mercato italiano dei credit default swap</i>	37
5.	<i>Dimensione e struttura dei ricavi dei principali gruppi bancari europei</i>	55
6.	<i>L'investimento in titoli obbligazionari nelle gestioni collettive e individuali delle Sgr</i>	65
7.	<i>Prime valutazioni sull'impatto degli Ias/Ifrs sui bilanci dei principali gruppi quotati non finanziari</i>	76
8.	<i>I tentativi di scalata alla Banca Antonveneta e il ruolo della Consob</i>	84
9.	<i>I tentativi di scalata alla Banca Nazionale del Lavoro e il ruolo della Consob</i>	86
10.	<i>Modello probabilistico per la rilevazione di potenziali abusi di mercato</i>	100
11.	<i>Le gestioni individuali "garantite" e/o "protette"</i>	113
12.	<i>I fondi comuni aperti "a gestione del rischio" e i profili di trasparenza</i>	120
13.	<i>La riforma del Regolamento Emittenti alla luce della direttiva sui prospetti</i>	135

Relazione per l'anno 2005

A.	<i>L'EVOLUZIONE DEL QUADRO DI RIFERIMENTO</i>	<i>1</i>
I.	<i>Le società</i>	<i>3</i>
II.	<i>I mercati</i>	<i>26</i>
III.	<i>Gli intermediari e le famiglie</i>	<i>51</i>
B.	<i>L'ATTIVITÀ DELLA CONSOB</i>	<i>71</i>
I.	<i>La vigilanza sulle società</i>	<i>73</i>
II.	<i>La vigilanza sui mercati</i>	<i>97</i>
III.	<i>La vigilanza sugli intermediari</i>	<i>110</i>
IV.	<i>I provvedimenti sanzionatori e cautelari</i>	<i>124</i>
V.	<i>L'attività regolamentare e interpretativa e gli sviluppi internazionali</i>	<i>135</i>
VI.	<i>Le relazioni internazionali</i>	<i>146</i>
VII.	<i>I controlli giurisdizionali sull'attività della Consob</i>	<i>157</i>
VIII.	<i>La gestione interna e le relazioni con l'esterno</i>	<i>167</i>
C.	<i>APPENDICE E NOTE METODOLOGICHE</i>	<i>175</i>

B

***L'ATTIVITÀ
DELLA CONSOB***

I – LA VIGILANZA SULLE SOCIETÀ

1. L'informativa societaria

Nel corso del 2005 la vigilanza sull'informativa societaria è stata molto intensa e ha dato luogo all'avvio di numerose istruttorie di particolare complessità. Assai intensa e articolata è stata, in particolare, l'attività di vigilanza esercitata in occasione dei tentativi di scalata a due dei principali gruppi bancari italiani (si veda il successivo § 2.).

Rispetto al 2004 è, di conseguenza, fortemente aumentata l'esigenza di richiesta di dati e notizie agli esponenti aziendali, ai sindaci e alle società di

revisione: nel 2005 sono state, infatti, formulate 427 richieste di informazione rispetto alle 127 del 2004 (Tav. 31). In due casi la Commissione ha deliberato l'avvio di ispezioni presso emittenti quotati.

È rimasto relativamente elevato il numero di impugnative di bilancio (4 come nel 2004, si veda il successivo § 4.).

Il numero di casi in cui la Commissione è intervenuta con richieste formali di pubblicazione di dati e notizie è invece diminuito (da 124 nel 2004 a 94 nel 2005).

Tav. 31

Vigilanza sull'informativa societaria e sugli assetti proprietari

Tipologia di interventi	2002	2003	2004	2005
Richieste di informazioni ex art. 115, commi 1 e 2, del Tuf				
<i>Assunzioni di notizie da amministratori, sindaci, revisori, direttori generali, società controllanti e controllate</i>	36	82	51	90
<i>Richieste di dati e informazioni</i>	100	317	43	213
<i>Richieste di conferma di partecipazioni rilevanti</i>	23	49	21	77
<i>Richieste di notizie per l'individuazione dei responsabili di adempimenti informativi per i quali viene contestata una violazione</i>	52	31	12	47
Totale	211	489	127	427
Richieste di informazioni a società sul proprio azionariato ex art. 115 del Tuf	31	33	39	13
Ispezioni	2	4	2	2
Richieste di pubblicazione di dati e notizie ex art. 114 del Tuf				
<i>Integrazioni di notizie da fornire in assemblea</i>	69	18	15	6
<i>Integrazioni a documenti contabili periodici</i>	1	--	14	--
<i>Informazioni da fornire al mercato (comunicati stampa)</i>	25	46	82	69
<i>Informazioni periodiche mensili</i>	9	6	8	2
<i>Integrazioni di documenti di fusione</i>	2	1	1	--
<i>Integrazioni di documenti Opa</i>	3	4	4	17
Totale	109	75	124	94
Esoneri dalla pubblicazione di dati e notizie ex art. 114 del Tuf	5	10	11	2
Richieste di pubblicazione immediata di studi in presenza di rumors	3	10	3	8
Segnalazioni al tribunale ex art. 2409 c.c.	1	--	--	--
Lettere di richiamo	3	3	--	--
Impugnative di bilancio	--	4	4	4

La Commissione, soprattutto in occasione dei citati tentativi di scalata, ha richiesto anche a soggetti non vigilati la diffusione al pubblico di commenti e/o precisazioni su indiscrezioni di stampa a cui erano riconducibili andamenti irregolari delle quotazioni dei titoli interessati, al fine di assicurare il ripristino della necessaria parità informativa sul mercato.

Gli interventi formali di maggior rilievo hanno riguardato richieste volte a rendere più completa l'informazione contabile e l'evoluzione delle singole situazioni societarie; in taluni casi, la Commissione è anche intervenuta richiedendo agli amministratori di integrare l'informativa da rendere agli azionisti in occasione delle assemblee ordinarie e/o straordinarie, con informazioni aggiuntive e dettagliate in ordine a specifiche operazioni (si veda il successivo § 3.). Con riferimento ad alcune società quotate sul Nuovo Mercato (ora Mtax), per le quali si era evidenziata una situazione di potenziale rischio in termini di continuità aziendale (tenuto conto della loro difficile situazione economico-finanziaria), la Commissione è intervenuta richiedendo la diffusione di informazioni aggiuntive e dettagliate in ordine a prospettate operazioni di ristrutturazione societaria.

Un intervento di carattere generale ha riguardato la richiesta di diffusione di informazioni, rivolta alle società municipalizzate quotate, in relazione alla procedura stabilita dall'articolo 27 della Legge Comunitaria 2004 per il recupero degli aiuti di Stato dichiarati illegittimi dalla decisione 2003/193/CE della Commissione Europea del 5 giugno 2002. In particolare, le società municipalizzate sono state invitate a fornire al mercato mediante apposito comunicato stampa, qualora le stesse non

avessero già formato oggetto della relazione sul primo trimestre dell'esercizio 2005, informazioni circa: le modalità con le quali le società intendevano tenere conto di tale disposizione; la quantificazione degli importi delle imposte non corrisposte in conseguenza di specifici regimi di esenzione fiscale e delle somme relative ai prestiti agevolati concessi dalla Cassa depositi e prestiti Spa; le modalità di contabilizzazione di tali effetti alla data di chiusura del bilancio 2004.

In un caso la Commissione non ha accolto la richiesta di differimento dei termini di pubblicazione della relazione semestrale basata sul presupposto del grave danno. La società in questione ha sostenuto che la pubblicazione della relazione semestrale nei termini previsti dall'art. 82, comma 2, lett. a), del Regolamento Emittenti avrebbe potuto recare pregiudizio sia agli investitori sia alla società, in quanto la pubblicazione del suddetto documento contabile prima della conclusione di una transazione con la competente Agenzia delle Entrate relativa ad alcuni rilevanti debiti tributari avrebbe potuto fornire un quadro informativo parziale e fuorviante della situazione economico-finanziaria. La Commissione ha, tuttavia, ritenuto che la presenza di un notevole stato di incertezza sull'esito di determinate transazioni non comporti necessariamente, ove non siano adottate decisioni di tipo liquidatorio da parte dell'organo amministrativo, che non si possano predisporre documenti contabili. Inoltre, non si è ravvisata la possibilità di configurare un grave danno nella diffusione, attraverso la relazione semestrale, di notizie sullo stato di rilevante crisi della società, poiché si trattava di notizie già di dominio pubblico. Pertanto, la società ha successivamente provveduto a pubblicare la semestrale al 31 dicembre 2004.

Un aspetto di particolare novità e rilievo che ha caratterizzato l'attività di vigilanza sull'informativa societaria nel 2005 è legato alla prima applicazione dei principi contabili internazionali Ias/Ifrs. La Commissione ha, infatti, prestato particolare attenzione alla qualità dell'informativa resa al mercato dagli emittenti quotati sui principali impatti derivanti dalla prima applicazione degli Ias/Ifrs, oltre che agli eventuali effetti sull'andamento delle quotazioni dei titoli.

La transizione agli Ias/Ifrs ha rappresentato, nel corso del 2005, un evento di significativa rilevanza per gli emittenti quotati; infatti, in base al Regolamento Comunitario n. 1606/2002 del 19 luglio 2002 del Parlamento Europeo e del Consiglio, le società europee con titoli ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato europeo devono redigere, a partire dal bilancio al 31 dicembre 2005, i loro bilanci consolidati conformemente ai principi contabili internazionali (Ias/Ifrs). La Consob, in linea con gli orientamenti comunitari, con una comunicazione emanata nel marzo 2005, ha richiesto agli emittenti quotati di pubblicare informazioni in merito allo stato di attuazione dei sistemi e delle procedure contabili per l'applicazione dei principi contabili Ias/Ifrs, nonché in merito agli effetti contabili di tale passaggio, in occasione dell'approvazione del bilancio o di situazioni di pre-consuntivo relativi all'esercizio 2004 e delle successive relazioni infrannuali approvate entro il 30 settembre 2005, in modo che nel periodo transitorio non venissero a crearsi disparità informative connesse a

indiscrezioni relative ai possibili impatti dei nuovi principi contabili sul patrimonio netto e sul risultato economico di periodo.

I dati contenuti nei prospetti di riconciliazione dei principi contabili italiani con quelli internazionali hanno permesso di effettuare una prima valutazione dell'impatto degli Ias/Ifrs sulle situazioni contabili relative all'esercizio 2004 (Riquadro 7).

Per quanto riguarda l'adempimento degli obblighi informativi introdotti dalla Commissione, si può ritenere che, sebbene le società abbiano seguito prassi eterogenee nella scelta delle informazioni da inserire nei comunicati stampa con riferimento all'attuazione delle procedure e agli impatti sulle voci contabili, il complesso delle informazioni rese al pubblico appare sufficientemente allineato ai comportamenti raccomandati dalla Consob. La pubblicazione di tali informazioni, inoltre, non ha in generale determinato rilevanti anomalie sull'andamento delle quotazioni, evidenziando un sostanziale funzionamento delle misure appositamente introdotte per evitare incertezze informative prodotte da indiscrezioni sui possibili impatti dei nuovi principi contabili.

La Consob ha svolto un'azione di vigilanza specifica sull'informazione relativa a operazioni con parti correlate. I documenti informativi relativi a tali operazioni pubblicati nel 2005 dagli emittenti quotati hanno riguardato prevalentemente operazioni infra-gruppo di cessione o conferimenti di rami d'azienda e partecipazioni (Tav. 32).

Riquadro 7

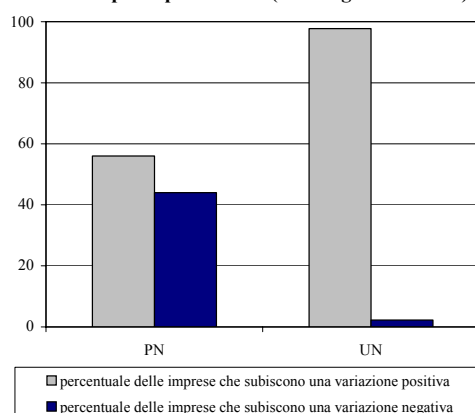
Prime valutazioni sull'impatto degli Ias/Ifrs sui bilanci dei principali gruppi quotati non finanziari

Sulla base delle indicazioni fornite dalla Commissione, nel corso del 2005 le società quotate hanno diffuso i prospetti di riconciliazione del patrimonio e dell'utile netto 2004 determinati secondo i principi contabili italiani con quelli determinati sulla base dei principi contabili internazionali Ias/Ifrs. I dati contenuti in tali prospetti di riconciliazione con riferimento ai primi 30 gruppi quotati non finanziari hanno permesso di effettuare una prima analisi dell'impatto degli Ias/Ifrs. Si precisa, tuttavia, che la maggior parte dei gruppi considerati ha applicato l'opzione prevista dall'Ifrs 1 che consente di rimandare al primo gennaio 2005 l'applicazione degli Ias 32 e 39 (valutazione degli strumenti finanziari e applicazione del cosiddetto *fair value*) e pertanto non è disponibile una base dati completa per valutare appieno l'impatto dei due principi contabili in questione.

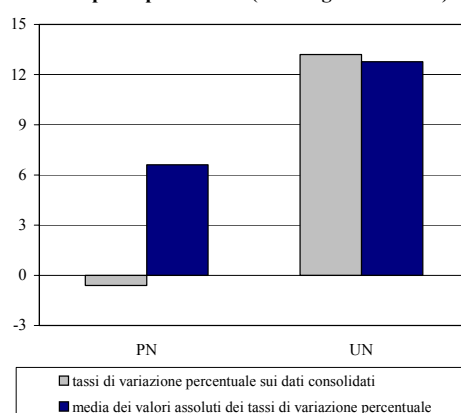
L'impatto dei nuovi principi contabili sull'utile netto è stato prevalentemente positivo, mentre l'influenza sul patrimonio netto è stata più equilibrata. Infatti, le società che presentano una variazione positiva del patrimonio netto costituiscono il 56 per cento del campione, mentre quelle per cui si è verificata una variazione positiva dell'utile netto costituiscono il 97,8 per cento del campione.

A livello aggregato, l'impatto degli Ias sul patrimonio netto è praticamente nullo (-0,6 per cento), anche se ciò è dovuto alla compensazione di casi con rilevanti variazioni positive e negative dovute a effetti specifici, diversi da società a società. Infatti, la media dei tassi di variazione presi in valore assoluto (indicatore che permette di ottenere un dato di sintesi sull'ordine di grandezza, ma non sul segno, della variazione del patrimonio netto, senza che si verifichi la compensazione delle variazioni positive con quelle negative) è pari al 6,6 per cento. L'incremento della redditività delle imprese è invece dovuto principalmente al fatto che l'avviamento non viene più ammortizzato ed è soggetto, invece, a *test* periodici di verifica di perdita di valore (*impairment tests*).

Percentuale delle società che subiscono una variazione positiva e negativa del patrimonio netto (PN) e dell'utile netto (UN) 2004 a seguito dell'applicazione dei nuovi principi contabili (esclusi gli Ias 32 e 39)



Variazione percentuale del patrimonio netto (PN) e dell'utile netto (UN) 2004 per i primi 30 gruppi quotati non finanziari a seguito dell'applicazione dei nuovi principi contabili (esclusi gli Ias 32 e 39)



Fonte: elaborazioni sui prospetti di riconciliazione contenuti nei documenti contabili societari dei primi 30 gruppi quotati non finanziari.

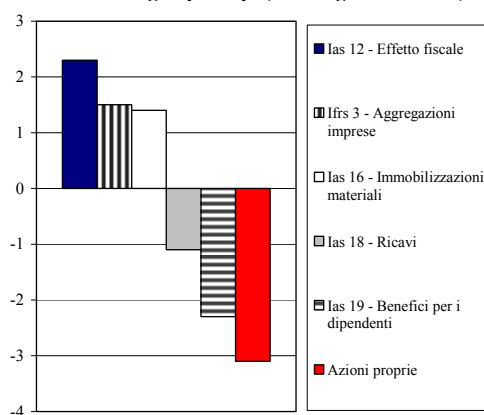
Analizzando a livello aggregato l'impatto dei singoli principi Ias/Ifrs, emerge che il principio che consente lo storno dell'ammortamento del *goodwill* (classificato alcune volte sotto l'Ifrs 3, che stabilisce come contabilizzare le voci riguardanti i processi di aggregazione delle imprese, e altre sotto lo Ias 36, che più specificamente definisce i criteri in base ai quali stimare la perdita di valore delle attività materiali e immateriali) è quello che ha l'impatto positivo maggiore sia sul patrimonio netto (escludendo gli effetti fiscali) sia sull'utile netto.

Alcuni principi contabili hanno un effetto rilevante, a livello aggregato, solo sull'utile netto: in particolare, lo Ias 38 che consente la capitalizzazione dei costi di sviluppo che soddisfano determinate caratteristiche, lo Ias 2 che sostituisce per la valutazione delle rimanenze il metodo Lifo (*Last In First Out*) con il criterio Fifo (*First In First Out*), e lo Ias 37 che definisce nuovi criteri più rigidi in base ai quali determinare gli importi dei fondi rischi e oneri.

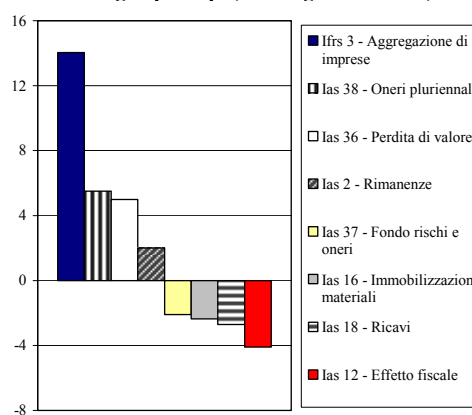
Altri principi, invece, hanno un impatto esclusivo sul patrimonio netto. Le azioni proprie, ad esempio, vanno contabilizzate a diretta riduzione del patrimonio netto con conseguente effetto negativo solo su questa variabile (tale principio viene attribuito in alcuni prospetti di riconciliazione allo Ias 1 e in altri allo Ias 32). Analogamente, lo Ias 19, relativo alla valutazione dei benefici per i dipendenti (che tra l'altro impone di applicare la metodologia attuariale nel computo del Tfr e garantisce maggiore trasparenza nella definizione in bilancio dei piani pensionistici), ha un'influenza negativa rilevante, a livello aggregato, solo sul patrimonio netto.

Infine, lo Ias 16, che stabilisce le modalità con cui valutare le immobilizzazioni materiali e i loro ammortamenti, e lo Ias 12, relativo agli effetti fiscali connessi con l'introduzione dei nuovi principi contabili, hanno impatti opposti sull'utile netto e sul patrimonio netto. Una spiegazione del differente impatto di questi due principi contabili sta nelle compensazioni di segni positivi e negativi fra le imprese del campione, che a livello aggregato portano a segni differenti a seconda che si analizzi il patrimonio netto o l'utile netto. Si tratta, inoltre, di principi contabili complessi che influenzano più di una voce del conto economico e dello stato patrimoniale.

Variazione percentuale del patrimonio netto aggregato 2004 dei primi 30 gruppi quotati non finanziari a seguito dell'applicazione dei nuovi principi contabili: effetto dei singoli principi (esclusi gli Ias 32 e 39)



Variazione percentuale dell'utile netto aggregato 2004 dei primi 30 gruppi quotati non finanziari a seguito dell'applicazione dei nuovi principi contabili: effetto dei singoli principi (esclusi gli Ias 32 e 39)



Fonte: elaborazioni sui prospetti di riconciliazione contenuti nei documenti contabili societari dei primi 30 gruppi quotati non finanziari.

Operazioni con parti correlate comunicate al mercato nel 2005 da società quotate

Società	Tipologia di operazione	Controparti dell'operazione
Documenti informativi		
Acea	Cessione di intera partecipazione in una società al Comune di Roma	Società quotata e sua controllante
Acea	Cessione dell'intera partecipazione in una società alla propria partecipata indiretta	Società quotata e società partecipata
Banca Italease	Sottoscrizione di aumento di capitale di società controllata al 100 per cento	Società quotata e sua controllata
Banca Popolare Italiana	Acquisto e successiva cessione di quote di minoranza in società partecipate	Società quotata e sue controllate
Coin	Conferimento in natura del ramo di azienda Oviessse a favore della società interamente controllata Oviessse Srl	Società quotata e sua controllata
Gabetti Holding	Incarico di vendita di un complesso immobiliare conferito da Generali Properties a Gabetti Spa con impegno all'acquisto dell'eventuale invenduto da parte di Brunilde Spa	Società che possiede partecipazione in società quotata e società controllata da società quotata
Immsi	Incremento della partecipazione in Piaggio e operazione Aprilia	Società quotata e società direttamente e indirettamente controllate
Ipi	Vendita di un complesso immobiliare da parte della società controllata Dedalo Real Estate alla Immobiliare Valadier	Società appartenenti allo stesso Gruppo e controllate da comune controllante
Roncadin	Conferimento di ramo d'azienda relativo alla produzione e commercializzazione di pizza e pane	Società quotata e sua controllata
Roncadin	Acquisizione di partecipazioni in Arena Alimentari Freschi e Arena Surgelati	Società quotata e sua controllante
Comunicati stampa		
Dmail Group	Aumento di capitale con conferimento quote di minoranza della controllata	Società quotata e sua controllata
Mittel	Concentrazione di alcune partecipazioni	Società quotata e nuova società interamente controllata

Nel 2005 la Commissione si è pronunciata su una richiesta di esonero dalla pubblicazione del documento informativo in riferimento a un'operazione infra-gruppo avente ad oggetto il trasferimento di partecipazioni. Sebbene l'operazione superasse i parametri previsti dalla disciplina Consob ai fini dell'obbligo di redazione del documento informativo, la Commissione ha ritenuto di poter concedere l'esonero dalla redazione del documento poiché la specificità dell'operazione rendeva non significativa la predisposizione del documento stesso. Infatti, sulla base degli elementi informativi che il

documento avrebbe dovuto contenere, si è ritenuto che il mercato potesse disporre delle medesime informazioni attraverso la pubblicazione dei conti consolidati dall'emittente.

Anche la vigilanza sulla diffusione al pubblico di informazioni sui possessori azionari ha impegnato intensamente la Commissione. Nel 2005 si è registrato, infatti, un forte incremento delle comunicazioni di variazioni di partecipazioni rilevanti in società quotate (oltre 1.800, contro 1.100 nel 2004). Le

comunicazioni hanno riguardato per il 31 per cento circa dei casi il superamento della soglia del 2 per cento del capitale votante, per il 23 per cento la riduzione entro tale soglia e per il 46 per cento la variazione di partecipazioni rilevanti già detenute (Tav. 33).

Nel 2005 la Commissione ha provveduto a modificare la disciplina dei titoli diffusi tra il pubblico in misura rilevante (si veda il § 2. del successivo Capitolo V) e ha di conseguenza aggiornato, alla data del 31 maggio 2005, l'elenco dei relativi emittenti. Il numero di tali emittenti risulta tuttavia sostanzialmente invariato rispetto al 2004 (91 contro 90, Tav. 34).

2. L'informativa nelle operazioni di appello al pubblico risparmio e di finanza straordinaria

Nel corso del 2005 la Commissione ha rilasciato il nulla-osta alla pubblicazione di quasi 500 prospetti informativi, di cui oltre 370 relativi a Oicr e fondi pensione aperti. La Consob, ha, inoltre, esaminato più di 250 relazioni illustrative relative a modifiche statuarie, aumenti di capitale, fusioni e scissioni e altre operazioni straordinarie poste in essere da emittenti quotati (Tav. 35).

Nel corso del 2005 è stato rilasciato il nulla-osta alla pubblicazione di 19 prospetti informativi relativi a operazioni di quotazione di azioni su mercati regolamentati gestiti da Borsa Italiana, di cui 15 collegate a offerte al pubblico.

Tav. 33
Comunicazioni di partecipazioni rilevanti ai sensi dell'art. 120 del Tuf

	Superamento della soglia del 2 per cento	Variazione di partecipazione rilevante già detenuta	Riduzione entro il 2 per cento	Totale
1999	397	353	248	998
2000	398	404	379	1.181
2001	337	403	313	1.053
2002	303	502	308	1.113
2003	309	464	257	1.030
2004	319	506	275	1.100
2005	570	846	437	1.853

Tav. 34
Emittenti con strumenti finanziari diffusi (situazione al 31.5.2005)

Tipologia di strumenti finanziari	Numero emittenti
Azioni ordinarie	72
Azioni ordinarie e obbligazioni convertibili	9
Azioni di partecipazione cooperativa	3
Azioni ordinarie e privilegiate	2
Azioni ordinarie e di risparmio	1
Azioni privilegiate	1
Obbligazioni convertibili	1
Obbligazioni non convertibili	2
<i>Totale</i>	<i>91</i>

Fra le istruttorie si segnala quella finalizzata alla quotazione di Parmalat, per la sua complessità derivante dai numerosi profili di criticità legati alla particolare situazione in cui si trovavano le società i cui *asset* sono stati trasferiti all'emittente in questione e alle peculiarità della sollecitazione all'investimento che ha costituito modalità di attuazione della proposta di concordato.

Attività di vigilanza Consob in materia di sollecitazione, ammissione a quotazione e operazioni di finanza straordinaria

Tipologia	2002	2003	2004	2005
Numero di prospetti informativi relativi a:				
Ammissione a quotazione di titoli azionari ¹	14	14	8	19
<i>di cui tramite offerta</i>	6	4	8	15
Prestiti obbligazionari	21 ²	28	4	18
<i>di cui sola ammissione a quotazione</i>	16 ³	24	1	13
Emissione di covered warrants ⁴	102	26	17	37
Ammissione a quotazione di warrants	6	8	--	10
Altre offerte relative a titoli quotati ⁵	1	1	1	2
Offerte di titoli non quotati di emittenti italiani ⁶	3	2	5	7
Offerte ai dipendenti ⁷	39	35	28	26
Offerte in opzione ai soci ⁸	23	10	2	5
Offerte di emittenti esteri	13	3	--	3
<i>di cui riconoscimento di prospetti esteri</i>	13	3	--	3
<i>di cui offerte pubbliche paneuropee</i>	--	--	--	--
Oicr e fondi pensione ⁹	520	268	374	374
Totale	742	422	438	495
Numero di relazioni illustrative relative a operazioni di finanza straordinaria:				
Fusioni	43	44	34	30
Scissioni	6	10	5	3
Aumenti di capitale sociale ¹⁰	58	66	68	47
Acquisto/alienazione azioni proprie	78	93	90	91
Modifiche statutarie	81	85	302	79
Conversione azioni	1	3	4	4
Emissioni obbligazioni	5	9	7	6
Riduzione capitale sociale	8	13	14	8
Totale ¹¹	254	323	524	268

¹ I dati riguardano le operazioni per le quali è stato concesso nel corso dell'anno il nulla-osta per il deposito del prospetto di ammissione a quotazione. ² In un caso si è trattato di un'operazione di sollecitazione con contestuale ammissione a quotazione. ³ Oltre a questo dato, vi è un'operazione di sollecitazione con contestuale ammissione a quotazione di un prestito obbligazionario. ⁴ Numero di prospetti approvati nel corso dell'anno, ognuno dei quali normalmente riguarda l'emissione di più "serie" di covered warrants. ⁵ Riguardano offerte di vendita, pubbliche o private, non finalizzate all'ammissione a quotazione. ⁶ Sono escluse le offerte riservate ai dipendenti. ⁷ Il dato include anche i piani di stock options riservati ai dipendenti, mentre non comprende le offerte che hanno comportato il riconoscimento di prospetti esteri. ⁸ Riferite a soggetti quotati e relative a offerte in opzione ai soci relative a strumenti non quotati. ⁹ Il dato comprende le offerte al pubblico di quote di fondi comuni e di azioni di Sicav, le ammissioni a quotazione di quote di partecipazione in fondi chiusi italiani e di strumenti finanziari emessi da società di gestione di diritto estero e le offerte di adesione a fondi pensione. ¹⁰ Il dato si riferisce anche a operazioni di aumento di capitale deliberate ma non effettuate (o effettuate in un momento successivo). ¹¹ Il numero complessivo di relazioni non corrisponde alla somma delle singole fattispecie in quanto alcune relazioni hanno più oggetti.

Il gruppo Parmalat è stato assoggettato alla nuova procedura concorsuale di amministrazione straordinaria delle grandi imprese in crisi introdotta dalla cosiddetta "legge Marzano". Sulla base delle previsioni di tale legge, il commissario straordinario ha predisposto un programma di ristrutturazione

industriale e del debito e una proposta di concordato ai creditori chirografari di alcune società del gruppo. La proposta prevedeva che le attività e le passività di tali società fossero trasferite a un nuovo soggetto, l'Assuntore, le cui azioni, destinate alla quotazione, avrebbero dovuto essere

assegnate ai creditori chirografari, insieme a un numero prestabilito di warrant, una volta approvata la proposta di concordato. Proprio l'offerta in sottoscrizione di azioni e di warrant dell'Assuntore ai creditori chirografari delle società oggetto del concordato, da effettuarsi mediante compensazione con i crediti vantati nei confronti delle stesse opportunamente abbattuti, ha configurato una sollecitazione all'investimento finalizzata alla quotazione del nuovo soggetto.

L'istruttoria sul prospetto ha dovuto innanzitutto tener conto delle peculiarità specifiche di tale operazione che, costituendo modalità di attuazione di una procedura concorsuale, si è dovuta svolgere secondo la tempistica e le articolazioni di tale procedura e ha visto la partecipazione di soggetti estranei a una normale operazione di sollecitazione finalizzata alla quotazione (organi della procedura, tribunale fallimentare, giudici delegati).

Una delle questioni di maggior rilievo esaminate nel corso dell'istruttoria è stata la difficoltà di valutare le prospettive future dell'emittente, soggetto di nuova costituzione e senza storia operativa. A tal fine, nel prospetto è stata inserita una rappresentazione pro-forma dell'emittente e del suo gruppo al 31 dicembre 2004 come se l'approvazione del concordato fosse già avvenuta a quella data ed è stato evidenziato nelle avvertenze il rischio connesso alla parziale indisponibilità di dati storici supportati da giudizi di attendibilità per la Parmalat Finanziaria e le altre società oggetto del concordato. Ampio spazio è stato poi dedicato nel prospetto: (i) al contenzioso, sia attivo che passivo, del gruppo Parmalat destinato a confluire nell'Assuntore; (ii) alla evidenziazione dei rischi connessi con i punti di debolezza del business e con le inadeguatezze del vecchio sistema di controllo

di gestione; (iii) alla descrizione dei rischi connessi con un azionariato non solo diffuso, ma anche destinato nel tempo, per le stesse caratteristiche della procedura di assegnazione delle azioni, a significativi allargamenti e variazioni; (iv) alla compiuta rappresentazione delle previsioni in tema di votazione della proposta di concordato contenute sia nella "legge Marzano" che nei provvedimenti dei giudici delegati. L'istruttoria per il nulla-osta alla pubblicazione del prospetto in Italia si è infine intrecciata anche con le procedure di riconoscimento del prospetto in diversi paesi dell'Unione europea in cui erano presenti creditori destinatari della proposta di concordato.

Altra istruttoria di particolare complessità ha riguardato il rilascio del nulla-osta alla pubblicazione di un prospetto informativo e di quotazione di una società che si è avvalsa della facoltà, riconosciuta dalla nuova formulazione dell'art. 2443 c.c., di delegare al consiglio di amministrazione la deliberazione di un aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione, da porre al servizio della sollecitazione finalizzata alla quotazione.

La struttura dell'aumento di capitale proposto dalla società differiva quindi da quella tradizionale, che prevede che l'aumento di capitale sia deliberato dall'assemblea prima del nulla-osta della Consob alla pubblicazione del prospetto. In questo caso, infatti, l'effettivo esercizio della delega da parte del consiglio di amministrazione si compie dopo il nulla-osta della Consob ma prima dell'inizio dell'offerta. Tale operazione ha imposto la necessità di una deroga alla previsione del Regolamento Emittenti, là dove include fra i

documenti da allegare alla comunicazione iniziale finalizzata al rilascio del nulla-osta, a pena di incompletezza della stessa, la delibera in base alla quale i prodotti finanziari saranno emessi. Si è ritenuto, infatti, che tale previsione, inserita in un contesto normativo antecedente alla riforma del diritto societario, non potesse tenere conto della possibilità, successivamente introdotta, di deleghe assembleari al consiglio di amministrazione a deliberare aumenti di capitale anche con esclusione del diritto di opzione. Peraltro, l'attuazione di tale delega, e la manifestazione della volontà sociale di dar vita all'offerta in essa contenuta in un momento antecedente all'inizio della stessa, ha garantito in ogni caso la serietà della sollecitazione proposta, tenuto conto che nel prospetto informativo si è dato ampio risalto ai profili di novità dell'aumento di capitale in questione, agli atti in cui lo stesso si articolava e alle loro diverse scansioni temporali.

Nel 2005 è stato rilasciato a un emittente quotato italiano il primo nulla-osta alla pubblicazione di un prospetto di quotazione da utilizzarsi in altri paesi dell'Unione Europea, sulla base della procedura del cosiddetto "passaporto europeo" prevista dalla direttiva comunitaria sui prospetti (direttiva 2003/71/CE).

Si tratta del caso relativo all'operazione di integrazione fra Unicredit Italiano e la banca tedesca Bayerische Hypo- und Vereinsbank Ag, che prevede il lancio di tre offerte pubbliche di acquisto (sulla stessa banca tedesca e su due sue controllate) e l'ammissione a quotazione di azioni Unicredit sulle borse di Francoforte e Varsavia. Al fine di realizzare tale quotazione, Unicredit ha richiesto alla Consob, in qualità di Autorità competente dello Stato

membro d'origine, cioè dello Stato in cui la banca italiana ha la sua sede sociale (art. 2 della direttiva prospetti), di poter ottenere il nulla-osta alla diffusione del relativo prospetto e, allo stesso tempo, di notificare alle Autorità competenti degli Stati ospitanti (Germania e Polonia) il certificato di approvazione del prospetto (così come previsto dalla procedura disciplinata dagli articoli 17 e 18 della menzionata direttiva).

L'istruttoria si è svolta in un momento in cui la direttiva prospetti era entrata in vigore ma non era ancora stata recepita in Italia. Tuttavia, secondo l'orientamento giurisprudenziale nazionale e comunitario, sono state considerate immediatamente applicabili, indipendentemente dal recepimento nei singoli Stati, le direttive che hanno un contenuto sufficientemente dettagliato e siano incondizionate (direttive cosiddette self-executing). L'efficacia di tali direttive, peraltro, è limitata ai rapporti fra privato e Stato inadempiente, per cui l'applicazione diretta della direttiva prospetti poteva essere chiesta, come nel caso in esame, da una società italiana all'Autorità pubblica competente per rilasciare il nulla-osta alla pubblicazione del prospetto. La novità della procedura del passaporto europeo ha altresì richiesto uno stretto contatto con le Autorità degli altri Stati interessati, al fine di concordare le nuove formalità di inoltro del certificato di approvazione del prospetto e del prospetto stesso che la nuova disciplina europea pone a carico dell'Autorità approvante.

In occasione dell'aumento di capitale in opzione di Alitalia, la Commissione si è avvalsa del potere di richiesta di pubblicazione di dati e notizie, previsto dall'art. 114 del Tuf, non potendo esercitare un controllo preventivo sul prospetto informativo.

Il prospetto, infatti, godeva del regime di esenzione dal nulla-osta preventivo previsto dall'allora vigente art. 33, comma 2, lett. a), del Regolamento Emittenti. Tuttavia, in considerazione della particolare situazione economico-finanziaria della società, la Commissione si è avvalsa del potere di cui all'art. 114 del Tuf per richiedere la pubblicazione di ulteriori informazioni riguardanti, fra l'altro, la capacità della società di fare fronte con i propri flussi di cassa agli impegni finanziari da assolvere nei successivi 12 mesi, la rilevanza a tal fine dell'aumento di capitale e le ipotesi alla base del piano industriale.

Per ciò che riguarda la vigilanza su offerte pubbliche di acquisto (Opa), nel 2005 la Consob ha rilasciato il nulla-osta alla pubblicazione di documenti informativi relativi a operazioni che hanno avuto ad oggetto 36 diversi strumenti finanziari, di cui 5 obbligazioni e 2 azioni non quotate (Tav. 36).

Fra le numerose istruttorie in materia di Opa quelle relative ai tentativi di scalata alla Banca Antonveneta e alla Bnl hanno richiesto un impegno eccezionale, sia nella verifica delle correttezza dei comportamenti degli offerenti sia nel controllo della completezza delle informazioni contenute nei documenti di offerta, oltre a implicare alcune pronunce di carattere interpretativo della disciplina in materia di Opa di particolare rilievo (Riquadri 8 e 9).

Sempre in tema di assetti proprietari, nel corso del 2005 la Consob ha avuto modo di esprimersi su due quesiti di particolare rilievo.

Nel primo caso, la Commissione ha fornito risposta a un quesito presentato per

conto della Giovanni Agnelli & C. Sapa (controllante di Ifil Investments Spa, a sua volta azionista di controllo di Fiat Spa) con il quale, in sintesi, si chiedeva di conoscere se un acquisto di azioni da parte di Ifil Investments, tale da consentire alla società di mantenere sostanzialmente inalterata la propria partecipazione in Fiat, generasse o meno un obbligo di offerta pubblica ove operato contestualmente all'aumento di capitale e accompagnato dalla cessione dei diritti di opzione spettanti su detto aumento. In proposito, la Commissione ha ritenuto che l'acquisto da parte di Ifil non generasse obblighi di offerta pubblica.

Tav. 36

Strumenti finanziari oggetto di offerte pubbliche di acquisto e/o scambio per i quali è stato concesso il nulla-osta nel 2005

	Su azioni quotate			Su obbligazioni e warrant	Su azioni non quotate	Totale
	Ordinarie	Risparmio	Privilegiate			
Volontarie	4	1	--	5	2	12
Preventive	3	--	--	--	--	3
Successive	15	--	--	--	--	15
Residuali	4	--	--	--	--	4
Su azioni proprie	1	1	--	--	--	2
<i>Totale</i>	<i>27</i>	<i>2</i>	<i>--</i>	<i>5</i>	<i>2</i>	<i>36</i>

Fonte: archivio Consob su documenti di offerta.

Nel secondo caso, la Commissione ha avuto modo di esprimersi in ordine all'applicabilità della disciplina dei patti parasociali a uno specifico accordo stipulato, in data 5 giugno 2005, tra gli azionisti partecipanti al patto di sindacato di blocco e consultazione su Rcs MediaGroup Spa (Rcs). L'accordo richiamato aveva la medesima durata del patto su Rcs e contemplava, tra l'altro, una clausola che - in caso di offerta pubblica su azioni Rcs che legittimasse la facoltà di recesso senza preavviso (ex

I tentativi di scalata alla Banca Antonveneta e il ruolo della Consob

I tentativi di scalata alla Banca Antonveneta trovano origine nella disgregazione del patto parasociale, in vigore dall'aprile 2002 e che aggregava il 26,5 per cento dei diritti di voto, a seguito della disdetta comunicata nel dicembre 2004 da alcuni partecipanti. Tale patto ha poi cessato di avere efficacia in data 15 aprile 2005 per tutti i partecipanti.

In occasione del mancato rinnovo del patto, la banca olandese Abn Amro, che già deteneva il 12,7 per cento del capitale sociale di Antonveneta, ha promosso, in data 30 marzo 2005, un'offerta pubblica di acquisto volontaria totalitaria sulle azioni ordinarie di Antonveneta a un prezzo di 25,00 euro per azione. L'offerta ha poi avuto inizio il 19 maggio 2005, dopo la necessaria autorizzazione della Banca d'Italia.

In data 9 maggio 2005 la Banca Popolare di Lodi (Bpl, ora Banca Popolare Italiana, che aveva incrementato la propria partecipazione al capitale di Antonveneta dal 2,86 per cento, detenuto al 14 febbraio 2005, fino al 30 per cento circa) ha promosso un'offerta pubblica di scambio concorrente sulle azioni ordinarie e sulle obbligazioni convertibili Antonveneta. Tale offerta di scambio prevedeva il riconoscimento di un corrispettivo in titoli e denaro [(per ogni azione apportata all'offerta si riconosceva il pagamento di 0,5 azioni ordinarie Bpl di nuova emissione, 0,4 azioni ordinarie di Reti Bancarie Holding Spa (Rbh), 3 obbligazioni Bpl di nuova emissione valorizzate al nominale e un corrispettivo in denaro per ciascuna azione Rbh (*"contingent payment"*) valorizzato in un euro; era inoltre previsto un conguaglio in azioni Rbh qualora il valore di mercato delle azioni offerte in scambio si fosse, al termine dell'offerta, discostato dalla valorizzazione operata da Bpl)].

Il 10 maggio 2005 la Consob, a conclusione di una complessa attività istruttoria basata anche su accertamenti ispettivi, ha dichiarato l'esistenza, quantomeno dal 18 aprile 2005, di un patto parasociale non dichiarato tra Bpl, Emilio Gnutti, G.P. Finanziaria Spa, Fingruppo Holding Spa, Tiberio Lonati, Fausto Lonati, Ettore Lonati e Danilo Coppola (quest'ultimo tramite Finpaco Project Spa e Tikal Plaza Sa), avente per oggetto l'acquisto concertato di azioni ordinarie Antonveneta e l'esercizio anche congiunto di un'influenza dominante su Antonveneta. L'azione di concerto implicava inoltre il superamento, in data 18 aprile 2005 per effetto degli acquisti effettuati da alcuni aderenti al patto, della soglia del 30 per cento del capitale, e dunque l'obbligo di lanciare un'Opa totalitaria.

Bpl, pur contestando l'esistenza del citato patto parasociale, il 16 maggio 2005 ha stipulato un patto con i soggetti sopra menzionati e, il 17 maggio 2005, ha promosso un'Opa obbligatoria sulle azioni ordinarie Antonveneta a un prezzo di 24,47 euro per azione. Contestualmente, Bpl ha promosso un'offerta pubblica di acquisto e scambio volontaria sulle azioni ordinarie Antonveneta (previo ritiro dell'Opa promossa il 9 maggio 2005) che prevedeva un corrispettivo in titoli e denaro complessivamente valutato in 26,00 euro per ogni azione ordinaria Antonveneta e la cui composizione era in larga parte analoga a quella del corrispettivo della precedente Opa volontaria. Il 3 giugno 2005 Bpl ha poi promosso una nuova offerta pubblica di acquisto e scambio al fine di rendere il corrispettivo ulteriormente migliorativo rispetto a quello dell'Opa di Abn Amro; tale offerta prevedeva il riconoscimento di un corrispettivo, sempre in titoli e denaro e sempre valutato in 26,00 euro per ogni azione ordinaria Antonveneta, ma con un diverso meccanismo di calcolo del conguaglio.

Il 10 giugno 2005 Abn Amro ha provveduto a incrementare il prezzo della propria Opa da 25,00 a 26,50 euro per azione. In risposta a tale mossa, il 16 giugno

2005 Bpl ha promosso un'ulteriore offerta concorrente a un corrispettivo valutato da Bpl in 27,50 euro per azione.

Dal 18 gennaio 2005 al 12 luglio 2005 Abn Amro aveva incrementato la propria partecipazione in Antonveneta dal 12,7 per cento al 25,2 per cento circa e, a seguito dell'esercizio di parte dei diritti spettanti alle obbligazioni convertibili possedute, tale partecipazione aveva raggiunto, nel luglio 2005, il 30 per cento circa. Il 15 luglio 2005 Bpl (che intanto aveva assunto la nuova denominazione di Banca Popolare Italiana - Bpi) ha comunicato al mercato di aver ricevuto l'autorizzazione da Banca d'Italia ad acquisire, tramite le offerte pubbliche di acquisto sulle azioni ordinarie Antonveneta da essa promosse, una partecipazione superiore al 50 per cento del capitale sociale di Antonveneta.

Il 22 luglio 2005 si è chiusa con esito negativo l'Opa promossa da Abn Amro, poiché le adesioni (pari al 2 per cento del capitale) erano largamente inferiori alla soglia del 50 per cento al cui raggiungimento era condizionata l'efficacia dell'offerta.

Sempre in data 22 luglio 2005, la Consob (sulla base anche della cooperazione con l'Autorità Giudiziaria resa possibile dall'entrata in vigore, il 12 maggio 2005, delle norme di recepimento della direttiva in materia di abusi di mercato) ha accertato l'avvenuta conclusione di un ulteriore patto parasociale tra la Bpi e Magiste International Sa avente ad oggetto l'acquisto concertato di azioni ordinarie Antonveneta e l'esercizio anche congiunto di un'influenza dominante, patto per il quale non erano stati adempiuti gli obblighi di pubblicità di cui all'articolo 122 del Tuf. La Consob ha, altresì, accertato che i fondi Generation Fund e Active Fund avevano agito come interposte persone della Bpi nell'acquisto di azioni ordinarie Antonveneta, comprate a più riprese in date precedenti al 30 aprile 2005.

Il 25 luglio 2005 il Pubblico Ministero della Procura della Repubblica di Milano ha disposto in via d'urgenza il sequestro delle azioni ordinarie Antonveneta di proprietà o nella disponibilità di Giampiero Fiorani (amministratore delegato di Bpi), Gianfranco Boni (direttore finanziario di Bpi), Bpi (anche per il tramite di Generation Fund e Active Fund di cui risultava gestore la Money Bonds Investments Sa), Emilio Gnutti, Fingruppo Holding Sa, G.P. Finanziaria Spa, Tiberio Lonati, Fausto Lonati, Ettore Lonati, Danilo Coppola (per il tramite di Finpaco Project Spa e di Tikal Plaza Sa) e Magiste International Sa. Il sequestro è stato poi convalidato dal Gip del Tribunale di Milano il primo agosto 2005.

Successivamente la Consob ha sospeso in via cautelare, ai sensi dell'articolo 102, terzo comma, lett. a), del Tuf, l'offerta pubblica di acquisto obbligatoria e l'offerta pubblica di acquisto e scambio promosse da Bpi, in considerazione del fatto che sussistevano carenze informative nei documenti d'offerta pubblicati da Bpi stessa. La Consob ha successivamente dichiarato decadute entrambe le suddette offerte, ai sensi dell'articolo 102, terzo comma, lett. b), del Tuf, avendo accertato numerose, reiterate e gravi violazioni della disciplina delle offerte pubbliche di acquisto e scambio, tali da rendere gravemente carente l'informativa diffusa al mercato e da impedire di pervenire a un fondato giudizio sulle offerte.

Il 26 settembre 2005 è stato stipulato un contratto di compravendita tra Abn Amro e alcuni azionisti di Antonveneta per l'acquisto di una partecipazione complessiva del 39,37 per cento del capitale sociale di Antonveneta, la cui parziale esecuzione ha portato Abn Amro a detenere, alla data del 30 dicembre 2005, una partecipazione complessivamente pari al 55,8 per cento. Ciò ha implicato il lancio di un'Opa obbligatoria sulla totalità delle azioni Antonveneta (a un prezzo pari a 26,50 euro per azione), da svolgersi nel periodo 27 febbraio - 31 marzo 2006.

I tentativi di scalata alla Banca Nazionale del Lavoro e il ruolo della Consob

Il 29 marzo 2005 il Banco Bilbao Vizcaya Argentaria Sa (Bbva) ha presentato alla Consob la comunicazione ex art. 102, comma 1, del Tuf per la promozione di un'offerta pubblica di scambio volontaria sulla totalità del capitale ordinario della Bnl Spa. L'offerta, condizionata tra l'altro al raggiungimento di una quota superiore al 50 per cento del capitale ordinario della Bnl, prevedeva un corrispettivo rappresentato da un'azione Bbva di nuova emissione ogni 5 azioni ordinarie Bnl.

Il Bbva, al momento della promozione dell'offerta, risultava l'azionista di maggioranza relativa della Bnl, con una percentuale del 15 per cento circa. Bbva aveva, inoltre, sottoscritto il 28 aprile 2004 (con efficacia 9 settembre 2004) un patto parasociale di voto e di blocco con Assicurazioni Generali Spa e Dorint Holding Sa (gruppo Della Valle), di durata triennale, che vincolava il 28 per cento circa del capitale di Bnl (14,7 per cento circa Bbva, 8,3 per cento circa Generali, 4,9 per cento circa Dorint). Al momento della promozione dell'offerta da parte di Bbva, risultavano vigenti altri due patti parasociali aventi ad oggetto le azioni della Bnl.

L'offerta promossa da Bbva, svoltasi tra il 20 giugno e il 22 luglio 2005, si è conclusa con esito negativo poiché le adesioni, pari allo 0,7 per cento circa del capitale ordinario di Bnl, unitamente alla quota già posseduta, non consentivano al Bbva di superare la soglia del 50 per cento, condizione alla quale era subordinata l'efficacia dell'offerta.

Nel mese di luglio 2005, in pendenza dell'Opa promossa dal Bbva, per effetto della sottoscrizione, tra Compagnia Assicuratrice Unipol Spa e altri soggetti, di accordi parasociali aventi ad oggetto azioni Bnl e dei contestuali acquisti a titolo oneroso di azioni Bnl da parte di alcuni di essi (a seguito dei quali era stata superata la soglia del 30 per cento), è sorto l'obbligo solidale, in capo ai menzionati soggetti, di promuovere un'Opa successiva totalitaria sulle azioni Bnl. In particolare, gli acquisti che hanno dato origine all'obbligo di Opa sono avvenuti per effetto della cessione di azioni e del contestuale scioglimento di un previgente patto di sindacato diverso da quello cui aderiva il Bbva (cosiddetto "contropatto"). La cessione di dette azioni è avvenuta al prezzo di 2,70 euro per azione. L'obbligo di promuovere l'Opa è stato assolto esclusivamente da Unipol che, in data 14 settembre 2005, ha pubblicato il documento di offerta.

L'Opa Unipol è stata promossa al prezzo di 2,70 euro per azione, prezzo superiore a quello minimo calcolato ai sensi dell'art. 106, comma 2, del Tuf, ma che teneva conto sia del prezzo pagato agli azionisti venditori del "contropatto" sia delle opzioni di acquisto e di vendita stipulate da Unipol nell'ambito degli accordi parasociali con Deutsche Bank. Detti accordi prevedevano, infatti, tra l'altro, una serie di opzioni di acquisto a favore di Unipol per effetto delle quali la società aveva la facoltà di acquistare azioni Bnl per una percentuale superiore al 31 per cento che, sommata a quella già detenuta, avrebbe consentito a Unipol di acquisire oltre il 45 per cento del capitale di Bnl. I patti parasociali stipulati prevedevano, altresì, accordi di tipo industriale e commerciale, da realizzarsi in particolare con Credit Suisse.

L'Opa era soggetta al rilascio delle autorizzazioni da parte dell'Isvap e della Banca d'Italia (sentita l'Antitrust per i profili di concentrazioni tra banche). La Banca d'Italia, con provvedimento del 3 febbraio 2006, ha comunicato che, non ricorrendo le condizioni di solidità patrimoniale del costituendo conglomerato finanziario Holmo-Bnl (Holmo è la controllante di Unipol), prescritte dalla normativa vigente, non poteva essere rilasciata l'autorizzazione ad acquisire il controllo della Bnl. Conseguentemente

la Consob, con provvedimento dell'8 febbraio 2006, ha deliberato che l'offerta non poteva avere luogo.

In relazione a tale vicenda, la Consob ha avuto occasione di pronunciarsi su taluni profili della normativa in materia di Opa, di particolare rilievo. In primo luogo, in risposta a un quesito posto dalla stessa Bnl, relativo alla cessione in corso di Opa di talune attività detenute tramite la Bnl Inversiones Argentinas Sa, la Consob si è pronunciata in relazione alla possibile rilevanza dell'operazione ai sensi dell'art. 104 del Tuf (cosiddetta *passivity rule*, che impone alla società *bersaglio* di astenersi dal compiere "atti o operazioni che possano contrastare gli obiettivi dell'offerta"). Secondo quanto rappresentato dalla Bnl, la delibera del Cda relativa alla cessione delle partecipazioni argentine non costituiva un atto rilevante ai sensi dell'articolo 104 del Tuf, in quanto l'operazione di cessione era parte di un più vasto programma di cessione di attività non strategiche deliberato e avviato ben prima del lancio dell'Opa da parte di Unipol.

Al riguardo, la Commissione, anche alla luce dei precedenti interventi sull'argomento, ha confermato che non ogni atto di cessione di partecipazioni detenute dalla società *bersaglio* debba essere considerato in potenziale contrasto con gli obiettivi dell'offerta e pertanto rientrando nell'ambito di applicazione dell'art. 104 del Tuf. In particolare, non sono da considerarsi in contrasto con gli obiettivi dell'offerta quegli atti di cessione che determinino una modifica dell'assetto finanziario, patrimoniale o industriale in misura talmente contenuta da farla ritenere oggettivamente non idonea a condizionare le scelte dell'offerente. Inoltre, dall'esame dei comunicati emanati dalla Bnl e dell'informazione contabile risultava che la trattativa per la cessione delle attività in Argentina era stata avviata prima che Unipol manifestasse interesse per la Bnl. La Commissione non ha, quindi, ritenuto applicabile l'art. 104 del Tuf all'operazione prospettata.

La Commissione si è poi pronunciata per la rilevanza, ai fini della disciplina dei patti parasociali, dell'accordo contenuto nel contratto di opzione denominato *Spot Hedge*, stipulato tra Unipol e Deutsche Bank (Db) il 18 luglio 2005, in base al quale Db si era impegnata a non aderire all'Opa promossa da Unipol o ad altre offerte concorrenti. La Commissione ha, altresì, ritenuto applicabile l'articolo 42, comma 2, del Regolamento Emittenti (cosiddetta *best price rule*) agli acquisti di titoli Bnl effettuati da Db successivamente alla promozione dell'Opa obbligatoria da parte di Unipol. Secondo quanto la Consob ha potuto ricostruire, anche grazie a riscontri in sede di cooperazione internazionale, tali acquisti erano avvenuti, in parte, al prezzo di euro 2,755 per azione, superiore quindi al prezzo dell'offerta pubblica, pari a euro 2,70. Per effetto della norma citata il prezzo dell'intera offerta pubblica di acquisto promossa da Unipol su Bnl andava, dunque, adeguato a 2,755 euro, vale a dire al prezzo più alto pagato da Deutsche Bank per i titoli Bnl.

Successivamente alla conclusione negativa dell'operazione promossa da Unipol, il 3 febbraio 2006 la Bnp Paribas ha annunciato al mercato l'intenzione di acquistare il controllo di Bnl. A tal fine ha stipulato accordi con 13 azionisti Bnl (tra cui Unipol e alcuni dei soggetti che avevano stipulato patti parasociali con quest'ultima) relativi all'acquisto di azioni Bnl, per un ammontare complessivo pari a circa il 48 per cento del relativo capitale sociale. Detti accordi erano subordinati, tra l'altro, al rilascio della prescritta autorizzazione da parte della Banca d'Italia, intervenuta il 20 marzo 2006, a seguito della quale la Bnp Paribas promuoverà l'Opa obbligatoria totalitaria sull'intero capitale di Bnl, a un prezzo pari a 2,925 euro per azione.

art. 123, comma 3 del Tuf) - conferiva alle parti non recedenti la facoltà di acquistare, prima della conclusione dell'Opa, le azioni apportate al patto dai soggetti recedenti (a un prezzo pari a quello d'offerta, computato anche sulla base di eventuali rilanci o offerte concorrenti) e, dunque, l'obbligo per questi ultimi di cedere le proprie azioni. Al riguardo, la Commissione ha espresso l'avviso che l'accordo descritto presentava caratteristiche tali da ricondurlo nel novero dei patti previsti dall'art. 122 del Tuf, e in particolare, di quelli che pongono limiti al trasferimento delle azioni. Con la conseguenza che allo stesso si rendevano applicabili le disposizioni sulla durata e sul diritto di recesso, di cui al successivo art. 123 del Tuf.

Nel 2005 la Consob ha esaminato documenti informativi relativi a operazioni di finanza straordinaria e riassetto societari.

Tra le operazioni di finanza straordinaria più complesse e articolate si segnalano la fusione per incorporazione di Tim Spa in Telecom Italia Spa, la riorganizzazione delle attività che fanno capo alla famiglia Marzotto (con la scissione da Marzotto Spa e la successiva quotazione di Valentino Fashion Group Spa e l'Opa su Industrie Zignago Santa Margherita Spa promossa da alcuni componenti della famiglia Marzotto), la fusione per incorporazione in SO.PA.F. Spa della LM ETVE Spa, la complessa operazione di ricapitalizzazione e ristrutturazione del debito bancario di GIM Spa, la fusione per integrazione di Meta Spa in Hera Spa e le operazioni societarie di razionalizzazione del Gruppo Capitalia.

3. L'informativa in sede assembleare

Nel 2005 la Consob è intervenuta in numerose occasioni per richiedere a

società quotate di integrare l'informativa resa agli azionisti in sede assembleare.

Con riferimento ad un emittente bancario, la Commissione è intervenuta in occasione dell'assemblea convocata nel luglio 2005 per la sottoposizione ai soci della proposta di aumento del capitale sociale, con esclusione del diritto di opzione, al servizio delle offerte di scambio che la banca in questione stava predisponendo per completare il piano di integrazione con un importante gruppo bancario tedesco. In particolare, è stato richiesto alla società di informare gli azionisti: (i) su alcuni aspetti della determinazione del prezzo delle operazioni di scambio; (ii) sugli effetti che tale processo avrebbe avuto sulla situazione economico-patrimoniale e finanziaria del gruppo di appartenenza; (iii) sui rapporti fra la stessa banca e le Autorità straniere coinvolte nella complessa operazione di integrazione. L'intervento della Commissione ha riguardato anche l'integrazione del documento informativo che la banca aveva pubblicato, ai sensi dell'art. 70 del Regolamento Emittenti, in occasione dell'assemblea.

In un altro caso, sono state richieste a una società e alle sue controllate, che si trovavano in una situazione di tensione finanziaria, informazioni in merito alle esigenze di fabbisogno finanziario, allo sviluppo degli accordi fra vecchi e nuovi azionisti e all'evoluzione della situazione dell'indebitamento.

Nel caso di una società già sottoposta a obblighi di informativa mensile sulla situazione economico-finanziaria, è stato richiesto di fornire chiarimenti sulle trattative in corso per riequilibrare la situazione economico-patrimoniale e finanziaria, nonché sulle limitazioni, incertezze e carenze informative evidenziate nelle relazioni della

società di revisione in riferimento ai bilanci d'esercizio e consolidato 2004.

In un altro caso ancora, come già accaduto per quattro società nel 2004, si è richiesto a un emittente di fornire durante i lavori assembleari specifiche informazioni in merito alle quali è stato anche chiesto un aggiornamento mensile tramite comunicato stampa.

Un'attività di vigilanza particolarmente articolata e complessa è stata quella relativa all'informativa resa da Unipol in occasione del lancio dell'offerta pubblica di acquisto di azioni della Banca Nazionale del Lavoro (si veda il Riquadro 9 prima riportato).

Nel mese di giugno la compagnia assicurativa ha pubblicato un primo documento per informare il mercato dell'avvenuta acquisizione di un rilevante pacchetto di azioni Bnl. Successivamente, a seguito della conclusione di un patto parasociale con diversi soggetti, finalizzato ad aggregare le rispettive partecipazioni detenute in Bnl, Unipol ha comunicato di aver assunto, come previsto dalle clausole del patto, l'obbligo di promuovere in via esclusiva un'offerta pubblica di acquisto su Bnl. In vista di tale operazione Unipol, nel frattempo, aveva già acquisito un'ulteriore tranche di azioni Bnl e, essendo stato di nuovo accertato il superamento dei parametri di rilevanza dell'operazione stabiliti dalla disciplina Consob, la società ha dovuto pubblicare un nuovo documento informativo ex art. 71 del Regolamento Emittenti.

Al fine di reperire le risorse necessarie per sostenere l'onere finanziario dell'Opa, Unipol ha convocato l'assemblea straordinaria per delegare il Cda a deliberare un aumento di capitale in opzione ai soci. In tale occasione la Commissione ha richiesto

che fosse data informazione in assemblea circa le valutazioni del Cda in merito alla necessità o meno di proporre una delibera di mutamento dell'oggetto sociale, in conseguenza dell'acquisizione di una partecipazione di controllo in un gruppo bancario di dimensioni ben più ampie, con conseguente riconoscimento del diritto di recesso ai soci che non avessero concorso alla delibera. È stato, inoltre, chiesto di fornire all'assemblea chiarimenti in merito ai principali elementi considerati nell'implementazione del piano industriale relativo al progetto di acquisizione.

In occasione della pubblicazione del prospetto informativo relativo al lancio di tale aumento di capitale, la Commissione ha poi formulato alcune richieste di integrazione, anticipando in sostanza le modifiche regolamentari successivamente introdotte dalla direttiva prospetti. I prospetti di aumento di capitale in opzione ai soci, secondo la vecchia disciplina, non erano infatti soggetti a nulla-osta Consob, mentre la direttiva prospetti elimina tale esclusione. La Commissione ha, pertanto, richiesto alla società di integrare il prospetto avvalendosi dei poteri a essa riconosciuti dall'art. 114 del Tuf. Nel contempo, la Commissione ha concesso a Unipol una deroga alla tempistica di pubblicazione degli avvisi integrativi, tenendo conto delle peculiarità della fase di transizione dalla vecchia disciplina dei prospetti informativi, contenuta nel Tuf e nell'allora vigente Regolamento Emittenti, alle nuove previsioni della direttiva prospetti.

4. L'informativa contabile

Nell'ambito dell'attività di vigilanza sulle società in materia di informativa contabile, nel 2005 la Commissione è intervenuta in diverse occasioni con

richieste di dati e informazioni agli organi di amministrazione e controllo.

In quattro casi è stato attivato il potere di impugnativa di bilancio nei confronti di emittenti quotati, ai sensi dell'art. 157, comma 2, del Tuf. Fra questi, di particolare rilievo è la decisione di esercitare il potere di impugnativa relativamente ai bilanci d'esercizio e consolidato al 31 dicembre 2004 della Banca Popolare Italiana (ex Banca Popolare di Lodi), poiché, ad avviso della Consob, redatti in violazione delle norme del d.lgs. 87/1992 e della circolare 166/1992 della Banca d'Italia.

In sostanza, le violazioni riscontrate sono apparse tali da rendere i bilanci non rappresentativi della reale situazione economico-patrimoniale della banca, così come dei rischi e degli impegni che gravavano su di essa. Altrettanto significativa è apparsa l'omissione di informazioni, nelle note integrative, che non consentivano di percepire rischi rivelatisi poi di rilevante impatto.

In particolare, sono state riscontrate violazioni per quanto attiene: (i) alla mancata contabilizzazione degli impegni e degli effetti economici derivanti dalla stipula di contratti derivati; (ii) alla mancata contabilizzazione delle garanzie di rendimento riconosciute ad alcuni clienti e degli accantonamenti a fronte della potenziale perdita stimabile; (iii) alla mancata informativa in merito ai rischi di credito sulla tranche mezzanine dell'operazione di cartolarizzazione Tiepolo Finance II e alla mancata rilevazione del derivato "Coupon Swap Transaction" che ha comportato una non completa informativa nella nota integrativa individuale e consolidata e un diverso importo alla voce "Operazioni a termine di negoziazione senza

scambio in capitale: altri valori"; (iv) al mancato accantonamento dell'onere pro-rata temporis derivante dalla stipula del contratto di investimento con Aviva Italia Holding Spa; (v) all'insufficiente accantonamento a fronte della valorizzazione degli impegni derivanti dalla sottoscrizione, nel 2003, di opzioni put a favore di Deutsche Bank Ag London.

La Commissione ha, inoltre, proceduto a impugnare i bilanci di Compagnia Italiana del Turismo Spa, Fin.Part Spa e Partecipazioni Italiane Spa.

Nel primo caso, la Consob ha attivato il potere di impugnativa relativamente ai bilanci d'esercizio e consolidato 2003 in relazione alla mancata informativa in ordine ai rischi e alle incertezze connesse con la continuità aziendale e al trattamento contabile delle operazioni con parti correlate, con particolare riferimento alla valutazione dei crediti e all'iscrizione di una plusvalenza relativamente ai cespiti per i quali la clausola risolutiva (inserita negli atti transattivi del 23 febbraio 2004 e del 1° aprile 2004) prevedeva la retrocessione. In sostanza, la rappresentazione complessiva fornita dai bilanci in parola non dava atto di una situazione di rilevante rischio sulla continuità aziendale connessa sostanzialmente alle notevoli problematiche di recuperabilità delle posizioni verso parti correlate.

Nel caso della Fin.Part Spa, la Consob ha ritenuto che i bilanci d'esercizio e consolidato 2003 presentassero delle irregolarità, in particolare in merito: (i) alla valutazione e all'informazione relative a un credito verso la società Lafico; (ii) alla mancata rilevazione e informazione, nel bilancio consolidato, di fondi rischi, in rapporto all'impegno ad acquistare il ramo d'azienda della Sea Point Srl in liquidazione e concordato preventivo; (iii) alla mancata informazione in ordine a un credito verso la

società GSR. Ad avviso della Consob, risultavano dunque violate le norme civilistiche in materia di chiarezza, veridicità e correttezza del bilancio, nonché quelle relative al principio della prudenza e alla valutazione dei crediti.

Infine, nel caso di Partecipazioni Italiane Spa, la Consob ha ritenuto che i bilanci d'esercizio e consolidato alla data del 31 dicembre 2004 non risultavano redatti in conformità alle norme di legge, in particolare per quanto concerne la valutazione di una serie di crediti e l'appostazione di fondi rischi relativamente al credito per la parte capitale verso il Comune di Roma (ceduto pro-solvendo alle Assicurazioni Generali Spa) e agli oneri connessi al contratto di locazione stipulato con la società Archè.

Nel 2005 è proseguita l'attività volta a richiedere alle società per le quali i revisori hanno espresso un giudizio negativo o si sono trovati impossibilitati a esprimere un giudizio sul bilancio o la relazione semestrale, nonché a quelle ricadenti nella previsione degli artt. 2446 e 2447 c.c. (cioè in presenza di perdite che hanno determinato la riduzione del capitale sociale di oltre un terzo o al di sotto del minimo legale), la diffusione di informazioni mensili aggiornate sulle variabili critiche che caratterizzano le singole situazioni di crisi. Considerando le analoghe richieste effettuate negli anni precedenti, ma anche le revoche dalla quotazione di alcune delle società già sottoposte a tali obblighi, alla fine del 2005 risultavano soggette a tali obblighi 18 società quotate.

Anche l'informativa contabile resa dalle società calcistiche quotate in Borsa è

stata oggetto, come di consueto, di specifica attenzione.

Un primo intervento si è concretizzato in una richiesta, rivolta a una delle suddette società, di fornire informazioni al mercato a mezzo comunicato stampa (informazioni da riportare anche nella relazione semestrale), relativamente: (i) all'istanza di transazione e dilazione, presentata dalla società interessata all'Agenzia delle Entrate, in merito a un significativo debito tributario oggetto di cartella esattoriale; (ii) alla decisione della società di ridurre di un terzo le conseguenti sanzioni tributarie applicando in via analogica l'istituto della conciliazione giudiziale.

Sempre con riferimento alla medesima società, un successivo intervento ha riguardato una richiesta di informazioni, da riportare nella documentazione del bilancio d'esercizio in via d'approvazione dal consiglio di sorveglianza, in merito: (i) alla descrizione compiuta delle azioni intraprese al fine di rendere il controllo di gestione adeguato e affidabile rispetto alle esigenze informative, nonché dei risultati conseguiti per effetto di tali azioni; (ii) ai piani eventualmente allo studio ai fini del rafforzamento patrimoniale della società, anche in vista dei prevedibili effetti che potevano scaturire dall'obbligatoria applicazione dei principi contabili internazionali, nonché dalle modifiche, in quel periodo in corso di discussione in Parlamento, relative all'art. 18-bis della legge n. 91 del 1981 (cosiddetto "decreto salva-calcio", che consentiva, ai soli fini civilistici, l'ammortamento della svalutazione dei diritti pluriennali delle prestazioni sportive degli sportivi professionisti in dieci rate annuali di pari importo); (iii) alla descrizione dei contenuti, dello stadio di avanzamento e degli effetti patrimoniali di un

progetto di aumento di capitale con conferimento di beni in natura da parte del socio di controllo (progetto al quale gli organi di stampa in quel periodo facevano riferimento); (iv) alla diversa esposizione nel conto economico, rispetto alla semestrale, dell'utilizzo del fondo rischi per indennità ai tesserati per la risoluzione anticipata dei contratti di prestazione sportiva.

Infine, nel caso di altra società calcistica, è stato richiesto di fornire al mercato informazioni con riferimento alla possibilità di partecipare alle competizioni sportive nazionali. A tal fine, sono stati richiesti chiarimenti sulle misure che il consiglio di amministrazione avrebbe assunto al fine di assicurare la conformità dei parametri economico-finanziari a quelli richiesti per l'iscrizione al campionato di calcio 2005-2006, con particolare riferimento ai debiti scaduti e, in generale, alle ulteriori iniziative per il risanamento gestionale della società. Inoltre, è stato richiesto di informare il mercato sugli esiti degli aggiornamenti delle valutazioni sui diritti alle prestazioni sportive effettuate da un perito indipendente su richiesta del collegio sindacale, specificando i relativi effetti economico-patrimoniali nonché l'identità dei calciatori le cui prestazioni sportive sono state oggetto di detti aggiornamenti.

5. Le società di revisione

Nel corso del 2005 le società di revisione iscritte nell'Albo speciale, nello svolgimento dell'attività di verifica della regolare tenuta della contabilità sociale e della rispondenza dei bilanci alle scritture contabili e alle norme che li disciplinano,

hanno esaminato 263 bilanci d'esercizio e 241 bilanci consolidati di emittenti quotati nei mercati regolamentati italiani.

I dati relativi all'attività dei revisori sui bilanci 2004 mostrano una riduzione, rispetto al 2003, sia del numero dei giudizi rilasciati con rilievi sia dei casi di impossibilità di esprimere un giudizio per incertezze. I giudizi con rilievi sono stati 12, mentre i casi di impossibilità di esprimere un giudizio sono stati 6, a fronte, rispettivamente, dei 15 e 11 casi del 2003. Si registra, inoltre, per la prima volta dal 1998, un caso di giudizio negativo (Tav. 37).

Si tratta di Centenari e Zinelli Spa, società per cui la società di revisione ha rilasciato un giudizio negativo a causa di: (i) incertezze connesse al valore di iscrizione di una partecipazione totalitaria in una società in liquidazione, il cui bilancio era stato redatto con i criteri dell'azienda in funzionamento, a causa della mancanza di sufficienti elementi sulla congruità del valore di recupero delle giacenze di magazzino e delle immobilizzazioni materiali; (ii) incertezze connesse al valore di carico di partecipazioni totalitarie in due società in stato di forte tensione finanziaria, stante la mancanza di sufficienti elementi in merito alla capacità delle società di reperire nel breve periodo le risorse finanziarie necessarie per la prosecuzione dell'attività; (iii) mancata informativa in bilancio da parte degli amministratori in merito ai dubbi sulla continuità aziendale, alle implicazioni di tali dubbi e ai piani correttivi per far fronte alla situazione di forti perdite operative e di tensione finanziaria.

Attività delle società di revisione sui bilanci di esercizio e consolidati delle società quotate nei mercati regolamentati italiani

Tipologia dei giudizi							
	Giudizi con richiami di informativa	Giudizi rilasciati con rilievi per:			Giudizi negativi o impossibilità di esprimere il giudizio:		
		Dissensi rispetto ai trattamenti contabili	Limitazioni al procedimento di revisione	Incertezze	Giudizio negativo	Impossibilità di esprimere un giudizio per gravi limitazioni	Impossibilità di esprimere un giudizio per incertezze
1996	328	8	4	--	1	1	2
1997	197	6	3	3	--	--	1
1998	197	1	2	--	1	1	--
1999	217	--	2	--	--	1	1
2000	207	2	2	--	--	--	--
2001	192	5	--	1	--	--	5
2002	159	9	3	2	--	--	10
2003	143	7	7	1	--	--	11
2004	158	3	7	2	1	--	6

Confronta Note metodologiche. ¹ Il numero complessivo dei giudizi può divergere dal numero complessivo dei rilievi nel caso in cui siano stati formulati, per uno stesso emittente, più rilievi.

In cinque casi i revisori, oltre a dichiarare l'impossibilità di esprimere un giudizio sui bilanci o a rilasciare un giudizio negativo, hanno anche espresso rilievi di varia natura (Fin.Part, Innotech, Pagnossin e Richard Ginori, oltre al citato caso di Centenari e Zinelli).

Per Fin.Part, ma anche per Pagnossin, i rilievi hanno riguardato incertezze sulla valutazione di specifiche poste di bilancio. In particolare, per Fin.Part i revisori hanno rilevato l'assenza di adeguate evidenze a supporto della valutazione effettuata dagli amministratori in merito alla recuperabilità di un credito. Sono poi state espresse incertezze in merito: (i) al valore d'iscrizione della partecipazione in una controllata indiretta, allineato all'importo determinato in un accordo preliminare di cessione della stessa società, la cui efficacia era subordinata alla positiva realizzazione di un'offerta pubblica di acquisto e scambio; (ii) al valore d'iscrizione del marchio di pertinenza di un altro gruppo controllato, in relazione alla

mancata definizione di contratti di cessione del marchio e delle attività riferibili al gruppo medesimo; (iii) alla realizzabilità dei proventi derivanti dalla iscrizione di crediti per imposte anticipate riferiti a una società controllata.

Nel caso di Innotech, così come nel caso Centenari e Zinelli, i revisori hanno riscontrato anche limitazioni al procedimento di revisione. In particolare, per Innotech la società di revisione ha ricondotto le limitazioni, da un lato, alla mancata effettuazione di riscontri da parte del revisore di una controllata indiretta e alla conseguente impossibilità di svolgere procedure di revisione sul bilancio della medesima, dall'altro, all'insufficienza degli elementi forniti dalla stessa Innotech ai fini della valutazione della congruità del prezzo di acquisizione di un software.

Nel caso di Richard Ginori e della sua controllante Pagnossin, il revisore, oltre a dichiararsi impossibilitato a esprimere un giudizio per incertezze sulla continuità

aziendale, ha espresso dissensi rispetto ad alcuni criteri contabili adottati dagli amministratori. Per Richard Ginori, il revisore ha espresso dissensi in merito alla capitalizzazione della copertura della perdite di una controllata, ritenendo che gli apporti effettuati dalla controllante non dovessero essere contabilizzati a incremento del valore della partecipazione, bensì quali costi di esercizio. Il revisore ha inoltre rilevato che la perdita conseguita nel 2004 derivava in parte da rettifiche di poste di esercizi precedenti, effettuate a correzione di contabilizzazioni errate. I suddetti rilievi sono stati esposti anche dal revisore della società controllante (Pagnossin).

In altri casi le società di revisione si sono limitate a formulare esclusivamente dei rilievi per dissensi rispetto alla valutazione di determinate poste contabili o per limitazioni al processo di revisione.

Nel caso della AISoftw@re, i giudizi con rilievi hanno riguardato dissensi rispetto ai criteri contabili utilizzati dagli amministratori relativamente a una parte dei costi capitalizzati, per i quali i revisori hanno ritenuto che non fossero presenti tutti i requisiti previsti dai principi contabili per la loro iscrizione e il loro mantenimento. Inoltre, è stata considerata sopravvalutata la voce "crediti verso clienti", mentre sono state ritenute sottovalutate le voci "debiti tributari", "oneri diversi di gestione" e "fondi per rischi e oneri".

Per Chl, i revisori hanno espresso un rilievo per il mancato completamento delle procedure di revisione relative alla valutazione della partecipazione in una società collegata, mentre nel caso di Finarte-Semenzato, è stata rappresentata l'impossibilità di accertare le cause dell'anomala configurazione del saldo di un conto transitorio, che si è determinata a causa

di modifiche apportate al sistema informativo contabile.

Per Fullsix (già Inferentia), i revisori hanno espresso un rilievo per la mancanza di adeguate informazioni in merito allo stato della liquidazione di una società controllata ceduta nel precedente esercizio, necessarie per valutare l'esistenza di eventuali passività potenziali residue in capo alla società cedente.

Nel caso di Partecipazioni Italiane (già Necchi), vi sono state limitazioni al procedimento di revisione che hanno riguardato la mancanza di sufficienti elementi probativi ai fini della valutazione di una partecipazione, poiché non erano disponibili i dati di bilancio aggiornati della società partecipata e le informazioni del revisore secondario e della direzione della società. È stata poi manifestata l'impossibilità a svolgere procedure di revisione su una specifica situazione contabile.

I casi in cui le società di revisione hanno dichiarato l'impossibilità di esprimere un giudizio sul bilancio sono essenzialmente riconducibili alla sussistenza di incertezze sulla continuità aziendale, relative nella maggioranza dei casi a dubbi circa la capacità delle società di reperire nel breve periodo adeguate risorse per fronteggiare esborsi finanziari previsti o per garantire la continuità operativa.

Nel citato caso di Fin.Part, sono emerse incertezze in merito alla possibilità di ottenere mezzi finanziari da parte del sistema bancario e alle iniziative avviate per la cessione di alcune controllate. Nel caso di Innotech, invece, i revisori hanno evidenziato incertezze connesse alla realizzazione delle operazioni incluse nel piano industriale, alla mancata esecuzione dell'aumento di capitale

deliberato e alla insufficienza di disponibilità liquide.

Nel caso di Algol, oltre alle descritte incertezze sulla continuità aziendale, i revisori hanno rilevato incertezze in relazione al ricorso ex art. 2409 c.c. presentato dal collegio sindacale per fatti censurabili, nonché in relazione alle eventuali richieste di indennizzo da parte della società cessionaria di una controllata ceduta.

Nel caso di Ngp, i revisori hanno segnalato di non aver ricevuto conferma da parte di alcuni istituti di credito in merito ai rapporti intrattenuti con la società stessa e all'avvenuta sottoscrizione della convenzione per il consolidamento del debito.

Nel caso di Pagnossin, è stata evidenziata l'impossibilità di esprimere un giudizio sulla valutazione della partecipazione in una società controllata, in presenza di incertezze sulla positiva conclusione delle trattative con gli istituti di credito per la ristrutturazione del debito di tale società, nonché sulla mancata stipula di accordi con gli istituti di credito finalizzati al superamento della situazione di difficoltà finanziaria della società in questione. Nel caso della controllata Richard Ginori, sono state sottolineate, da un lato, la mancata stipula di accordi con gli istituti di credito per il rimborso di rate di un finanziamento scadute e non rimborsate, dall'altro, incertezze connesse agli effetti del mancato rispetto dei parametri di garanzia previsti dal contratto di tale finanziamento, con il conseguente rischio di richiesta di rimborso anticipato dello stesso.

Nel 2005 la Commissione ha svolto un'intensa attività di vigilanza sulle società di revisione iscritte all'Albo speciale, che ha portato a 4 accertamenti ispettivi e, in 3 casi, alla sospensione di

partners (Tav. 38; si veda il successivo Capitolo IV).

Tav. 38

Controlli sulle società di revisione

	Istruttorie per iscrizione Albo	Ispezioni e accertamenti ispettivi	Lettere di richiamo	Sospensioni di partner	Divieto di acquisire nuovi incarichi	Sanzioni amministrative	Cancellazioni dall'Albo speciale	Denunce penali
1997	--	7	4	5	--	2	--	6
1998	--	5	--	1	1	2	--	--
1999	2	2	--	--	--	--	2	--
2000	--	2	--	1	--	--	--	--
2001	1	1	--	--	--	--	--	--
2002	1	5	--	3	--	--	--	--
2003	2	7	1	1	--	--	5	--
2004	1	5	--	4	--	--	1	--
2005	2	4	--	3	--	--	--	--

Al 31 dicembre 2005 risultavano iscritte nell'Albo 21 società di revisione, con un incremento di un'unità rispetto all'anno precedente.

La Consob ha conferito d'ufficio alla PricewaterhouseCoopers Spa, ai sensi dell'art. 159, comma 6, del Tuf, l'incarico di revisione del bilancio d'esercizio e del bilancio consolidato della società quotata Algol Spa per il triennio 2005/2007 e ha contestualmente fissato il corrispettivo spettante al revisore per tale incarico. Il conferimento d'ufficio è conseguito alla mancata attribuzione, da parte di Algol Spa, dell'incarico di revisione per il predetto triennio, in occasione dell'assemblea di approvazione del bilancio d'esercizio 2004. La Commissione ha affidato l'incarico alla PricewaterhouseCoopers Spa, società già incaricata della revisione dei bilanci Algol Spa per il precedente triennio, in quanto, per

poter affrontare adeguatamente l'incarico di revisione sui bilanci della Algol Spa e del suo gruppo per gli esercizi 2005/2007, il revisore incaricato non avrebbe potuto prescindere dall'acquisizione di un'approfondita conoscenza di tutte le informazioni rilevanti in merito alle vicende che avevano caratterizzato l'esercizio 2004 e che avrebbero potuto continuare a produrre riflessi sui successivi esercizi.

Nel corso del 2005 la Commissione ha ricevuto la documentazione relativa agli

incarichi di revisione legale. Dall'esame dei dati raccolti è emersa una lieve diminuzione del numero dei soggetti sottoposti agli obblighi di revisione legale, passato da 2.038 nel 2003 a 1.885 nel 2004, mentre è rimasta sostanzialmente immutata la distribuzione degli incarichi tra le società di revisione iscritte nell'Albo speciale. Le prime quattro società di revisione in ordine di fatturato legale detengono complessivamente il 94,3 per cento del mercato nazionale della revisione obbligatoria.

II – LA VIGILANZA SUI MERCATI

1. Gli abusi di mercato

Tav. 39

Nel corso del 2005 la Commissione ha concluso 8 accertamenti su anomalie riscontrate nell'attività di controllo dei mercati. L'ipotesi di illecito è stata formulata in 4 casi (11 nel 2004) che sono stati oggetto di altrettante relazioni all'Autorità Giudiziaria: in 2 casi è stato configurato l'abuso di informazioni privilegiate (rispettivamente, per *insider trading* e per *front running*), in 2 la manipolazione del mercato (rispettivamente, manipolazione informativa e manipolazione operativa). Nei rimanenti 4 accertamenti (2 relativi a ipotesi di abuso di informazioni privilegiate e 2 a ipotesi di manipolazione del mercato) non è stata ipotizzata la sussistenza di un illecito (Tav. 39).

Ai sensi della nuova disciplina sugli abusi di mercato, entrata in vigore nel maggio 2005 con il recepimento della relativa direttiva europea (si veda il successivo Capitolo V), la Consob non è più tenuta a trasmettere all'Autorità Giudiziaria relazioni su casi per i quali non vengano formulate ipotesi di reato. Tuttavia, nel 2005 la Commissione ha trasmesso 2 relazioni della specie in quanto i relativi accertamenti si erano conclusi prima dell'entrata in vigore della nuova disciplina. Nel corso dell'anno sono stati avviati alcuni importanti procedimenti sulla base della nuova disciplina degli abusi di mercato, che assegna alla Consob un potere sanzionatorio diretto; le relative istruttorie risultavano ancora in corso a fine anno.

Risultanze delle indagini in materia di abusi di mercato

	Segnalazione di ipotesi di reato ¹	- di cui per ipotesi di abuso di informazioni privilegiate	Accertamenti senza segnalazioni di ipotesi di reato ²	Totale
1997	19	16	33	52
1998	21	17	15 ³	36
1999	30	22	8	38
2000	21	17	5	26
2001	18	14	10	28
2002	16	7	9	25
2003	16	13	10	26
2004	11	4	8	19
2005	4	2	4	8

¹ Per le relazioni del 1997 e per 10 relazioni del 1998, si fa riferimento a relazioni motivate di cui all'art. 8, comma 3, della legge 157/1991, abrogato dal Tuf. ² Con riferimento agli anni 1997, 1998 e 1999 il dato include le risultanze relative, rispettivamente, a 18, 3 e 1 indagine che si sono concluse senza l'invio di relazione motivata al Pubblico Ministero. A partire dall'entrata in vigore del Tuf e fino al maggio 2005 la Consob era tenuta, in ogni caso, a trasmettere al Pubblico Ministero una relazione su indagini e accertamenti effettuati. A partire dal maggio 2005 la Consob non è tenuta a trasmettere le relazioni per le quali non vengono formulate ipotesi di reato.

³ Di cui 9 relative ad attività di accertamento che si sono concluse prima dell'entrata in vigore del Tuf.

Il numero delle richieste di dati e informazioni inviate a intermediari, società quotate, pubbliche amministrazioni e Autorità di vigilanza estere, nel 2005, è stato complessivamente pari a 219; di queste, circa il 30 per cento è stato finalizzato ad assistere Autorità di vigilanza estere impegnate in indagini su casi di presunti abusi di mercato (Tav. 40).

Tav. 40

Richieste di dati e notizie in materia di abusi di mercato

Soggetti destinatari delle richieste						
	Intermediari autorizzati ¹	Società quotate e loro controllanti o controllate	Soggetti privati	Pubbliche amministrazioni	Autorità estere	Totale
1997	220	37	49	22	11	339
1998	324	14	50	10	17	415
1999	416	22	48	--	21	507
2000	492	33	11	4	30	570
2001	247	30	93 ²	10	33	413 ³
2002	154	28	52 ⁴	1	24	259 ⁵
2003	185	15	55 ⁶	3	27	285 ⁷
2004	146	13	23 ⁸	2	11	195 ⁹
2005	140	9	47 ¹⁰	--	23	219 ¹¹

¹ Banche, Sim, Sgr e agenti di cambio. ² Il dato include 7 audizioni. ³ Di cui 156 per conto di Autorità estere. ⁴ Il dato include 19 audizioni. ⁵ Di cui 36 per conto di Autorità estere. ⁶ Il dato include 29 audizioni. ⁷ Di cui 38 per conto di Autorità estere. ⁸ Il dato include 7 audizioni. ⁹ Di cui 101 per conto Autorità estere. ¹⁰ Il dato include 42 audizioni. ¹¹ Di cui 63 per conto di Autorità estere.

Nella relazione all'Autorità Giudiziaria, in cui è stato ipotizzato il reato di *insider trading*, l'informazione privilegiata oggetto di abuso era costituita dalla prossima pubblica evidenza dello stato di dissesto in cui una società quotata versava da tempo. Nella relazione in cui è stata ipotizzata la condotta di *front running* le indagini hanno riguardato il comportamento di 2 negozianti dipendenti di un intermediario membro del mercato regolamentato, l'uno con funzioni di raccoglitore di ordini della clientela e l'altro con funzioni di addetto a un conto di negoziazione della proprietà. Il comportamento abusivo si è concretizzato secondo schemi diversi, facendo talora leva sul conto della

proprietà, e si è sviluppato nell'arco di 10 mesi complessivamente su 54 titoli quotati (Tav. 41).

Tav. 41

Tipologia delle informazioni privilegiate nelle segnalazioni all'Autorità Giudiziaria in cui si ipotizza il reato di abuso di informazioni privilegiate

	Mutamento del controllo - Opa	Risultati economici. Situazione patrimoniale e finanziaria	Operazioni sul capitale. Fusioni - Scissioni	Altre		Totale
				di cui per ipotesi di front running		
1997	7	4	2	3	--	16
1998	13	1	3	--	--	17
1999	13	4	3	2	--	22
2000	6	1	3	7	1	17
2001	9	--	2	3	2	14
2002	1	1	2	3	1	7
2003	5	2	1	5	2	13
2004	2	1	--	1	--	4
2005	--	1	--	1	1	2

Le 2 ipotesi di manipolazione del mercato prospettate all'Autorità Giudiziaria hanno riguardato un caso di manipolazione informativa, con riferimento ai comunicati diffusi da una società quotata, e un caso di manipolazione operativa, riguardante negoziazioni di un primario intermediario su più mercati obbligazionari europei. Dato il carattere transfrontaliero di quest'ultimo caso, diverse Autorità europee hanno cooperato nello svolgimento delle indagini.

I soggetti complessivamente segnalati all'Autorità Giudiziaria per ipotesi di abuso di informazioni privilegiate e di manipolazione del mercato sono stati, rispettivamente, 3 e 8 (Tav. 42).

Tav. 42
Soggetti coinvolti in ipotesi di abusi di mercato segnalate all'Autorità Giudiziaria

	Intermediari autorizzati ¹	Insiders istituzionali ²	Altri soggetti ³	Operatori esteri	Totale
Abuso di informazioni privilegiate					
1997	11	12	41	17	81
1998	17	31	34	32	114
1999	21	26	56	48	151
2000	24	11	149	34	218
2001	20	6	53	30	109
2002	14	1	69	21	105
2003	2	12	35	20	69
2004	--	8	7	4	19
2005	--	1	2	--	3
Manipolazione di mercato					
1997	3	21	--	--	24
1998	7	2	--	2	11
1999	10	5	34	2	51
2000	1	2	1	1	5
2001	4	1	1	2	8
2002	18	2	--	4	24
2003	6	--	1	--	7
2004	4	2	6	1	13
2005	--	1	7	--	8

¹ Banche, Sim, Sgr e agenti di cambio. ² Soci, amministratori e dirigenti di società quotate. ³ Si tratta dei cosiddetti *insiders* secondari e dei *tippees* (ex art. 180, comma 2, del Tuf).

L'attività di vigilanza sull'integrità dei mercati, con particolare riferimento al mercato azionario gestito da Borsa Italiana Spa, si avvale ormai da alcuni anni di un sistema informatizzato e automatizzato di individuazione di anomalie nell'attività di negoziazione, che consente un'azione più efficace nell'individuazione dei possibili casi di abuso di mercato (Riquadro 10).

Ai sensi del previgente art. 187 del Tuf, nei procedimenti penali per ipotesi di *insider trading* e aggioaggio la Consob

esercitava i diritti e le facoltà attribuiti dal codice di procedura penale agli enti e alle associazioni rappresentativi di interessi lesi dal reato. Il nuovo art. 187-*undecies* (introdotto dalla legge 18 aprile 2005, n. 62, che ha recepito in Italia la direttiva sugli abusi di mercato), nel confermare (comma 1) la suddetta facoltà, ha altresì previsto espressamente (comma 2) la facoltà della Consob di costituirsi parte civile nei relativi procedimenti penali. La disposizione di cui al citato comma 1 ha, peraltro, portata ricognitiva di una facoltà discendente dall'applicazione del principio generale ex artt. 185 c.p. e 74 c.p.p. . Di carattere innovativo è per contro la seconda parte della norma, che ha introdotto speciali criteri di determinazione del danno, che devono tenere “*comunque conto dell'offensività del fatto, delle qualità personali del colpevole e dell'entità del prodotto o del profitto conseguito dal reato*”.

La legittimazione della Consob a costituirsi parte civile ha ricevuto, peraltro, un espresso riconoscimento da parte della giurisprudenza. Da ultimo, il Tribunale di Milano ha infatti affermato che “La norma di cui all'art. 2637 c.c. è posta a tutela della regolare formazione dei prezzi degli strumenti finanziari e, quindi, della regolarità dell'andamento dei mercati finanziari e a tutela della stabilità del sistema bancario. Tenuto conto che la Consob è preposta alla tutela degli interessi del pubblico risparmio nel settore del mercato finanziario è ipotizzabile, ove siano posti in essere comportamenti volti, mediante le modalità di cui all'art. 2637 c.c., a turbare o alterare la regolarità del mercato finanziario, la sussistenza di danno in capo alla

Riquadro 10

Modello probabilistico per la rilevazione di potenziali abusi di mercato

La Consob utilizza ormai da circa tre anni un modello statistico per l'analisi dei dati di mercato inerenti alle negoziazioni di azioni quotate in Borsa che consente di individuare potenziali fenomeni di abusi di mercato.

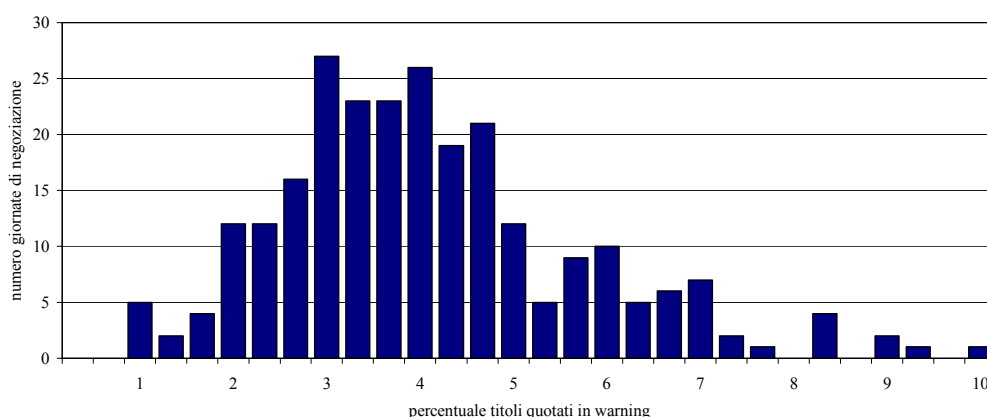
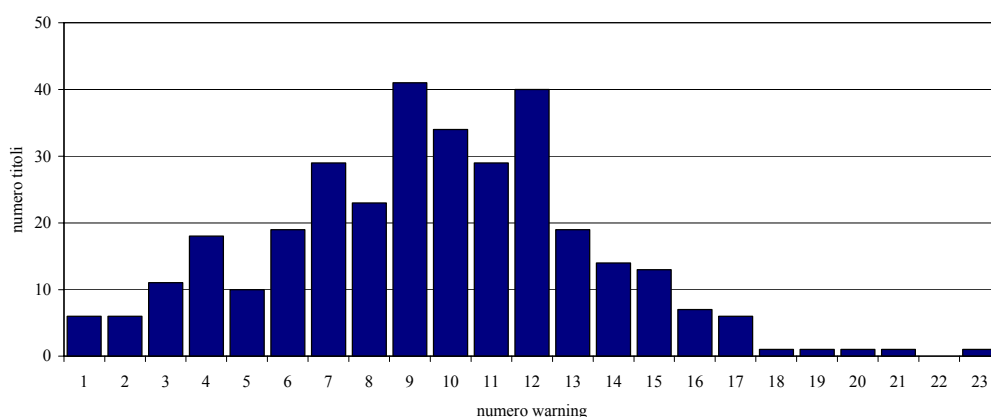
Il funzionamento del modello si basa su quattro variabili finanziarie: i rendimenti, i volumi negoziati giornalieri, un indicatore di concentrazione statica del mercato (che verifica, tra l'altro, la presenza di posizioni dominanti di singoli intermediari) e un indicatore di concentrazione dinamica (che esamina l'evoluzione nel tempo dell'operatività dei singoli intermediari evidenziandone le variazioni significative).

L'andamento di queste variabili o "allertatori" (*alert*) determina la segnalazione di anomalie la cui lettura congiunta determina un segnale di potenziale abuso di mercato (*warning*). Nello specifico, per quanto riguarda la concentrazione statica, la generazione dell'*alert* scaturisce dai segnali di anomalia generati da tre pre-allertatori che esaminano rispettivamente l'operatività degli intermediari in acquisto, in vendita e quella lorda. Parimenti, la generazione dell'*alert* per la concentrazione dinamica deriva dai segnali di anomalia generati da tre pre-allertatori che esaminano rispettivamente l'operatività degli intermediari in acquisto, in vendita e quella netta.

Il sistema, sulla base di un modello probabilistico, in ogni seduta e per ciascun titolo, calcola un intervallo entro cui dovrebbero muoversi i singoli allertatori. Nel caso in cui il valore assunto dall'allertatore cada al di fuori dell'intervallo previsto viene segnalato un *alert*. Il *warning* scatta nel momento in cui almeno tre dei quattro allertatori segnalano un *alert*.

L'iter procedurale seguito nella trattazione dei *warning* prevede che si proceda, in primo luogo, a un esame dell'informativa di mercato disponibile sul titolo. Al termine di queste analisi, e di eventuali altri accertamenti, il *warning* può essere ritenuto giustificato dalle dinamiche di mercato oppure può essere ricondotto a ipotesi meritevoli di ulteriori approfondimenti in relazione a violazioni riconducibili a ipotesi di *market abuse*. Nel caso in cui i *warning* vengano ritenuti sintomatici di una possibile anomalia di mercato si avviano gli approfondimenti specifici che possono eventualmente portare all'apertura di un procedimento sanzionatorio.

Nel triennio 2003-2005 il sistema ha generato circa 3.000 *warning* all'anno; ciò implica che ogni giorno in media il 4 per cento dei titoli è andato in *warning*. Solo in un numero molto limitato di giornate lavorative il numero dei titoli in stato di *warning* ha superato il 7 per cento dei titoli negoziati; peraltro, in tutte le giornate di negoziazione è stato generato almeno un *warning*. In media ogni titolo ha generato circa 10 *warning* e raramente si sono registrati più di 20 *warning* per titolo in un anno; inoltre, tutti i titoli hanno generato almeno un *warning* in un anno.

Distribuzione delle giornate di negoziazione per numero di titoli azionari che hanno generato *warning* nel 2005Distribuzione dei titoli azionari quotati per numero di *warning* generati nel 2005

Tali dati devono essere valutati alla luce del fatto che il sistema rileva tramite i *warning* tutte le cosiddette *micro-failure* del mercato, sia quelle indotte da fenomeni fisiologici (quali, ad esempio, la diffusione di notizie *price-sensitive*), sia quelle generate da fenomeni di *market abuse*. Ciò implica che larga parte dei *warning* è da ricondurre alla dinamica dell'informativa di mercato, ovvero a particolari situazioni congiunturali. Inoltre, nell'esperienza di vigilanza della Consob è emerso che più *warning* sono generalmente riconducibili a un singolo caso di indagine. Dei *warning* che residuano da tale primo *screening* si devono poi filtrare ulteriormente quelli che hanno richiesto approfondimenti di altra natura ma che non hanno comportato l'apertura di una istruttoria. Infine, dei *warning* che hanno comportato l'apertura di un'istruttoria solo una parte – completati gli accertamenti del caso – potrà determinare un'ipotesi sanzionatoria.

Commissione” (ordinanza del 25 gennaio 2005, resa nell’ambito del processo Parmalat). Tale impostazione è stata sostanzialmente confermata dal Tribunale di Milano con successive ordinanze rese in data 21 settembre e 19 dicembre 2005, nonché dal Tribunale di Brescia con ordinanza del 3 marzo 2005.

Al fine istituzionale di perseguire la tutela dell’interesse all’efficiente funzionamento del mercato, nel corso del 2005, la Consob si è costituita parte civile in 8 nuovi procedimenti penali per *insider trading* (3 casi) e *aggiotaggio* (5 casi), mentre in un caso, ove è stata configurata un’ipotesi di violazione dell’art. 180, comma 2, del Tuf, successivamente

depenalizzato per effetto della legge n. 62/2005, la Consob ha presenziato come ente rappresentativo degli interessi lesi dal reato (Tav. 43). Nella maggior parte di detti procedimenti, la Consob aveva provveduto a inviare alla competente Autorità Giudiziaria apposite segnalazioni, all’esito dell’attività di vigilanza svolta.

Nel corso del 2005 si sono registrate 5 archiviazioni (di cui una parziale) disposte dall’Autorità Giudiziaria in merito a casi di abuso di mercato ipotizzati della Consob con apposite relazioni; nel 2005 si sono avuti, inoltre, 9 rinvii a giudizio, 3 sentenze di condanna e altrettante di patteggiamento (Tav. 44).

Tav. 43

Interventi dell’Istituto in procedimenti penali relativi a reati di *insider trading* e *aggiotaggio*

	Interventi	Reato ¹	Esito al 31 dicembre 2005
1996	1	Insider trading	patteggiamento
1997	1	Insider trading	sentenza di proscioglimento per prescrizione ²
	1	Insider trading	sentenza di assoluzione
	1	Insider trading	patteggiamento
1998	1	Insider trading e aggiotaggio	sentenza di proscioglimento per prescrizione
1999	1	Insider trading e aggiotaggio	sentenza di patteggiamento per 4 soggetti; sentenza di condanna per 2 soggetti
2000	1	Insider trading e aggiotaggio	sentenza di proscioglimento per prescrizione ³
	1	Aggiotaggio	sentenza di proscioglimento per prescrizione ⁴
2001	3	Aggiotaggio	1 sentenza di condanna; sentenza di patteggiamento per gli altri 2 procedimenti
	2	Insider trading	1 sentenza di condanna; 1 sentenza di proscioglimento per prescrizione
2002	2	Insider trading	1 in corso; 1 sentenza di proscioglimento per prescrizione
2003	1	Insider trading	in corso
2004	1	Insider trading	in corso
	2	Aggiotaggio	in corso ^{4,5} 1 sentenza di patteggiamento
2005	9	Insider trading e aggiotaggio	in corso ⁶ 2 sentenze di patteggiamento; 3 sentenze di non luogo a procedere ^{6,7}

¹ *Insider trading*: art. 2, legge 157/1991, poi art. 180 del Tuf, ora art. 184 del Tuf; *aggiotaggio*: art. 5, legge 157/1991, poi art. 2637 del c.c., ora art. 185 del Tuf. ² Il procedimento è tuttora in corso con riguardo ad altre ipotesi di reato. ³ L’intervento era già stato proposto nel 1998, ma a seguito della regressione del procedimento alla fase delle indagini preliminari, è stato necessario riproporre l’intervento nel corso del 2000. ⁴ In tali procedimenti la Consob si è costituita parte civile. ⁵ Uno di tali procedimenti è stato avviato anche per il reato di false comunicazioni e ostacolo all’esercizio delle funzioni delle Autorità pubbliche di vigilanza (art. 2638 c.c.). ⁶ Nel corso del 2005, la Consob si è sempre costituita parte civile, salvo che in un caso. ⁷ In un procedimento è stata formulata sentenza di non luogo a procedere per il reato di aggiotaggio, ma il processo prosegue per il reato di ostacolo all’esercizio delle funzioni delle Autorità pubbliche di vigilanza (art. 2638 c.c.).

Esiti delle relazioni inviate all'Autorità Giudiziaria in materia di *insider trading* e aggiotaggio

	Archiviazione	Archiviazione parziale	Richiesta di rinvio a giudizio	Sentenza di patteggiamento	Sentenza di condanna	Sentenza di assoluzione	Sentenza di non luogo a procedere	Sentenza di estinzione del reato per prescrizione	Totale
1991-1997	7	--	5	2	2	--	--	--	16
1998	4	--	1	1	--	--	--	--	6
1999	10	1	2	1	--	1	1	--	16
2000	6	4	2	3	--	--	--	1	16
2001	12	1	3 ¹	2	1 ¹	--	--	--	19
2002	10	--	2	--	2 ²	--	--	2	16
2003	16	--	--	--	--	--	--	1	17
2004	2	1	3	--	1	--	--	--	7
2005	4	1	9	3	3	1 ³	3 ^{3,4}	1	25

¹ La sentenza di primo grado è stata impugnata. ² Alcuni imputati sono stati assolti. Una delle sentenze è stata impugnata, ma confermata in Cassazione. ³ Una delle sentenze ha assolto uno degli imputati e ha disposto la trasmissione degli atti alla Consob ai fini dell'eventuale applicazione di sanzioni amministrative pecuniarie come previsto dall'art. 187-bis del Tuf, come introdotto dalla legge 62/2005. ⁴ In un caso, la sentenza di non luogo a procedere nei confronti di alcuni imputati ha altresì disposto la trasmissione degli atti alla Consob ai fini dell'eventuale applicazione di sanzioni amministrative pecuniarie come previsto dall'art. 187-bis del Tuf.

Nel 2005 si è svolta, presso il Tribunale di Brescia, l'udienza preliminare del procedimento penale nei confronti di numerosi soggetti, esponenti aziendali, dipendenti e revisori dell'intermediario Bipop-Carire, imputati, tra l'altro, del reato di aggiotaggio e di ostacolo all'esercizio delle funzioni di vigilanza della Consob e della Banca d'Italia. All'esito della predetta udienza preliminare, con decreto emesso in data 31 maggio 2005, il Giudice per l'udienza preliminare ha disposto il rinvio a giudizio di alcuni dei predetti imputati per il reato di ostacolo all'esercizio delle funzioni pubbliche di vigilanza di cui all'art. 2638 c.c. All'udienza di apertura della fase dibattimentale, tenutasi il 29 novembre 2005, il Tribunale ha rilevato la propria incompetenza territoriale e ha disposto con sentenza la trasmissione degli atti relativi al medesimo procedimento alla Procura della Repubblica presso il Tribunale di Milano.

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

Altro procedimento ove la Consob si è costituita parte civile, pendente innanzi al Tribunale di Milano, si è concluso, in esito all'udienza preliminare del 29 giugno 2005, con sentenza di applicazione della pena su richiesta delle parti ex art. 444 c.p.p., e condanna dell'imputato alle spese di giudizio a favore della parte civile Consob.

In altro caso, ove a taluni imputati era stato contestato il reato di cui al previgente art. 180, comma 2, del Tuf, con sentenza del 19 ottobre 2005, passata in giudicato il successivo 14 novembre, il Tribunale di

Milano ha disposto non doversi procedere nei loro confronti perché il fatto non è più previsto dalla legge come reato, e ha altresì disposto la trasmissione degli atti alla Consob, per quanto di competenza, in ossequio all'art. 187-bis del Tuf, come modificato dalla legge n. 62/2005, al fine di procedere alla eventuale applicazione di sanzioni amministrative pecuniarie.

Ad analoghe determinazioni è pervenuta la Corte di Appello di Brescia che, con sentenza n. 1404/05, ha assolto uno degli imputati (al quale era stato contestato il previgente art. 180, comma 2, del Tuf) perché il fatto non è più previsto dalla legge come reato e ha disposto la trasmissione degli atti e dei titoli in sequestro alla Consob. È stata, per contro, confermata la condanna dell'altro imputato per il reato di cui al previgente art. 180, comma 1, del Tuf (ora art. 184, comma 1). È stato, infatti, ritenuto che il ruolo di "rappresentante di una società acquirente" rientrasse perfettamente "nell'ulteriore previsione, contenuta nella vecchia e nella nuova disposizione, dell'esercente una funzione privata" e che, pertanto, "l'analisi della nuova disposizione si risolve nel senso della continuità normativa".

Di particolare rilievo è la sentenza n. 2279/05, con cui la Corte di Cassazione ha rigettato il ricorso avverso la sentenza della Corte d'Appello di Milano depositata in data 31 marzo 2004, che a sua volta aveva confermato la condanna in primo grado dell'imputato per aggrigotaggio. Con riferimento al principio di tassatività, la Suprema Corte ha sancito la sufficiente determinatezza delle condotte criminose di aggrigotaggio operativo. Ritenuta dimostrata, da parte dei giudici di merito, la piena consapevolezza dell'imputato di provocare l'alterazione del mercato, la Corte ha, inoltre, giudicato irrilevante l'eventuale sussistenza di moventi ulteriori.

2. La gestione dei mercati regolamentati e gli scambi organizzati

Il 2005 è stato caratterizzato da un'intensa attività di controllo sulle modifiche apportate ai Regolamenti di borsa e alle Istruzioni annesse ai medesimi.

Nel mese di gennaio l'Istituto ha comunicato il proprio assenso alle modifiche apportate alle Istruzioni annesse al Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana, modifiche riguardanti la struttura dello scostamento minimo dei prezzi (cosiddetto *tick*) tra le proposte di negoziazione sui contratti *futures* su azioni.

Nel successivo mese di maggio sono state approvate le modifiche apportate sia al Regolamento dei mercati organizzati e gestiti dalla Borsa Italiana (e alle annesse Istruzioni), sia al Regolamento del Nuovo Mercato. Tali modifiche hanno riguardato la disciplina sanzionatoria nei confronti di operatori, emittenti e soggetti con specifici compiti (quali lo *sponsor* e lo specialista) per quanto attiene ai provvedimenti applicabili, alla loro pubblicità e all'attività di accertamento.

La nuova disciplina sanzionatoria prevede la possibilità per Borsa Italiana di adottare provvedimenti di richiamo scritto, di irrogare pene pecuniarie, di adottare provvedimenti di inibizione dall'attività per gli sponsor, nonché provvedimenti di sospensione o esclusione per gli operatori (con l'introduzione di una disciplina specifica per quelli che svolgono funzioni di sostegno della liquidità). In generale, i criteri presi quale riferimento per la determinazione del

tipo di provvedimento applicabile sono: (i) la gravità del fatto, valutata secondo parametri relativi agli effetti sul mercato, alla rilevanza esterna e alla gravità della fattispecie; (ii) l'eventuale recidiva, valutata su un periodo di riferimento di 30 mesi precedenti alla violazione.

Nel caso di reiterazione di una medesima violazione non grave ("recidiva specifica") Borsa Italiana può applicare una sanzione pecuniaria.

La sanzione pecuniaria va da un minimo di 5.000 a un massimo di 100.000 euro, in relazione alla gravità del fatto. Per lo sponsor e per il listing partner, la pena pecuniaria può essere applicata congiuntamente al richiamo e all'inibizione dall'attività specifica svolta dal soggetto. È previsto che la destinazione degli importi percepiti per l'irrogazione delle pene pecuniarie venga resa nota alla Consob e al mercato, al fine di rafforzare i meccanismi di accountability della società di gestione del mercato.

Con riguardo all'inibizione, sospensione ed esclusione, per lo sponsor e il listing partner, la disciplina prevede che l'inibizione possa avere effetto limitatamente alle nuove operazioni e possa essere irrogata per un periodo non superiore ai 18 mesi; per gli operatori, la disciplina rimane sostanzialmente invariata e le violazioni più gravi possono essere punite con la sospensione da uno o più mercati o con l'esclusione dagli stessi.

Con riferimento ai provvedimenti nei confronti di market maker e di specialisti, la procedura di accertamento può essere avviata solo al superamento di determinate soglie di un indicatore di performance (che esprime la misura del rispetto, da parte dell'operatore, degli obblighi di quotazione e sostegno alla liquidità), le cui caratteristiche sono

individuare nelle Istruzioni al Regolamento. Qualora le violazioni degli obblighi portino a variazioni trascurabili dell'indicatore di performance, Borsa Italiana interverrà solo con disincentivi economici, modulando i corrispettivi dovuti al grado di ottemperanza agli obblighi previsti dal Regolamento per tali tipologie di operatori. Infine, nel caso di market maker e specialisti sull'Idem, si è introdotta la possibilità per Borsa Italiana di aggiungere i provvedimenti sopra indicati a quello di esclusione o sospensione dai rispettivi elenchi.

In merito alla pubblicità dei provvedimenti, sono state individuate le circostanze al ricorrere delle quali il mercato viene informato dell'avvenuta adozione del provvedimento sanzionatorio; i criteri di riferimento sono la gravità e la recidiva.

Infine, Borsa Italiana ha delineato la procedura per l'irrogazione delle sanzioni e per l'eventuale contenzioso con i soggetti nei confronti dei quali i provvedimenti vengono adottati.

Nel mese di giugno la Commissione ha comunicato il proprio assenso alle modifiche apportate alle Istruzioni annesse al Regolamento dei mercati di Borsa Italiana, concernenti: (i) l'introduzione delle *long term option* sull'indice S&P/Mib; (ii) gli obblighi a carico dei *market maker* relativamente ai contratti di opzione sull'indice S&P/Mib e su azioni; (iii) la disciplina dei *block trade* su *future* su azioni; (iv) l'introduzione di un limite massimo di lotti su proposte di negoziazione relative ad alcuni strumenti derivati.

Nel successivo mese di luglio sono state approvate ulteriori modifiche ai Regolamenti e alle Istruzioni, concernenti:

(i) la segmentazione del Nuovo Mercato; (ii) l'attività di ricerca di *sponsor* e specialisti; (iii) la trasformazione del mercato EuroMot in un segmento unificato del Mot; (iv) alcuni aspetti dell'ammissione alle negoziazioni in assenza di domanda da parte dell'emittente. Relativamente al Mercato Expandi, sono state introdotte modifiche relative alla documentazione contabile e agli indicatori economico-finanziari da produrre in sede di ammissione a quotazione. Altre modifiche ancora si sono rese necessarie in seguito dell'introduzione dei nuovi *standard* contabili internazionali Ias/Ifrs.

Il Nuovo Mercato, ridenominato Mtax, è stato segmentato secondo un criterio perfettamente speculare a quello del Mta (cioè con l'introduzione dei segmenti Blue Chip, Star e Standard). Il settore TechStar del Nuovo Mercato è stato trasformato in segmento Star del Mtax e gli strumenti finanziari sono stati ripartiti nei tre segmenti sulla base della loro capitalizzazione; nell'ambito di ciascun segmento gli strumenti finanziari sono stati ulteriormente ripartiti in classi omogenee dal punto di vista delle modalità e degli orari di negoziazione, tenendo conto della frequenza degli scambi e del controvalore medio giornaliero negoziato. Le principali novità hanno riguardato: (i) l'eliminazione delle Start-up; (ii) la modifica della soglia minima di capitalizzazione, elevata a 40 milioni di euro; (iii) lo spostamento, in caso di Ipo, del momento di assegnazione al segmento dalla data del provvedimento di ammissione a quotazione a quella del provvedimento di inizio negoziazione; (iv) l'introduzione del risultato ordinario positivo come requisito di ammissione a Star per gli emittenti già quotati

in segmenti diversi; (v) l'integrazione del Regolamento del Nuovo Mercato nel Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa.

Nell'aprile 2005 è stata realizzata la migrazione del mercato EuroMot sulla piattaforma tecnologica "Affari", che già supportava il comparto Mot. Pertanto, si sono resi necessari taluni adattamenti, conseguenti alla diversa microstruttura di mercato. Tali adattamenti hanno riguardato: (i) la creazione nel mercato Mot di due segmenti, di cui uno a liquidazione domestica (DomesticMot) e uno a liquidazione estera (EuroMot), con il conseguente trasferimento degli strumenti negoziati sul mercato EuroMot sul segmento EuroMot del mercato Mot, e la chiusura del mercato EuroMot (sono previste le medesime funzionalità di negoziazione per i due segmenti, le medesime fasi di negoziazione, nonché l'introduzione della fase di asta di apertura per il segmento EuroMot); (ii) l'articolazione in due classi, per il segmento DomesticMot, di cui una costituita da titoli di Stato nazionali e l'altra da titoli di debito in euro e in valuta diversa dall'euro e la previsione di un'unica classe per il segmento EuroMot costituita da euro-obbligazioni, asset backed securities e titoli di emittenti esteri; (iii) l'informativa unica agli operatori e al pubblico per tutto il mercato Mot; (iv) la previsione, come unico sistema di riscontro, del sistema cosiddetto di pre-settlement di Monte Titoli; (v) infine, l'uniformazione per i due segmenti, per quanto possibile, delle procedure coattive di regolamento, cosiddette di buy in e sell out.

Nel mese di agosto è stato comunicato a Borsa Italiana l'assenso alle modifiche apportate alle Istruzioni aventi ad oggetto: (i) la disciplina della nuova funzionalità "Servizio Bit Blocchi Fuori Mercato"; (ii) la segnalazione delle

operazioni fuori mercato e dei blocchi; (iii) la revisione del calendario di riferimento per la liquidazione dei premi e la gestione delle rettifiche in caso di eventi societari. Nel successivo mese di dicembre le stesse Istruzioni sono state oggetto di ulteriori modifiche quanto al contenuto minimo dei comunicati emessi in occasione dell'approvazione dei dati contabili di periodo in relazione al trattamento fiscale dei fondi in distribuzione, alle *covenant* e ai debiti scaduti.

Nel corso del 2005, a seguito dell'intesa pervenuta dalla Banca d'Italia, la Commissione ha approvato alcune modifiche al Regolamento del mercato all'ingrosso delle obbligazioni non governative e dei titoli emessi da organismi internazionali partecipati da Stati gestito da Mts Spa.

In particolare, nel febbraio 2005, sono state approvate, secondo quanto previsto dall'art. 63, comma 3, del Tuf, alcune modifiche relative: (i) all'ampliamento delle tipologie di contratto che possono essere negoziate sul mercato; (ii) agli obblighi degli operatori principali e alla sospensione dalle loro funzioni a opera della società di gestione; (iii) allo svolgimento delle negoziazioni, con specifico riferimento alle funzioni del sistema telematico e all'operatività degli intermediari e all'esecuzione dei contratti, al fine di tener conto nel testo regolamentare del passaggio alla Monte Titoli della gestione del servizio di liquidazione e compensazione. Nel successivo mese di maggio, sono state approvate ulteriori modifiche riguardanti la materia delle sanzioni e, in particolare, è stato introdotto l'obbligo, per l'operatore sanzionato, di corrispondere alla società di

gestione un importo pari al compenso dovuto da quest'ultima ai componenti del collegio dei probiviri per l'attività svolta in relazione alla sanzione adottata.

La Commissione ha inoltre fornito il parere di competenza al Ministero dell'economia e delle finanze relativamente a modifiche apportate allo statuto di Mts Spa, nonché al Regolamento del mercato all'ingrosso di titoli di Stato e al Regolamento del mercato *BondVision* (mercati gestiti da Mts Spa).

Le modifiche statutarie hanno riguardato l'adozione del sistema dualistico di amministrazione e controllo, di cui all'art. 2409 del c.c.. Le modifiche relative al Regolamento del mercato all'ingrosso di titoli di Stato hanno avuto ad oggetto la materia delle sanzioni, in analogia a quanto effettuato sul Regolamento del mercato "corporate" gestito da Mts, e in particolare l'introduzione dell'obbligo, per l'operatore sanzionato, di corrispondere alla società di gestione un importo pari al compenso dovuto da quest'ultima ai componenti del collegio dei probiviri per l'attività svolta in relazione alla sanzione adottata.

Infine, nel mese di luglio la Commissione ha fornito il parere di competenza al Ministero dell'economia e delle finanze relativo a ulteriori modifiche apportate allo statuto di Mts Spa in connessione alla progettata acquisizione della stessa Mts Spa da parte di Euronext e Borsa Italiana.

Con comunicato del 1° luglio 2005 è stato annunciato che la maggioranza degli azionisti di Mts Spa aveva accettato l'offerta di Euronext/Borsa Italiana per il 51 per cento del capitale con una valutazione della Mts

Spa pari a 245 milioni di euro. Euronext e Borsa Italiana si sono impegnate a sottoscrivere, attraverso una joint venture detenuta al 51 per cento da Euronext e al 49 per cento da Borsa Italiana, almeno il 51 per cento del capitale di Mts. L'acquisizione ha previsto la sottoscrizione di un aumento di capitale riservato alla joint venture. Il comunicato rendeva noto che la sottoscrizione delle azioni sarebbe avvenuta entro 90 giorni dall'assemblea, previo verificarsi di una serie di condizioni legali, fra le quali l'approvazione da parte del Ministero dell'economia e delle finanze, sentita la Banca d'Italia e la Consob, delle modifiche statutarie. L'operazione è stata conclusa a fine novembre.

Nel 2005 anche il Regolamento e le Istruzioni relative al mercato regolamentato gestito da Tlx Spa sono stati interessati da alcune modifiche. La modifica principale è stata approvata dalla Commissione nel corso dell'estate quando, per effetto del recepimento della direttiva comunitaria sul prospetto, l'ammissione alla negoziazione nei mercati regolamentati in assenza di domanda dell'emittente è stata estesa anche agli strumenti già negoziati presso altri mercati regolamentati della UE.

Per cogliere tale opportunità è stato necessario armonizzare alcune norme del Regolamento del mercato Tlx riguardanti, in particolare, l'ammissione alla negoziazione e la relativa procedura, l'informativa societaria e i compiti della società di gestione. Le Istruzioni al Regolamento sono state conseguentemente adeguate.

Con riguardo al comparto dei Sistemi di scambi organizzati, nel corso del 2005 si è registrato l'ingresso di 9 soggetti a fronte di 8 richieste di

cancellazione. La vigilanza su tale comparto ha avuto ad oggetto il controllo sull'attività svolta dai singoli sistemi e il rispetto degli adempimenti previsti dalla normativa di settore. Si è registrato un miglioramento dei contenuti dei regolamenti predisposti dagli organizzatori degli scambi per quanto attiene alle caratteristiche di funzionamento, ai criteri di selezione degli strumenti finanziari che possono essere negoziati e ai criteri di formazione dei prezzi.

Nel corso dell'anno, ai sensi dell'articolo 78, comma 1, del Tuf, sono state formulate richieste di dati e notizie nei confronti di un sistema di scambi organizzati gestito da un soggetto non appartenente alla categoria degli intermediari abilitati, allo scopo di acquisire elementi utili per verificare la regolarità del processo di formazione dei prezzi registrati, in un determinato periodo temporale, sui contratti relativi a ordini di compravendita di un titolo diffuso. A fine anno tale attività di accertamento risultava ancora in corso.

3. I servizi di compensazione, liquidazione e gestione accentrata di strumenti finanziari

Nel corso del 2005 la Commissione è intervenuta in occasione delle modifiche apportate alla regolamentazione dei servizi di compensazione e garanzia e di liquidazione, fornendo il previsto parere alla Banca d'Italia.

Nel mese di aprile l'Istituto è intervenuto con riferimento al

Regolamento operativo dei servizi di liquidazione (Express II) e delle attività accessorie di Monte Titoli Spa.

Le modifiche, tese ad aumentare l'efficienza complessiva del sistema e l'interoperatività tra sistemi, erano state precedentemente condivise all'interno dell'Express User Group (gruppo di consultazione cui partecipano gli operatori di mercato e le Autorità). In particolare, con una prima modifica è stata ammessa la possibilità di frazionamento anche per le operazioni non garantite da controparte centrale, qualora dette operazioni risultino non regolate al termine del ciclo di liquidazione netta e quindi inviate al ciclo di liquidazione lorda. Una seconda modifica ha riguardato l'introduzione di regole più stringenti per la determinazione, fra le parti della negoziazione, degli orari di stralcio dal sistema di liquidazione delle operazioni over the counter non regolate, in modo da renderli più allineati agli orari previsti per le operazioni di mercato.

L'ultima e più rilevante modifica ha previsto che i servizi di riscontro e rettifica giornalieri gestiti da Monte Titoli possano inoltrare le istruzioni di regolamento anche a sistemi di liquidazione diversi da quello gestito dalla stessa Monte Titoli. Tale previsione contribuisce alla realizzazione dell'interoperabilità fra sistemi di regolamento nell'area europea.

Nel mese di settembre la Commissione ha fornito alla Banca

d'Italia il parere, previsto dagli artt. 68, 69, comma 2, e 70 del Tuf, relativo a modifiche al Regolamento dei sistemi di garanzia delle operazioni su strumenti finanziari.

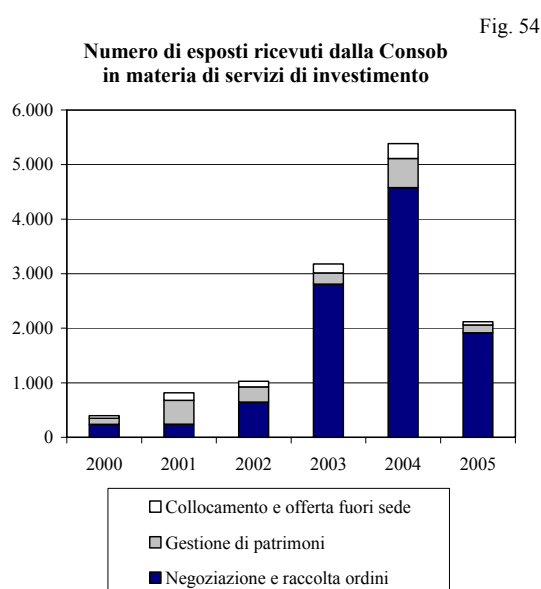
Le modifiche apportate hanno consentito alla Cassa di compensazione e garanzia Spa di estendere le proprie funzionalità di controparte centrale alle negoziazioni fuori mercato. L'occasione è stata fornita dalla implementazione di una nuova funzionalità di trading da parte di Mts Spa - che consente la stipula di contratti di pronti contro termine su titoli di Stato italiani in cui le parti hanno autonomia di negoziare, su base bilaterale, sia il tasso di interesse sia le scadenze - in relazione alla quale la società di gestione ha richiesto alla Cassa il servizio di controparte centrale.

Se quanto sopra ha reso comunque necessario l'adattamento del regolamento dei servizi prestati dalla Cassa di compensazione e garanzia, la nuova attività della controparte centrale non ha, tuttavia, rappresentato una novità per il quadro normativo di riferimento. Il Provvedimento della Banca d'Italia del 22 ottobre 2002, disciplinante i sistemi di garanzia delle operazioni su strumenti finanziari, già prevedeva che i sistemi di garanzia basati su controparte centrale fossero finalizzati a compensare e garantire le posizioni contrattuali dei partecipanti al sistema stesso derivanti sia da operazioni concluse su un mercato regolamentato sia da operazioni concluse al di fuori dei mercati regolamentati.

III – LA VIGILANZA SUGLI INTERMEDIARI

1. Banche, Sim e agenti di cambio

Nel 2005 il tasso di “litigiosità” fra clientela *retail* e intermediari per ciò che riguarda la prestazione di servizi di investimento si è marcatamente ridotto, come segnalato dal numero di esposti ricevuti dalla Commissione (Fig. 54).



Il numero di esposti ricevuti si è, infatti, più che dimezzato, passando da circa 5.300 a circa 2.100; esso rimane comunque elevato se confrontato con il valore medio del triennio 2000-2002.

Come nel biennio precedente, le lamentele degli investitori hanno riguardato in netta prevalenza il servizio di negoziazione e esecuzione degli ordini e, più in particolare, la carenza informativa preventiva sulle caratteristiche degli strumenti finanziari.

Relativamente al servizio di gestione del risparmio, gli esposti lamentano in prevalenza violazioni riguardanti il rispetto del mandato di gestione, mentre per ciò che riguarda il collocamento e l'offerta fuori sede

le lamentele concernono, come nel caso della negoziazione, la rappresentazione delle caratteristiche dei prodotti o strumenti finanziari (Tav. 45).

Nel 2005 i controlli sugli intermediari hanno risentito della necessità di proseguire l'attività di verifica delle condotte poste in essere nella vendita ai clienti di obbligazioni *corporate*, questione che è, peraltro, risultata ricorrente anche negli esposti ricevuti.

Sulla scia delle verifiche condotte con riferimento alla vicenda Cirio, le attività di indagine sono state estese all'operatività degli intermediari in obbligazioni emesse da società riconducibili a diversi gruppi industriali. Inoltre, è proseguita l'attività istruttoria relativa all'operatività degli intermediari avente ad oggetto le obbligazioni Argentina. Altri casi critici oggetto di indagine hanno riguardato operazioni riconducibili a piani finanziari che consentono agli investitori di impegnare nell'acquisto di strumenti finanziari somme derivanti da finanziamenti.

L'azione di vigilanza si è caratterizzata per un approccio trasversale, fondato su un'analisi delle procedure e dell'assetto organizzativo adottato nella prestazione dei servizi di investimento. Per tale ragione, le indagini condotte, sebbene occasionate dall'operatività in determinati strumenti finanziari, hanno fatto emergere talune carenze e difetti di ordine “procedurale”, come tali suscettibili di dipanare i propri effetti a prescindere dalla tipologia specifica dello strumento finanziario trattato.

Esposti degli investitori in materia di servizi di investimento

Oggetto dell'esposto															
Negoziazione e raccolta ordini						Gestione di patrimoni				Collocamento e offerta fuori sede					Totale
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

Le fattispecie contestate, in linea generale, hanno avuto ad oggetto la violazione dei principi di comportamento diligente e corretto e dell'agire nell'interesse dei clienti (art. 21, comma 1, lett. a, del Tuf), mettendo in evidenza carenze: (i) nella funzione di controllo interno e nelle procedure interne; (ii) nella conoscenza dello strumento finanziario oggetto di trattazione; (iii) nell'informazione alla clientela sulla natura e sui rischi delle operazioni; (iv) nella valutazione dell'adeguatezza delle disposizioni impartite dal cliente; (v) nella segnalazione di situazioni di conflitto di interessi.

Sulla base di tali contestazioni e della valutazione degli argomenti difensivi, di diritto e di fatto, adottati da tutti gli interessati, sono quindi state formulate al Ministero dell'economia e delle finanze, all'esito della fase procedimentale di competenza, le proposte di sanzioni pecuniarie amministrative (si veda il successivo Capitolo IV).

Come di consueto l'azione di vigilanza è stata supportata da specifiche verifiche ispettive. Nel corso dell'anno 2005 sono state avviate complessivamente verifiche ispettive nei confronti di 4 Sim, 2 banche e 6 Sgr (Tav. 46). In un caso, è stato richiesto alla Banca d'Italia, ai sensi dell'art. 10, comma 2, del Tuf, di effettuare accertamenti per profili di competenza della Consob.

Escludendo le ispezioni su società quotate connesse a profili diversi dal rispetto della disciplina dell'intermediazione mobiliare, le verifiche ispettive concluse nel 2005 sono state 9, di cui 3 avviate nel corso dell'anno 2004; pertanto, gli accertamenti ispettivi iniziati e conclusi nel corso del 2005 sono risultati in totale 6. Delle 9 verifiche ultimate nel 2005, una ha riguardato una Sim e 4 hanno riguardato banche (oltre a 4 che hanno interessato Sgr; si veda successivo § 2.).

Attività ispettiva nei confronti di intermediari e società quotate

	Accertamenti ispettivi			Accertamenti iniziati nei confronti di:							Accertamenti conclusi nei confronti di:						
	Deliberati	Iniziati	Conclusi	Sim ¹	Banche	Sgr/Sicav	Agenti di cambio	Promotori finanziari	Società quotate	Totale	Sim ¹	Banche	Sgr/Sicav	Agenti di cambio	Promotori finanziari	Società quotate	Totale
1997	16	25	31	12 ³	5	1	6	1	--	25	17	9	--	4	1	--	31
1998	24	20	22	6	9 ⁴	--	3	--	2 ⁵	20	9 ³	8 ⁴	--	3	--	2 ⁵	22
1999	21	23	24	8	--	--	3	11	1	23	8	2	--	2	11	1	24
2000	18	19	18	5	1	6	6	1	--	19	5	2	1	9	1	--	18
2001	8	9	13 ²	2	2	2	3	--	--	9	4 ⁶	1 ⁷	5	3	--	--	13
2002	9	13	12	5	2	3	1	--	2 ⁸	13	4	3	4	1	--	--	12
2003	14	14	18	1	9	--	--	--	4	14	5	8	1	--	--	4	18
2004	3	5	8	--	2	1	--	--	2	5	--	5	1	--	--	2	8
2005	14	14	11	4	2	6	--	--	2	14	1	4	4	--	--	2	11

¹ Sono incluse le società fiduciarie. ² Di cui 2 accertamenti sospesi. ³ Di cui un'impresa di investimento comunitaria. ⁴ Di cui 6 accertamenti ai sensi dell'art. 8, l. 157/1991. ⁵ Di cui un accertamento ai sensi dell'art. 8, l. 157/1991 e uno ai sensi dell'art. 185 del Tuf. ⁶ Di cui un accertamento sospeso. ⁷ Accertamento sospeso. ⁸ Di cui uno relativo a una società che ha promosso un'Opa nei confronti di una società quotata.

Per gli accertamenti ispettivi nei confronti delle banche, il campo di indagine si è focalizzato sui comportamenti posti in essere nella prestazione dei servizi di negoziazione, ricezione e trasmissione di ordini aventi ad oggetto titoli obbligazionari corporate. Inoltre, è stata oggetto di accertamenti anche l'attività di distribuzione alle piccole e medie imprese di strumenti derivati trattati fuori dai mercati regolamentati. Questo tema era stato in precedenza oggetto di audizioni parlamentari nell'ambito di una indagine conoscitiva sulle problematiche relative alla diffusione di strumenti finanziari derivati.

L'attività di verifica nei confronti delle Sim ha riguardato, in linea generale, la conformità delle modalità di svolgimento dei servizi di investimento alle disposizioni

legislative e regolamentari, nonché il rispetto dei doveri in materia di conflitto di interessi, di conoscenza del cliente e di informativa all'investitore; gli accertamenti nei riguardi di Sim autorizzate all'offerta fuori sede hanno, inoltre, riguardato l'organizzazione adottata e i controlli effettuati nei confronti della rete distributiva.

Nel corso del 2005 la Commissione ha analizzato i problemi relativi al collocamento delle cosiddette gestioni individuali "garantite" e/o "protette", fornendo orientamenti e indicazioni agli intermediari sulle modalità di vendita più appropriate di tali prodotti e sull'informativa da rendere alla clientela (Riquadro 11).

*Riquadro 11****Le gestioni individuali “garantite” e/o “protette”***

Nel recente passato l'andamento dei mercati ha generato interesse per servizi del risparmio gestito caratterizzati da una spiccata connotazione “difensiva” e volti, anche in combinazione con altri prodotti, ad assicurare al risparmiatore un vero e proprio diritto, in caso di risultato negativo della gestione, alla restituzione del patrimonio inizialmente conferito (eventualmente maggiorato in ragione di un interesse sullo stesso calcolato), ovvero a contrattualizzare lo specifico impegno dell'intermediario alla protezione del capitale, attraverso determinate tecniche gestionali.

La Commissione ha precisato che possono essere definite “gestioni accompagnate da una garanzia” (nella prassi operativa individuate come “gestioni garantite”) le gestioni individuali a cui è connesso il riconoscimento di un vero e proprio diritto del risparmiatore alla restituzione di un ammontare corrispondente al patrimonio inizialmente conferito (eventualmente maggiorato sulla base di un pattuito tasso di interesse) nel caso di rendimento negativo della gestione; mentre, per “gestioni protette” si intendono quelle che, lasciando il cliente unico ed effettivo destinatario dei risultati, positivi o negativi, della gestione, mirano a una limitazione del rischio di conseguire perdite finanziarie attraverso l'utilizzo di particolari tecniche gestionali.

Nelle gestioni accompagnate da una garanzia il cliente impegna la controparte (anche) a un'obbligazione di risultato, mentre nelle gestioni protette l'intermediario rimane vincolato esclusivamente a una obbligazione di mezzi, nell'ambito della quale assume un particolare rilievo l'esigenza di contenere il rischio di perdite, nella prospettiva di proteggere il capitale conferito dal cliente. La Commissione ha, altresì, segnalato che nella realtà operativa si registrano variegate combinazioni tra le due fattispecie (gestioni accompagnate da una garanzia - gestioni protette) create dall'ingegneria finanziaria. Sono stati, infatti, sviluppati particolari “prodotti” nei quali è riscontrabile, nell'attività di gestione, l'adozione di tecniche di immunizzazione del portafoglio gestito dai rischi di posizione - protezione - accanto all'assunzione di una formale garanzia alla restituzione del patrimonio conferito in gestione. Tali “prodotti” possono essere definiti “gestioni protette accompagnate da una garanzia”.

Dinnanzi a tale quadro di riferimento, la Commissione ha ribadito la centralità dell'impegno prioritario richiesto agli intermediari, al fine di ottemperare ai principi generali di trasparenza, correttezza e idonea informativa, di rappresentare, nei messaggi pubblicitari e nei rapporti precontrattuali, con la massima chiarezza, le caratteristiche della gestione offerta, affinché gli investitori possano assumere scelte consapevoli. In tale contesto, è stata segnalata la necessità di qualificare e “vendere” i singoli “prodotti” utilizzando denominazioni appropriate.

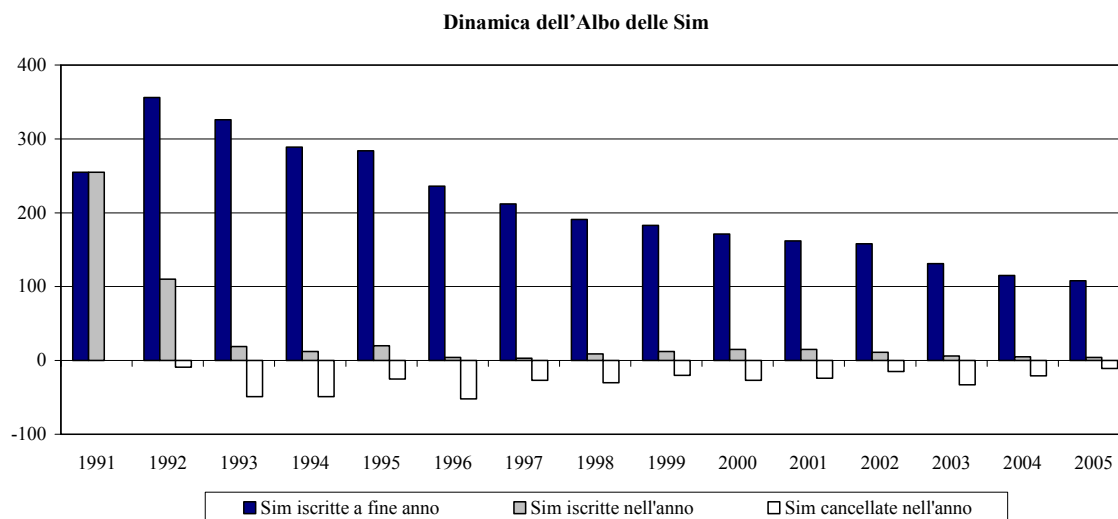
Con riferimento specifico alle “gestioni accompagnate da una garanzia” si è osservato che l'assunzione di un impegno di “restituzione” del patrimonio

inizialmente conferito, in caso di rendimento negativo della gestione, non rientra nella causa tipica del contratto di gestione su base individuale: la relativa disciplina è, infatti, dettata nel presupposto che il rischio di posizione per gli investimenti disposti risulti a carico del gestito. Peraltro, la valutazione circa l'estraneità dell'impegno alla restituzione rispetto al servizio di gestione individuale, non determina necessariamente la conseguenza dell'assoluta e oggettiva incompatibilità di tale impegno rispetto al menzionato servizio. L'abbinamento dell'obbligazione a gestire il portafoglio con quella di restituire quanto meno il capitale inizialmente conferito in caso di rendimento negativo della gestione può, infatti, realizzarsi attraverso due diversi negozi che, pur rimanendo ciascuno pienamente fedele alla rispettiva area di riferimento, si colleghino in un unitario interesse sotteso. L'ambito e le caratteristiche della gestione rimangono esclusivamente – è stato chiarito – quelli rappresentati nel contratto gestorio concluso con il cliente in termini di profilo di rischio-rendimento. Resta, pertanto, fermo in capo al gestore l'obbligo di effettuare dinamiche scelte di investimento e disinvestimento nel rispetto del principio generale di diligenza professionale. La Commissione ha, in particolare, precisato che le scelte di investimento e lo stile gestionale non possono essere influenzate dalle esigenze di controllo del rischio finanziario derivanti dal rilascio della garanzia. Ogni forma di "predeterminazione" dell'attività del gestore che, in sede di strutturazione del prodotto, fosse prevista a seguito della collaterale presenza di un impegno di "garanzia" configura, infatti, una gestione "protetta accompagnata da una garanzia" e richiede pertanto che tali forme di "predeterminazione" siano oggetto di esplicita convenzione con l'investitore nello stesso contratto di gestione.

La Commissione ha quindi fornito ulteriori, specifici "criteri-guida" in grado di orientare gli operatori al pieno rispetto dei principi di correttezza e trasparenza nella vendita e nella conduzione degli indicati servizi, precisando, fra l'altro, in relazione al caso delle gestioni accompagnate da una garanzia, che i predetti principi impongono, non solo una piena rappresentazione al cliente delle caratteristiche della gestione, ma anche una chiara illustrazione degli effetti complessivi dell'operazione finanziaria proposta, risultanti dal collegamento del contratto di gestione con quello "di garanzia".

Con riguardo alle "gestioni protette accompagnate da una garanzia", particolarmente diffuse nel mercato, si è in specie segnalata la necessità che il contratto di gestione debba chiaramente illustrare le modalità gestionali adottate per la "protezione". In relazione all'ipotesi in cui le tecniche gestionali utilizzate prevedano che, in determinati scenari di mercato, il gestore investa, in tutto o in parte, il portafoglio del cliente in titoli cosiddetti *risk free*, senza ulteriore e successiva possibilità di smobilizzo dell'investimento fino alla data prevista per l'operare della garanzia, si è precisata la necessità che il gestore dia tempestiva comunicazione al cliente del verificarsi di tale eventualità e preveda meccanismi di revisione della struttura commissionale del servizio che consentano una remunerazione dello stesso rapportata al ridimensionamento subito dall'attività gestoria.

Fig. 55



L'attività istituzionale di gestione dell'Albo delle Sim ha messo in luce il persistente processo di riduzione del numero di soggetti iscritti, passato da 115 a fine 2004 a 108 a fine 2005, a conferma del ruolo ormai marginale che hanno assunto tali intermediari (si veda il Capitolo III della precedente Parte A) (Fig. 55).

La ridotta numerosità delle nuove iscrizioni all'Albo può essere spiegata con lo scarso interesse del mercato verso il "modello Sim", mentre le uscite dipendono dal processo di consolidamento in atto, caratterizzato dalla progressiva eliminazione di soggetti marginali e dalla razionalizzazione interna ai gruppi bancari.

Nel 2005 la Consob ha reso il parere di propria competenza in merito all'aggiornamento annuale del piano per la copertura finanziaria della gestione

speciale del Fondo Nazionale di Garanzia, relativa alle insolvenze anteriori al 1° febbraio 1998. Il Fondo rappresenta, infatti, il sistema di indennizzo operante in Italia per i crediti derivanti dalla prestazione di servizi di investimento e per quelli derivanti dalla custodia e amministrazione di strumenti finanziari.

Il Fondo ha proseguito la nuova gestione avviata, ai sensi dell'art. 59 del Tuf, con riferimento alle procedure concorsuali per le quali lo stato passivo è stato depositato a far tempo dal 1 febbraio 1998. In particolare, il sistema di indennizzo è intervenuto per 19 casi di insolvenza (11 Sim e 8 agenti di cambio; Tav. 47). Tale gestione si affianca alla cosiddetta gestione speciale, alla cui copertura concorre il Ministero dell'economia e delle finanze, disciplinata dal regime anteriore al Tuf; essa riguarda 25 insolvenze con stato passivo depositato anteriormente al 1° febbraio 1998.

Interventi del Fondo nazionale di garanzia
(situazione al 31 dicembre 2005;
valori monetari in migliaia di euro)

Tav. 47

	Insolvenze ¹		
	Sim	Agenti di cambio	Totale
1997	4	1	5
1998	2	3	5
1999	1	1	2
2000	1	--	1
2001	1	--	1
2002	--	2	2
2003	2	1	3
2004	--	--	--
2005	--	--	--
<i>Totale insolvenze</i>	<i>11</i>	<i>8</i>	<i>19</i>
<i>di cui con avvenuto deposito dello stato passivo</i>	<i>11</i>	<i>8</i>	<i>19</i>
Numero creditori ammessi	1.148	874	2.022
Importo crediti ammessi ²	30.330	38.040	68.370
Interventi del fondo ³	7.989	10.932	18.921

Fonte: elaborazioni Consob su dati del Fondo nazionale di garanzia. ¹ Il cui stato passivo sia stato depositato a far tempo dal 1° febbraio 1998. ² Valori al netto dei riparti parziali effettuati dagli organi delle procedure concorsuali. ³ Interventi correlati ai crediti iscritti, di cui circa 90.000 euro accantonati a fronte di crediti oggetto di giudizi di opposizione in corso.

2. Le società di gestione del risparmio

Nel corso del 2005 è proseguita l'attività di vigilanza sulla correttezza comportamentale delle Sgr che gestiscono fondi comuni di investimento di tipo aperto. I profili di attenzione emersi dalle analisi svolte hanno riguardato principalmente gli aspetti relativi alla formalizzazione delle linee strategiche generali di investimento e ai presidi procedurali per il monitoraggio, di primo e/o secondo livello, dell'attività gestionale (limiti operativi posti al *front-office*, modalità di alimentazione del registro elettronico degli ordini e degli eseguiti, reportistica al Cda).

In 5 casi sono stati convocati gli esponenti aziendali delle Sgr e, successivamente, sono state acquisite informazioni dalle società incaricate della revisione contabile. La convocazione degli esponenti aziendali delle Sgr è stata finalizzata a sollecitare la tempestiva predisposizione di un programma di interventi correttivi volti al superamento di carenze organizzativo-procedurali individuate. Si sono tenuti incontri con le società incaricate della revisione contabile delle Sgr per verificare l'effettiva implementazione dei piani di intervento summenzionati, soprattutto con riguardo alle valutazioni sull'adeguatezza dei sistemi di controllo interno adottati.

In 3 casi gli elementi di criticità riscontrati sono stati tali da implicare l'avvio di verifiche ispettive. Tali verifiche si sono concentrate: (i) sui meccanismi organizzativi e procedurali adottati per la prestazione del servizio; (ii) sul processo decisionale di investimento e sulla coerenza tra scelte strategiche deliberate dai vertici aziendali e attività gestoria concretamente posta in essere; (iii) sui presidi volti a garantire il rispetto delle norme in materia di conflitto di interessi, nonché il rispetto del principio di indipendenza.

In un caso è stato avviato un procedimento sanzionatorio a carico degli esponenti aziendali per inadeguatezza del processo decisionale di investimento, per carenze nelle procedure di front-office e per comportamento non corretto relativamente alla prestazione del servizio di gestione individuale afferente a una linea cosiddetta "protetta".

Sempre nel corso del 2005 è stata ultimata una verifica ispettiva iniziata nei confronti di una primaria Sgr per massa gestita. Anche in questo caso le risultanze hanno condotto all'avvio di un procedimento

sanzionatorio nei confronti di taluni esponenti aziendali, per carenze delle analisi a supporto di un investimento rilevante in obbligazioni, per modalità di disinvestimento dello stesso ritenute non compatibili con il rispetto dell'integrità dei mercati e per carenze nelle procedure relative alla gestione di fondi immobiliari.

La Commissione ha esercitato un'attenta azione di controllo anche sul mercato dei fondi chiusi immobiliari. L'azione si è esplicata in sede di istruttoria per l'autorizzazione allo svolgimento dell'attività gestoria. In tale fase l'attenzione è stata posta sulle regole di *governance* adottate dalle Sgr e, nello specifico, sui meccanismi decisionali d'investimento in situazione di potenziale conflitto d'interessi.

Nei casi di quotazione dei fondi, il processo di analisi ha riguardato le determinanti della redditività del portafoglio immobiliare (canoni di locazione, durata dei contratti, tipologia dei conduttori, area geografica, destinazione d'uso), nonché i criteri adottati dagli esperti indipendenti per la valutazione del patrimonio immobiliare (limiti e precisazioni delle valutazioni di stima, metodologia di calcolo della morosità, ragguagli effettuati, fattori di correzione utilizzati per la valorizzazione dei cespiti, etc.).

Nel corso del 2005 sono state prospettate da parte di diverse Sgr iniziative per l'istituzione di "fondi immobiliari riservati ad apporto" per i quali la società di gestione avrebbe dovuto svolgere un'attività di mera amministrazione del patrimonio immobiliare apportato in vista della sua progressiva dismissione, anziché svolgere una concreta attività di gestione del patrimonio stesso. Nelle suddette operazioni gli

apportanti (generalmente società immobiliari) acquisiscono la veste di unici investitori nel fondo, e quindi di unici detentori delle quote ricevute. In proposito si è ritenuto che in tali casi le modalità gestionali fossero asservite a finalità estranee alla prestazione del servizio di gestione collettiva nei confronti del pubblico ed è stato quindi dissuaso un utilizzo improprio dello schema finanziario posto alla base del fondo comune di investimento.

L'attività di vigilanza sulla correttezza comportamentale delle Sgr ha riguardato anche la gestione dei fondi mobiliari chiusi, specializzati in azioni non quotate di società di medio-piccola dimensione con difficoltà di accesso al mercato del capitale di rischio (cosiddette Sgr di *private equity*), con particolare riguardo all'individuazione di misure adeguate alla prevenzione e gestione delle situazioni di conflitto di interessi insite nelle peculiarità caratteristiche dell'attività svolta.

Le situazioni di conflitto di interessi che vengono in rilievo nella gestione dei fondi mobiliari chiusi sono riconducibili prevalentemente a rapporti di gruppo o a rapporti di affari propri della Sgr o di società del gruppo di appartenenza della stessa. Si ricordano, in particolare, i conflitti di interessi che si originano a seguito del ricorso da parte di una Sgr ad advisor di gruppo, ovvero nel caso in cui una Sgr investa il patrimonio del fondo in una società-target finanziata da un soggetto del gruppo dello stesso gestore ovvero decida di "co-investire" il patrimonio del fondo insieme a tale soggetto in momenti differenti. In quest'ottica, l'attività di vigilanza è stata focalizzata sull'esistenza di adeguate misure organizzative atte a guidare il comportamento dei gestori in presenza di situazioni di

conflitto di interessi. A tale scopo sono risultati significativi gli interventi delle Sgr volti all'individuazione di meccanismi procedurali ad hoc (si pensi, ad esempio, alla previsione di una "griglia" di situazioni valutate ex ante come potenzialmente critiche, all'insorgere delle quali diviene obbligatoria l'attivazione di una procedura di segnalazione a un Supervisory Board, ovvero all'individuazione di un congruo numero di amministratori indipendenti con il compito di esprimere pareri vincolanti, qualora nel corso del processo decisionale d'investimento si prospettassero situazioni di conflitto d'interessi).

Le iniziative assunte in merito dalle Associazioni rappresentative dei gestori di private equity sono state volte alla definizione di "protocolli di autonomia", contenenti un corpus di best practices, valutati positivamente in vista della stesura di codici di autodisciplina. In tale prospettiva la Consob ha avviato con dette Associazioni di categoria un proficuo confronto sul tema.

Per ciò che riguarda il profilo dell'informativa ai sottoscrittori, i Regolamenti Consob sono stati modificati nella parte relativa agli schemi di prospetto dei fondi comuni a seguito del recepimento delle direttive in materia (si veda il successivo Capitolo V) e dell'emanazione della normativa di secondo livello (Raccomandazione sul *Simplified prospectus* della Commissione Europea dell'aprile 2004 e Regolamento della Commissione Europea del marzo 2004).

La Commissione è stata chiamata, quindi, a svolgere nel corso dell'anno controlli addizionali sulla corretta applicazione dei nuovi schemi di

prospetto, essenzialmente al fine di evitare descrizioni generiche delle politiche di investimento e un'informativa incompleta circa le peculiarità strutturali degli Oicr stessi.

Nell'ambito dell'attività istruttoria per la pubblicazione dei prospetti di fondi comuni aperti, particolare attenzione è stata posta alla rappresentazione della quota di commissioni retrocessa in media ai collocatori. La scelta di accrescere la trasparenza sulla remunerazione dei collocatori persegue l'obiettivo di rendere edotto l'investitore circa il fatto che l'attività di assistenza/consulenza prestata allo stesso in fase di "vendita" non si esaurisce con il pagamento della commissione di sottoscrizione, ma continua nel corso del periodo di investimento nel fondo con la retrocessione da parte della Sgr di una quota preponderante delle commissioni di gestione. Le analisi condotte nel 2004 avevano evidenziato, infatti, che la remunerazione dei soggetti collocatori rappresenta circa il 70 per cento del costo del "prodotto-fondo" sostenuto dall'investitore.

L'importanza della scelta compiuta dalla Consob trova conferma nell'evidenza data alle problematiche connesse alle modalità di distribuzione dei fondi comuni dalla Commissione Europea nel "Libro verde sul miglioramento del quadro normativo relativo ai fondi comuni d'investimento nell'Unione Europea" del 12 luglio 2005. Secondo la Commissione Europea, infatti, un miglioramento nella trasparenza dei costi complessivi dei fondi, mediante una specifica evidenza dei costi di distribuzione, può aumentare la competizione tra i partecipanti al processo di distribuzione a vantaggio degli investitori finali. Nel "Feedback Statement" del 13 febbraio 2006, contenente le risposte inviate dagli attori del mercato del risparmio

gestito europeo sulle questioni sollevate nel “Libro verde”, risulta confermata l'importanza della tematica dei costi di distribuzione per una migliore competitività del mercato. Di recente anche la Securities and Exchange Commission americana (Sec) ha proposto regole che aumentano la trasparenza concernente i costi connessi all'investimento nei mutual funds statunitensi, richiedendo un maggior dettaglio anche dei costi di distribuzione sia nel prospetto informativo sia nella lettera di conferma dell'investimento.

Sempre in tema di vigilanza sull'informativa ai sottoscrittori di fondi, la Commissione ha dedicato un'attenzione specifica ai cosiddetti fondi flessibili o “a gestione del rischio” (Riquadro 12).

In tema di *corporate governance*, è proseguita l'analisi sulla struttura dei consigli di amministrazione delle Sgr e sulla presenza dei requisiti di indipendenza degli amministratori. Si è, in particolare, analizzata la composizione dei consigli di amministrazione delle prime 20 Sgr di matrice bancaria e assicurativa per patrimonio gestito al 31 dicembre 2005 (le quali, con un patrimonio complessivo di 318 miliardi di euro, rappresentavano l'83 per cento del totale del patrimonio gestito dei fondi armonizzati di diritto italiano), mettendola a confronto con l'omologo dato 2004 (Tav. 48).

Tav. 48

Incroci fra i consigli di amministrazione delle Sgr e quelli delle società del gruppo
(numero di consiglieri)

Cariche ricoperte nelle Sgr	Cariche ricoperte nella capogruppo					Cariche in altre società del gruppo	Senza cariche nelle società del gruppo	Totale complessivo
	Presidente	Amministratore Delegato	Consigliere	Direttore Generale	Dirigente			
2005								
Amministratore Delegato						12		12
Consigliere	2	1	13	7	20	55	11	109
Consigliere esecutivo					1	7	4	12
Consigliere indipendente			2			8	13	23
Presidente	2	1	3		4	1	1	12
Presidente consigliere esecutivo			1	1		3		5
Presidente consigliere indipendente			1				3	4
Totale	4	2	20	8	25	86	32	177
2004								
Amministratore Delegato						10	1	11
Consigliere	2	2	14	8	12	54	19	111
Consigliere esecutivo		1		1		9	2	13
Consigliere indipendente						2	15	17
Presidente	1	1	3	2		6	1	14
Presidente consigliere esecutivo			1					1
Presidente consigliere indipendente			1	1		2	1	5
Totale	3	4	19	12	12	83	39	172

Fonte: prospetti informativi. Dati relativi alle prime 20 Sgr di matrice bancaria e assicurativa per patrimonio gestito. Dati di fine periodo.

Riquadro 12

I fondi comuni aperti "a gestione del rischio" e i profili di trasparenza

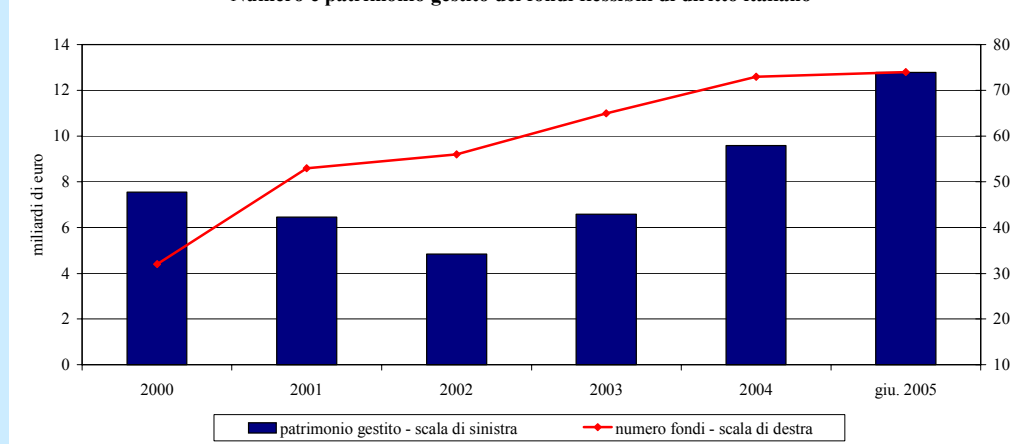
Nell'ultimo decennio il mercato del risparmio gestito è stato interessato da un intenso processo di innovazione finanziaria che ha portato all'aumento di prodotti gestiti tramite tecniche sempre più sofisticate.

I vincoli fissati dalla direttiva 85/611/CEE con riguardo alle tipologie di strumenti finanziari selezionabili dai fondi cosiddetti armonizzati, ovverosia ammessi alla libera circolazione negli Stati membri, sono però risultati parzialmente ostativi all'impiego delle suddette tecniche. Con le Direttive 2001/107/CE e 2001/108/CE il legislatore comunitario ha ampliato gli strumenti finanziari ammissibili, includendovi anche i derivati, nel presupposto che la tutela degli investitori sia comunque garantita dall'innalzamento del livello di *disclosure* (informazioni circostanziate nell'ambito del prospetto informativo sulla rischiosità del prodotto) e dal potenziamento della struttura organizzativa dell'intermediario (previsione di una procedura di gestione dei rischi di portafoglio).

In ambito nazionale, ai tradizionali fondi il cui livello di rischio è definito in relazione a quello di un portafoglio stilizzato di riferimento (cosiddetti fondi a *benchmark*), si è affiancato, anche in risposta all'ampliamento delle esigenze degli investitori, un numero crescente di prodotti caratterizzati da un livello di rischio espresso in valore assoluto. Si tratta, in particolare, dei fondi cosiddetti flessibili, protetti, garantiti.

I fondi flessibili sono gestiti con l'obiettivo di massimizzare il rendimento nell'ambito di un livello di rischio definito *ex ante*, senza alcun vincolo in ordine agli strumenti finanziari e ai mercati di riferimento. Da dicembre 2000 a giugno 2005, tali fondi sono più che raddoppiati (da 32 a 74), con un incremento della massa gestita di circa il 70 per cento.

Numero e patrimonio gestito dei fondi flessibili di diritto italiano



Il profilo di rischio dei fondi flessibili appare particolarmente eterogeneo e, nel contempo, pone problemi di rappresentazione, vista l'impossibilità di identificare un indice che riassume i tratti, per loro natura mutevoli, di una gestione flessibile. Si è, dunque, consentita l'indicazione nel prospetto di misure di rischio alternative al *benchmark*, quali ad esempio il cosiddetto VaR (*Value at Risk*). Il VaR rappresenta la massima perdita potenziale cui è soggetto un portafoglio finanziario in un determinato arco temporale e nell'ambito di un predefinito livello di confidenza.

A fianco ai fondi flessibili, anche i fondi "protetti" e quelli "protetti e garantiti" presentano delle peculiarità per ciò che riguarda i profili di rischio. La modalità di gestione protetta mira, infatti, a contenere l'esposizione al rischio tramite l'impiego di tecniche quantitative che regolano i limiti d'investimento nei diversi strumenti finanziari. Nel caso in cui alla protezione si accompagna una garanzia prestata da una controparte terza, il risparmiatore acquisisce invece un vero e proprio diritto alla restituzione del capitale investito.

I fondi qualificati come protetti e garantiti sono quasi raddoppiati numericamente dal 2003, anno in cui furono introdotti, e sono cresciuti di circa il 70 per cento in termini di massa gestita. I fondi protetti sono caratterizzati da un ampio ricorso, al pari di molti fondi flessibili, a tecniche quantitative di monitoraggio e misurazione del rischio. Tuttavia, la modalità protetta rappresenta una qualifica gestionale e non una categoria di prodotto, pertanto, sarà sempre possibile che nell'ambito dei "protetti" vi siano fondi, ancorati alla composizione di portafoglio espressa da un *benchmark*, rispetto ai quali la protezione esprime un obiettivo di contenimento del solo rischio relativo. In ogni modo, la recente tendenza del mercato ha mostrato una predilezione per la scelta di un *asset allocation* flessibile anche per i fondi protetti.

Il pericolo di una non immediata fruibilità per l'investitore dell'informazione sulle tecniche quantitative utilizzate ha reso necessario uno specifico intervento di vigilanza in fatto di trasparenza. A tal fine, le modifiche apportate nel 2005 al Regolamento 11971/1999 hanno consentito di prevedere l'inserimento di una rappresentazione probabilistica del rendimento potenziale, da confrontarsi con il possibile risultato di un investimento di analoga durata in obbligazioni prive di rischio, all'interno della documentazione d'offerta dei fondi protetti.

A seguito delle nuove disposizioni regolamentari, l'attività di vigilanza è stata dunque particolarmente attenta a che le simulazioni espresse negli scenari di rendimento offerti agli investitori fossero svolte nel rispetto di un criterio di accuratezza scientifica, e nell'ambito di processi di stima atti a cogliere dinamiche del mercato finanziario diversificate, ma altresì ragionevoli rispetto alle condizioni attuali e prospettiche.

Con riferimento alle 20 Sgr del campione esaminato, nel 2005 il numero complessivo dei consiglieri è aumentato di 5 unità rispetto all'anno precedente, passando da 172 a 177; in particolare, la dinamica riflette un aumento del numero di consiglieri che ricoprono cariche importanti nella capogruppo (+9) o nelle altre società del gruppo (+3) e una diminuzione dei consiglieri senza cariche (-7). Il numero di consiglieri esecutivi rimane molto basso in entrambi i periodi: il rapporto medio è di 1 consigliere esecutivo ogni 15 consiglieri; anche il numero di consiglieri indipendenti è basso, con una media di 1 consigliere indipendente ogni 8, contro un rapporto di 1 ogni 3 suggerito dai Codici di Autodisciplina per le società quotate; il rapporto predetto segna, tuttavia, un miglioramento rispetto all'anno precedente, in cui lo stesso era di 1 consigliere indipendente ogni 11.

Se dal punto di vista strutturale appare quantomeno sbilanciato il numero di consiglieri che non svolgono funzioni di gestione né di monitoraggio sul management, anche sotto il profilo qualitativo vi sono degli aspetti che denotano una certa arretratezza del sistema di corporate governance. In particolare, il concetto di indipendenza non sembra essere applicato appieno, se si considera quali sono i requisiti richiesti dai protocolli di autonomia dell'associazione di categoria ai fini dell'attribuzione della qualifica di indipendenza (l'assenza di deleghe operative nella società, di rapporti di affari o professionali con la Sgr o con società del gruppo). Rispetto ai requisiti auspicati, si riscontrano dei casi particolari: (i) un caso in cui un consigliere indipendente è anche esecutivo; (ii) 2 casi in cui i consiglieri indipendenti sono anche presenti nel Cda della capogruppo; (iii) 8 casi in cui i consiglieri indipendenti ricoprono altre cariche nelle società del gruppo; (iv) 7 casi in

cui non vi sono consiglieri segnalati come indipendenti. Il mancato rispetto formale del requisito di indipendenza si riscontra in molte Sgr di gruppi di banche popolari.

3. I promotori finanziari

L'azione di vigilanza sui promotori finanziari nel corso del 2005 ha preso impulso, come in passato, da esposti provenienti da investitori, dall'esito di verifiche ispettive effettuate presso gli intermediari, da comunicazioni dell'Autorità Giudiziaria o della Polizia Giudiziaria e da segnalazioni degli intermediari.

Si è registrata una diminuzione delle segnalazioni di presunte irregolarità a carico di promotori finanziari. Il numero complessivo di esposti e segnalazioni esaminati nell'anno (pari a 378) è diminuito del 15 per cento rispetto al 2004 (445) e del 18 per cento rispetto al 2003 (461). Dei 378 esposti esaminati nel 2005, 112 non presentavano elementi sufficienti per avviare procedimenti sanzionatori.

Fra queste segnalazioni vi erano, ad esempio, esposti anonimi, non attinenti alle materie di competenza dell'Istituto, assolutamente generici o riguardanti fattispecie in relazione alle quali il termine quinquennale di prescrizione risultava già decorso al momento del ricevimento della segnalazione.

La diminuzione del numero delle segnalazioni sembra correlata al migliore andamento dei mercati finanziari, che se, da un lato, ha attenuato la litigiosità degli investitori e migliorato le aspettative di buon esito degli investimenti effettuati, dall'altro, ha favorito la propensione degli operatori a

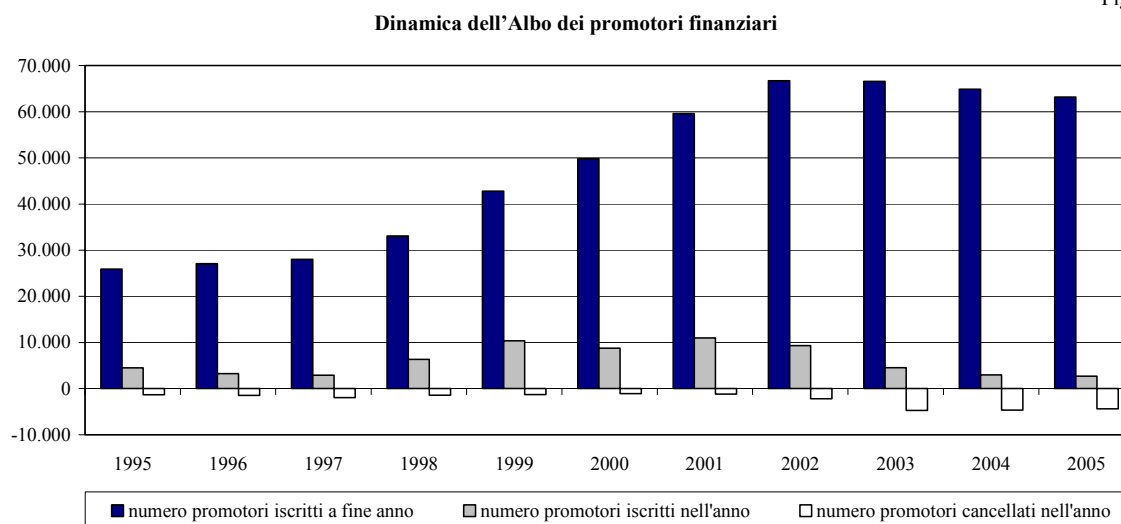
tenere comportamenti coerenti con i dettami della normativa di settore.

Nel 2005 è proseguita la tendenza alla diminuzione del numero dei promotori iscritti all'Albo. A fine anno, infatti, risultavano iscritti all'Albo 63.168 promotori finanziari, a fronte dei 64.894 iscritti alla data del 31 dicembre 2004. Dal 2003 si continua dunque a registrare una progressiva flessione del numero totale dei promotori iscritti all'Albo, in controtendenza rispetto a quanto avvenuto nel periodo compreso fra il 1991 (anno di istituzione dell'Albo) e il 2002 (Fig. 56).

Si segnala che, nell'ambito dei 2.692 nuovi iscritti all'Albo nel 2005 (2.982 nel 2004), 797 sono stati iscritti di diritto, ossia in regime di esenzione dalla prova valutativa, ai sensi dell'art. 3 del D.M. 11 novembre 1998, n. 472.

Il numero delle cancellazioni (pari a 4.402) è leggermente diminuito rispetto a quello dell'anno precedente (pari a 4.644). Le cancellazioni per perdita dei requisiti sono state 4, quelle per omesso pagamento del contributo di vigilanza 2.112, quelle a domanda dell'interessato 2.167, quelle per decesso 77 e quelle a seguito di radiazione 42.

Fig. 56



IV – I PROVVEDIMENTI SANZIONATORI E CAUTELARI

1. I provvedimenti relativi agli intermediari e ai promotori finanziari

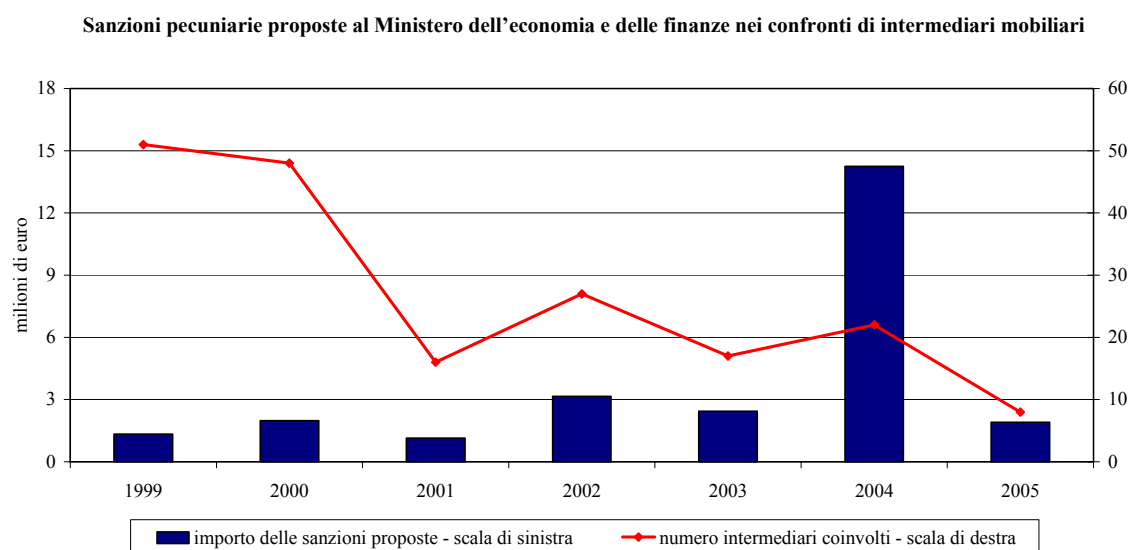
Nel 2005 l'attività di *enforcement* delle regole di condotta degli intermediari è stata caratterizzata quasi per intero dalla chiusura di una serie di procedimenti sanzionatori aventi ad oggetto la vendita di obbligazioni di società in prosieguo dichiarate in *default* o entrate in situazione di grave tensione finanziaria. Nell'anno sono stati avviati anche alcuni importanti procedimenti sanzionatori nei confronti di Sgr, che però risultavano ancora in corso a fine 2005 (si veda il precedente Capitolo III).

Essendo state inoltrate, nel corso del 2004, al Ministero dell'economia e delle finanze le proposte di sanzioni relative al caso Cirio, nonché parte delle proposte

sanzionatorie relative alle obbligazioni Argentina, nel 2005 è stato completato l'invio delle proposte relative al caso Argentina, con riferimento ad altri intermediari coinvolti nella vicenda, e sono state inoltrate le proposte relative alla vendita di obbligazioni Parmalat, Giacomelli, Italtractor, Giochi Preziosi e di obbligazioni della società di telecomunicazioni americana Viatel.

Nel 2005 è stata proposta l'irrogazione di sanzioni pecuniarie per 1,9 milioni di euro, valore nettamente inferiore a quello del 2004 (che risentiva delle sanzioni relative al caso Cirio), ma sostanzialmente in linea con i valori del biennio 2002-2003. Gli intermediari sanzionati sono in larga prevalenza banche (Fig. 57 e Tav. 49).

Fig. 57



Sanzioni pecuniarie proposte al Ministero dell'economia e delle finanze nei confronti di intermediari mobiliari¹
(valori monetari in migliaia di euro)

	Numero intermediari coinvolti					Numero esponenti sanzionati					Importo delle sanzioni proposte				
	Banche	Sim	Agenti di cambio	Sgr	Totale	Banche	Sim	Agenti di cambio	Sgr	Totale	Banche	Sim	Agenti di cambio	Sgr	Totale
1999	23	25	3	--	51	71	71	3	--	145	647	566	120	--	1.333
2000	13	21	14	--	48	71	88	14	--	48	986	901	100	--	1.987
2001	5	10	1	--	16	31	52	1	--	84	252	860	39	--	1.151
2002	5	12	5	5	27	90	161	6	61	318	557	1.319	136	1.147	3.159
2003	7	3	1	6	17	114	25	3	73	215	1.847	172	54	369	2.441
2004	18	3	1	--	22	504	11	1	--	516	14.087	108	55	--	14.250
2005	7	1	--	--	8	126	11	--	--	137	1.849	61	--	--	1.910

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

L'importo complessivo delle sanzioni relative alle Sim è marginale rispetto a quello riferito alle banche. Nel caso di queste ultime, i soggetti sanzionati sono stati in prevalenza gli amministratori, sebbene siano state numerose anche le contestazioni nei confronti di singoli dipendenti. Sempre con riferimento alle banche, le contestazioni hanno avuto ad oggetto pressoché in eguale misura violazioni di tipo procedurale e violazioni di tipo comportamentale; inoltre, l'importo complessivo delle sanzioni ha riguardato principalmente irregolarità nella prestazione dei servizi di

negoiazione in conto proprio e di raccolta di ordini (Tav. 50).

Le fattispecie più ricorrenti oggetto di contestazione hanno riguardato: (i) il mancato rispetto dei principi e delle disposizioni regolamentari che impongono agli intermediari di disporre di risorse e procedure, anche di controllo interno, idonee ad assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi e ad assicurare un'adeguata vigilanza sulle attività svolte dal personale addetto e dai promotori finanziari; (ii) l'omessa comunicazione ai clienti di informazioni adeguate sulla natura e i rischi degli strumenti o dei prodotti oggetto di investimento (Tavv. 51 e 52).

Sanzioni amministrative pecuniarie proposte nei confronti di esponenti aziendali di intermediari nel 2005¹
(valori monetari in migliaia di euro)

	Sim		Banche		Agenti di cambio		Sgr	
	N.	Importi	N.	Importi	N.	Importi	N.	Importi
Esponenti aziendali								
Amministratori esecutivi	3	20,5	33	647,3	--	--	--	--
Amministratori non esecutivi	4	19,5	35	374,9	--	--	--	--
Presidente collegio sindacale	1	5,8	7	127,9	--	--	--	--
Altri sindaci	2	9,0	16	231,6	--	--	--	--
Direttore Generale	--	--	6	124,3	--	--	--	--
Controller	1	6,5	7	90,7	--	--	--	--
Dipendenti	--	--	22	251,8	--	--	--	--
<i>Totale</i>	<i>11</i>	<i>61,3</i>	<i>126</i>	<i>1.848,5</i>	--	--	--	--
Sanzioni già irrogate con decreto ministeriale^{2, 3}								
Proposte	21	61,3	439	2.883,3	--	--	--	--
Irrogate	21	61,3	439	2.883,3	--	--	--	--
Tipologia di violazione³								
Procedurale	11	39,2	201	1.490,6	--	--	--	--
Comportamentale	10	22,1	238	1.392,7	--	--	--	--
Servizio di investimento/Gestione⁴								
Collocamento	--	--	171	1.165,0	--	--	--	--
Raccolta ordini	--	--	257	1.496,3	--	--	--	--
Negoziiazione conto terzi	21	61,3	169	833,7	--	--	--	--
Negoziiazione conto proprio	--	--	248	1.633,6	--	--	--	--
Gestione collettiva	--	--	--	--	--	--	--	--
Gestione individuale e collettiva	--	--	--	--	--	--	--	--
Gestione individuale	21	61,3	31	227,8	--	--	--	--

¹ L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. ² I dati si riferiscono esclusivamente alle sanzioni che risultavano effettivamente irrogate dal Ministero dell'economia e delle finanze. ³ Gli importi riportati differiscono dai precedenti per effetto dell'applicazione del cumulo giuridico e il numero si riferisce al numero di violazioni commesse dagli esponenti aziendali. ⁴ I dati differiscono dai precedenti in quanto la stessa violazione può riferirsi a più servizi.

Tav. 51

**Prime cinque tipologie di violazione, in termini di importi sanzionatori proposti,
nell'attività di vigilanza sugli intermediari mobiliari nel 2005¹**
(valori monetari in migliaia di euro)

Fattispecie di violazione	Combinato disposto	Numero violazioni	Importo sanzioni	Quota ²
Mancato rispetto dei principi e delle disposizioni regolamentari che impongono agli intermediari di disporre di risorse e procedure, anche di controllo interno, idonee ad assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi.	Art. 21, comma 1, lett. d), Tuf e Art. 56, Reg. Intermediari	52	553,5	19
Mancato rispetto dei principi che impongono agli intermediari di disporre di risorse e procedure, anche di controllo interno, idonee ad assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi e ad assicurare un'adeguata vigilanza sulle attività svolte dal personale addetto e dai promotori finanziari.	Art. 21, comma 1, lett. d), Tuf e Art. 56, comma 2, lett. b), Reg. Intermediari	54	436,5	15
Mancato rispetto dei principi che impongono agli intermediari di operare in modo che i clienti siano sempre adeguatamente informati, determinato dalla omessa comunicazione agli stessi di informazioni adeguate sulla natura, i rischi e le implicazioni della specifica operazione o del servizio, la cui conoscenza sia necessaria per effettuare consapevoli scelte di investimento.	Art. 21, comma 1, lett. b), Tuf e Art. 28, comma 2, Reg. Intermediari	56	430,6	15
Mancato rispetto dei principi che impongono agli intermediari di organizzarsi in modo tale da ridurre al minimo il rischio di conflitti di interesse e, in situazioni di conflitto, di agire in modo da assicurare trasparenza ed equo trattamento, determinato da mancata vigilanza, per l'individuazione dei conflitti, da omessa/irregolare informativa per iscritto ai clienti su situazioni di conflitto e dall'utilizzo di moduli e formulari inadeguati.	Art. 21, comma 1, lett. c), Tuf e Art. 27, Reg. Intermediari	65	310,2	11
Mancato rispetto dei principi che impongono agli intermediari di comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, nell'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati, determinato dal non avere acquisito una conoscenza degli strumenti finanziari, dei servizi, nonché dei prodotti diversi dai servizi di investimento, propri o di terzi, da essi stessi offerti, adeguata al tipo di prestazione da fornire.	Art. 21, comma 1, lett. a), Tuf e Art. 29, comma 1, lett. e), Reg. Intermediari	75	308,9	10
<i>Totale</i>				<i>69</i>

¹ L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. ² Valori in percentuale sul totale degli importi monetari delle sanzioni proposte.

Tav. 52

Principali violazioni riscontrate nell'attività di vigilanza nel 2005 per tipologia di intermediario
(valori monetari in migliaia di euro)

Categoria intermediario	Fattispecie di violazione	Combinato disposto	Numero violazioni	Importo sanzioni	Quota ¹
Sim	Mancato rispetto dei principi che impongono agli intermediari di disporre di risorse e procedure di controllo interno idonee ad assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi.	Art. 21, comma 1, lett. d), Tuf e Art. 57, Reg. Intermediari	11	39,2	64
Banche	Mancato rispetto dei principi e delle disposizioni regolamentari che impongono agli intermediari di disporre di risorse e procedure, anche di controllo interno, idonee ad assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi.	Art. 21, comma 1, lett. d), Tuf e Art. 56, Reg. Intermediari	52	553,5	19

¹ Incidenza percentuale della fattispecie di violazione sul totale degli importi monetari delle sanzioni proposte per tipologia di intermediario. Valori in percentuale.

Per ciò che concerne i promotori finanziari, nel corso del 2005 la Commissione ha adottato complessivamente 88 provvedimenti sanzionatori e 24 provvedimenti di sospensione cautelare dall'esercizio dell'attività. Inoltre, sono state trasmesse all'Autorità Giudiziaria 59 segnalazioni relative a

ipotesi di reato connesse allo svolgimento dell'attività di promotore (Tav. 53).

Nel complesso, il numero dei provvedimenti sanzionatori e cautelari risulta in diminuzione rispetto agli anni precedenti, così come l'incidenza sul totale dei promotori iscritti all'Albo (pari nel 2005 a circa lo 0,2 per cento; Fig. 58).

Tav. 53

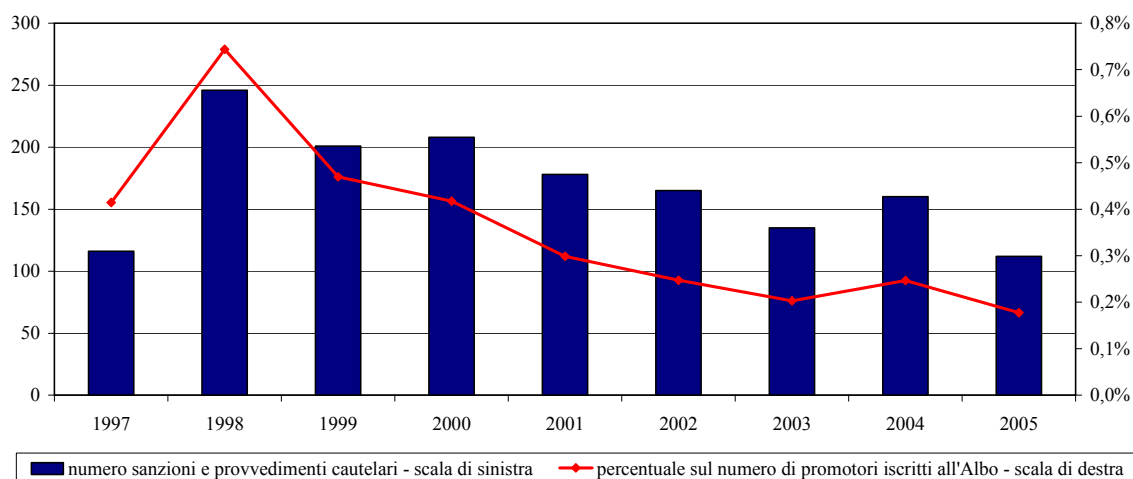
Provvedimenti nei confronti dei promotori e segnalazioni all'Autorità Giudiziaria

	Tipo di provvedimento						Segnalazioni all'Autorità Giudiziaria
	Sanzioni					Provvedimenti cautelari	
	Richiamo	Radiazione dall'Albo	Sospensione dall'Albo a tempo determinato	Sanzione amministrativa pecuniaria	Totale	Sospensione dell'attività a tempo determinato ¹	
1997	8	39	5	--	52	64	58
1998	11	86	73	--	170	76	137
1999	2	70	51	4	127	74	106
2000	21	49	73	26	169	39	134
2001	29	36	48	15	128	50	72
2002	33	58	37	6	134	31	72
2003	1	56	47	5	109	26	77
2004	3	68	46	7	125	35	78
2005	1	42	41	4	88	24	59

¹ Per gli anni 1997 e 1998 il dato include i provvedimenti adottati ai sensi dell'art. 45, comma 4, del d.lgs. 415/1996 e, a far tempo dal 1° luglio 1998, ai sensi dell'art. 55 del Tuf.

Fig. 58

Sanzioni e provvedimenti cautelari adottati nei confronti di promotori finanziari



La riduzione dei provvedimenti sanzionatori (da 125 nel 2004 a 88 nel 2005) è ascrivibile essenzialmente al minore numero di segnalazioni di irregolarità e al progressivo maggiore rigore nell'attivazione dei controlli da parte degli intermediari di riferimento. La diminuzione dei provvedimenti cautelari (da 35 del 2004 a 24 del 2005) è da ricondurre alla costante flessione dei provvedimenti di interdizione dall'attività sino a un anno (pari a 3 nel 2005).

Le tipologie più gravi e ricorrenti di violazione continuano a essere: (i) l'acquisizione di mezzi finanziari di pertinenza degli investitori associata all'accettazione di mezzi di pagamento difformi da quelli previsti dalla normativa di settore; (ii) le operazioni non autorizzate dalla clientela; (iii) la simulazione di operazioni d'investimento inesistenti e il rilascio alla clientela di falsa rendicontazione, sovente proprio al fine di mascherare la sottrazione di somme di danaro. Le irregolarità relative all'acquisizione di mezzi finanziari vengono sempre più spesso poste in essere mediante il ricorso, da parte dei promotori, all'indebito utilizzo di codici segreti e password di accesso ai canali telematici riservati agli investitori.

2. I provvedimenti relativi agli emittenti e alle società di revisione

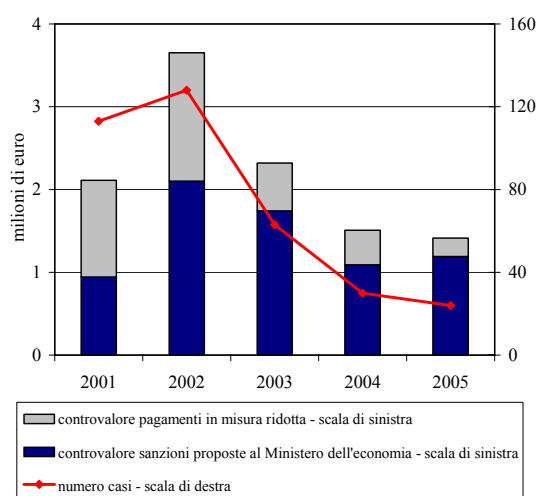
Nel corso del 2005 l'attività di *enforcement* delle norme in materia di sollecitazione e di informativa societaria è stata particolarmente intensa, anche se a fine anno risultavano conclusi solo alcuni

dei procedimenti avviati. Nello specifico, sono stati avviati, ma non ancora conclusi, i procedimenti sanzionatori relativi alla mancata comunicazione di patti parasociali in relazione alla vicenda della scalata su Banca Antonveneta (si veda il precedente Capitolo I). Tali procedimenti sono stati avviati successivamente all'entrata in vigore della legge di recepimento della direttiva sugli abusi di mercato (legge 18 aprile 2005, n. 62) che, tra l'altro, ha attribuito alla Consob la funzione decisoria in merito all'irrogazione della sanzione (oltre a escludere, per le sanzioni irrogate dalla Consob, l'applicazione delle disposizioni sul pagamento in misura ridotta contenute nell'articolo 16 della legge n. 689 del 24 novembre 1981).

L'importo complessivo delle sanzioni proposte al Ministero dell'economia e delle finanze e dei pagamenti in misura ridotta è stato pari a circa 1,4 milioni di euro, valore inferiore alla media degli anni precedenti (Fig. 59).

Fig. 59

Sanzioni in materia di appello al pubblico risparmio e informativa societaria



I procedimenti sanzionatori conclusi nel 2005 hanno riguardato in prevalenza ipotesi di sollecitazione abusiva da parte di piccole società e banche cooperative non quotate (Tavv. 54 e 55), cui hanno fatto seguito provvedimenti di sospensione o di divieto (Tav. 56). Fra questi provvedimenti si segnalano per importanza quelli relativi all'Opa sulla Banca Antonveneta, illustrati più

diffusamente nel precedente Capitolo I.

Per quanto riguarda l'informativa societaria, i procedimenti sanzionatori di maggiore rilievo hanno riguardato un emittente strumenti finanziari diffusi tra il pubblico in misura rilevante, per violazione degli obblighi di informazione societaria, e un intermediario abilitato, per violazioni della disciplina relativa alla corretta diffusione e presentazione di studi su emittenti quotati.

Sanzioni amministrative proposte dalla Consob al Ministero dell'economia e delle finanze in materia di appello al pubblico risparmio, informativa societaria e deleghe di voto
(valori monetari in migliaia di euro)

Tav. 54

	Numero casi						Numero soggetti sanzionati						Importo delle sanzioni proposte					
	Sollecitazione	Opa	Informativa societaria	Partecipazioni rilevanti e patti parasociali	Deleghe di voto	Totale	Sollecitazione	Opa	Informativa societaria	Partecipazioni rilevanti e patti parasociali	Deleghe di voto	Totale	Sollecitazione	Opa	Informativa societaria	Partecipazioni rilevanti e patti parasociali	Deleghe di voto	Totale
2001	27	--	6	3	--	36	35	--	5	4	--	44	545	--	160	238	--	943
2002	14	--	12	11	--	37	24	--	18	43	--	85	1.404	--	400	300	--	2.104
2003	3	1	5	22	--	31	7	5	7	13	--	32	702	464	216	359	--	1.741
2004	4	--	2	1	--	7	7	--	2	1	--	10	1.023	--	57	10	--	1.090
2005	5	--	3	2	--	10	13	--	9	1	--	23	1.120	--	52	20	--	1.192

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)

Tav. 55

	Numero casi						Numero soggetti sanzionati						Importo delle sanzioni proposte					
	Sollecitazione	Opa	Informativa societaria	Partecipazioni rilevanti e patti parasociali	Deleghe di voto	Totale	Sollecitazione	Opa	Informativa societaria	Partecipazioni rilevanti e patti parasociali	Deleghe di voto	Totale	Sollecitazione	Opa	Informativa societaria	Partecipazioni rilevanti e patti parasociali	Deleghe di voto	Totale
2001	13	2	11	51	--	77	19	3	20	53	--	95	344	31	258	537	--	1.170
2002	6	1	6	78	--	91	6	1	6	77	--	90	207	103	392	845	--	1.547
2003	1	3	6	22	--	32	8	4	6	29	--	47	83	41	155	300	--	579
2004	4	6	7	6	--	23	31	6	7	6	--	50	203	62	72	83	--	420
2005	5	1	1	7	--	14	9	2	5	7	--	23	80	20	52	70	--	222

Tav. 56
Provvedimenti relativi a operazioni di sollecitazione

	Provvedimenti di sospensione cautelare	Provvedimenti di divieto	Provvedimenti di decadenza	Totale
2001	3	3	--	6
2002	2	6	--	8
2003	9	2	2	13
2004	9	7	3	19
2005	5	6	--	11

Sempre nel corso del 2005 e sul fronte delle società di revisione, la Commissione dopo complesse istruttorie ha adottato due provvedimenti relativi a *partner* della Deloitte & Touche Spa, con riferimento ai lavori di revisione su Parmalat Finanziaria Spa e su Tiscali Spa.

Nel primo caso, la Commissione, ai sensi dell'art. 163, comma 1, lett. a), del Tuf, ha intimato alla Deloitte & Touche Spa di non avvalersi, per un periodo di due anni, dell'attività di revisione di due *partner* responsabili della revisione svolta sui bilanci d'esercizio e consolidato al 31 dicembre 2001 e al 31 dicembre 2002 della Parmalat Finanziaria Spa. La sanzione è stata commisurata alla misura massima a seguito dell'accertamento di irregolarità particolarmente gravi con riferimento a diversi aspetti.

In primo luogo, la Deloitte & Touche ha erroneamente ritenuto di poter mantenere e svolgere l'incarico di revisione contabile sul bilancio d'esercizio e sul bilancio consolidato della Parmalat Finanziaria Spa al 31 dicembre 2001 e 2002 in qualità di revisore principale, pur senza svolgere la revisione dei bilanci di società rappresentanti una parte

fondamentale, per la natura delle attività da queste svolte, del gruppo Parmalat.

In secondo luogo, nella fase di pianificazione dei lavori di revisione, la Deloitte & Touche, avendo sottovalutato numerosi fattori di rischio, ha effettuato un'errata valutazione del rischio globale dell'incarico; in particolare, il revisore ha valutato il rischio "greater than normal" (vale a dire un livello medio secondo la metodologia della stessa società di revisione) invece che "much greater than normal", (cioè un livello alto). Il che ha impedito l'attivazione di una misura particolarmente prudentiale per il mantenimento e lo svolgimento dell'incarico di cui si tratta, quale il coinvolgimento, nei momenti più importanti dell'incarico stesso, di figure particolarmente competenti, nonché indipendenti rispetto al partner responsabile e al team incaricato dei lavori. Conseguentemente, la sottovalutazione del rischio ha inciso su tutto il processo di revisione.

Infine, anche laddove erano stati rilevati alcuni fattori di rischio a fronte dei quali il revisore aveva individuato, quale risposta di audit, l'applicazione di un maggiore scetticismo professionale, tale approccio non risultava essere stato in concreto messo in pratica. Riprova di ciò risultavano essere le gravi carenze accertate rispetto alle verifiche svolte dal revisore sulle rettifiche di consolidamento relative alle poste "debiti verso banche e istituti finanziari" e "debiti verso altri finanziatori", carenze che sono risultate di natura ricorrente e pervasiva e che non hanno consentito alla Deloitte & Touche di acquisire gli elementi probatori sufficienti per esprimere le proprie conclusioni sulla correttezza delle citate poste nel bilancio consolidato del gruppo Parmalat.

Nel secondo caso, la Commissione ha intimato, sempre alla Deloitte & Touche Spa, di non avvalersi, per un periodo di tre mesi, dell'attività di revisione del *partner* responsabile della revisione contabile svolta sul bilancio consolidato della Tiscali Spa chiuso al 31 dicembre 2002. Tale provvedimento è stato assunto a seguito della violazione della comunicazione Consob DAC/99088450 del 1° dicembre 1999 relativa alle modalità di redazione della relazione di revisione prevista dall'art. 156 del Tuf.

In particolare, il revisore, pur avendo correttamente individuato l'inesatta iscrizione in bilancio della rettifica incrementativa della differenza di consolidamento, che avrebbe dovuto essere contabilizzata a conto economico anziché imputata direttamente a patrimonio netto, non ha rilevato e opportunamente evidenziato nella propria relazione sul bilancio consolidato 2002 della Tiscali Spa, che l'informativa resa al mercato riguardo alle motivazioni sottostanti la predetta rettifica non era aderente alla realtà conosciuta sia dagli amministratori sia dallo stesso revisore.

3. L'attività di enforcement su internet

Il 2005 è stato caratterizzato da un'intensa attività di vigilanza su *internet* e da un ulteriore affinamento dei metodi quantitativi per l'individuazione di anomalie.

Il crescente utilizzo della rete internet quale mezzo di promozione di offerte di

strumenti finanziari e di servizi di investimento ovvero quale mezzo per accedere a mercati di strumenti finanziari, da un lato, e la specificità degli accertamenti di vigilanza web quanto al tecnicismo e alla strumentazione occorrenti, dall'altro, hanno reso necessario un costante affinamento della procedura di vigilanza, oltre a una intensa collaborazione in materia con altre Autorità di vigilanza, italiane ed estere. La procedura di vigilanza prevede, tra l'altro, un modello di web spidering che si basa su algoritmi di intelligenza artificiale in grado di scansionare lo spazio web sulla base di appositi criteri semantici di addestramento e, quindi, di ricercare sulla rete l'informativa inerente al caso oggetto di verifica.

Nel corso del 2005 la vigilanza ha riguardato l'esame di 432 siti *internet* e ha dato luogo a 498 azioni di *enforcement*, oltre a 264 segnalazioni all'Autorità Giudiziaria e 523 segnalazioni ad altre Autorità (Tav. 57).

Le azioni di *enforcement* sono consistite in provvedimenti cautelari/interdittivi che hanno riguardato casi di sollecitazione all'investimento e irregolarità nel funzionamento di scambi organizzati, cui sono conseguiti interventi di oscuramento degli spazi *web* coinvolti (interventi realizzati, per gli spazi *web* mantenuti sulla rete *internet* da *service provider* comunitari, ai sensi del d.lgs. 9 aprile 2003 n. 70 e, per quelli mantenuti da *service provider* extra-comunitari, per il tramite delle clausole privatistiche che regolano i contratti di prestazione di servizi *web* previste dagli schemi ICANN).

Tav. 57

Attività di vigilanza internet

	N. spazi web esaminati per:				Azioni di enforcement	Segnalazioni ad altre Autorità						
	Web Spidering	Rassegna Stampa	Segnalazioni Uffici operativi Consob	Totale	Provvedimenti cautelari/interdittivi ¹	Autorità Giudiziaria	Guardia di Finanza	Banca d'Italia	Uic	Isvap	Autorità estere	Totale
2000	105	1	1	107	9	5	1	2	1	--	4	13
2001	32	--	3	35	4	6	2	3	3	--	4	18
2002	21	2	26	49	4	20	2	0	10	--	2	34
2003	27	1	42	70	12	6	3	1	2	2	2	16
2004	297	2	18	317	97	42	30	35	30	1	11	149
2005	406	3	23	432	498	264	164	169	163	1	26	787

¹ Per gli anni 2004 e 2005 il dato ricomprende i provvedimenti di oscuramento degli spazi web adottati ai sensi del d.lgs. 70/2003.

Per ciò che riguarda le sollecitazioni abusive, lo schema ricorrente continua a essere, come negli anni precedenti, quello tipico della cosiddetta "catena di Sant'Antonio". Nel 2005 è, peraltro, emersa quale nuova fenomenologia di sollecitazione via internet quella connessa alla costituzione di banche di credito cooperativo mediante comitati promotori.

Gli interventi di oscuramento di spazi web coinvolti in casi di sollecitazione abusiva e di irregolarità nel funzionamento di scambi organizzati hanno riguardato, come già negli anni precedenti, siti web e, per la prima volta nel 2005, messaggistiche inoltrate da caselle di posta elettronica ovvero presenti sui forum di discussione.

Con riferimento agli interventi di oscuramento dei siti web è stata di particolare utilità la collaborazione con il soggetto responsabile dell'assegnazione dei nomi a dominio ".it" (Il Registro del ccTLD ".it") e con i principali service provider.

Per gli interventi di oscuramento riguardanti le messaggistiche, oltre ad acquisire i contenuti delle stesse per il tramite

della sopracitata collaborazione al fine di ricostruire compiutamente il caso oggetto di verifica, sono state attivate complesse procedure di reverse lookup che hanno consentito di risalire ai titolari delle caselle di posta elettronica e delle utenze registrate sui forum di discussione, tramite le quali le messaggistiche stesse erano state inviate sulla rete internet. Le procedure di reverse lookup hanno, peraltro, consentito di corrispondere a richieste di cooperazione da parte di Autorità di vigilanza estere, nell'ambito dei protocolli di intesa stipulati con la Consob.

Le segnalazioni all'Autorità Giudiziaria hanno avuto ad oggetto prevalentemente ipotesi di abusiva prestazione dei servizi di investimento.

In particolare, per l'abusiva prestazione di servizi di investimento, lo schema maggiormente diffuso in rete consiste, come avvenuto negli anni passati, nella presentazione di un'apparente attività di consulenza che, in realtà, sottende la prestazione abusiva del servizio di gestione e/o di collocamento di strumenti finanziari.

Nello svolgimento della vigilanza *internet* sono state, peraltro, riscontrate ipotesi di condotta illecita non rientranti nelle competenze Consob, che sono state segnalate alle competenti Autorità.

In ambito internazionale, oltre alla presentazione ad altre Autorità di vigilanza della menzionata procedura di vigilanza *web*, si segnala l'intervenuto

completamento del progetto triennale di ricerca europeo avente ad oggetto i metodi di *detection* su *internet* denominato FFPOIROT (*Financial Fraud Prevention Oriented Information Resources using Ontology Technology*), progetto che ha consentito di affinare ulteriormente il modello di *web spidering* utilizzato dalla Consob.

V – L'ATTIVITÀ REGOLAMENTARE E INTERPRETATIVA E GLI SVILUPPI INTERNAZIONALI

1. La disciplina dell'appello al pubblico risparmio

Nel corso del 2005 lo sviluppo più significativo in materia di disciplina della

sollecitazione al pubblico risparmio ha riguardato le modifiche al Regolamento Emittenti introdotte in conseguenza del recepimento della direttiva europea sui prospetti (Riquadro 13).

Riquadro 13

La riforma del Regolamento Emittenti alla luce della direttiva sui prospetti

Nel novembre 2005 la Commissione ha approvato, a conclusione di apposito processo di consultazione, talune modifiche al Regolamento Emittenti dirette a rendere la disciplina in materia di prospetto coerente con la disciplina europea di livello 1, nonché con le relative misure di esecuzione riportate nel Regolamento 809/2004/CE.

Le modifiche regolamentari realizzate attengono soltanto ad aspetti della disciplina sul prospetto non in contrasto formale con le disposizioni del Tuf e compatibili con le competenze regolamentari della Consob, poiché la direttiva non è stata ancora recepita nell'ordinamento italiano.

Più specificamente, le modifiche al Regolamento Emittenti hanno recepito integralmente il citato Regolamento 809/2004/CE (direttamente applicabile in tutti gli Stati membri dell'Unione Europea dal 1° luglio 2005). Tale regolamento disciplina il contenuto, il modello e le modalità di pubblicazione dei prospetti e la diffusione di messaggi promozionali.

Il Regolamento Emittenti è stato, inoltre, modificato per assicurare effettività ai principi basilari introdotti dalla direttiva riguardo a taluni istituti di rilevante novità e importanza per i mercati finanziari dell'Unione Europea, tra i quali il passaporto unico europeo sul prospetto. La direttiva, infatti, persegue l'obiettivo di promuovere un unico mercato europeo dei capitali, rimuovendo i preesistenti vincoli allo svolgimento nell'ambito della UE di offerte/ammissioni alle negoziazioni transfrontaliere. Coerentemente con tali propositi è stata introdotta nel Regolamento Emittenti la nuova procedura del "passaporto europeo", che consente l'utilizzo in tutti i Paesi dell'Unione del prospetto autorizzato dall'Autorità dello Stato membro d'origine, in sostituzione della più complessa procedura del "mutuo riconoscimento del prospetto". Le nuove norme regolamentari recepiscono integralmente, inoltre, i casi di esenzione dall'obbligo del prospetto disciplinati dalla direttiva, nonché i nuovi termini di approvazione del prospetto (nei limiti di quanto consentito dall'art. 94, comma 3, del Tuf).

È stata, inoltre, introdotta la possibilità di pubblicare le informazioni relative al prezzo e all'ammontare definitivo dei titoli offerti mediante avviso integrativo da diffondersi con le stesse modalità del prospetto. In particolare, dovranno essere indicati i criteri o le condizioni in base ai quali il prezzo e la quantità dei prodotti finanziari vengono determinati.

Il Regolamento Emittenti non è stato, peraltro, adeguato alla lett. b), paragrafo 1, dell'art. 8 della direttiva, che riconosce la possibilità di revoca da parte dell'investitore delle accettazioni dell'acquisto o della sottoscrizione, come alternativa all'inserimento nel prospetto delle menzionate indicazioni in materia di prezzo e quantità dei titoli offerti. Trattandosi di norme che incidono in modo innovativo sulla disciplina civilistica dei contratti, si è ritenuto opportuno attendere, su questo tema, il recepimento della direttiva da parte del legislatore nazionale.

Sono stati forniti chiarimenti su taluni dubbi interpretativi in merito alla portata applicativa di specifici aspetti della nuova disciplina.

Innanzitutto, relativamente a talune fattispecie di operazioni, quali le fusioni con rapporto di concambio e i *takeover*, la direttiva condiziona l'esenzione dal prospetto alla pubblicazione di un documento "contenente informazioni considerate dall'Autorità competente equivalenti a quelle del prospetto, tenendo conto dei requisiti della normativa comunitaria". Si è ritenuto, pertanto, necessario precisare che i documenti previsti dal Regolamento Emittenti relativamente alle offerte pubbliche di acquisto e scambio (documento di offerta) e alle fusioni significative (documento di fusione di cui all'art. 70) potrebbero essere considerati equivalenti al prospetto.

Ulteriori precisazioni sono state formulate riguardo all'applicazione dei nuovi principi contabili Ias/Ifrs. In particolare, nel caso di presentazione nel prospetto delle informazioni finanziarie storiche rieste conformemente al Regolamento 1606/2002/CE, è stato precisato che i principi contabili internazionali di riferimento sono quelli in vigore alla data di redazione del prospetto, in quanto la finalità della riesposizione dei dati storici è quella di fornire all'investitore informazioni finanziarie quanto più possibile comparabili con quelle che saranno pubblicate successivamente. Coerentemente con la raccomandazione Cesr/05-054b del febbraio 2005 (parr. da 75 a 82), nel caso di emittenti obbligazioni è stato precisato che il bilancio dell'ultimo esercizio riesto secondo gli Ias/Ifrs, a causa dell'assenza di dati comparativi, costituisce un'informazione finanziaria storica fornita esclusivamente ai fini del prospetto, che esula dal campo di applicazione dell'Ifrs 1. Infine, in ottemperanza all'art. 35 del Regolamento 809/2004/CE, relativamente al caso di offerte finalizzate all'ammissione di strumenti finanziari in mercati regolamentati, si è chiarito che le informazioni finanziarie semestrali devono conformarsi ai requisiti del principio contabile internazionale Ias 34, in linea con la prassi applicativa del Regolamento 809/2004/CE già maturata.

Altri interventi di rilievo hanno riguardato il completamento del processo di adeguamento del Regolamento Emittenti alla riforma del diritto societario.

In particolare, sono stati introdotti specifici obblighi informativi conseguenti alla nuova disciplina del codice civile in materia di patti parasociali di emittenti azioni diffuse e di costituzione di patrimoni. Inoltre, le disposizioni regolamentari in materia di Opa sono state adeguate alla nuova definizione di partecipazione rilevante che fa riferimento non più alle sole azioni ordinarie ma a tutte le categorie di azioni che attribuiscono il diritto di voto nelle assemblee riguardanti la nomina, la revoca o la responsabilità di amministratori o consiglieri di sorveglianza. Infine, è stato modificato l'art. 50, comma 6, del Regolamento Emittenti che ha introdotto l'obbligo di trasmettere alla Consob un'apposita attestazione del revisore dell'emittente nel caso in cui il prezzo dell'Opa residuale sia determinato con la procedura semplificata che prevede l'applicazione del medesimo prezzo della prima offerta. Contestualmente è stata adottata una comunicazione di carattere generale in cui si illustrano finalità e contenuti della predetta attestazione.

Per quanto concerne gli sviluppi internazionali, nel febbraio 2005 il Cesr ha emanato raccomandazioni volte ad armonizzare l'interpretazione della disciplina comunitaria sui contenuti informativi dei prospetti (Direttiva 2003/71/CE e Regolamento 809/2004/CE), nonché a fornire specifiche indicazioni sulle informazioni da includersi nei prospetti relativi a emittenti operanti in particolari settori di attività.

Tra le varie materie su cui vertono le citate raccomandazioni, di particolare rilievo sono i principi per la redazione dei capitoli del prospetto relativi a: "le informazioni finanziarie selezionate"; "il resoconto della situazione gestionale e finanziaria"; "le risorse finanziarie"; "le previsioni o stime di utili"; "i fondi propri e l'indebitamento". Altrettanto rilevanti sono le raccomandazioni relative: (i) alle modalità di presentazione delle informazioni finanziarie storiche dell'emittente in forma di bilancio riesposto in conformità ai principi contabili internazionali Ias/Ifirs; (ii) al contenuto delle informazioni finanziarie interinali; (iii) alle modalità con cui ottemperare all'obbligo per l'emittente di dichiarare se i flussi di cassa previsti per i successivi 12 mesi siano da considerare sufficienti all'adempimento di passività in scadenza.

2. La disciplina dell'informativa societaria continua

Nel 2005 le modifiche più importanti alla regolamentazione sull'informativa societaria continua sono state quelle introdotte in occasione del recepimento della disciplina comunitaria sul *market abuse* (si veda il successivo § 4.).

Tra gli aspetti innovativi della disciplina si segnala la possibilità dell'emittente, sotto la propria responsabilità, di ritardare la comunicazione al pubblico di informazioni privilegiate, sempre che ciò non possa indurre in errore il pubblico su fatti e circostanze essenziali e sempre che gli stessi soggetti siano in grado di garantire la riservatezza. Il Regolamento Emittenti contiene, all'art. 66-bis, le nuove disposizioni

di attuazione del ritardo delle comunicazioni previste dal nuovo art. 114 del Tuf. È prevista una descrizione delle circostanze in cui è applicabile la deroga alla pubblicazione immediata delle informazioni privilegiate e si è stabilito che l'emittente informi comunque senza indugio la Consob del ritardo e delle circostanze che lo motivano. Il comma 4 dello stesso articolo 66-bis prevede anche che la Consob, ricevuta notizia del ritardo e previa valutazione delle circostanze rappresentate, possa comunque richiedere ai soggetti interessati di procedere senza indugio alla diffusione al pubblico delle informazioni.

Altra novità riguarda gli obblighi di comunicazione relativi all'“internal dealing”. La trasparenza delle operazioni effettuate dai soggetti che con maggiore probabilità dispongono di informazioni privilegiate, tipicamente i manager e i principali azionisti della società, è stata considerata dal legislatore comunitario utile ai fini sia dell'efficienza informativa del mercato sia della prevenzione degli abusi di mercato. Verifiche empiriche mostrano infatti che le operazioni effettuate da tali soggetti comportano rendimenti sistematicamente superiori alla media; la loro pubblicazione consentirebbe quindi al mercato di disporre dell'informazione connessa con il valore segnaletico di tali operazioni. Nel Regolamento Emittenti sono state stabilite le tipologie di operazioni rilevanti, le modalità e i termini delle comunicazioni, le modalità e i termini di diffusione al pubblico delle informazioni, nonché i casi in cui detti obblighi si applicano anche con riferimento alle società in rapporto di controllo con l'emittente.

Ulteriori obblighi di disclosure sono stati previsti per i soggetti che detengano partecipazioni almeno pari al 10 per cento del

capitale sociale di una società quotata, con riferimento alle operazioni che essi effettuano sui titoli emessi da tale società. La disposizione è mutuata dalla disciplina statunitense e arricchisce l'insieme delle informazioni pubblicamente disponibili. Essa potrebbe avere risvolti protezionistici sul mercato del controllo societario, rendendo di fatto più complessa la scalata tramite operazioni effettuate sul mercato.

In materia di ricerche, sono previsti due diversi ambiti di disciplina sui quali l'Istituto ha ampi poteri di regolamentazione. Il primo impone la correttezza e la trasparenza dei conflitti di interessi nella produzione e diffusione delle ricerche. Il secondo, non previsto dalla direttiva, riguarda l'obbligo di pubblicazione delle ricerche elaborate da soggetti abilitati e dagli emittenti. Per il primo argomento, la nuova disciplina contenuta nel Regolamento Emittenti riprende le disposizioni previste dalla direttiva di livello 2 che disciplinano la corretta presentazione e la trasparenza dei conflitti di interessi nella produzione e nella diffusione di raccomandazioni di investimento. Le disposizioni si sviluppano in modo articolato in funzione dell'argomento oggetto di disciplina (corretta presentazione delle raccomandazioni oppure trasparenza dei conflitti di interessi), della caratteristica del contenuto (raccomandazione esplicita o implicita), dell'attività svolta (di produzione oppure di diffusione di raccomandazioni) e della categoria di soggetti interessati (tutti oppure solo gli intermediari che ricoprono il ruolo di “specialisti”). Per i giornalisti è prevista la possibilità di un'auto-regolamentazione a condizione che la relativa applicazione consenta di conseguire gli stessi effetti delle disposizioni di attuazione del Tuf. Per il secondo argomento (pubblicità

delle ricerche), sono stati snelliti gli obblighi di comunicazione al pubblico da parte dei soggetti abilitati. Per tali soggetti è stato previsto l'obbligo di osservare modalità di pubblicazione che garantiscano il più possibile una tempestiva e omogenea distribuzione delle ricerche tra i destinatari. L'obbligo di pubblicazione sul sito della società di gestione del mercato della stessa ricerca è ora, invece, previsto soltanto per taluni soggetti che, svolgendo specifiche attività in relazione agli emittenti oggetto della ricerca (sponsor, specialist e lead manager nell'ambito di un collocamento), devono essere sottoposti a un maggiore grado di trasparenza.

Altri aspetti innovativi hanno riguardato gli obblighi di aggiornamento delle informazioni pubblicate, la possibilità di utilizzo di internet da parte degli emittenti per garantire una maggiore diffusione delle informazioni, il divieto di utilizzare la comunicazione dovuta ai sensi del Tuf a scopi pubblicitari, nonché misure volte a garantire la riservatezza delle informazioni in caso di ritardo della loro diffusione.

Nel 2005 sono state apportate talune modifiche alla disciplina degli emittenti titoli diffusi. Tali modifiche hanno introdotto requisiti, qualitativi e quantitativi, più selettivi che hanno portato ad una sensibile riduzione del numero dei titoli diffusi.

Altre modifiche della disciplina sono consistite nell'eliminazione del vincolo della periodicità semestrale nell'aggiornamento dell'elenco degli emittenti titoli diffusi da parte della Consob e nell'eliminazione della possibilità che tali emittenti vengano dispensati dagli obblighi informativi al di fuori dei casi specificamente previsti dalla disciplina regolamentare.

3. La disciplina dell'informativa contabile e periodica e delle società di revisione

In materia di informativa contabile, le novità di rilievo del 2005 sono connesse all'entrata in vigore degli Ias/Ifrs. Sono, infatti, state apportate modifiche al Regolamento Emittenti necessarie per recepire alcune disposizioni derivanti dall'introduzione dei principi contabili internazionali relativamente alle relazioni trimestrali e semestrali e alla nozione di parte correlata.

Le disposizioni relative alla rendicontazione infrannuale (relazioni trimestrali e semestrali) richiamano espressamente le nuove regole contabili Ias/Ifrs. È stato, peraltro, introdotto un regime transitorio volto a consentire un passaggio graduale agli Ias/Ifrs, nonché l'obbligo, per gli emittenti che in sede di stesura delle situazioni contabili infrannuali applichino per la prima volta i principi contabili Ias/Ifrs, di presentare i prospetti di riconciliazione previsti dall'Ifrs 1. Ulteriori modifiche sono state apportate per introdurre il richiamo alla definizione di parte correlata contenuta nel principio internazionale Ias 24 concernente l'"Informativa di bilancio sulle operazioni con parti correlate".

Nel mese di aprile la Commissione ha adottato una comunicazione di carattere generale riguardante le informazioni di natura contabile che gli emittenti non quotati avrebbero dovuto inserire nei prospetti di sollecitazione e/o quotazione pubblicati a partire dal 1° giugno 2005, in attesa dell'entrata in vigore delle norme sull'applicazione dei principi contabili internazionali previsti dal Regolamento comunitario 1606/2002/CE e dell'entrata in vigore delle nuove disposizioni comunitarie in

materia di prospetto (Regolamento comunitario 809/2004/CE, in vigore dal 1° luglio 2005).

Sempre in relazione all'entrata in vigore degli Ias/Ifrs, la Commissione ha fornito risposta a una richiesta formulata da alcune associazioni di categoria diretta a ottenere: la proroga del termine per la presentazione della terza trimestrale 2005; l'esonero dalla predisposizione della relazione trimestrale al 31 dicembre 2005 nonché, per i soggetti tenuti a redigerla in base ai regolamenti di Borsa Italiana Spa e per quelli che la redigono su base volontaria, la proroga del termine di presentazione; l'omissione della presentazione dei dati comparativi nella relazione trimestrale al 30 settembre 2005.

Per quanto attiene alla richiesta di proroga del termine per la presentazione della terza trimestrale, è stato sottolineato che, in sede di risposta alla consultazione sulle modifiche regolamentari, la Commissione aveva individuato nel 30 settembre la data ultima per l'adeguamento ai nuovi principi contabili, concedendo già una proroga rispetto alle raccomandazioni formulate dal Cesr (secondo le quali la transizione agli Ias/Ifrs sarebbe dovuta avvenire sin dalla prima rendicontazione infrannuale 2005). Questa disposizione si basava su una stima dei tempi di "adattamento agli Ias" raccolta in sede di pre-consultazione e costituiva un compromesso tra l'esigenza di una pronta transizione (affermata in sede internazionale) e le difficoltà operative del passaggio alle nuove norme.

La Commissione ha, inoltre, evidenziato che alle relazioni trimestrali non si applica l'obbligo di utilizzare il principio contabile internazionale Ias 34 "Bilanci

intermedi". Le relazioni trimestrali sono configurate, infatti, come una rendicontazione extra-contabile estremamente snella, volta a fornire indicazioni di fondo basate su dati economico-finanziari di facile determinazione e indicativi dell'andamento generale dell'impresa. L'emittente, tenuto conto della propria capacità di produzione dei dati, può decidere di attestarsi su un livello informativo più sofisticato, purché compatibile con la tempistica dettata dall'art. 82 del Regolamento Emittenti. La Commissione ha sottolineato, infatti, che deve essere privilegiata la tempestività dell'informazione rispetto alla sua completezza e organicità. Queste disposizioni sono del tutto coerenti con quanto emerso in sede di elaborazione della direttiva Trasparenza, che stabilisce l'obbligo di applicazione dello Ias 34, mentre lascia ai singoli Stati membri la facoltà di determinare il contenuto delle trimestrali, fissando unicamente un livello minimo di informazione. Sulla base delle motivazioni appena illustrate non è stata accolta l'istanza di proroga del termine di pubblicazione della quarta trimestrale, nonché quella di esonero dalla sua redazione. La Commissione ha sottolineato, infatti, che la quarta trimestrale è un documento che, secondo l'art. 82 del Regolamento Emittenti, deve essere pubblicato nel mese di febbraio del 2006, ossia a oltre un anno dall'introduzione dei nuovi principi contabili.

In ordine alla richiesta di omettere nella relazione trimestrale al 30 settembre 2005 la presentazione dei dati comparativi indicati nell'Allegato 3 D del Regolamento Emittenti, la Commissione ha rilevato che nel sistema delle regole Ias/Ifrs è già prevista la possibilità di non fornire tali dati di confronto se la relativa produzione è ritenuta "non fattibile" (in conformità allo Ias 1 - "Presentazione del bilancio"). Qualora l'impresa sia esentata dall'applicare una

specifica disposizione di un principio, è tenuta, comunque, a fornire adeguata informativa atta a dimostrare la sua reale impossibilità ad applicare la disposizione. La Commissione ha anche sottolineato che resta fermo il principio stabilito dallo Ias 34 secondo il quale la redazione di conti infrannuali richiede un utilizzo più esteso dei metodi di stima rispetto al bilancio annuale, e che le informazioni da diffondere al pubblico devono comunque essere sufficientemente attendibili e utili a una corretta informazione al mercato. Le eventuali incertezze estimative dovranno, inoltre, essere chiaramente illustrate nei relativi documenti contabili.

In materia di revisione contabile, si segnalano due interventi di carattere generale.

Con riferimento alla citata introduzione del regime transitorio per il passaggio agli Ias/Ifrs, la Commissione ha indicato, con apposita comunicazione, la natura delle attività di revisione da svolgere sulle relazioni trimestrali consolidate e sulla relazione semestrale consolidata 2005 degli emittenti quotati nella fase di transizione ai principi Ias/Ifrs. La Commissione ha, inoltre, stabilito che gli emittenti devono richiedere alla società di revisione di effettuare la revisione completa (full audit) dei saldi presenti nei prospetti di riconciliazione. Gli esiti di tale verifica, unitamente ai dati sottoposti a revisione, devono essere comunicati al mercato.

In prosieguo, la Commissione ha raccomandato alle società di revisione iscritte nell'Albo speciale l'adozione del documento "Principi sull'indipendenza del revisore", emanato dal Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e dal Consiglio Nazionale dei Ragionieri e dei Periti Commerciali. La raccomandazione è stata anche rivolta alle società di revisione iscritte nel Registro dei

Revisori Contabili, tenuta dal Ministero della Giustizia, limitatamente all'esercizio dell'attività di revisione contabile sui bilanci degli emittenti strumenti finanziari diffusi tra il pubblico in misura rilevante. Il citato documento relativo ai "Principi sull'indipendenza del revisore" recepisce la Raccomandazione della Commissione Europea del 16 maggio 2002 su "L'indipendenza dei revisori legali dei conti nell'UE: un insieme di principi fondamentali", oltre a contenere principi e criteri applicativi che tengono conto del contesto normativo nazionale e delle specifiche situazioni di incompatibilità ivi disciplinate.

Per quanto concerne l'attività svolta in sede internazionale nel 2005, nell'ambito della collaborazione tra Cesr e Commissione Europea sono proseguite le iniziative tese al miglioramento e all'armonizzazione dell'informazione finanziaria in Europa.

In particolare, il Cesr, attraverso il gruppo permanente sull'informazione finanziaria (Cesrfin) e il suo sottocomitato sull'enforcement (Sce), ha sviluppato il progetto relativo alla implementazione dei meccanismi di coordinamento delle attività di vigilanza sull'informazione finanziaria. Il progetto include l'organizzazione e l'avvio di apposite sessioni, denominate Eecs (European Enforcers Coordination Sessions), allargate anche ad Autorità che non sono membri del Cesr, nelle quali vengono discusse le decisioni assunte dagli enforcers nazionali ed esaminati temi di carattere generale afferenti l'informazione finanziaria. Parallelamente, il Cesr ha previsto la creazione di un database elettronico che dovrà essere aggiornato dagli stessi enforcers nazionali dell'Unione Europea. Tale archivio, a cui si potrà accedere per scopi di consultazione, conterrà

le decisioni assunte su specifici casi di vigilanza.

Il Subcommittee on International Standard Endorsement (Sise), altro sottogruppo facente capo al Cesrfin, ha continuato ad approfondire le tematiche afferenti la fase di transizione agli Ias/Ifrs. Il Cesr ha pubblicato una raccomandazione sulle modalità di rappresentazione delle performance da parte delle società quotate. Tale raccomandazione fissa principi che le società dovrebbero considerare nella preparazione e nella disclosure di tali informazioni.

Questioni relative all'informativa societaria sono state affrontate anche in ambito Iosco.

In particolare, nel mese di ottobre il Comitato permanente sugli Emittenti (Standing Committee 1) ha pubblicato per la consultazione un documento sui Principi di Informativa applicabili alle offerte transfrontaliere di obbligazioni. La fase di consultazione si è conclusa il 22 dicembre ed è in corso l'esame dei commenti ricevuti. I Principi di Informativa intendono fornire una guida per i Paesi aderenti alla Iosco che stanno rivedendo o implementando la regolamentazione in materia di offerte e quotazione di obbligazioni e si propongono di armonizzare l'informativa inclusa nei prospetti di quotazione.

4. La disciplina dei mercati

Come per la disciplina dell'informativa societaria, anche per ciò che riguarda la disciplina dei mercati lo sviluppo di maggiore rilievo è consistito nel recepimento della normativa europea sugli abusi di mercato.

Una delle novità più importanti riguarda l'introduzione di una nuova disciplina sanzionatoria (art. 184 del Tuf) che affianca al regime amministrativo, previsto dalla direttiva per tutte le fattispecie di abuso, un regime di natura penale per alcune fattispecie.

Per le sanzioni penali è prevista la reclusione da 1 a 12 anni per tutti i tipi di abuso e la multa da 20 mila euro a 3 milioni di euro per l'abuso di informazioni privilegiate e a 5 milioni di euro per la manipolazione di mercato. La multa è elevabile fino al triplo quando, per le circostanze del reato (rilevante offensività del fatto, qualità personali dell'agente, entità del prodotto o del profitto del reato), essa appare inadeguata anche se applicata al massimo. Inoltre, seguendo una disposizione già operativa nell'ordinamento francese, viene stabilito che il giudice possa aumentare la sanzione fino a 10 volte il prodotto o il profitto del reato, al fine di scoraggiare nel soggetto agente valutazioni utilitaristiche che scaturirebbero dal confrontare il profitto conseguibile dall'illecito con il potenziale depauperamento del proprio patrimonio. L'aumento della sanzione pecuniaria massima tiene conto del fatto che sul mercato operano soggetti con disponibilità, interessi e capacità di influenzare i prezzi estremamente diversi, per cui è necessario che il giudice possa adeguare la sanzione alle circostanze del singolo caso.

I nuovi artt. 186 e 187 del Tuf, infine, completano la disciplina penale, rispettivamente, richiamando l'applicazione delle sanzioni accessorie e disponendo la misura della confisca del prodotto o del profitto del reato e dei beni utilizzati per commetterlo.

La sanzione amministrativa edittale va da un minimo di 100 mila euro a un massimo di 15 milioni di euro per l'abuso di informazioni privilegiate e di 25 milioni di euro per la manipolazione del mercato. Per i casi di particolare gravità, viene altresì previsto il potere della Consob di intimare ai soggetti abilitati, alle società di gestione dei mercati, agli emittenti quotati e alle società di revisione di non avvalersi, per un periodo di tempo determinato, dell'autore della violazione di cui si può richiedere ai competenti ordini professionali la temporanea sospensione. Con l'art. 187-quinquies sono formulate previsioni relative alla responsabilità dell'ente nel caso in cui gli illeciti siano commessi nel suo interesse o a suo vantaggio. L'art. 187-sexies prevede, a garanzia del pagamento della sanzione, lo strumento della confisca del prodotto o del profitto dell'illecito e dei beni utilizzati per commetterlo. Infine, è stata eliminata la facoltà di oblazione della sanzione prevista dall'art. 16 della legge n. 689/1981 in quanto l'esercizio di tale facoltà annullava le conseguenze reputazionali della sanzione amministrativa connesse alla pubblicità del relativo provvedimento di irrogazione.

Per quanto riguarda i rapporti tra i diversi procedimenti sanzionatori, la coesistenza del procedimento penale e di quello amministrativo richiede una disciplina dell'esecuzione della sanzione amministrativa per le violazioni che risulteranno anche penalmente rilevanti.

In tali casi, la legge dispone l'esecuzione immediata della sanzione amministrativa applicata dalla Consob, mentre l'esazione delle pene pecuniarie viene limitata alla parte eccedente quella già riscossa a seguito del procedimento amministrativo. Ulteriori disposizioni definiscono il rapporto tra il procedimento

sanzionatorio penale e quello amministrativo dettando norme di coordinamento dell'attività di accertamento amministrativo con quella dell'Autorità Giudiziaria, ispirate al principio dell'autonomia reciproca dei procedimenti.

Il recepimento della direttiva sugli abusi di mercato prevede, infine, il conferimento alla Consob di poteri essenziali per lo svolgimento delle proprie funzioni. L'art. 187-octies del Tuf disciplina in modo organico il quadro dei nuovi poteri di vigilanza e di indagine.

Si segnala, in particolare, il comma 3, che individua una gamma di poteri esercitabili nei confronti di chiunque appaia informato dei fatti: (i) potere di richiesta di dati e notizie e di documenti sotto qualsiasi forma, ivi comprese le registrazioni telefoniche esistenti; (ii) potere di procedere ad audizioni personali; (iii) potere di procedere al sequestro dei beni che possono formare oggetto di confisca amministrativa; (iv) potere di procedere a ispezioni e, previa autorizzazione dell'Autorità Giudiziaria, a perquisizioni. Di analogo rilievo è il comma 4, che consente alla Consob: (i) di avvalersi della collaborazione delle pubbliche amministrazioni e di accedere al sistema informativo dell'anagrafe tributaria; (ii) di chiedere, previa autorizzazione dell'Autorità Giudiziaria, l'acquisizione presso il fornitore dei dati relativi al traffico telefonico; (iii) di chiedere ai soggetti abilitati la comunicazione di dati personali. Inoltre, il comma 12 attribuisce alla Consob la facoltà di avvalersi della Guardia di Finanza.

In conseguenza del recepimento della disciplina comunitaria si sono rese necessarie modifiche al Regolamento Emittenti e al Regolamento Mercati.

Le modifiche attengono principalmente alla strategia di prevenzione del reato. Le

norme di prevenzione degli abusi riguardano gli emittenti e i soggetti a questi collegati (gli azionisti, i manager e i loro consulenti), gli intermediari, i mercati regolamentati e le società di gestione di tali mercati. Per gli emittenti e i soggetti a essi collegati sono stati predisposti meccanismi per la corretta identificazione e diffusione al pubblico delle informazioni privilegiate e strumenti per il controllo e la gestione confidenziale di tali informazioni nonché per l'individuazione dei soggetti insider. Sono stati stabiliti, inoltre, standard di correttezza e trasparenza per la condotta dei partecipanti al mercato, con l'indicazione di criteri per l'identificazione di pratiche di manipolazione, di esempi delle medesime pratiche e di procedure per il riconoscimento di prassi di mercato che devono ritenersi oggetto di segnalazione alla Autorità competente. Nel Regolamento Emittenti è stata introdotta apposita disciplina relativa all'istituzione, tenuta e aggiornamento dei registri delle persone che hanno accesso a informazioni privilegiate (registri che la direttiva richiede di tenere agli emittenti e ai soggetti che agiscono in loro nome o per loro conto, tipicamente studi legali, professionisti e intermediari).

5. La disciplina del risparmio gestito

In materia di risparmio gestito, gli interventi regolamentari più significativi del 2005 sono da ricollegare al recepimento delle direttive 107/2001/CE e 108/2001/CE.

Tali direttive, che hanno modificato la direttiva 85/611/CEE in materia di organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (Oicvm) e del risparmio (Oicr), sono entrate in vigore nel febbraio 2002 e sono divenute vincolanti per gli Stati membri dal 13 febbraio 2004. Con particolare riguardo alla

disciplina della società di gestione è previsto, tuttavia, un periodo transitorio di adeguamento che va fino al 13 febbraio 2007 per le società autorizzate prima del 13 febbraio 2004. Al fine di fornire chiarimenti in ordine all'applicazione del citato regime transitorio, il Gruppo di esperti sul risparmio gestito, istituito in ambito Cesr, ha adottato, nel febbraio 2005, linee guida per le Autorità di vigilanza (si veda il successivo Capitolo VI).

Le conseguenti, principali modifiche apportate al Regolamento Emittenti riguardano: (i) la distinzione del prospetto informativo in prospetto semplificato e prospetto completo; (ii) la definizione di obblighi informativi in materia di retrocessione di commissioni; (iii) la definizione di uno schema di modulo di sottoscrizione degli Oicr esteri; (iv) le disposizioni in materia di pubblicazione del prospetto.

Lo sdoppiamento dell'originario schema di prospetto in due documenti (prospetto semplificato e prospetto completo) risponde allo scopo di calibrare il tipo, la quantità e la tecnica di comunicazione delle informazioni rispetto alle esigenze dell'investitore. Il prospetto semplificato deve essere gratuitamente consegnato agli investitori prima della conclusione dell'operazione, mentre quello completo, unitamente agli aggiornamenti periodici, deve essere messo gratuitamente a disposizione del sottoscrittore che ne faccia richiesta. Il prospetto semplificato, tradotto nella lingua del paese ospitante, è strumento valido per la commercializzazione dell'Oicvm nei Paesi membri dell'Unione.

Con riferimento agli Oicr aperti, le novità di maggior rilievo introdotte concernono l'indicazione della percentuale

della quota di commissioni retrocessa in media ai soggetti incaricati del collocamento e la previsione di obblighi informativi da assolvere mediante internet. Sono state, altresì, introdotte disposizioni che impongono la predisposizione di un apposito modulo di sottoscrizione per l'acquisto di quote e/o azioni di Oicr esteri commercializzati in Italia e rientranti nell'ambito di applicazione delle direttive comunitarie in materia di organismi di investimento collettivo del risparmio.

Per ciò che attiene agli Oicr esteri commercializzati in Italia rientranti nell'ambito di applicazione delle direttive comunitarie, è stato previsto che l'adesione all'offerta avvenga mediante sottoscrizione di un modulo redatto in conformità alle indicazioni contenute in apposito schema. Al modulo di sottoscrizione devono essere

allegate alcune informazioni, prima riportate nel documento integrativo, concernenti aspetti specifici dell'offerta in Italia (si pensi, ad esempio, alla modalità di adesione mediante piani di accumulo di capitale ovvero alle informazioni riguardanti le spese per l'attività di intermediazione nei pagamenti). Tali informazioni devono essere, comunque, contenute nel prospetto semplificato, affinché gli investitori italiani possano pervenire a un fondato giudizio sui prodotti finanziari offerti in Italia e sui relativi diritti.

Infine, in tema di pubblicità del prospetto, si sono rese applicabili anche alle tipologie di Oicr diverse dai fondi chiusi le modalità alternative di messa a disposizione del prospetto introdotte dalla normativa comunitaria.

VI – LE RELAZIONI INTERNAZIONALI

1. La cooperazione internazionale

Nel corso del 2005 l'attività di cooperazione internazionale della Consob è stata caratterizzata da numerosi impegni legati all'assistenza tecnica, all'attivazione di accordi e allo scambio di informazioni con Autorità di vigilanza di altri paesi.

In materia di assistenza tecnica, si segnala il completamento del programma di gemellaggio avviato nel 2002 con la Commissione Nazionale di Valori Mobiliari rumena (Cnvm), rientrante nei programmi di gemellaggio *Phare* promossi dalla Commissione Europea. In particolare, dal 1° agosto 2002 al 30 novembre 2003, si è svolto un vero e proprio gemellaggio per l'adeguamento della legislazione rumena all'*acquis* comunitario. L'attività di assistenza nella redazione della normativa regolamentare e nel *training* del personale è poi proseguita con un cosiddetto gemellaggio "leggero" (*Twinning Light*) che si è concluso nell'agosto 2005.

Il gemellaggio "light" è stato portato a termine con piena soddisfazione della Commissione Valori rumena e della Commissione Europea; quest'ultima ha dato atto del raggiungimento totale degli obiettivi indicati nel programma di gemellaggio.

È proseguita, nel corso del 2005, l'attività della Consob tesa ad ampliare i contatti a livello bilaterale con altre Autorità di vigilanza. In particolare, è stato stipulato un nuovo accordo con la

National Securities Commission della Repubblica di Moldova.

Detto accordo si aggiunge ai precedenti accordi già conclusi dalla Consob con altre Autorità di controllo, sia comunitarie sia extracomunitarie. A fine 2005 risultavano conclusi 33 accordi di cooperazione di natura bilaterale, oltre a un'intesa per il mantenimento della confidenzialità delle informazioni scambiate.

Si ricorda che la Consob aderisce all'Accordo multilaterale tra i Paesi dello Spazio Economico Europeo membri del Cesr, nonché al Multilateral Memorandum of Understanding (MMoU) della Iosco che prevede un particolare meccanismo di valutazione della capacità dei potenziali aderenti di rispettare gli obblighi previsti dall'accordo. Entro il 2010 il MMoU dovrà essere sottoscritto da tutti i membri della Iosco.

Nel febbraio 2006 il Fondo Monetario Internazionale (Fmi) ha reso note le proprie conclusioni sulla valutazione dell'Italia, nota come *Financial Sector Assessment Program* (Fsap), svoltasi tra il 2004 e il 2005. Per quanto attiene al settore di competenza della Consob gli esperti del Fondo Monetario Internazionale hanno riconosciuto la piena rispondenza della normativa interna agli *standard* internazionali, sottolineando altresì l'adeguatezza delle prassi di vigilanza adottate dalla Consob.

Lo scambio di informazioni ai fini di vigilanza ha comportato l'intrattenimento di rapporti in prevalenza con Autorità di altri paesi UE e ha riguardato soprattutto questioni relative agli abusi di mercato e ai requisiti di onorabilità e professionalità di esponenti aziendali (Tavv. 58 e 59).

I dati 2005 sullo scambio di informazioni indicano una sostanziale stabilità sia del numero di richieste effettuate dalla Consob, sia di quelle rivolte alla Consob da altre Autorità di vigilanza. Si è registrato, tuttavia, un aumento delle richieste di altre Autorità relative a casi di sollecitazione e di attività di intermediazione abusiva (in complesso, 9 a fronte di 3 nel 2004).

Tav. 58

Scambio di informazioni con Autorità estere distinte per oggetto

Oggetto	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Dalla Consob ad Autorità estere								
Insider trading	17	43	32	24	24	11	8	12
Manipolazione dei prezzi di valori mobiliari	2	--	1	4	--	4	8	6
Sollecitazione e attività di intermediazione abusive	7	4	3	10	9	5	2	4
Trasparenza e informativa societaria	--	--	1	--	--	6	9	10
Partecipazioni rilevanti al capitale di società quotate e di intermediari autorizzati	--	--	--	1	1	3	1	2
Requisiti di onorabilità e professionalità	12	10	19	14	34	21	7	4
Violazione regole di condotta	--	--	2	--	--	1	2	--
<i>Totale</i>	<i>38</i>	<i>57</i>	<i>58</i>	<i>53</i>	<i>68</i>	<i>51</i>	<i>37</i>	<i>38</i>
Da Autorità estere alla Consob								
Insider trading	2	3	5	20	13	17	18	18
Manipolazione dei prezzi di valori mobiliari	1	3	--	1	1	2	3	4
Sollecitazione e attività di intermediazione abusive	3	3	1	2	7	4	3	9
Trasparenza e informativa societaria	1	--	2	--	--	--	--	4
Partecipazioni rilevanti al capitale di società quotate e di intermediari autorizzati	--	--	--	--	2	1	--	4
Requisiti di onorabilità e professionalità	30	44	53	49	80	70	44	31
Violazione regole di condotta	--	--	--	--	--	--	--	--
<i>Totale</i>	<i>37</i>	<i>53</i>	<i>61</i>	<i>72</i>	<i>103</i>	<i>94</i>	<i>68</i>	<i>70</i>

Scambio di informazioni con Autorità estere distinte per oggetto e per area geografica

		2003		2004		2005	
		Dalla Consob ad Autorità estere	Da Autorità estere alla Consob	Dalla Consob ad Autorità estere	Da Autorità estere alla Consob	Dalla Consob ad Autorità estere	Da Autorità estere alla Consob
Insider trading	UE	7	14	5	16	10	18
	USA	1	1	1	1	--	--
	Altri	3	2	2	1	2	--
Manipolazione dei prezzi di valori mobiliari	UE	3	2	7	3	5	4
	USA	1	--	1	--	1	--
	Altri	--	--	--	--	--	--
Sollecitazione e attività di intermediazione abusive	UE	4	3	--	1	2	4
	USA	--	--	2	1	1	4
	Altri	1	1	--	1	1	1
Trasparenza e informativa societaria	UE	3	--	9	--	5	2
	USA	2	--	--	--	2	1
	Altri	1	--	--	--	3	1
Partecipazioni rilevanti al capitale di società quotate e di intermediari autorizzati	UE	2	--	--	--	1	3
	USA	--	1	--	--	--	--
	Altri	1	--	1	--	1	1
Requisiti di onorabilità e professionalità	UE	20	62	6	34	2	28
	USA	--	1	--	2	--	--
	Altri	1	7	1	8	2	3
Violazione regole di condotta	UE	1	--	1	--	--	--
	USA	--	--	--	--	--	--
	Altri	--	--	1	--	--	--
Totale		51	94	37	68	38	70

2. L'attività nell'ambito dell'Unione Europea

Nel corso del 2005 l'attività della Consob in ambito UE ha riguardato principalmente tematiche del diritto societario e questioni relative all'emanazione delle normative di secondo livello per l'attuazione delle direttive adottate, nel 2003 e 2004, secondo il cosiddetto modello *Lamfalussy*. È stato, inoltre, fornito supporto al Ministero dell'economia e delle finanze in

occasione delle riunioni del Comitato valori mobiliari (*European Securities Committee - Esc*), anche attesa la tecnicità delle tematiche connesse alla vigilanza sui mercati mobiliari.

Relativamente alle proposte di direttiva discusse nel Consiglio dell'Unione Europea, si segnala la partecipazione della Consob al negoziato sulla modifica dell'ottava direttiva, in materia di revisione contabile, sulla quale è stato raggiunto, in corso d'anno, un

accordo politico tra il Consiglio dell'Unione Europea e il Parlamento Europeo; si segnala, inoltre, la partecipazione alle riunioni sulla proposta di revisione della seconda direttiva, in materia di capitale sociale, per quanto attiene al mantenimento del capitale e alla formazione della società per azioni.

La direttiva in materia di revisione contabile ha l'obiettivo di assicurare, a livello europeo, un elevato grado di armonizzazione per quanto riguarda l'accesso alla professione e i requisiti di professionalità dei revisori contabili, le norme deontologiche, i principi di revisione, nonché il controllo della qualità della revisione stessa. Inoltre, in linea con i principi internazionali, prevede un sistema di controllo pubblico sulla professione contabile e norme volte ad assicurare un'ampia cooperazione tra Autorità di vigilanza, specie in relazione all'operatività transfrontaliera degli emittenti quotati in più mercati regolamentati.

La proposta di revisione della direttiva in materia di capitale sociale è volta a semplificare la disciplina vigente sull'integrità del capitale delle società per azioni, al fine di garantire una maggiore efficienza e competitività delle imprese europee. Tale proposta è un'iniziativa di armonizzazione minima che introduce regimi opzionali, la cui adozione o specificazione, a livello nazionale, è lasciata alla discrezionalità degli Stati membri. Il Consiglio dell'Unione Europea e il Parlamento Europeo hanno raggiunto un accordo politico sulla proposta e, pertanto, se ne prevede l'adozione in tempi rapidi. Rispetto alla formulazione originariamente avanzata dalla Commissione, la proposta attuale non include più le controverse disposizioni in materia di squeeze-out (ovvero il diritto dell'azionista, che detenga una

partecipazione del 90 per cento, di acquistare il flottante a un prezzo equo - fair price) e sell-out (ovvero il diritto degli azionisti di minoranza di obbligare l'azionista di maggioranza ad acquistare le proprie azioni). La proposta andrà a modificare l'attuale disciplina dei conferimenti in natura. In particolare, gli Stati membri potranno prevedere deroghe all'ordinaria procedura di valutazione mediante la stima di esperti indipendenti quando, su decisione dell'organo di amministrazione, siano conferiti titoli negoziati su mercati regolamentati, ovvero attività già precedentemente oggetto di stima da parte di esperti indipendenti e attività risultanti dai bilanci dell'esercizio precedente soggetti a revisione contabile. La disciplina dell'acquisto di azioni proprie è stata resa più flessibile. Per quanto concerne la durata massima dell'autorizzazione assembleare all'acquisto delle azioni, si passerà dagli attuali 18 mesi a 5 anni (salva la facoltà degli Stati membri di determinare una durata inferiore). Inoltre, si eliminerà la vigente soglia massima di acquisto, pari al 10 per cento del capitale sottoscritto, e sarà ciascuno Stato a decidere se introdurre o meno tale limite (che non potrà, comunque, essere inferiore al 10 per cento). Infine, si semplificherà il regime della concessione di finanziamenti a terzi per l'acquisto di azioni proprie, prevedendo una disciplina di deroga all'attuale divieto, qualora vengano soddisfatti alcuni presupposti (ad esempio, che l'operazione sia effettuata a condizioni eque di mercato, previa approvazione assembleare e nel limite del capitale sottoscritto e delle riserve indisponibili).

L'impegno della Consob è anche consistito nella partecipazione al Comitato di regolamentazione in materia di principi contabili nonché ai Comitati in materia di revisione contabile.

Infine, la Consob ha preso parte alle riunioni, indette dalla Commissione Europea, per l'attuazione della direttiva sui mercati di strumenti finanziari (*Markets in financial instruments directive* - Mifid), della direttiva sulle offerte pubbliche di acquisto e della direttiva in materia di trasparenza degli emittenti con titoli trattati sui mercati regolamentati (direttiva *Transparency*).

Per quanto riguarda le nuove proposte di normativa della Commissione Europea, si segnalano i lavori in corso sulla proposta di direttiva in materia di regolamento e compensazione e sulla proposta di direttiva relativa ai diritti degli azionisti; per entrambe le proposte è prevista la partecipazione della Consob ai rispettivi negoziati.

Nell'ambito dell'attività di preparazione della proposta di direttiva in materia di regolamento e compensazione, che potrebbe essere formalizzata nel corso del 2006, la Commissione Europea ha avviato uno studio per valutare i costi e i benefici di una specifica iniziativa regolamentare in materia. L'obiettivo della direttiva sarebbe quello di incentivare una riduzione dei costi dell'operatività transfrontaliera degli intermediari, a beneficio degli investitori e della liquidità dei mercati, e di realizzare un'armonizzazione delle condizioni di funzionamento dei sistemi di post-trading.

La proposta di direttiva sui diritti degli azionisti, in discussione presso il Consiglio, si inquadra nell'ambito del Piano d'azione per modernizzare il diritto delle società e rafforzare il governo societario nell'Unione Europea. Essa contiene disposizioni volte ad armonizzare le legislazioni degli Stati membri in materia di: convocazione assembleare,

informativa preventiva e successiva da dare agli azionisti; legittimazione degli aventi diritto alla partecipazione in assemblea; voto in via elettronica, per corrispondenza e per delega; esercizio dei diritti di voto pertinenti alle azioni detenute dagli intermediari. Tali disposizioni sono destinate ad avere un impatto significativo sulla disciplina italiana. In particolare, la nozione allargata di azionista sembra finalizzata a consentire l'esercizio dei diritti propri dell'azionista da parte di soggetti diversi dal titolare dell'azione. In materia di legittimazione degli aventi diritto alla partecipazione e alla votazione nelle assemblee delle società quotate, la proposta di direttiva prescrive l'abolizione dei vincoli di preventivo blocco delle azioni. La proposta consente solo l'introduzione a livello nazionale di un sistema basato sulla "record date", non impone limiti quantitativi o soggettivi al conferimento della rappresentanza e attribuisce una limitata discrezionalità agli Stati membri nell'introdurre condizioni per il rilascio delle deleghe; essa, infine, non sembra vietare il rilascio di deleghe senza il nome del rappresentante.

La Commissione Europea, con un documento denominato "Libro bianco sui servizi finanziari", ha definito le linee guida della regolamentazione in materia di servizi finanziari per il quinquennio 2005-2010.

Il Libro bianco, pur confermando la validità dell'approccio alla base del Piano d'azione per i servizi finanziari (Financial Services Action Plan - Fsap), sposta il fulcro dell'azione della Commissione dall'introduzione di nuove misure regolamentari a un approccio che si basa sulla valutazione ex-ante dei benefici delle nuove proposte (studi di impatto), sull'armonizzazione dei testi legislativi di

trasposizione delle direttive negli ordinamenti nazionali e sul controllo dell'effettiva applicazione pratica delle norme.

La Commissione Europea ha, altresì, pubblicato il “Libro verde in materia di fondi comuni di investimento”, nel quale vengono esaminati gli aspetti che richiedono un intervento a livello comunitario per rendere più efficace il passaporto europeo per i fondi.

In luogo di un radicale ripensamento delle direttive Ucits (Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities), basate sull'armonizzazione del prodotto, è stato proposto un intervento sulla distribuzione e sul formato del prospetto semplificato, sulla disclosure delle commissioni corrisposte ai gestori e ai distributori e sul passaporto dei gestori.

Da ultimo, si segnala che la Commissione Europea, il Consiglio dell'Unione Europea e il Parlamento Europeo hanno rinnovato la composizione del Comitato di controllo inter-istituzionale per i servizi finanziari e ne hanno ampliato il mandato al fine di tener conto dell'estensione del modello *Lamfalussy* ai settori bancario e assicurativo.

3. L'attività nell'ambito del Committee of the European Securities Regulators (Cesr)

Nel 2005 l'attività della Consob in sede Cesr ha costituito un notevole impegno, in relazione ai lavori dei gruppi *ad hoc* istituiti per la redazione delle norme di livello 2 e 3 attuative di diverse direttive comunitarie e, soprattutto, in

relazione alla presidenza del Gruppo di esperti sul risparmio gestito.

Tra i gruppi di esperti istituiti dal Cesr vi è quello sulla direttiva *Transparency* che, sulla base del mandato della Commissione Europea, ha ultimato il proprio lavoro in relazione ai pareri sulle misure di livello 2 in tema di diffusione delle informazioni regolamentate, di notifica delle partecipazioni rilevanti, di relazione semestrale, di equivalenza della normativa dei Paesi terzi e di scelta dell'emittente dell'Autorità del Paese di origine come Autorità competente.

Sempre con riferimento alle norme di attuazione della direttiva *Transparency*, nel luglio 2005 il Cesr ha ricevuto dalla Commissione Europea un nuovo mandato di livello 2, relativo allo “stoccaggio” delle informazioni regolamentate e al *filing* delle informazioni regolamentate all'Autorità competente. È stato, così, costituito un nuovo gruppo di lavoro che dovrà ultimare la propria attività nel giugno 2006.

La direttiva Transparency impone, in particolare, di assicurare l'esistenza in ciascun Paese di almeno un meccanismo designato ufficialmente allo “stoccaggio” centrale delle informazioni (Officially Appointed Mechanism - Oam). Per quanto riguarda, invece, il deposito delle informazioni presso le Autorità competenti, la direttiva consente agli Stati membri di chiedere che la consegna avvenga contestualmente alla diffusione al pubblico delle informazioni stesse, a ulteriore garanzia della completezza e dell'integrità dei dati.

L'attività del Cesr in materia di “stoccaggio” delle informazioni

regolamentate non ha un'influenza diretta sul tipo di soggetto che può essere designato come Oam; la scelta spetta, infatti, agli Stati membri. Il Cesr deve solo indicare i possibili standard di sicurezza e accessibilità in maniera neutrale, senza prefigurare la natura dell'organismo prescelto. A tale riguardo, è stato predisposto un documento di consultazione che si limita a elencare una serie di principi generali in materia di requisiti di qualità del sistema. Sempre nell'ambito dello "stoccaggio" delle informazioni, è proseguito l'esame della fattibilità della realizzazione di una rete europea di sistemi ove sia accessibile l'informativa sugli emittenti. In tale contesto è stata istituita una IT Task Force, con un mandato orizzontale, al fine di rendere compatibili i sistemi nazionali per la costituzione di data-base a livello europeo che interessino più direttive.

Per quanto riguarda il deposito delle informazioni regolamentate, previsto dalla direttiva Transparency, è stato predisposto un documento di consultazione che indica standard comuni per l'invio elettronico delle informazioni alle Autorità competenti, in linea con quelli previsti per i sistemi di "stoccaggio". Sono previsti, in particolare, standard di qualità che riguardano soprattutto la sicurezza, la certezza della fonte e la registrazione della data e dell'ora dell'invio.

Il Gruppo di lavoro sul risparmio gestito, presieduto dal Presidente della Consob, ha lavorato intensamente, nel corso del 2005, per adempiere ai mandati ricevuti dal Cesr e dalla Commissione Europea. In particolare, il Gruppo ha pubblicato, nel mese di febbraio, un documento contenente le linee guida per l'operatività del regime transitorio previsto dalle direttive Ucits.

L'approvazione delle linee guida comporta la convergenza, tra le varie Autorità competenti, sulle prassi amministrative degli Stati membri per quanto riguarda l'interpretazione delle disposizioni attinenti al regime transitorio. L'obiettivo è quello di porre termine alle incertezze rappresentate dai partecipanti al mercato, rimuovendo le barriere al mercato unico sperimentate dai gestori di fondi. Le linee guida approvate dal Cesr sono destinate ad assicurare orientamenti comuni a tutta l'Unione e il Review Panel ha svolto nel corso del 2005 una verifica sul rispetto delle linee guida da parte degli Stati membri.

Il Gruppo ha, inoltre, concluso il lavoro, su mandato ricevuto dalla Commissione Europea, relativo alle definizioni contenute nelle direttive Ucits in materia di investimenti ammissibili.

Il parere prodotto chiarisce talune definizioni contenute nelle direttive in materia di investimenti ammissibili da parte dei fondi armonizzati. La materia ha rilievo in quanto determina il tipo di investimento consentito a detti fondi; viene allargata la gamma di investimenti consentiti, nel contempo, rispettando i principi della direttiva (sulla diversificazione del rischio, sui limiti alla leva dei prodotti derivati, sull'investimento in strumenti finanziari liquidi, etc.). Sul documento si sono svolte due consultazioni pubbliche.

Infine, il Gruppo ha sottoposto a consultazione pubblica il documento concernente la semplificazione delle procedure di notifica dei fondi.

Le misure contenute in tale documento intendono semplificare le procedure che devono essere rispettate dai fondi che commercializzano le proprie quote in uno Stato dell'Unione Europea diverso da quello

di origine. È previsto, comunque, il rispetto delle norme di livello 1, che consentono alle Autorità del Paese ospitante di verificare il rispetto delle regole di commercializzazione e di pubblicità previste a livello nazionale che stabiliscono in due mesi dalla notifica il termine entro cui devono essere effettuate le valutazioni dell'Autorità competente del Paese ospitante, prima che abbia inizio la commercializzazione delle quote. Lo scopo del Cesr è quello di agevolare le procedure di notifica, evitando che le Autorità del Paese ospitante attribuiscano una diversa interpretazione alla direttiva.

Il Cesr ha creato tre Sottogruppi di esperti *ad hoc* per la predisposizione delle misure di attuazione della direttiva *Mifid*, che nel mese di febbraio 2005 hanno inoltrato un parere alla Commissione Europea sul cosiddetto primo *set* di mandati relativi alle regole da applicarsi agli intermediari, alla cooperazione e all'*enforcement*.

Per quanto attiene agli intermediari, i temi affrontati nel parere riguardano, in particolare, i seguenti argomenti: la funzione di controllo sul rispetto delle norme, da parte dell'impresa di investimento e dei dipendenti, e la gestione dei reclami degli investitori; gli obblighi connessi all'organizzazione interna e quelli legati alla necessità di evitare rischi operativi aggiuntivi nel caso di *outsourcing*; gli obblighi di registrazione; la salvaguardia dei fondi dei clienti; i conflitti di interessi; l'informativa che deve essere fornita nel caso in cui un'impresa di investimento svolga attività di commercializzazione di prodotti e/o servizi finanziari; le informazioni che devono essere fornite dall'intermediario al cliente prima della fornitura del servizio di investimento; gli accordi con il cliente al dettaglio; le comunicazioni al cliente

sull'esecuzione degli ordini e i rapporti periodici.

La parte del parere relativa alla cooperazione e all'*enforcement* contiene, invece, le norme di dettaglio sullo scambio di informazioni tra Autorità e, in particolare, sulla trasmissione all'Autorità del mercato con maggiore liquidità dei dati sulle transazioni eseguite dalle imprese di investimento.

Il Cesr ha pubblicato, nel mese di aprile 2005, il parere sul secondo *set* di mandati relativi alle misure di livello 2 della direttiva *Mifid*.

Il parere riguarda, tra l'altro: un chiarimento dell'ambito di applicazione della direttiva, definendo l'*investment advice* e le *commodity derivatives*; alcuni aspetti della regolamentazione degli intermediari, inclusa la ricerca, il test di idoneità, il servizio di sola esecuzione degli ordini (*execution only*), la regola dell'esecuzione degli ordini alle migliori condizioni e la definizione di controparti ammissibili (*eligible counterparties*); tutti gli aspetti connessi alla trasparenza di mercato e ai requisiti di ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari. Il parere costituisce un completamento di quello relativo al primo *set* di mandati e cerca di proporre soluzioni che tengano conto della diversa natura dei partecipanti al mercato e delle differenti forme di prodotti e servizi offerti ai clienti; allo stesso tempo, esso cerca di fornire ai partecipanti al mercato la necessaria chiarezza e certezza giuridica per consentire l'innovazione finanziaria.

Nel 2005 il Gruppo di lavoro congiunto Cesr-Escb (European System of Central Banks) ha pubblicato un rapporto contenente diciannove *standard* in materia di *post-trading*, che hanno la finalità di

accrescere la sicurezza, la stabilità e l'efficienza dei sistemi di *clearing* e *settlement* nell'Unione Europea. Gli *standard* sono basati sulle raccomandazioni emanate congiuntamente dal Comitato Tecnico della Iosco e dal Cpss (*Committee on Payment and Settlement System*) nel 2001, adattati al contesto dell'Unione Europea.

Il lavoro del Gruppo è stato condotto con il coinvolgimento delle parti interessate nel settore dei sistemi di clearing e settlement, attraverso consultazioni e public hearings. Il set degli standard richiede, per l'applicazione, una valutazione del loro impatto (assessment methodology) sui sistemi in essere. Si rileva, inoltre, che essi sono basati sull'attuale situazione di mercato e del contesto normativo che, a livello europeo, non è oggetto di armonizzazione; pertanto, l'adozione degli standard in questione non è intesa a pregiudicare ulteriori iniziative della Commissione Europea in materia di armonizzazione della prestazione dei servizi di post-trading.

Il Gruppo di esperti in materia di *prospetto* ha lavorato sulla base del mandato conferito dalla Commissione Europea, in relazione a possibili modifiche del regolamento 809/2004/CE; il fine è quello di assicurare che il *prospetto* includa sempre le informazioni finanziarie necessarie affinché l'investitore possa effettuare un'analisi consapevole della posizione finanziaria, dei profitti e delle perdite e delle prospettive dell'emittente.

Il Cesp ha pubblicato un parere in materia nel mese di ottobre 2005 che si propone di introdurre emendamenti al

regolamento comunitario, presentati nella forma di *guidelines*.

Gli emendamenti proposti nel parere consentono all'Autorità competente di chiedere agli emittenti di fornire nei prospetti informazioni finanziarie rilevanti tenendo conto di taluni principi. Il parere, inoltre, chiarisce l'interazione (allegato II al regolamento 809/2004/CE) tra l'informazione pro-forma e le informazioni finanziarie degli emittenti con vicende complesse.

Nella riunione plenaria del Cesp, a Parigi, è stato deciso di istituire una *Task Force* alla quale hanno partecipato i Presidenti delle Autorità di vigilanza dei principali Paesi aderenti allo stesso Cesp, tra cui il Presidente della Consob.

Scopo della Task Force è quello di: individuare le priorità del Cesp per i prossimi tre anni; proporre modalità per migliorare il processo decisionale del Cesp; verificare se la struttura e l'organizzazione della stessa siano idonee ad assicurare un elevato grado di adesione alle misure di livello 3. In relazione a tali obiettivi, il lavoro predisposto dalla Task Force ha fatto emergere un generale orientamento sull'opportunità di limitare le nuove proposte di normativa per concentrarsi, invece, sull'applicazione coerente della normativa comunitaria e degli standard del Cesp, senza istituire nuovi gruppi di lavoro. Infine, la Task Force ha proposto il ricorso alla mediazione ove sussistano conflitti tra i membri e di sviluppare l'attività del Review Panel per far sì che i membri stessi si adeguino agli standard decisi a livello 3.

Il Gruppo Cesp (Gruppo permanente sulla cooperazione e lo scambio di informazioni ai fini di vigilanza) ha svolto un'intensa attività al fine di predisporre le misure di livello 3 in

relazione alla direttiva sugli abusi di mercato. Tali misure sono state pubblicate sotto forma di linee guida (*guidance*) nel maggio 2005. Le *guidance* attengono, in particolare, alle *accepted market practices*, al concetto di manipolazione di mercato e al *reporting* delle transazioni sospette.

Il Cesrpol ha, altresì, costituito al proprio interno un Sottogruppo denominato *Surveillance and Intelligence*, finalizzato alla trattazione di questioni pratiche, emergenti dall'attività quotidiana di vigilanza su imprese di investimento e mercati. In particolare, il Sottogruppo è chiamato a facilitare la vigilanza su violazioni che possano coinvolgere più Autorità di diversi Stati membri e a individuare possibili misure di livello 3.

Nell'ambito delle ristrutturazione del Cesrpol verranno costituiti gruppi ad *hoc* per rispondere, tempestivamente e in modo concordato, a condotte illecite rilevanti che interessino più Paesi (come nel caso Citigroup).

È proseguita l'intensa attività del *Cesfrin* (Gruppo di lavoro permanente sull'informazione finanziaria) e dei suoi sottogruppi. Il lavoro si è incentrato sull'adozione dei regolamenti per la transizione verso i principi Ias/Ifrs, in particolare sull'applicazione coerente di tali principi nell'Unione Europea e sull'individuazione di eventuali difficoltà operative.

Il Sottogruppo in materia di *enforcement* ha predisposto un *data-base* per la pubblicazione delle decisioni di *enforcement* in forma anonima e per

facilitare un approccio convergente tra le varie Autorità sul rispetto dei principi Ias/Ifrs nella redazione dei documenti contabili.

Nel corso del 2005 il *Review Panel* (gruppo permanente del Cesr che ha l'obiettivo di verificare l'attuazione degli *standard* in materia di regole di comportamento da parte degli Stati membri) ha verificato l'adesione agli *standard* del Cesr in materia di *cold calling* (contatto telefonico con il cliente non richiesto da quest'ultimo) e l'attuazione delle raccomandazioni sul regime transitorio per la commercializzazione di quote di fondi. Ha, inoltre, avviato analogo lavoro sull'attuazione dello *standard* n. 1 concernente l'*enforcement* in materia di informazione finanziaria pubblicata dagli emittenti.

4. L'attività nell'ambito dell'International Organization of Securities Commissions (Iosco)

Nel 2005 l'attività della Consob in ambito Iosco è consistita nella partecipazione ai gruppi di lavoro permanenti in materia di emittenti, mercati, intermediari, fondi comuni, scambio di informazioni e cooperazione internazionale.

Particolare rilevanza ha assunto il lavoro svolto dal *Gruppo permanente sullo scambio di informazioni e sulla cooperazione internazionale*. L'attività si è concentrata sullo sviluppo della cooperazione con i centri cosiddetti *off-shore*. Il progetto, avviato su richiesta del

Financial Stability Forum, dovrebbe completarsi, per la sua prima fase, entro il primo quadrimestre del 2006.

Nel corso della Conferenza Annuale Iosco tenutasi a Colombo, il Comitato Tecnico ha istituito una *Task Force* in materia di *corporate governance* (co-presieduta dal Presidente dell'Autorità di vigilanza spagnola e dal vice Presidente dell'Autorità australiana). Il lavoro della *Task Force* si è concentrato sul Principio VI (E) dei principi di *corporate governance* dell'Ocse (obiettività e indipendenza del consiglio di amministrazione sul governo della società) e sulla sua applicazione alle società quotate nei mercati di valori mobiliari.

In particolare, l'analisi verterà: sull'identificazione delle regole nazionali che hanno un impatto pratico sulle questioni coperte dal Principio VI (E); sull'interpretazione nazionale dei concetti chiave del Principio; sull'identificazione degli organismi nazionali responsabili; sull'identificazione delle associazioni, degli enti o delle istituzioni pubbliche che hanno un ruolo nell'applicazione domestica del Principio.

Continua a rivestire particolare importanza l'attività dell'*Implementation Committee* connessa alla valutazione dello stato di attuazione degli *Iosco Objectives and Principles on Securities Regulation* e alla cooperazione con il Fondo Monetario Internazionale e la Banca Mondiale che utilizzano i principi elaborati dalla Iosco nei programmi di valutazione del settore finanziario dei singoli paesi.

Nel corso della Conferenza del Comitato Tecnico Iosco tenutasi a Francoforte, la Consob ha partecipato alla tavola rotonda sulle frodi finanziarie.

Nella tavola rotonda si è discusso, tra l'altro, delle raccomandazioni contenute nel rapporto Iosco sulle frodi internazionali che formeranno oggetto di standard predisposti dai gruppi di lavoro del Comitato Tecnico. Particolare rilievo assume il mandato, attribuito al gruppo di lavoro n. 3 del Comitato Tecnico sugli intermediari, in materia di collocamento sul mercato primario di obbligazioni in relazione all'attività di "due diligence" che i responsabili del consorzio di collocamento devono svolgere sugli emittenti, al fine di evitare asimmetrie informative tra investitori e intermediari.

VII – I CONTROLLI GIURISDIZIONALI SULL'ATTIVITÀ DELLA CONSOB

1. Il contenzioso sui provvedimenti in materia di vigilanza

Nel 2005 i giudizi instaurati avanti al giudice amministrativo, per l'annullamento di provvedimenti adottati o proposti dalla Commissione nell'esercizio delle proprie potestà di vigilanza e sanzionatorie, hanno registrato una lieve flessione rispetto all'anno precedente, passando da 31 a 26. Un significativo aumento, invece, si è riscontrato nel numero dei procedimenti di impugnazione intentati avanti al giudice ordinario (138 rispetto ai 61 del 2004) (Tav. 60; Appendice, Tavv. A.22 e A.23).

L'incremento dei procedimenti di impugnazione avanti al giudice ordinario

è dovuto essenzialmente alle opposizioni presentate avverso gli 11 decreti ministeriali irrogativi di sanzioni amministrative pecuniarie per irregolarità nella negoziazione di obbligazioni Cirio e Argentina (si veda il precedente Capitolo III).

In particolare, 9 decreti ministeriali riguardano esclusivamente la vicenda Cirio, uno la vicenda Argentina e un decreto entrambe le vicende. Nei confronti di tali provvedimenti, costituenti l'esito di iniziative di vigilanza relative ad altrettanti istituti di credito, sono state presentate, avanti a otto diverse Corti d'Appello, 79 impugnazioni autonome promosse complessivamente da 417 soggetti (banche ed esponenti aziendali).

Tav. 60

Ricorsi contro atti adottati o proposti dall'Istituto¹
(esiti al 31 dicembre 2005)

	Giudice amministrativo ²						Giudice ordinario ³					
				di cui:						di cui:		
	Accolti ⁴	Respinti ⁵	In corso	Accolta sospensiva	Respinta sospensiva	Totale ricorsi	Accolti ⁴	Respinti ⁵	In corso	Accolta sospensiva	Respinta sospensiva	Totale ricorsi
2003	--	8	23	1	12	31	43	19	--	--	--	62
2004	1	4	26	--	12	31	19	42	--	--	--	61
2005	2	4	20	1	4	26	7	42	89	--	--	138

¹ I ricorsi sono riportati per anno di presentazione. ² La voce comprende i ricorsi al Tar e al Consiglio di Stato, nonché i ricorsi straordinari al Capo dello Stato. ³ Tribunali, Corti d'Appello e Corte di Cassazione. ⁴ La voce comprende anche i giudizi conclusi con un accoglimento parziale del ricorso o con una riduzione della sanzione comminata. ⁵ La voce comprende anche le impugnazioni rinunciate a iniziativa del ricorrente e quelle per le quali è stata dichiarata la cessazione della materia del contendere.

Con specifico riferimento alle impugnazioni promosse dalle banche, le Corti d'Appello adite hanno in 10 casi già riconosciuto la sussistenza delle violazioni, in 8 casi confermando integralmente i decreti sanzionatori. In 2 casi è stato solo ridotto l'importo delle sanzioni inflitte: nel primo, la Corte d'Appello ha ritenuto eccessivo l'importo delle sanzioni e le ha ridotte del 50 per cento; nel secondo, l'importo della sanzione, il cui pagamento è stato ingiunto all'intermediario di appartenenza dei responsabili, è stato ridotto in misura pari all'importo delle sanzioni comminate a carico di tre esponenti ai quali non era stato notificato il decreto sanzionatorio.

Tra le più significative pronunce giurisprudenziali adottate nel corso del 2005 si segnalano quelle che hanno deciso le opposizioni presentate avverso i decreti ministeriali irrogativi di sanzioni pecuniarie in relazione alla vicenda Cirio e Argentina.

Alla cognizione delle Corti d'Appello adite sono state portate numerose questioni, afferenti sia la correttezza dello sviluppo dei procedimenti sanzionatori, sia la sussistenza delle violazioni accertate dalla Consob.

Con riguardo alle questioni pregiudiziali, va segnalato, innanzitutto, il consolidarsi dell'orientamento giurisprudenziale che ritiene prive del difetto di legittimazione ad agire le persone fisiche responsabili delle violazioni, ma non destinatarie dell'ingiunzione di pagamento delle sanzioni; ingiunzione che il Ministero dell'economia ha rivolto, nei casi esaminati, esclusivamente all'intermediario di appartenenza delle medesime.

L'interesse ad agire delle persone fisiche responsabili ma non ingiunte è stato, infatti, qualificato "come un mero interesse di fatto, insufficiente a conferire loro la legittimazione a opporsi a una ingiunzione che non è loro rivolta (...). La tutela del loro interesse è solo differita al momento in cui la Banca, dopo avere pagato l'intera sanzione, si rivolga loro con l'azione di regresso per ottenere il rimborso di quanto pagato in ragione degli importi determinati per ciascuno. Difatti, in questa sede essi possono far valere le loro ragioni, anche contestando l'esistenza delle violazioni accertate e le relative responsabilità, non potendo fare stato nei loro confronti, rimasti estranei al giudizio di opposizione della Banca, la pronuncia emessa dalla Corte in questa sede" (decreto della Corte d'Appello di Roma 4.7-26.9.2005).

Le decisioni giurisprudenziali relative alla vicenda Cirio hanno, in seguito, unanimemente sancito il rispetto dell'art. 14 della legge n. 689 del 1981, ai sensi del quale la notifica delle contestazioni deve avvenire entro novanta giorni dall'accertamento. Altrettanto unanime è stato il giudizio sulla ragionevolezza del tempo impiegato dalla Consob per addivenire all'accertamento delle violazioni.

Le decisioni in rassegna ribadiscono, innanzitutto, il principio per cui l'accertamento delle infrazioni non possa farsi coincidere con la conclusione delle verifiche ispettive intraprese presso gli intermediari. La Corte d'Appello di Venezia ha riconosciuto "la natura meramente istruttoria e non deliberativa della relazione ispettiva finale redatta dagli ispettori" affermando come "ai fini dell'individuazione del momento iniziale del decorso del detto termine per la contestazione l'«accertamento»

debba essere ritenuto comprensivo anche nel tempo occorrente per la valutazione dei dati acquisiti, necessaria per la verifica degli elementi soggettivi e oggettivi della violazione medesima e per la valutazione dell'idoneità del fatto a integrare gli estremi dei comportamenti sanzionatori come illeciti, con il limite che la valutazione di tali elementi, pur non essendo assoggettata a un termine predeterminato, avvenga, pur tuttavia in un termine ragionevole" (*decreto 17.10/1.12.2005*). E, nella fattispecie, le Corti d'Appello investite della questione hanno unanimemente riconosciuto la congruità del tempo impiegato per addivenire all'accertamento delle violazioni contestate, in considerazione della complessità e vastità dei fenomeni scrutinati.

La giurisprudenza non ha mancato di dare rilievo, in un'ottica di ragionevolezza, del tempo impiegato per addivenire all'accertamento delle violazioni e alla simultaneità delle verifiche intraprese nei confronti degli operatori più "attivi" nella negoziazione di *bond Cirio*; infatti, "nel necessario rispetto dei principi di coerenza e imparzialità dell'azione amministrativa, l'attività di negoziazione oggetto dell'indagine non poteva che richiedere una valutazione simultanea per tutti gli intermediari sottoposti a verifica e che l'operazione complessiva ha richiesto l'impegno della totalità delle risorse assegnate alle tre divisioni operative di Consob (Intermediari, Mercati, ed Emittenti) determinando l'avvio di procedimenti sanzionatori nei confronti di circa quattrocento esponenti aziendali e dipendenti delle banche ispezionate" (*decreto della Corte d'Appello di Bologna 18.11/1.12.2005*).

Le Corti d'Appello adite hanno interamente confermato la sussistenza delle violazioni accertate in relazione alla

negoziazione di *bond Cirio*. In particolare, tali violazioni hanno riguardato: (i) le carenze delle procedure interne (in violazione dell'art. 56 del Regolamento Consob in materia di intermediari); (ii) la carente conoscenza dello strumento finanziario oggetto di trattazione (in violazione dell'art. 26, comma 1, lett. e, del citato Regolamento); (iii) la carente informazione alla clientela sulla natura e sui rischi delle operazioni (in violazione dell'art. 28, comma 2, del citato regolamento); (iv) la carente valutazione dell'adeguatezza delle disposizioni impartite dal cliente (in violazione dell'art. 29 del citato regolamento); (v) la omessa segnalazione della potenziale situazione di conflitto di interessi derivante dalla partecipazione dell'intermediario negoziatore (o di altra società del gruppo) ai consorzi di collocamento dei titoli trattati, o derivante dalla qualità di banca finanziatrice dell'emittente titoli venduti alla clientela.

Con particolare riferimento alle violazioni di carattere procedurale, le Corti adite hanno innanzitutto affermato la chiara e univoca portata precettiva degli obblighi imposti all'intermediario dagli art. 21, comma 1, lett. d), del Tuf e dell'art. 56 del Regolamento Consob 11522/1998.

Sulla base di tali disposizioni "risultano dunque chiari i comportamenti imposti agli operatori, e sotto tale profilo ne va apprezzata l'idoneità siccome efficacemente diretti a garantire, nell'ambito di operatività prescelta dall'intermediario stesso, l'ordinata, efficiente e trasparente prestazione dei servizi di investimento tramite l'adozione di procedure interne strumentali rispetto al fine di assicurare la puntuale osservanza degli

obblighi di condotta normativamente previsti. Sotto lo specifico aspetto dell'imposizione agli intermediari dell'obbligo di dotarsi di specifiche procedure interne non si potrebbe, del resto, ragionevolmente pretendere dal sistema normativo una maggiore precisione: la varietà degli strumenti finanziari offerti dal mercato e, quindi, del possibile ambito operativo dell'intermediario e delle modalità organizzative da questi adottabili nell'ambito della propria autonomia imprenditoriale non consente, infatti, la previsione, *ex ante*, di tutti i possibili schemi procedimentali funzionali agli scopi indicati dalla normativa di settore rendendo inevitabile che, pur nella vincolatività dei relativi risultati, il concreto assetto di tali procedure sia rimesso alla discrezionalità dell'imprenditore (per il quale, tra l'altro, l'ordinamento prescrive il possesso di rigorosi requisiti, di professionalità)" (decreto della Corte d'Appello di Bologna 25.11/14.12.2006).

In generale, è stata esclusa qualsiasi ipotesi di "duplicazione" tra la violazione dell'obbligo di apprestare idonee procedure per la prestazione di servizi di investimento e le violazioni di singole disposizioni contenenti precetti "comportamentali", nel caso di specie ritenute conseguenza immediata e diretta, per l'appunto, delle carenze "procedurali". Nel decreto 27.10/1.12.2005, la Corte d'Appello di Venezia ha riconosciuto che "la medesima omissione (mancata adozione di adeguate procedure) risultò, in concreto, violativa di diverse disposizioni (gli artt. 26, 27, 28 e 56 del Regolamento Consob 11522/1998) poste a presidio di beni giuridici distinti (l'offerta, da parte dell'intermediario, di un'efficiente ordinata e corretta prestazione del servizio di negoziazione in conto terzi, la conoscenza adeguata degli strumenti finanziari offerti, la comunicazione, agli investitori, di adeguate informazioni sulla natura e i rischi della specifica operazione di

investimento, la comunicazione al cliente, dell'esistenza di situazioni di conflitto di interessi derivante da rapporti di finanziamento in essere con l'emittente dei titoli offerti ovvero con società del gruppo di appartenenza di questo) e comminanti diverse sanzioni amministrative".

Nel merito della violazione, le Corti d'Appello hanno, tra l'altro, confermato la contestata mancanza di puntuali disposizioni procedurali volte a disciplinare la fase di selezione dei titoli da offrire in contropartita diretta con la clientela; procedure, queste, di cui è stata riscontrata, presso gli intermediari bancari sottoposti a verifiche, una diffusa inadeguatezza.

Nel decreto 14.12.2005/18.1.2006, la Corte d'Appello di Torino ha affermato sul piano generale, a prescindere dalle particolarità del caso Cirio, la sussistenza dell'obbligo di "emanare disposizioni atte a impedire scelte arbitrarie da parte delle strutture addette alla scelta dei titoli e la contestazione attiene proprio alle omissioni di procedure specifiche sugli indirizzi, criteri, limiti relativi alla facoltà di selezione". In sintesi, per un'altra Corte d'Appello, "la scelta di promuovere un determinato strumento finanziario, inserendolo nel proprio portafoglio di negoziazione, rappresenta una opzione professionale antecedente alle richieste della clientela" (Corte d'Appello di Roma, decreto 22.12.2005/13.1.2006).

Relativamente all'obbligo di apprestare idonee procedure relative alla prestazione di servizi di investimento, sono state riconosciute le peculiarità del periodo di *grey market* (fase di mercato compresa tra un'emissione obbligazionaria e il regolamento delle

operazioni), durante il quale è avvenuta gran parte delle negoziazioni dei *bond* Cirio e Argentina.

La Corte d'Appello di Roma ha dato rilievo al fatto che, nel caso di specie, si era in presenza di una "contrattazione, con investitori non professionali, delle obbligazioni Cirio in una fase di negoziazione di titoli non ancora emessi e con prezzi privi di efficacia informativa significativa" (fase del cosiddetto grey market), il che avrebbe dovuto indurre l'istituto di credito negoziatore a una particolare attenzione anche nella predisposizione delle disposizioni procedurali, in particolar modo al fine di garantire "un rigoroso e accurato rispetto degli obblighi informativi nei confronti degli investitori non qualificati, per renderli edotti del possibile rischio dell'investimento".

Le Corti d'Appello adite hanno, altresì, confermato i decreti sanzionatori nella parte in cui sono state comminate sanzioni pecuniarie per violazione dell'obbligo, sancito dall'art. 26, comma 1, lett. e), del Regolamento n. 11522 del 1998, di acquisire adeguata conoscenza degli strumenti finanziari trattati.

La Corte d'Appello di Torino ha ritenuto "particolarmente importante la mancanza di sollecita e tempestiva acquisizione, da parte della Banca, delle credit opinion e delle offering circular. Come precisato dalla Consob, dalle credit opinion, destinate proprio agli investitori istituzionali, emergeva la attribuzione, da parte del lead manager delle obbligazioni Cirio, di un rating implicito a lungo termine pari a B e quindi la loro collocazione nell'ambito dell'area speculative grade, risultando così evidenziato un elevato rischio. Nell'offering circular venivano fornite informazioni sull'elevato

livello di indebitamento del Gruppo Cirio verso il sistema bancario e finanziario".

Con particolare riguardo all'osservanza dell'obbligo di informazione al cliente, particolare rilievo ha avuto, per i Giudici, la circostanza che le obbligazioni in questione fossero negoziate, in gran parte, nella fase di cosiddetto *grey market*.

La Corte d'Appello di Roma ha riconosciuto (decreto 2/20.12.2005) che "la contrattazione delle obbligazioni Cirio nel cosiddetto 'mercato grigio' avrebbe dovuto indurre la banca a un più penetrante rispetto degli obblighi informativi, in relazione a un titolo scarsamente liquido e fortemente volatile, a rischio reale". In proposito, la Corte d'Appello di Bologna ha osservato che "gli acquisti da parte della clientela retail che intervengono nella fase di grey market finiscono con l'influenzare lo stesso mercato primario (riservato agli investitori professionali) liberando da sostanziali rischi i collocatori: l'emittente e i lead manager, invero, possono, di fatto, tener conto dell'andamento delle transazioni registratesi nel grey market e, in ipotesi, revocare, entro la chiusura del collocamento e con conseguente inefficacia di tutte le contrattazioni medio tempore intervenute, l'effettiva emissione quando la stessa non abbia già registrato successo in tale fase ovvero aumentare l'ammontare dei titoli offerti in caso di risposta particolarmente positiva da parte del mercato".

La vicenda Cirio ha, altresì, offerto ai Giudici l'occasione per intervenire sulla natura dell'obbligo contenuto nell'art. 29 del Regolamento n. 11522 del 1998, che vieta agli intermediari di effettuare con o per conto degli investitori operazioni non

adeguate per tipologia, oggetto, frequenza o dimensione.

Al riguardo, la Corte d'Appello di Ancona ha osservato (decreto 30.11/1.12.2005) che "l'istituto bancario intermediario (...) non può limitarsi a una mera funzione negoziale, pur anche intermediaria, ma deve, in buona sostanza, non solo farsi carico di un 'consenso informato' della clientela, ma anche farsi carico di costituire un quadro di compatibilità delle singole operazioni rispetto al 'profilo' specifico dell'interesse medesimo, in modo che le operazioni intermedie (...) siano adeguate e congruenti rispetto alle caratteristiche (quantitative e qualitative) del quadro patrimoniale specifico proprio degli investitori".

Anche l'art. 27 del Regolamento Intermediari, concernente le operazioni in potenziale conflitto di interessi, ha formato oggetto di puntualizzazione.

Al riguardo, la Corte d'Appello di Venezia (decreto 27.10/1.12.2005) ha rilevato la "assoluta ininfluenza, sulla configurabilità della violazione in questione, dell'esistenza di un effettivo approfittamento, da parte della banca, della posizione di intermediario e di un danno per l'investitore"; difatti, "la disciplina del conflitto di interessi, in quanto intesa ad assicurare la tutela della correttezza dell'intermediario e la trasparenza dell'operato di questo, appresta, con l'imposizione dell'obbligo di manifestare al cliente investitore l'esistenza di una situazione di potenziale conflitto, un rimedio preventivo al pericolo che la condotta dell'intermediario possa, in concreto, risultare condizionata da un particolare interesse proprio all'operazione intermediata".

Passando, invece, a questioni relative alla disciplina degli emittenti, nel

corso del 2005, la Consob ha impugnato innanzi al Tribunale civile di Padova, ai sensi del combinato disposto degli artt. 14, commi 5 e 6, 122, comma 4, del Tuf e 2377 del codice civile, la delibera assembleare di nomina degli amministratori e dei sindaci della Banca Antoniana Popolare Veneta, ritenendo che la stessa fosse stata adottata con il contributo determinante di soggetti che non potevano esercitare il diritto di voto in quanto aderenti a un patto parasociale non dichiarato. Con il medesimo ricorso la Consob ha, altresì, proposto domanda cautelare di sospensione dell'esecuzione della delibera in questione; tale sospensione, nel frattempo, era stata disposta provvisoriamente dal Tribunale con decreto emesso in via di urgenza su istanza di altro soggetto.

Il Tribunale ha dapprima confermato la misura cautelare provvisoria già adottata (ordinanza 8.6.2005) e, successivamente, ha rigettato i reclami proposti avverso la prima ordinanza.

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

In particolare, nell'accogliere l'istanza cautelare proposta dalla Consob, il Giudice ha chiarito che la valutazione comparativa tra il pregiudizio che subirebbe il ricorrente per effetto dell'esecuzione della delibera impugnata e quello che subirebbe la società

per effetto della sospensione dell'esecuzione della stessa delibera (valutazione che il giudice è chiamato a operare, ai sensi dell'art. 2378, comma 4, del codice civile) deve essere condotta tenendo conto della circostanza che l'“interesse perseguibile dalla Consob attraverso l'impugnazione è espressione di esigenze di trasparenza del mercato e di correttezza della gestione societaria, della cui tutela l'autorità indipendente è investita”.

Nel rigettare i reclami presentati avverso l'ordinanza cautelare, il Tribunale in composizione collegiale ha pienamente condiviso il “rilievo che il giudice di prima istanza ha attribuito, oltre che alla comparazione di interessi delle parti necessarie del procedimento di sospensione, all'interesse pubblicistico del quale è portatrice la Consob e per il quale questa è legittimata sia all'impugnazione ex art. 2377 c.c. sia alla tutela cautelare ex art. 2378 c.c., interesse che è quello connesso all'esigenza di trasparenza del mercato e di correttezza della gestione societaria; interesse che per la dottrina legittima l'azione della Consob anche quando la deliberazione sia vantaggiosa per la società e sia dannosa l'impugnazione”, affermando inoltre che “la dannosità dell'impugnazione per la società, da valutarsi ai sensi del IV comma dell'art. 2378 c.c., non è determinante per negare la sospensione se, questa è, invece, coerente alle esigenze pubblicistiche a tutela delle quali è consentito alla Consob chiedere ... essa stessa la sospensione” (ordinanza 8/14.7.2005).

Nel corso del 2005 hanno avuto esito positivo, con l'annullamento dei relativi bilanci, due impugnative di bilanci d'esercizio e consolidato al 31.12.2003 (Arquati e Stayer) effettuate dalla Consob nell'esercizio del potere attribuitole dall'art. 157, comma 2, del Tuf.

Significativa appare, inoltre, l'articolata pronuncia con la quale il Tribunale Amministrativo Regionale per il Lazio (sentenza n. 15180/05), nel mese di dicembre, ha respinto il ricorso promosso, congiuntamente, da una società di revisione iscritta all'Albo Consob e dal *partner* di questa avverso la sanzione irrogata nei loro confronti dalla stessa Consob a seguito del riscontro di irregolarità nell'ambito dei lavori effettuati, ai sensi dell'art. 155 del Tuf, sui bilanci di esercizio e consolidato di una società con azioni quotate.

*La sentenza assume particolare rilievo nella parte in cui afferma l'irrelevanza di generiche censure fondate sulla mancata esibizione, da parte dell'amministrazione, di documenti (o di parti di questi) richiesti dagli interessati nell'ambito di un procedimento conclusosi con l'emanazione di una sanzione ove le stesse non siano accompagnate dalla dimostrazione che “la lesione del diritto di difesa sia effettivamente avvenuta”, ovvero da circostanziate indicazioni circa “la concreta sussistenza di fatti e circostanze posti a base della sanzione adottata da loro non conosciuti”. In assenza di una puntuale evidenziazione, da parte degli interessati, del profilo della motivazione che “abbia fatto riferimento a elementi fattuali a loro indebitamente preclusi”, conclude la sentenza, “non vi è alcuna ragione di dubitare che le parti contrassegnate da *omissis* o gli altri documenti in relazione ai quali l'accesso non è stato consentito sono stati ritenuti dalla Consob ininfluenti ai fini della formazione della volontà provvedimento”.*

Tra le decisioni giurisprudenziali adottate nel corso del 2005, si segnalano due sentenze del Tar Lazio (n. 11292/05 e n. 13749/05) in materia di fissazione del

prezzo dell'offerta pubblica di acquisto residuale, attività che il Tuf demanda alla Consob.

Nel primo caso, i giudici amministrativi hanno accolto il ricorso promosso dall'offerente avverso la delibera di fissazione del prezzo dell'Opa residuale ritenendo carente sia l'istruttoria svolta preliminarmente alla sua adozione, sia la parte motivazionale del provvedimento impugnato. Il Tribunale ha considerato insufficiente quest'ultima parte, anche se integrata, facendo ricorso agli atti preparatori del provvedimento. In particolare, il Tar ha ritenuto che la Consob, nello stabilire il prezzo dell'Opa residuale, debba fornire sufficiente motivazione anche degli eventuali scostamenti delle valutazioni dalla stessa effettuate rispetto agli elementi informativi forniti dall'offerente ai sensi dell'art. 50 del Regolamento Emittenti.

Nel secondo caso, il Tar ha invece rigettato il ricorso promosso da un azionista avverso la delibera di fissazione del prezzo dell'Opa residuale, precisando che l'attività di cui la Consob è investita comporta l'esercizio di "un potere di carattere discrezionale tecnico, basato sull'applicazione delle regole concernenti le metodologie valutative di azienda e della prassi tecnica, che non si fondano su regole scientifiche esatte". Il Tribunale ha, inoltre, condiviso che la Consob non sia obbligata a utilizzare "parametri ulteriori rispetto a quelli normativamente indicati" e ha, altresì, avallato l'unitaria considerazione dei parametri del patrimonio netto rettificato a valore corrente e dell'andamento e prospettive reddituali dell'emittente, di cui all'art. 50, comma 3, del Regolamento Emittenti.

Si ricordano, infine, le pronunce con le quali il Tar del Lazio, in sede cautelare,

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

2. La verifica in sede giurisdizionale dell'attività dell'Istituto

Fra le pronunce giurisprudenziali più significative intervenute nel 2005 relativamente a casi di azioni contro la Consob per il risarcimento di danni si segnala la sentenza n. 11149/2005 con la quale il Tribunale civile di Milano ha rigettato la domanda risarcitoria proposta, nei confronti della Consob, da un'associazione di risparmiatori per asserito negligente esercizio dei poteri di vigilanza nei confronti di una società ammessa alle negoziazioni sul Nuovo Mercato, le cui azioni avevano riportato una rilevante perdita di valore.

Il Tribunale adito ha escluso che l'associazione, le cui finalità statutarie annoverano "la salvaguardia dei diritti dei risparmiatori", abbia potuto acquistare le azioni della società affidandosi unicamente alle informazioni contenute nel prospetto informativo (pubblicato mesi prima e non più attuale al momento dell'acquisto), non curandosi affatto che, nello stesso periodo, venivano diffuse notizie stampa su indagini in corso da parte della Procura competente per falso in bilancio, aggrottaggio e altre

violazioni di legge in relazione a comportamenti tenuti da esponenti aziendali della società emittente in occasione del collocamento e della quotazione del titolo. È stato, perciò, escluso il nesso di causalità tra l'asserito comportamento colposo e il danno lamentato.

Di grande rilievo sono anche le 27 sentenze che hanno definito una parte dei giudizi risarcitori promossi nei confronti della Consob da alcuni risparmiatori, acquirenti di obbligazioni Cirio e Argentina (Appendice, Tav. A.24).

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

Le suddette sentenze hanno chiarito che l'illecito di tipo omissivo deve trovare fondamento nella violazione di una norma specifica, mentre non è possibile individuare in capo alla Consob alcun obbligo di controllo sul flusso indifferenziato di informazioni destinate agli investitori. Ciò in quanto, ai sensi della specifica disciplina, le norme attributive della competenza Consob hanno come destinatari immediati i soggetti abilitati. Infatti: "non è rinvenibile nel Tuf, né potrebbe ritenersi in concreto esigibile, alcun obbligo a carico della Consob di generale e costante informazione (diretta al pubblico

indifferenziato degli investitori) in merito all'andamento dei mercati finanziari e, specificamente, in merito alle variazioni del rischio sistematico e specifico riferito ai singoli prodotti finanziari". Inoltre: "la tutela degli interessi degli investitori costituisce l'obiettivo finale cui deve tendere l'esercizio delle competenze amministrative di vigilanza e ispezione, che hanno invece come destinataria prima e diretta l'attività dei soggetti abilitati. Ne consegue che l'asserito illecito omissivo ascritto alla Consob ... non può essere genericamente desunto dal predetto obiettivo finale, ma deve essere individuato in relazione alla specifica norma attributiva della competenza" (sentenze Tribunale di Roma nn. 14516 e 15196).

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

Nel corso del 2005 la Consob ha proposto appello avverso la sentenza del Tribunale di Roma n. 34309 del 14

dicembre 2004, con cui l'Istituto era stato condannato al pagamento, a favore di un gruppo di risparmiatori, di una somma di denaro a titolo di risarcimento del danno per omessa attività di controllo su una società di intermediazione mobiliare.

A fine 2005 risultava pendente, presso la medesima Corte di Appello di Roma, un giudizio relativo all'impu-

gnativa di altra sentenza che ha, parimenti, disposto la condanna dell'Istituto al risarcimento dei danni occorsi a un gruppo di risparmiatori e conseguenti all'omessa attività di controllo su un gruppo di società, di cui solo alcune autorizzate allo svolgimento di attività di intermediazione mobiliare e altre, viceversa, operanti in via abusiva.

VIII – LA GESTIONE INTERNA E LE RELAZIONI CON L'ESTERNO

1. La gestione finanziaria

Nell'esercizio 2005 le entrate (al netto dell'avanzo di amministrazione) sono risultate nel complesso pari a 76,1 milioni di euro (Tav. 61), di cui 47,1 milioni (pari al 61,9 per cento) relative ad entrate contributive; relativamente a queste ultime, le quote di maggiore consistenza sono riferite alle categorie

emittenti, promotori finanziari e intermediari (Tav. 62).

Sotto il profilo della spesa, si è registrato un aumento di quella corrente, correlato essenzialmente alla spesa per il personale. La spesa in conto capitale (3,4 milioni di euro) registra anch'essa un incremento, dovuto essenzialmente ad acquisizioni di strumenti e apparecchiature informatici.

Tav. 61

Schema riassuntivo delle entrate e delle spese
(milioni di euro)

Voci	2000 ¹	2001 ¹	2002 ¹	2003 ¹	2004 ¹	2005 ²
Entrate						
Avanzo di amministrazione ³	50,7	74,0	12,3	11,6	11,7	15,4
Fondo a carico dello Stato	31,0	31,0	23,7	23,3	26,7	25,4
Entrate proprie						
Entrate da corrispettivi istruttori ⁴	3,0	1,5	—	—	—	—
Entrate da corrispettivi per partecip. a esami ⁴	3,0	1,5	—	—	—	—
Entrate da contributi di vigilanza	31,8	27,4	39,9	41,6	49,2	47,1
Entrate da contributi sulle negoziazioni ⁴	5,2	3,6	—	—	—	—
Entrate diverse	4,2	11,6	3,8	4,9	3,5	3,6
<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>91,5</i>
Spese						
Spese correnti						
Spese per i componenti la commissione	1,2	1,4	1,4	1,3	2,2	2,5
Spese per il personale	33,7	45,8	42,2	43,2	44,6	53,1
Spese per acquisizione di beni e servizi	14,2	16,4	18,7	18,9	19,4	22,2
Oneri per ripristino e ampl. immobilizzaz.	2,4	3,8	4,7	4,6	4,3	5,3
Spese non classificabili	0,1	4,9	1,1	0,4	5,2	5,0
<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>88,1</i>
Spese in conto capitale	3,6	66,8	2,8	1,7	2,6	3,4
<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>91,5</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 2004 è riportato tra le entrate 2005. ⁴ A partire dall'esercizio 2002, per effetto dell'intervenuta riformulazione del comma 3 dell'art. 40 della Legge n. 724/1994, il regime contributivo contempla un'unica tipologia di contribuzione denominata "contributo di vigilanza".

Contribuzioni per categoria di soggetti vigilati
(milioni di euro)

	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 ²	0,9	7,7	3,6	9,4	4,0	10,8	6,1	2,9	—	1,7	47,1

¹ Dati consuntivi. ² Dati di preventivo definitivo. ³ In tale categoria sono ricompresi Borsa Italiana Spa, Tlx Spa, Mts Spa, Cassa di compensazione e garanzia Spa e Monte Titoli Spa. ⁴ Incluso il contributo di vigilanza per le gestioni individuali svolte dalle Sgr.

Nel mese di dicembre è stato approvato il bilancio di previsione per il 2006. Le entrate previste per l'esercizio assommano in complesso a 89,8 milioni di euro e derivano per 13,1 milioni dal «Trasferimento da parte dello Stato» per tale anno, per 73,1 milioni dalle «Entrate contributive», per 3,6 milioni da «Altre Entrate» dell'Istituto. A esse si aggiungono 11,4 milioni di euro derivanti dall'«Avanzo di amministrazione presunto dell'esercizio 2005». Quest'ultimo è ripartito nelle separate componenti di «Avanzo di amministrazione disponibile» per la copertura finanziaria di spese programmate per l'esercizio 2006 (10,7 milioni di euro) e «Avanzo di amministrazione generato dalle prenotazioni di impegno 2005 trasferite all'esercizio 2006 ai sensi dell'art. 19 del Regolamento di contabilità» (0,7 milioni di euro) riconnesso al differimento della realizzazione di una nuova biblioteca presso la sede romana e al potenziamento dei server centrali.

La previsione effettiva della spesa complessiva per l'esercizio 2006 (considerata al netto delle suddette prenotazioni di

impegno trasferite dall'esercizio 2005 e ricomprese nelle spese in conto capitale) assomma a 100,4 milioni di euro, di cui 93,2 per «Spese correnti» e 7,2 per «Spese in conto capitale». La previsione di spesa corrente per il 2006 registra un incremento rispetto all'omologo dato di previsione definitiva 2005 pari a 6,8 milioni di euro, per effetto essenzialmente della crescita degli oneri correlati all'ampliamento dell'organico di legge e alla necessità di procedere, anche in relazione alle nuove esigenze operative poste dalle direttive comunitarie già recepite o in via di recepimento, a un generale ammodernamento e potenziamento del sistema informatico dell'Istituto. La previsione di spesa 2006 in conto capitale riflette anch'essa il programma di ammodernamento e potenziamento del sistema informatico, oltre al citato allestimento di una nuova biblioteca.

A dicembre 2005 la Commissione ha definito il regime contributivo valevole per l'anno 2006 individuando, in base a quanto previsto dall'art. 40 della legge

724/1994, le categorie di soggetti vigilati tenuti al pagamento della contribuzione e la misura dei contributi medesimi.

I relativi provvedimenti riflettono l'invarianza del quadro normativo di riferimento, per cui il contributo dovuto dai soggetti vigilati concerne le medesime categorie contemplate nel regime contributivo per l'anno 2005.

2. La gestione delle risorse umane

Nel corso del 2005 sono state nel complesso assunte 47 unità di personale, di cui 38 a ruolo e 9 con contratto a tempo determinato. Nello stesso anno sono cessati dal servizio 7 dipendenti di ruolo (dei quali 6 per dimissioni volontarie e uno per collocamento a riposo d'ufficio) e 2 dipendenti a contratto (entrambi per dimissioni volontarie). Per cui, rispetto al

2004, l'organico effettivo dell'Istituto è cresciuto di 38 unità (Tavv. 63 e 64).

In particolare, sono stati assunti a ruolo a seguito di concorsi pubblici: 16 coadiutori (con laurea in discipline economiche) presso la sede di Milano; 9 coadiutori (con laurea in discipline giuridiche) presso la sede di Roma; 3 coadiutori (con profilo professionale di statistico quantitativo) presso la sede di Roma; 10 vice assistenti, di cui 6 presso la sede di Milano e 4 presso la sede di Roma.

Sono, invece, stati assunti con contratto a tempo determinato a seguito di apposite selezioni espletate ai sensi della speciale normativa in materia di cui alla delibera n. 11412/1998: un direttore (con profilo di informatico); un condirettore (con profilo di analista finanziario); 7 funzionari di 2^a (con profilo di analista finanziario). Tutti sono stati destinati alla sede di Roma.

Tav. 63

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

Confronta Note metodologiche. ¹ Dati al 31 dicembre.

Distribuzione del personale per carriera e per unità organizzativa¹

	Carriera direttiva		Carriera operativa	Carriera dei servizi generali	Totale
	Superiore	Inferiore			
Divisioni					
Emittenti	11	44	27	--	82
Intermediari	5	28	56	--	89
Mercati e Consulenza Economica	7	25	26	--	58
Amministrazione e Finanza	5	7	34	16	62
Consulenza Legale	4	14	11	--	29
Relazioni Esterne	5	5	5	--	15
Risorse	3	9	17	--	29
Altri Uffici ²	12	17	47	--	76
<i>Totale</i>	<i>52</i>	<i>149</i>	<i>223</i>	<i>16</i>	<i>440</i>

Confronta Note metodologiche. ¹ Dati al 31 dicembre 2005. I contrattisti sono distribuiti secondo la loro equiparazione. ² Comprende gli uffici non coordinati nell'ambito delle Divisioni.

Nel 2005, in attuazione dell'art. 2, comma 4-*duodecies*, della legge 14 maggio 2005, n. 80, è stato espletato l'esame-colloquio finalizzato all'immissione in ruolo di 2 dipendenti in precedenza assunti con contratto di lavoro a tempo determinato e con qualifica equiparata, rispettivamente, a condirettore centrale e a funzionario di 2^a.

Sempre nel 2005, si è concluso il concorso interno (bandito nel 2004) per l'accesso alla carriera direttiva che ha consentito il passaggio alla qualifica di funzionario di 2^a di 28 dipendenti con qualifica di coadiutore ed è stato avviato e concluso l'omologo concorso interno per l'anno 2005, che ha consentito il passaggio a funzionario di 2^a di altri 26 coadiutori.

Nel corso dell'anno sono stati sottoscritti accordi negoziali concernenti modifiche al "Trattamento giuridico ed economico del personale" e al "Trattamento di quiescenza del

personale" assunto successivamente al 27 aprile 1993.

Per quanto riguarda l'attività di formazione, le ore erogate nel corso del 2005 sono state complessivamente 22.135 (13.832 nel 2004), con un incremento del 60 per cento rispetto all'anno precedente e con una media *pro-capite* di 50 ore circa (35 nel 2004).

Come negli anni precedenti, le aree di sviluppo che hanno assorbito maggiori risorse sono state quelle della formazione tecnico-professionale (riconducibile ai corsi sull'aggiornamento delle conoscenze specialistiche) e della formazione linguistica (per agevolare lo svolgimento dell'attività internazionale dell'Istituto); inoltre, in relazione all'immissione in servizio di nuove risorse, specifici percorsi formativi sono stati dedicati ai neoassunti.

Ampio spazio è stato dato alla formazione connessa alle innovazioni legislative in materia di market abuse e alla applicazione dei nuovi principi contabili Ias/Ifrs.

3. Le relazioni con l'esterno e l'attività di investor education

Nel corso del 2005 è stato notevole l'impegno dedicato dalla Consob alle relazioni con l'esterno. Grande rilievo hanno avuto i rapporti intrattenuti con altre Istituzioni nazionali in occasione dei lavori di predisposizione e approvazione di importanti interventi legislativi. Il 2005 ha visto, infatti, l'approvazione di provvedimenti che hanno modificato il quadro normativo di riferimento, apportando profonde innovazioni anche in relazione al recepimento di normative europee.

In particolare, con la legge comunitaria per il 2004, sono stati introdotti significativi elementi di novità nella disciplina degli abusi di mercato, attribuendo, fra l'altro, nuovi compiti e poteri alla Consob. La legge 28 dicembre 2005, n. 262, recante disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari, ha concluso il processo di riforma normativa avviato successivamente ai casi di dissesto societario verificatisi fra il 2002 e il 2004.

La Consob ha tempestivamente dato attuazione con i propri Regolamenti alla nuova disciplina del market abuse e nel 2006 sarà chiamata, in applicazione della legge n. 262/2005, a una imponente attività di normazione secondaria, che darà contenuto a molte delle innovazioni introdotte dalla nuova disciplina.

Nel quadro dei rapporti intrattenuti con altre Istituzioni, notevole è stato anche l'impegno profuso nel fornire alle Autorità di governo gli elementi necessari per dare seguito a numerose interrogazioni parlamentari e *question time* concernenti materie di competenza dell'Istituto.

L'attività di comunicazione della Consob è stata diretta anche a soddisfare le esigenze informative dei risparmiatori e degli operatori del mercato. In questo ambito, il sito internet istituzionale si è confermato uno strumento particolarmente valido per fornire un'informazione completa e tempestiva.

Nel corso dell'anno è continuata l'attività dell'Istituto volta a migliorare il livello qualitativo dei contenuti del sito; degna di nota è la parte dedicata alla regolamentazione, al cui interno sono riportate anche le principali direttive europee in materia di mercati finanziari, normative necessarie per una approfondita conoscenza e studio di un ordinamento sempre più integrato a livello comunitario.

Ancora una volta l'impegno dedicato al sito internet ha trovato riscontro nell'incremento generalizzato degli accessi confermando e consolidando il trend crescente degli ultimi anni (Tav. 65).

Significativo l'aumento, superiore al 45 per cento, degli accessi alle sezioni "Per gli operatori" e "Regolamentazione", aumento che conferma l'importanza che il sito istituzionale ha assunto come strumento lavorativo per la quotidiana attività degli operatori del mercato.

Nell'ambito dell'attività di comunicazione mantiene un ruolo strategico l'attività di *investor education*.

Nel sito internet sono ormai presenti molte iniziative che illustrano, in modo semplice e immediato, prodotti finanziari di larga diffusione fra il pubblico, ovvero con caratteristiche difficilmente comprensibili da parte dei risparmiatori soprattutto sotto il profilo del rapporto rischio/rendimento.

Accessi alle pagine del sito internet

Pagine	2002	2003	2004	2005
Home Page (Novità)	829.385	953.900	1.563.957	2.040.414
Per i risparmiatori	102.159	144.333	156.023	158.124
Per gli operatori ¹	—	70.573	69.071	101.098
La Consob	121.688	118.407	157.075	229.123
Società	1.014.943	2.214.855	2.567.876	2.811.214
Intermediari e mercati	262.218	189.417	234.561	289.627
Decisioni della Consob	416.423	387.879	421.345	519.469
Regolamentazione	555.583	430.937	501.071	727.141
Pubblicazioni e comunicati	438.993	451.318	495.005	521.198
Altri siti	30.148	27.122	29.087	14.098
Motore di ricerca unico	242.315	223.459	245.013	275.192
Aiuto e mappa del sito	63.927	64.543	72.354	89.210
Versione in lingua inglese	200.237	132.605	136.357	141.498

¹ Sezione inserita nel corso dell'anno 2003.

Nel corso del 2005 è stata pubblicata un'ulteriore iniziativa dedicata ai prodotti derivati.

Il fine perseguito dalla Consob è quello di offrire al risparmiatore elementi di base sui prodotti derivati, accompagnandolo in un percorso di apprendimento che - attraverso l'illustrazione delle caratteristiche fondamentali, delle finalità e dei rischi dei singoli strumenti - lo conduca a una conoscenza di carattere generale dei principali prodotti. L'utilità dell'iniziativa risiede non soltanto nell'accrescimento della cultura finanziaria del lettore ma, soprattutto, nel fornire allo stesso gli strumenti per comprendere l'uso che dei derivati viene effettuato nell'ambito di altri prodotti finanziari, a volte molto diffusi fra il pubblico.

Di rilievo è stata anche l'attività svolta attraverso i tradizionali strumenti di comunicazione. La pubblicazione del "Bollettino Ufficiale" e del periodico

"Consob Informa" rappresenta, infatti, un appuntamento periodico, anche per gli operatori della stampa, utile per la conoscenza tempestiva dei provvedimenti adottati dalla Commissione e, più in generale, dell'attività da essa svolta.

Fra le altre iniziative, si evidenzia l'ormai consueto appuntamento con il Forum della Pubblica Amministrazione, utile sede per l'incontro diretto con il pubblico.

In tale contesto, che raggruppa le principali Autorità amministrative, la Consob promuove la propria immagine istituzionale e acquisisce importanti indicazioni sulle aspettative e sui bisogni informativi del pubblico dei risparmiatori.

Va, infine, ricordata la quotidiana attività di risposta alle richieste che di continuo pervengono all'Istituto.

Richieste di documentazione e informazioni relative all'attività dell'Istituto

	Richiedenti			Oggetto della richiesta				
	Investitori e operatori istituzionali	Risparmiatori, studenti e altri soggetti	Totale	Delibere, comunicazioni, prospetti	Testi integrati di leggi e regolamenti	Dati e informazioni	Altro	Totale
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

I dati in materia evidenziano un forte aumento di tale attività rispetto al 2004, dovuto per circa l'80 per cento a richieste avanzate da risparmiatori e studenti, a testimonianza dell'importanza dell'attività di comunicazione svolta dalla Consob (Tav. 66). È continuata, inoltre, l'intensa attività dello "sportello telefonico", quotidianamente impegnato a soddisfare le esigenze più svariate provenienti da risparmiatori e operatori del mercato.

4. Lo sviluppo del sistema informativo

Nel corso del 2005 è continuata l'attività di adeguamento della piattaforma *hardware* e *software* ai più recenti *standard* tecnologici.

In particolare, sono stati acquisiti 17 nuovi server destinati alla ricezione dei flussi dati dall'esterno e al miglioramento dei servizi resi dal sito internet e dal sistema di posta elettronica.

È, inoltre, proseguito lo sviluppo dell'architettura hardware e software a

protezione del sistema informatico, realizzato attraverso l'utilizzo di firewall, l'installazione di un intrusion detection system e la separazione dell'area della rete dell'Istituto accessibile dall'esterno.

In materia di canali di telecomunicazione si è provveduto all'incremento a 8 Mbit della linea per la connessione *internet* dell'Istituto e a 16 Mbit della linea per il sito istituzionale. Grazie a tali incrementi è stato, tra l'altro, possibile realizzare una nuova versione del Sistema "Teleraccolta" che consente l'acquisizione automatica delle segnalazioni di vigilanza degli intermediari.

Tra le applicazioni di maggior rilievo è stata realizzata una prima versione del sistema per la gestione delle attività istruttorie e delle relative scadenze (Sistema Integrato di Reporting Direzionale - SIRD), che fornisce tra l'altro informazioni aggiornate sullo stato di avanzamento di dette attività.

Sono, infine, proseguite le attività volte alla realizzazione del nuovo sistema per la gestione dei dati inerenti ai promotori finanziari (Sistema Integrato Promotori Finanziari - SIPF), sistema che introduce funzionalità a supporto della vigilanza, della gestione dell'Albo e della

pubblicazione dei relativi dati sul sito internet dell'Istituto (parte già realizzata) e che, una volta completato, consentirà anche di scambiare informazioni e di interagire con i vari interlocutori istituzionali in tema di promotori.



CONSOB

COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

RELAZIONE PER L'ANNO 2005

ROMA, 31 MARZO 2006

COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

Presidente

Lamberto CARDIA

Componenti

Enrico CERVONE

Carla RABITTI BEDOGNI

Paolo DI BENEDETTO

Direttore Generale

Massimo TEZZON

Indice dei riquadri

1.	<i>Confronti internazionali nella struttura finanziaria dei grandi gruppi quotati non finanziari</i>	5
2.	<i>Confronti internazionali nella distribuzione dei possessori azionari</i>	22
3.	<i>Caratteristiche del mercato delle opzioni sull'indice S&P/Mib negoziate sull'Idem</i>	35
4.	<i>Il mercato italiano dei credit default swap</i>	37
5.	<i>Dimensione e struttura dei ricavi dei principali gruppi bancari europei</i>	55
6.	<i>L'investimento in titoli obbligazionari nelle gestioni collettive e individuali delle Sgr</i>	65
7.	<i>Prime valutazioni sull'impatto degli Ias/lfrs sui bilanci dei principali gruppi quotati non finanziari</i>	76
8.	<i>I tentativi di scalata alla Banca Antonveneta e il ruolo della Consob</i>	84
9.	<i>I tentativi di scalata alla Banca Nazionale del Lavoro e il ruolo della Consob</i>	86
10.	<i>Modello probabilistico per la rilevazione di potenziali abusi di mercato</i>	100
11.	<i>Le gestioni individuali "garantite" e/o "protette"</i>	113
12.	<i>I fondi comuni aperti "a gestione del rischio" e i profili di trasparenza</i>	120
13.	<i>La riforma del Regolamento Emittenti alla luce della direttiva sui prospetti</i>	135

Relazione per l'anno 2005

A.	<i>L'EVOLUZIONE DEL QUADRO DI RIFERIMENTO</i>	<i>1</i>
I.	<i>Le società</i>	<i>3</i>
II.	<i>I mercati</i>	<i>26</i>
III.	<i>Gli intermediari e le famiglie</i>	<i>51</i>
B.	<i>L'ATTIVITÀ DELLA CONSOB</i>	<i>71</i>
I.	<i>La vigilanza sulle società</i>	<i>73</i>
II.	<i>La vigilanza sui mercati</i>	<i>97</i>
III.	<i>La vigilanza sugli intermediari</i>	<i>110</i>
IV.	<i>I provvedimenti sanzionatori e cautelari</i>	<i>124</i>
V.	<i>L'attività regolamentare e interpretativa e gli sviluppi internazionali</i>	<i>135</i>
VI.	<i>Le relazioni internazionali</i>	<i>146</i>
VII.	<i>I controlli giurisdizionali sull'attività della Consob</i>	<i>157</i>
VIII.	<i>La gestione interna e le relazioni con l'esterno</i>	<i>167</i>
C.	<i>APPENDICE E NOTE METODOLOGICHE</i>	<i>175</i>

C

APPENDICE E
NOTE METODOLOGICHE

Indice delle tavole statistiche

Tav. A.1	Cessioni di partecipazioni pubbliche in società italiane quotate effettuate tramite offerta pubblica e collocamento istituzionale	179
Tav. A.2	Cessioni di partecipazioni di società italiane quotate a controllo pubblico tramite trattativa diretta	180
Tav. A.3	Struttura proprietaria delle società italiane di nuova quotazione	181
Tav. A.4	Offerte pubbliche di acquisto e/o di scambio su titoli di società italiane quotate	182
Tav. A.5	Premi di controllo nelle Opa successive su società italiane quotate	183
Tav. A.6	Concentrazione proprietaria delle società italiane quotate in Borsa/Mta e Mtax	184
Tav. A.7	Modelli di controllo delle società italiane quotate in Borsa/Mta e Mtax	184
Tav. A.8	Partecipazioni rilevanti nelle società italiane quotate in Borsa/Mta e Mtax	185
Tav. A.9	Tipologia dei patti di sindacato in società quotate italiane	185
Tav. A.10	Patti di sindacato in società quotate italiane	186
Tav. A.11	Patti di sindacato in società che controllano società quotate italiane	188
Tav. A.12	Distribuzione delle società quotate in Borsa per numero di partecipanti alle assemblee	189
Tav. A.13	Quota dei diritti di voto detenuta dagli azionisti rilevanti e dagli investitori istituzionali nelle assemblee delle società quotate italiane	190
Tav. A.14	Quota dei diritti di voto detenuta dagli investitori istituzionali non rilevanti nelle assemblee delle società quotate italiane	191
Tav. A.15	Indicatori dei mercati azionari gestiti da Borsa Italiana Spa	192
Tav. A.16	Scambi di titoli obbligazionari su mercati regolamentati italiani	192
Tav. A.17	Numero e controvalore delle emissioni di Abs effettuate ai sensi della legge n. 130/1999 per tipologia di credito sottostante	193
Tav. A.18	Sim: cancellazioni dall'Albo	194
Tav. A.19	Patrimonio gestito dai fondi comuni di investimento in alcuni paesi dell'Unione Europea e negli Stati Uniti	194
Tav. A.20	Struttura del mercato degli Oicr in Italia: operatori di diritto nazionale	195
Tav. A.21	Struttura del mercato degli Oicr in Italia: operatori di diritto estero	196
Tav. A.22	Ricorsi contro atti adottati o proposti dalla Consob presentati avanti al giudice amministrativo negli anni 2003-2005	197
Tav. A.23	Ricorsi contro atti adottati o proposti dalla Consob presentati avanti al giudice ordinario negli anni 2003-2005	200
Tav. A.24	Azioni contro la Consob per risarcimento danni	202

Cessioni di partecipazioni pubbliche in società italiane quotate effettuate tramite offerta pubblica e collocamento istituzionale¹
(1993-2005; valori monetari in milioni di euro)

Società	Data	Ctv ²	Cedente	Quota ceduta ³	Destinatari dell'offerta ⁴			
					Pubblico ⁵	Dipendenti	Estera	Inv. Istituz.
Credit ord	04.12.1993	886	Iri	63,1	36,3	—	—	26,8
Credit risp	04.12.1993	44	Iri	17,4	—	17,4	—	—
Imi	31.01.1994	1.231	Ministero Economia e altri	36,5	14,8	0,8	—	20,9
Comit	26.02.1994	1.493	Iri	51,9	26,9	3,5	—	21,5
Ina	27.06.1994	2.340	Ministero Economia	47,2	31,6	0,6	—	15,0
Eni	21.11.1995	3.254	Ministero Economia	15,0	4,3	0,7	3,3	6,7
Imi	07.07.1996	259	Ministero Economia	6,9	—	—	—	6,9
Amga	07.10.1996	107	Comune di Genova	49,0	17,6	0,8	—	30,6
Eni	21.10.1996	4.582	Ministero Economia	15,8	8,0	0,8	2,0	5,0
Montefibre	08.07.1996	94	Enichem	66,4	8,2	—	—	58,2
Ist. Banc. S. Paolo	19.05.1997	1.374	Gruppo Banc. S. Paolo, Min. Economia e altri	31,0	12,3	2,4	—	16,3
Eni	23.06.1997	6.805	Ministero Economia	17,6	9,9	0,8	2,3	4,6
Aeroporti di Roma	15.07.1997	307	Iri	45,0	15,5	0,9	—	28,6
Telecom	20.10.1997	9.778	Ministero Economia	32,9	24,3	3,3	1,1	4,2
Banca di Roma	24.11.1997	1.195	Iri e Ente Cassa Risp. Roma	45,4	—	—	—	45,4
Saipem	17.03.1998	383	Eni	17,1	—	—	—	17,1
Alitalia	22.05.1998	406	Iri	18,4	—	—	—	18,4
Eni	22.06.1998	6.594	Ministero Economia	14,0	10,5	0,6	—	2,8
Aem	14.07.1998	761	Comune di Milano	49,0	28,9	0,5	—	19,6
Bnl	16.11.1998	2.620	Ministero Economia	64,7	34,8	3,6	—	26,3
Banca Monte Paschi	18.06.1999	2.217	Fondazione Monte Paschi	21,2	7,6	2,0	—	11,6
Acea	09.07.1999	934	Comune di Roma	49,0	15,7	10,5	—	22,9
Acsm	20.10.1999	18	Comune di Como	25,0	13,5	1,4	—	10,1
Enel	29.10.1999	16.550	Ministero Economia	31,7	18,5	1,5	....	14,5 ⁶
Autostrade	03.12.1999	3.805	Iri	48,0	41,0	0,7	—	6,2
Finmeccanica ⁷	29.05.2000	6.570	Iri	44,0	33,7	0,7	—	10,7
Aeroporto di Firenze	03.07.2000	18	Enti vari	29,0	10,5	—	—	18,5
Cassa Risp. di Firenze	10.07.2000	320	Ente Cassa Risparmio Firenze	25,0	15,0	1,7	—	9,8
Aem Torino	22.11.2000	112	Comune di Torino	14,6	6,3	—	—	8,3
Acsm	29.11.2000	42	Comune di Como	24,0	18,3	0,4	—	5,4
Eni	15.02.2001	2.721	Ministero Economia	5,0	—	—	—	5,0
Ac.e.ga.s.	19.02.2001	174	Comune di Trieste	46,8	16,0	0,8	—	30,0
Snam Rete Gas	26.11.2001	942	Snam (Eni)	22,4	11,1	0,3	—	11,0
Fiera Milano	02.12.2002	41	Ente Aut. Fiera Internazionale di Milano	22,9 ⁸	—	—	—	13,7
Telecom Italia ⁹	09.12.2002	1.434	Ministero Economia	3,5	—	—	—	3,5
Meta	17.03.2003	39	Comune di Modena e altri	14,9	—	—	—	14,9
Hera	16.06.2003	435	Comune di Bologna e altri	44,5	18,5	0,9	—	25,1
Terna	14.06.2004	1.700	Enel	50,0	12,3	13,1	—	24,6
Enel	18.10.2004	7.636	Ministero Economia	18,9	7,3	0,3	—	11,3
Acegas-Aps	08.06.2005	25	Acegas-Aps Holding	5,0	—	—	—	5,0
Enel	27.06.2005	4.101	Ministero Economia	9,4	3,9	0,2	—	5,3

Fonte: Consob e Ministero dell'economia e delle finanze (Relazione al Parlamento sulle operazioni di cessione delle partecipazioni in società controllate direttamente o indirettamente dallo Stato, ex art. 13, comma 6, legge 474/1994, anni vari). ¹ L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. ² Controvalore complessivo dell'offerta di vendita. ³ Valori in percentuale sul capitale sociale ante offerta. I dati non comprendono l'eventuale *bonus share* e comprendono la *greenshoe* effettivamente esercitata. ⁴ Valori in percentuale sul capitale sociale *ante* offerta. I dati tengono conto dell'intera sovrallocazione o *greenshoe* utilizzata. ⁵ Comprende le quote riservate ad altri soggetti (a esclusione dei dipendenti) nell'ambito della *tranche* pubblica. ⁶ Il dato include l'offerta pubblica estera. ⁷ Il controvalore della cessione include l'emissione di obbligazioni convertibili per 0,9 miliardi di euro. ⁸ Il dato comprende anche il collocamento privato riservato agli organizzatori e alla Camera di Commercio, pari al 9,2 per cento. ⁹ Il controvalore della cessione include la vendita di azioni di risparmio per 68 milioni di euro.

Cessioni di partecipazioni di società italiane quotate a controllo pubblico tramite trattativa diretta
(1993-2005; valori monetari in milioni di euro)

Società	Cedente	Acquirente	Data di completamento della cessione	Quota ceduta ¹	Controvalore complessivo	Data dell'Opa successiva ²
Fin. Italgel	Iri	Nestlé	06.08.1993	62,1	223	23.02.1994
Fin. Cirio Bertolli De Rica	Iri	Sagrit	14.10.1993	62,1	161	16.09.1994
Nuovo Pignone	Eni	Gen. Electric Co.	22.12.1993	69,3	361	05.07.1994
Sme	Iri	Benetton, Del Vecchio, Movenpick, Crediop	23.12.1994	32,0	373	22.06.1995
Imi II	Min. Economia	Cariplo, MPS, S. Paolo	01.07.1995	19,0	620	—
Enichem Augusta	Eni	Rwe-Dea ag	31.08.1995	70,0	155	27.12.1995
Ina II	Min. Economia	Cariplo, Imi, S. Paolo, Banca d'Italia	12.10.1995	18,4	871	—
Dalmine	Iri	Techint, Siderca	27.02.1996	84,1	156	09.04.1996
Seat	Min. Economia	Abn-Amro, Bain Capital, Comit, Bc Partners, Cvc Capital Partner, Investitori ass., De Agostini, Sofipa	25.11.1997	61,3 ³	849	—
Banco di Napoli ⁴	Min. Economia	Ina-Bnl	11.06.1997	60,0	32	—
San Paolo ⁵	Fondazione	Ifi/Ifil, Imi, Banco Santander, Reale Mutua Assic., Monte Paschi, Kredietbank	23.04.1997	19,0	594	—
		Altri ⁶ (Ina, Hdi, Credit Loc. France, Credit Comm. Belgique)	24.04.1997	3,0	134	—
Telecom ^{5,7}	Min. Economia	At&t, Unisource, Imi, Credit, Credit Suisse, Ass. Generali, Compagnia S.Paolo, Ifil, Comit, Monte Paschi, Fondaz. Cariplo, Ina, Alleanza Ass., Rolo Banca	29-30.09.1997	9,0	2.040	—
Bnl ⁵	Min. Economia	Banco Bilbao Vizcaya, Ina, Bca Pop Vicentina	29.09.1998	25,0	1.335	—
Autostrade	Iri	Edizione Holding Spa, Fond. Cassa Risp. Torino, Autopistas Conc. Espanola sa, Ina, Unicredit, Brisa Autostrade de Portugal sa	09.03.2000	30,0	2.516	—
Aeroporti di Roma	Iri	Consorzio Leonardo (Gemina, Falck, Italtipetroli, Impregilo)	31.07.2000	51,2	1.327	25.09.2000
Beni Stabili ⁹	Min. Economia	Banca Imi	Giugno 2001	0,3	2	—
S. Paolo Imi ⁹	Min. Economia	Banca Imi	Giugno 2001	0,3	80	—
Bnl ⁹	Min. Economia	Banca Imi	27.12.2001	1,3	77	—
Generali ^{9,10}	Min. Economia	Banca Imi	Aprile 2002	1,1 ¹¹	76	—
Enel ⁹	Min. Economia	Morgan Stanley & Co. Int. Ltd	30.10.2003	6,6	2.173	—
Snam Rete Gas ⁹	Eni	Mediobanca	30.03.2004	9,1	651	—

Fonte: Consob e Ministero dell'economia e delle finanze. Confronta Note metodologiche. ¹ In percentuale sul capitale ordinario. ² Data di inizio dell'Opa. ³ La cessione ha riguardato anche lo 0,8 per cento del capitale rappresentato da azioni di risparmio. ⁴ Operazione effettuata mediante asta competitiva. ⁵ La data è relativa alla stipula dell'accordo. Dati riferiti al nucleo stabile. ⁶ Azionisti non facenti parte del nucleo stabile. ⁷ Il controvalore della cessione non comprende il corrispettivo della vendita dell'1,2 per cento di azioni ordinarie ad AT&T e Unisource, subordinata alla conclusione di alleanze strategiche con Telecom. ⁸ Il dato non include la cessione di obbligazioni convertibili per 172 milioni di euro. ⁹ Operazioni avvenute tramite cessione della partecipazione a un intermediario, che ha successivamente provveduto a collocare gradualmente le relative azioni presso investitori istituzionali. ¹⁰ Il controvalore della cessione comprende anche gli introiti della cessione di una tranche di azioni Ina, avvenuta nel periodo maggio-giugno 2001. ¹¹ Il dato si riferisce alla quota detenuta dal Ministero dell'economia e delle finanze nel capitale dell'Ina prima della fusione per incorporazione di quest'ultima in Generali Spa, avvenuta con effetto a decorrere dal 1° dicembre 2001.

Struttura proprietaria delle società italiane di nuova quotazione
(quote percentuali del capitale sociale con diritto di voto)

	Prima dell'offerta		Dopo l'offerta	
	Azionisti di controllo	Azionisti con più del 2 %	Azionisti di controllo	Azionisti con più del 2 %
Media 1995	79,0	96,3	55,6	63,3
Media 1996	78,3	94,7	52,8	61,2
Media 1997	81,2	90,8	55,6	61,3
Media 1998	89,7	98,6	57,8	60,1
Media 1999	88,9	97,4	55,6	57,9
Media 2000	73,8	93,9	54,5	68,0
Media 2001	78,3	94,8	53,4	62,8
Media 2002	83,3	98,9	57,8	67,3
Media 2003	87,0	90,8	54,5	58,2
Media 2004	85,6	99,2	56,1	63,8
2005				
Anima Sgr	72,7	100,0	50,9	70,0
Apulia Prontoprestito	100,0	100,0	88,3	88,3
Banca Italease	70,6	94,5	55,6	70,7
Bioera	75,0	99,0	57,7	68,8
Caleffi	45,8	96,9	34,8	60,3
Eurofly	89,1	98,6	44,2	49,2
Eurotech	47,1	93,3	28,2	40,9
Guala Closures	49,5	98,3	14,4	39,7
Igd	99,4	99,4	62,4	62,4
Marr	66,7	99,3	53,9	53,9
Monti Ascensori	84,8	99,3	50,5	56,1
Safilo Group	98,2	98,2	47,9	47,9
Save	53,9	97,7	39,0	69,2
Tamburi	39,8	35,5	42,2	37,2
Toro Assicurazioni	100,0	100,0	65,5	65,5
Media 2005	72,8	94,0	49,0	58,7

Fonte: Consob. Confronta Note metodologiche.

Offerte pubbliche di acquisto e/o di scambio su titoli di società italiane quotate¹
(valori monetari in milioni di euro)

	Volontarie		Preventive ²		Incrementali ³		Successive		Residuali		Su azioni proprie		Totale	
	N° operazioni	Controvalore	N° operazioni	Controvalore	N° operazioni	Controvalore	N° operazioni	Controvalore	N° operazioni	Controvalore	N° operazioni	Controvalore	N° operazioni	Controvalore
1992	5	611	--	--	--	--	2	11	--	--	--	--	7	622
1993	2	850	2	543	--	--	3	12	5	7	--	--	12	1.412
1994	2	72	1	1.947	--	--	11	832	6	23	--	--	20	2.874
1995	4	75	--	--	--	--	8	975	9	24	--	--	21	1.074
1996	6	264	2	213	1	53	9	161	10	14	--	--	28	705
1997	5	378	2	234	1	4	7	376	8	27	--	--	23	1.019
1998	2	96	2	1.658	1	126	6	102	3	23	--	--	14	2.005
1999	4	631	8	53.292	--	--	8	640	2	5	--	--	22	54.568
2000	7	4.299	8	4.878	--	--	6	2.734	7	218	--	--	28	12.129
2001	4	171	2	726	--	--	7	5.573	11	196	--	--	24	6.666
2002	10	3.724	4	809	--	--	4	26	5	44	1	709	24	5.312
2003	8	5.837	4	7.359	--	--	6	174	8	356	--	--	26	13.726
2004	4	142	--	--	--	--	10	293	3	79	1	2	18	516
2005	4	16.593	1	11	--	--	12	3.007	4	82	1	148	22	19.841

Fonte: archivio Consob su documenti di offerta e avvisi della Borsa Italiana Spa. ¹ Il corrispettivo in titoli delle offerte di scambio è valutato ai prezzi di mercato del giorno antecedente l'annuncio dell'operazione. L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. ² Il numero di operazioni include le offerte concorrenti. ³ Tipologia prevista dalla legge 149/1992 e non dall'attuale disciplina del Tuf.

Premi di controllo nelle Opa successive su società italiane quotate
(2000 - 2005)

Titoli oggetto dell'offerta	Data superamento soglia del 30%	Quota iniziale posseduta dall'offerente prima del superamento della soglia del 30% ¹	Pacchetto di controllo acquistato dall'offerente ¹	Differenza fra prezzo di acquisto del pacchetto di controllo e prezzo di mercato ²	Differenza fra prezzo dell'Opa e prezzo di mercato ²
Elios Holding Milano	07/02/2000	0,0	70,3	87,3	96,3
Acquedotto Nicolay	26/04/2000	23,9	25,7	21,4	5,2
Aeroporti di Roma	25/09/2000	0,0	51,2	20,5	1,8
Falck	02/10/2000	0,0	30,3	0,0	0,0
Banco di Napoli	08/11/2000	0,0	56,1	17,1	2,9
Bayerische Vita	09/01/2001	0,0	70,0	66,0	30,9
Risanamento Napoli	21/02/2001	27,8	48,9	-2,9	-2,9
Safilo	02/07/2001	10,3	69,9	-5,4	0,2
Banca di Legnano	16/07/2001	0,0	55,0	56,6	1,5
Montedison	26/07/2001	0,0	52,1	-3,9	-5,7
Immobiliare Metanopoli	09/10/2001	0,0	90,2	-7,7	13,6
Cmi	18/04/2002	3,4	78,5	9,2	9,2
Iil	10/06/2002	19,9	30,2	14,9	0,7
Immsi	16/12/2002	0,0	45,3	-5,5	-1,0
Borgosesia	27/12/2002	0,0	71,0	9,7	15,7
Banco di Chiavari	17/03/2003	0,0	69,6	19,7	0,9
Alerion Industries	14/04/2003	0,0	59,6	1,5	0,3
Ipi	05/05/2003	0,0	56,0	9,6	0,6
Air Dolomiti	26/05/2003	20,7	31,2	4,3	-1,5
Seat Pagine Gialle	01/09/2003	0,0	62,5	-28,0	-28,0
Roncadin	13/10/2003	29,1	2,7	-26,1	-23,6
Euphon	24/03/2004	0,0	41,0	1,9	2,4
Saeco International Group	30/03/2004	0,0	66,8	8,3	2,3
Nts	29/04/2004	0,0	80,0	3,6	24,1
Roncadin	15/06/2004	0,0	40,9	-28,7	1,9
Bastogi	16/06/2004	0,0	53,8	-14,2	-0,7
Dmail Group	30/06/2004	0,0	46,1	-4,9	1,0
Saes Getters	28/07/2004	0,0	62,1	-0,6	-10,0
Beni Stabili	06/09/2004	29,5	3,5	-1,3	-3,2
Grandi Navi Veloci	12/10/2004	0,0	70,9	81,3	56,6
Marcolin	22/11/2004	29,2	24,4	4,3	57,8
Sirti	16/12/2004	0,0	69,5	2,1	-3,4
Ipi	20/01/2005	0,0	65,0	25,9	0,7
Acque Potabili	15/03/2005	0,0	67,1	-13,5	-0,7
Gruppo Coin	18/05/2005	0,4	62,9	-9,1	1,4
Industrie Zignago	04/07/2005	0,0	48,3	-3,5	-0,8
Garboli-Conicos	24/06/2005	0,0	90,0	6,1	2,6
Tas	18/08/2005	0,0	57,0	-2,4	-10,0
Edison	16/09/2005	5,3	63,3	-16,3	0,4
Acquedotto De Ferrari	01/10/2005	27,6	67,4	6,7	0,7
Datamat	05/10/2005	0,0	52,7	12,1	0,6
Dada	11/11/2005	23,5	18,1	-1,4	-8,9
Media				7,5	5,5
Mediana				2,0	0,7

Fonte: elaborazioni su dati dei documenti d'offerta. ¹ Dati in percentuale del capitale sociale. ² Valori in percentuale. Il prezzo di mercato è rilevato alla data di acquisto del pacchetto di controllo.

Tav. A.6

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

Fonte: archivio Consob sulla trasparenza proprietaria. Confronta Note metodologiche. ¹ In percentuale sulla capitalizzazione del capitale ordinario di tutte le società quotate in Borsa/Mta e Mtax (già Nuovo Mercato). L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti.

Tav. A.7

Modelli di controllo delle società italiane quotate in Borsa/Mta e Mtax¹
(situazione al 31 dicembre)

Società controllate di diritto			Società controllate di fatto		Società controllate da patto		Società non controllate		Totale	
Numero	Peso ²		Numero	Peso ²	Numero	Peso ²	Numero	Peso ²	Numero	Peso ²
Mta										
1996	130	66,8	26	12,2	26	4,8	26	16,2	208	100,0
1997	122	48,1	28	12,4	27	6,3	28	33,2	205	100,0
1998	128	32,3	31	21,7	24	7,4	35	38,6	218	100,0
1999	148	55,0	31	16,7	29	10,8	32	17,5	240	100,0
2000	141	51,4	34	18,5	24	9,6	38	20,5	237	100,0
2001	135	49,7	37	22,5	21	11,4	39	16,4	232	100,0
2002	142	46,0	37	28,4	20	10,2	32	15,4	231	100,0
2003	130	40,2	25	25,5	28	15,3	36	19,0	219	100,0
2004	134	32,7	22	27,2	26	15,1	37	25,0	219	100,0
2005	124	22,8	28	30,6	24	16,5	44	30,1	220	100,0
Mtax										
2000	14	51,1	8	32,4	13	14,6	4	1,9	39	100,0
2001	15	42,0	7	36,3	9	12,7	13	9,0	44	100,0
2002	12	43,4	9	33,2	10	13,3	12	10,1	43	100,0
2003	10	18,5	10	33,3	3	2,0	18	46,3	41	100,0
2004	9	19,1	8	23,4	6	8,5	14	49,0	37	100,0
2005	10	17,8	6	21,8	5	9,6	15	50,8	36	100,0

Fonte: archivio Consob sulla trasparenza proprietaria. Confronta Note metodologiche. ¹ L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. ² Rapporto in percentuale tra la capitalizzazione del capitale ordinario delle società riferibili a ciascun modello di controllo e capitalizzazione del capitale ordinario di tutte le società quotate in Borsa/Mta e Mtax (già Nuovo Mercato).

Tav. A.8

Partecipazioni rilevanti nelle società italiane quotate in Borsa/Mta e Mtax¹
(situazione al 31 dicembre)

Soggetto dichiarante									
	Soggetti esteri	Assicurazioni	Banche	Fondazioni	Investitori istituzionali	Società di capitali	Stato e enti locali	Persone fisiche	Totale
Mta									
1996	4,5	1,9	4,3	3,8	0,8	8,2	32,5	5,5	61,5
1997	5,0	2,2	5,1	3,1	0,1	14,4	12,1	4,8	46,8
1998	5,9	2,5	4,8	5,2	0,1	12,6	8,8	3,8	43,6
1999	6,2	1,5	5,3	4,5	0,2	19,4	10,6	4,5	52,2
2000	6,5	3,2	5,9	5,0	0,3	17,2	10,2	4,9	53,1
2001	5,6	1,8	4,4	4,9	0,1	18,2	11,1	5,0	51,1
2002	4,9	1,1	3,4	4,5	0,7	16,8	12,3	5,1	48,8
2003	6,7	1,2	3,9	3,6	--	12,3	11,2	6,2	45,1
2004	7,3	1,4	3,5	3,3	0,1	13,7	10,7	5,7	45,7
2005	8,9	1,6	4,5	4,0	0,1	9,6	9,6	5,9	44,2
Mtax									
2000	14,2	--	0,7	--	1,1	4,2	--	50,4	70,7
2001	16,7	--	0,6	0,1	0,5	4,8	--	42,7	65,5
2002	12,1	--	0,3	0,2	0,8	4,8	--	43,6	61,8
2003	7,7	--	1,0	--	0,2	4,8	--	41,7	55,6
2004	5,9	0,2	0,3	--	0,3	8,0	0,1	40,0	54,8
2005	5,2	0,1	0,4	--	0,8	10,1	0,1	31,9	48,5

Fonte: archivio Consob sulla trasparenza proprietaria. Confronta Note metodologiche. ¹ Partecipazioni superiori al 2 per cento del capitale votante. Rapporto in percentuale tra valore di mercato delle partecipazioni calcolato sul capitale ordinario e capitalizzazione del capitale ordinario di tutte le società quotate in Borsa/Mta e Mtax (già Nuovo Mercato). L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti.

Tav. A.9

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 ²		Numero patti	Capitale sociale sindacato ¹	Numero società ²	Numero patti	Capitale sociale sindacato ¹	Numero società ²	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	49
2005	8	32,2	8	10	42,4	8	46	49,1	43	64	45,9	59
Mtax												
2002	6	38,9	6	3	62,9	3	15	49,1	13	24	48,3	18
2003	6	30,7	6	--	--	--	4	44,8	4	10	36,3	9
2004	4	29,5	4	--	--	--	7	41,9	6	11	37,4	9
2005	2	29,0	2	--	--	--	6	49,6	5	8	44,4	7

Fonte: Comunicazioni ai sensi dell'art. 122 del Tuf. Confronta Note metodologiche. ¹ In percentuale sul totale del capitale ordinario. Valori medi. ² Il totale non corrisponde alla somma delle singole voci in quanto in alcuni casi diversi patti di sindacato riguardano una stessa società. ³ Comprendono sia clausole di blocco che di voto.

Patti di sindacato in società quotate italiane
(situazione al 31 dicembre 2005)

Società oggetto	Tipo patto	Scadenza	Quota sindacata ¹	Numero partecipanti
Acegas – Aps	Globale	22.12.2006	67,9	2
Actelios	Blocco	05.08.2006	75,9	2
Aisofware ²	Globale	Bilancio 2007	62,1	2
Alerion Industries	Globale	19.03.2006	57,1	22
Anima sgr	Blocco	26.10.2007	9,6	2
Apulia Prontoprestito	Globale	06.12.2008	88,4	2
Assicurazioni Generali	Voto	13.09.2005	8,3	3
Azimut	Globale	07.07.2007	23,4	771
Banca Antoniana Popolare Veneta	Blocco	16.05.2008	39,4	8
Banca Intesa	Globale	15.04.2008	43,3	24
Banca Italease	Globale	05.05.2008	51,6	6
Banca Lombarda e Piemontese	Globale	31.12.2007	48,7	303
Banca Nazionale del Lavoro	Globale	09.09.2007	28,0	3
	Globale	18.07.2008	30,9	8
Banca Popolare di Spoleto	Globale	30.06.2007	77,0	3
Banco di Sardegna	Globale	30.03.2007	100,0	2
Bipielle Investimenti	Voto	Indeterminata	87,7	3
	Globale	01.04.2007	89,4	2
Bulgari	Globale	17.07.2008	51,8	3
Capitalia	Globale	03.07.2008	31,4	23
Cit	Globale	Indeterminata	58,0	3
	Globale	06.09.2008	43,0	3
Csp	Globale	15.06.2007	50,2	7
Dada	Globale	10.11.2008	56,3	6
	Blocco	Indeterminata	15,4	2
Dmail Group	Globale	30.06.2007	37,3	4
Edison	Globale	16.09.2008	88,6	4
	Globale	06.07.2008	35,6	7
El.En.	Globale	10.12.2006	49,9	8
Enertad	Globale	10.08.2007	67,7	3
Esprinet	Blocco	26.04.2006	42,5	4
Euphon	Globale	10.01.2007	51,1	3
	Globale	24.03.2007	41,0	3
Eurofly	Globale	20.12.2008	50,6	3
Fiat	Voto	17.06.2008	12,4	4
Gemina	Globale	Bilancio 2006	43,4	7
Gim	Globale	Bilancio 2006	60,5	23
	Voto	06.11.2006	8,0	5
Hera	Voto	08.03.2008	7,7	29
	Voto	31.12.2006	54,3	146
	Blocco	31.12.2006	51,0	146

--- Segue ---

--- Seguito Tav. A.10 ---

Società oggetto	Tipo patto	Scadenza	Quota sindacata ¹	Numero partecipanti
I Viaggi del Ventaglio	Blocco	29.12.2007	15,5	2
Igd	Globale	11.02.2008	64,6	2
Immobiliare Lombarda	Globale	19.07.2008	56,8	4
Impregilo	Globale	20.03.2008	24,9	2
	Globale	12.06.2008	24,4	2
Ipi	Globale	15.03.2006	10,0	2
	Voto	19.01.2008	74,9	2
	Blocco	01.01.2007	9,9	2
Italjolly	Voto	11.10.2008	50,0	5
	Globale	11.10.2008	50,0	2
La Doria	Globale	30.06.2006	70,0	7
La Gaiana	Globale	Bilancio 2008	75,6	4
Linificio e Canapificio Nazionale	Globale	01.11.2006	67,8	2
Marcolin	Globale	16.12.2007	70,9	8
Mariella Burani F.G.	Blocco	28.07.2008	6,4	2
Marzotto	Globale	22.08.2007	18,0	4
Mediobanca	Globale	01.07.2007	54,1	48
Mediolanum	Globale	14.09.2007	51,1	6
Pirelli & c.	Globale	15.04.2007	46,7	10
Premafin	Globale	31.10.2008	43,7	5
Premuda	Globale	31.12.2007	45,0	3
Rcs	Globale	30.06.2007	63,5	16
Reti Bancarie Holding	Voto	24.08.2008	71,3	2
	Globale	20.05.2007	77,1	2
Rgi	Globale	30.04.2007	87,3	10
Richard-Ginori 1735	Globale	15.07.2007	50,0	2
Sanpaolo Imi	Globale	Bilancio 2006	25,4	5
	Voto	17.03.2008	54,1	6
Seat Pagine Gialle	Globale	24.03.2007	54,1	32
	Globale	24.03.2007	54,1	32
Smi	Blocco	31.12.2007	50,1	2
Snai	Globale	06.06.2007	7,2	71
Socotherm	Globale	10.12.2008	64,2	3
Stefanel	Globale	27.01.2008	14,1	2
Tamburi Investment Partners	Globale	06.10.2008	42,2	16
Trevisan Cometal	Globale	Bilancio 2006	16,8	3
Valentino Fashion Group	Globale	22.08.2007	18,0	4

Confronta Note metodologiche. ¹ In percentuale del capitale sociale ordinario. ² Dal 27 marzo 2006 Exprivia Spa.

Patti di sindacato in società che controllano società quotate italiane
(situazione al 31 dicembre 2005)

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
Autostrade	Schemaventotto	Globale	31.12.2007	100,0	5
Credito Emiliano	Credito Emiliano Holding	Blocco	20.07.2007	72,7	228
Datalogic	Hydra	Globale	03.03.2007	100,0	4
Ducati Motor Holding ²	TPG Advisors	Globale	Indeterminata	100,0	4
Edison	Delmi	Globale	06.07.2008	14,0	3
Gruppo Coin	Financiere Tintoretto	Globale	17.05.2008	100,0	6
Gemina	Investimenti Infrastrutture	Globale	15.11.2008	100,0	6
Immsi ³	Omniapartecipazioni ⁴	Globale	Bilancio 2005	100,0	3
	Omniainvest	Voto	31.10.2008	89,7	4
Impregilo	Igli	Globale	12.06.2008	100,0	4
	Tesir	Globale	12.07.2008	100	2
Intek	Quattrodue Holding	Voto	30.06.2007	100,0	4
Isagro	Manisa	Globale	02.12.2007	100,0	12
Mariella Burani F.G. ⁵	Burani Private Holding	Globale	21.12.2008	100,0	5
Navigazione Montanari	G. & A. Montanari & co.	Globale	26.05.2006	98,2	10
Reply	Alika	Globale	09.11.2007	51,0	4
Sabaf	Giuseppe Saleri	Globale	22.05.2008	100,0	6
Sirti ⁶	Technology Systems Holding	Globale	16.12.2007	100,0	3
	Albrida	Voto	14.09.2007	100,0	2
	Global Technology Systems	Voto	16.12.2007	100,0	2
	Technology Systems Holding	Globale	16.12.2007	60,0	2
Telecom Italia	Olimpia ^{7,8}	Globale	04.10.2007	67,2	2
		Globale	05.10.2006	67,2	3
		Globale	08.05.2006	100,0	6
Trevi Fin. Industriale	Trevi Holding	Voto	31.12.2007	8,0	2
Unipol	Finsoe	Globale	15.04.2006	88,6	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 Tgp Advisors, pur non detenendo una partecipazione di controllo (33,5 per cento), esercita un'influenza dominante sulla società quotata. ³ Il controllo sulla società è detenuto da Roberto Colaninno, tramite Omniaholding, che controlla Omniainvest, che a sua volta controlla Omnia partecipazioni. ⁴ Il patto contiene anche accordi sulla società quotata. ⁵ 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. ⁶ I patti sono relativi alla controllante e a società appartenenti al suo gruppo. ⁷ Il patto con scadenza 8 maggio 2006 contiene anche accordi sulle società quotate del gruppo Telecom Italia. ⁸ Patti comunicati ai sensi dell'art. 122 del Tuf anche se al momento della comunicazione la società riteneva di non controllare la società quotata.

**Distribuzione delle società quotate in Borsa per numero di partecipanti alle assemblee
(2002-2005)**

Numero di partecipanti	Assemblee 2002	Assemblee 2003	Assemblee 2004	Assemblee 2005
Mib30 e Midex			S&P/Mib e Midex	
< 50	18	19	21	28
tra 50 e 100	5	6	6	3
tra 100 e 500	21	20	20	26
> 500	5	5	4	6
<i>Totale</i>	<i>49</i>	<i>50</i>	<i>51</i>	<i>63</i>
Numero medio di partecipanti ¹	178	184	190	164
Star				
< 50	—	36	39	42
tra 50 e 100	—	1	1	--
tra 100 e 500	—	--	1	--
> 500	—	--	--	1
<i>Totale</i>	—	<i>37</i>	<i>41</i>	<i>43</i>
Numero medio di partecipanti ¹	—	16	21	15

Fonte: Verbali delle assemblee di approvazione dei bilanci delle società quotate facenti parte del Mib30 (S&P/Mib per 2004 e 2005), 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 quotate italiane**
(valori percentuali)

	Assemblee 2002		Assemblee 2003		Assemblee 2004		Assemblee 2005	
	Quota sul capitale sociale totale con diritto di voto	Quota sul capitale sociale rappresentato in assemblea	Quota sul capitale sociale totale con diritto di voto	Quota sul capitale sociale rappresentato in assemblea	Quota sul capitale sociale totale con diritto di voto	Quota sul capitale sociale rappresentato in assemblea	Quota sul capitale sociale totale con diritto di voto	Quota sul capitale sociale rappresentato in assemblea
Mib30 e Midex					S&P/Mib e Midex			
Azionisti rilevanti ¹								
Media	49,7	89,2	52,4	90,7	52,3	89,4	52,0	88,3
Min	7,2	50,6	24,1	58,6	17,1	49,0	22,0	58,3
Max	17,5	100,0	83,7	99,6	81,5	99,9	78,0	99,9
Investitori istituzionali non rilevanti ¹								
Media	2,9	5,8	2,2	4,3	2,4	4,5	2,5	4,6
Min	--	--	--	--	--	--	--	--
Max	9,7	26,7	8,0	16,1	6,3	14,5	9,7	16,6
Star								
Azionisti rilevanti ¹								
Media	--	--	58,9	93,8	59,2	92,6	57,1	94,0
Min	--	--	19,8	7,7	--	--	14,0	37,0
Max	--	--	76,5	100,0	77,4	100,0	76,5	100,0
Investitori istituzionali non rilevanti ¹								
Media	--	--	1,1	1,9	0,5	1,0	0,9	1,7
Min	--	--	--	--	--	--	--	--
Max	--	--	8,6	12,1	4,8	10,6	4,0	9,4

Fonte: Verbali delle assemblee di approvazione dei bilanci delle società quotate facenti parte del Mib30 (S&P/Mib per il 2004 e 2005), del Midex e del segmento Star. ¹ Per azionista rilevante (non rilevante) si intende un soggetto con una quota azionaria superiore (inferiore) al 2 per cento del capitale rappresentato da azioni con diritto di voto (art. 120 del Tuf).

**Quota dei diritti di voto detenuta dagli investitori istituzionali non rilevanti
nelle assemblee delle società quotate italiane**
(medie semplici; valori percentuali)

	Assemblee 2002		Assemblee 2003		Assemblee 2004		Assemblee 2005	
	Quota sul capitale sociale totale con diritto di voto	Quota sul capitale sociale rappresentato in assemblea	Quota sul capitale sociale totale con diritto di voto	Quota sul capitale sociale rappresentato in assemblea	Quota sul capitale sociale totale con diritto di voto	Quota sul capitale sociale rappresentato in assemblea	Quota sul capitale sociale totale con diritto di voto	Quota sul capitale sociale rappresentato in assemblea
Mib30 e Midex					S&P/Mib e Midex			
Sgr italiane	0,5	1,0	0,2	0,4	0,2	0,4	0,2	0,4
Fondi pensione italiani	0,8	0,7	0,2	0,4	0,2	0,4	0,1	0,2
Banche e assicurazioni italiane	0,4	0,7	0,5	1,0	0,6	1,0	0,5	0,9
Fondi esteri	1,5	3,0	1,2	2,3	1,2	2,3	1,4	2,7
Banche e assicurazioni estere	0,1	0,4	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3
<i>Totale</i>	<i>2,8</i>	<i>5,8</i>	<i>2,2</i>	<i>4,3</i>	<i>2,4</i>	<i>4,5</i>	<i>2,5</i>	<i>4,6</i>
Star								
Sgr italiane	—	—	0,1	0,1	--	0,1	0,1	0,2
Fondi pensione italiani	—	—	--	--	--	--	--	--
Banche e assicurazioni italiane	—	—	0,1	0,2	0,1	0,2	--	--
Fondi esteri	—	—	0,8	1,4	0,3	0,6	0,8	1,5
Banche e assicurazioni estere	—	—	0,1	0,2	0,1	0,1	--	--
<i>Totale</i>	<i>—</i>	<i>—</i>	<i>1,1</i>	<i>1,9</i>	<i>0,5</i>	<i>1,0</i>	<i>0,9</i>	<i>1,7</i>

Fonte: Verbali delle assemblee di approvazione dei bilanci delle società quotate facenti parte del Mib30 (S&P/Mib per il 2004 e 2005), del Midex e del segmento Star. ¹ Per azionista non rilevante si intende un soggetto con una quota azionaria inferiore al 2 per cento del capitale rappresentato da azioni con diritto di voto (art. 120 del Tuf).

Tav. A.15

Indicatori dei mercati azionari gestiti da Borsa Italiana Spa
(valori monetari in miliardi di euro)

	Borsa ¹									Mercato Expandi			Nuovo Mercato			
	Capitalizzazione ²	Capitalizzazione (% del Pil)	Scambi di titoli azionari	N° società quotate (domestiche)	N° società neoquotate (domestiche)	N° società cancellate (domestiche)	Variazione del MIB storico ³	Rapporto dividendi – prezzi ³	Rapporto utili – prezzi ³	Capitalizzazione ²	Scambi di titoli azionari	N° società quotate (domestiche)	Capitalizzazione ²	Scambi di titoli azionari	N° società quotate (domestiche)	Variazione dell'indice NM ³
1996	199	20,3	81	213	14	18	13,1	2,1	6,9	3	..	31	—	—	—	—
1997	310	30,2	174	209	14	18	58,2	1,7	4,6	5	1	26	—	—	—	—
1998	484	44,8	423	219	25	15	41,0	1,6	3,9	4	2	20	—	—	—	—
1999	714	64,4	503	241	28	6	22,3	1,5	3,4	5	1	17	7	4	6	536 ⁴
2000	790	67,8	839	237	16	20	5,4	2,1	4,5	6	1	15	22	30	39	-25,5
2001	575	47,3	637	232	13	18	-25,1	2,8	6,0	5	..	12	13	21	44	-45,6
2002	447	35,7	562	231	11	12	-23,7	3,8	5,9	5	..	13	6	10	44	-50,1
2003	475	36,6	567	219	9	21	14,9	3,4	6,4	5	..	11	8	14	41	27,3
2004	569	42,2	641	219	7	7	17,5	3,4	6,0	5	..	13	7	19	37	-17,5
2005	669	48,8	893	257	13	12	13,9	3,0	5,2	7	1	18	—	—	—	—

Fonte: Borsa Italiana Spa, Consob, Thomson Financial. ¹ Dal 2005 Mta/Mtax. ² Il dato sulla capitalizzazione è riferito alle società domestiche. ³ Valori in percentuale rilevati a fine anno. ⁴ Dal 17 giugno 1999 al 30 dicembre 1999.

Tav. A.16

Scambi di titoli obbligazionari su mercati regolamentati italiani¹
(miliardi di euro)

	Mts	Bondvision	Mercato all'ingrosso delle obbligazioni non governative	Mot ²	Euro Mot	Tlx ³	Totale
2000	2.020	—	..	154	..	—	2.174
2001	2.324	18	12	136	1	—	2.491
2002	2.205	100	24	159	2	—	2.490
2003	2.160	176	23	142	4	2	2.507
2004	1.949	339	31	147	4	8	2.478
2005	1.596	448	19	123	—	7	2.193

Fonte: elaborazione Consob su dati Mts Spa, Borsa Italiana Spa e Tlx Spa. ¹ L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. ² Dal 2005 include gli scambi su obbligazioni, titoli di Stato, euro-obbligazioni, Abs. ³ Mercato attivo dal 20 ottobre 2003.

Tav. A.17

Numero e controvalore delle emissioni di Abs effettuate ai sensi della legge n. 130/1999 per tipologia di credito sottostante
(valori monetari in milioni di euro)

	Crediti in sofferenza	Crediti in bonis	Altri crediti e obbligazioni	Crediti di soggetti pubblici	Crediti da canoni leasing	Credito al consumo	Covered bond	Altro	Totale
Numero									
1999	3	1	1	1	--	--	--	--	6
2000	6	3	6	1	5	3	--	1	25
2001	17	16	7	4	7	7	--	2	60
2002	3	12	4	4	12	4	--	2	41
2003	3	15	2	8	6	4	--	2	40
2004	--	10	5	8	7	6	--	3	39
2005	1	11	3	12	8	2	2	--	39
<i>Totale</i>	<i>33</i>	<i>68</i>	<i>28</i>	<i>38</i>	<i>45</i>	<i>26</i>	<i>2</i>	<i>10</i>	<i>250</i>
Controvalore ¹									
1999	3.235	275	360	4.650	--	--	--	--	8.521
2000	2.959	1.510	3.514	1.350	971	1.756	--	25	12.086
2001	7.142	8.085	2.230	7.510	4.303	3.399	--	1.300	33.967
2002	1.301	6.578	4.093	9.888	6.925	1.606	--	215	30.606
2003	978	8.871	1.297	12.941	3.225	2.129	--	699	30.141
2004	--	7.417	2.810	12.091	8.766	2.556	--	1.388	35.028
2005	88	9.850	2.056	15.556	7.024	1.823	4.000	--	40.397
<i>Totale</i>	<i>15.703</i>	<i>42.587</i>	<i>16.358</i>	<i>63.987</i>	<i>31.215</i>	<i>13.269</i>	<i>4.000</i>	<i>3.627</i>	<i>190.746</i>

Fonte: elaborazioni Consob su dati Securitisation.it. ¹ L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti.

Tav. A.18

Sim: cancellazioni dall'Albo¹

Motivazioni									
	Crisi dell'intermediario ²	Fusioni e scissioni	Liquidazione volontaria - Variazione dell'attività	Trasformazione in banca	Trasformazione in Sgr	Trasformazione da fiduciaria a sim	Non operativa ⁶	Mancato esercizio servizi autorizzati	Totale
1992-1997	37	29	100	5	—	2	38	--	211
1998	2	7	16	4	--	--	—	1	30
1999	1	9 ³	4	--	4	2	—	--	20
2000	1	3	11	3	7	1	—	1	27
2001	1	3	6	10 ⁴	3 ⁵	--	—	--	23
2002	--	3	5	4	--	1	—	2	15
2003	2	21	8	1	1	--	—	--	33
2004	--	10	8	2	--	1	—	--	21
2005	--	3	6	1	--	--	1	--	11

Fonte: Consob. ¹ Il dato si riferisce al numero totale delle delibere di cancellazione dall'Albo e include anche i provvedimenti relativi alla sezione speciale dell'Albo riguardante le società fiduciarie. ² Sono inclusi i decreti del Ministero dell'economia e delle finanze, i provvedimenti Consob, i fallimenti e le liquidazioni coatte amministrative. ³ È inclusa una Sim che ha ceduto il ramo d'azienda a una società del gruppo. ⁴ In 3 casi si tratta di operazioni di fusione per incorporazione in banche. ⁵ Si tratta di 3 operazioni di fusione per incorporazione in Sgr. ⁶ Al momento dell'entrata in vigore del d.lgs. 415/1996 (art. 60).

Tav. A.19

Patrimonio gestito dai fondi comuni di investimento in alcuni paesi dell'Unione Europea e negli Stati Uniti¹
(valori percentuali)

	Austria	Belgio	Danimarca	Finlandia	Francia	Germania	Grecia	Irlanda	Italia	Lussemburgo	Olanda ²	Portogallo	Regno Unito	Spagna	Svezia	Totale	Patrimonio gestito Unione Europea ³	Patrimonio gestito Usa ⁴
2000	1,8	2,2	1,0	0,4	22,4	7,4	0,9	4,3	13,2	23,2	2,9	0,5	12,2	5,4	2,4	100,0	3.419	7.390
2001	1,8	2,2	1,1	0,4	23,2	7,0	0,8	6,2	11,7	24,7	2,6	0,5	10,4	5,2	2,1	100,0	3.444	7.824
2002	2,0	2,2	1,0	0,5	25,3	6,3	0,8	7,5	11,3	24,1	2,5	0,6	8,7	5,4	1,7	100,0	3.179	6.482
2003	2,2	2,3	1,1	0,6	25,0	6,2	0,8	7,8	10,6	24,0	2,0	0,6	9,1	5,6	1,9	100,0	3.637	5.870
2004	2,2	2,3	1,2	0,7	24,8	5,5	0,8	8,5	9,3	25,3	1,8	0,6	9,3	5,8	2,0	100,0	4.052	5.952
2005 ⁴	2,2	2,1	1,2	0,8	24,3	5,4	0,6	9,0	8,0	27,0	1,6	0,5	9,8	5,5	2,1	100,0	4.809	7.132

Fonte: Fefsi. ¹ Valori in percentuale del totale del patrimonio gestito in Europa. L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. ² Dati riferiti all'anno precedente a quello di riferimento. ³ Valori in miliardi di euro. ⁴ Dati al 30 settembre.

Struttura del mercato degli Oicr in Italia: operatori di diritto nazionale¹
(valori monetari in miliardi di euro)

	Azionari	Bilanciati	Obbligazionari	Liquidità	Flessibili	Totale
Numero fondi operativi ²						
1996	235	57	239	—	—	531
1997	277	53	296	—	—	626
1998	321	57	325	—	—	703
1999	356	61	344	33	29	823
2000	448	98	395	36	38	1.015
2001	535	139	417	37	58	1.186
2002	569	145	404	39	60	1.217
2003	534	158	392	40	71	1.195
2004	499	151	383	39	84	1.156
2005	424	143	360	42	88	1.057
Raccolta netta						
1996	-2	-1	33	—	—	30
1997	15	3	55	—	—	74
1998	24	12	125	—	—	162
1999	32	16	4	7	3	61
2000	41	20	-69	1	5	-2
2001	-18	-15	-6	22	-1	-17
2002	-9	-10	-20	27	-1	-12
2003	-4	-4	2	13	2	8
2004	-6	-2	-10	-9	3	-25
2005	-9	1	-2	-11	6	-14
Patrimonio ²						
1996	18	7	77	—	—	102
1997	40	11	138	—	—	190
1998	74	29	269	—	—	372
1999	140	51	257	21	5	475
2000	157	75	194	23	8	458
2001	113	56	192	48	7	416
2002	74	40	175	77	5	372
2003	76	37	174	97	7	392
2004	75	38	172	84	10	378
2005	79	42	174	74	17	386

Fonte: Assogestioni. Confronta Note metodologiche. ¹ Fino al 1999 i dati riportati comprendono i fondi comuni di investimento mobiliari aperti e le Sicav armonizzati. A partire dal 2000, i dati includono anche i fondi aperti non armonizzati (cosiddetti fondi riservati) e i fondi di fondi. L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. ² Dati di fine periodo.

Struttura del mercato degli Oicr in Italia: operatori di diritto estero¹
(situazione al 31 dicembre)

	Sede legale								Fondi comparti commercializzati in Italia
	Lussemburgo	Irlanda	Francia	Germania	Austria	Gran Bretagna	Belgio	Totale	
1996	53	1	9	1	--	--	--	64	446
1997	65	1	9	1	--	--	2	78	603
1998	86	4	9	1	--	--	2	102	833
1999	104	5	10	1	1	--	2	123	1.134
2000	105	7	8	1	1	--	2	124	1.534
2001	127	12	7	1	1	1	--	149	2.132
2002	159	15	7	2	1	2	--	186	2.730
2003	158	31	8	1	1	1	1	201	2.791
2004	155	19	8	2	1	3	--	188	2.818
2005	158	31	10	2	1	3	--	205	2.773

Fonte: archivio Consob sui prospetti informativi e archivio Luxor - FIDATA. ¹ Società che offrono al pubblico in Italia parti di organismi di investimento collettivo rientranti nell'ambito di applicazione delle direttive comunitarie.

Ricorsi contro atti adottati o proposti dalla Consob presentati avanti al giudice amministrativo negli anni 2003-2005

Tipologia ricorrenti	Ricorsi	Oggetto atto	Esito al 31 dicembre 2005	
			Ricorso al Tar	Appello al Consiglio di Stato
ANNO 2003				
Promotori	5	radiazione	respinta sospensiva (3)	
			respinto (2)	in corso (2)
Promotori	2	sospensione sanzionatoria	respinto (1)	
			in corso (1)	
Promotori	1	sospensione cautelare	accolta sospensiva (1)	
Promotori	1	cancellazione	rinunciato (1)	
Sim	2 ¹	sanzione pecuniaria	respinta sospensiva (1)	
			rinunciato (1)	
Esponenti aziendali Sim	3 ²	sanzione pecuniaria	respinta sospensiva (1)	
			respinto (1)	
			rinunciato (1)	
Agenti di cambio	1	cancellazione dal ruolo	in corso (1)	
Società gestione mercato regolamentato	1 ³	approvazione regolamento di mercato	rinunciato (1)	
Società quotata	2	delibera Consob su patto di sindacato	in corso (2)	
Azionisti società quotata	1	diniego accesso atti	in corso (1)	
Partecipanti società quotata e società quotata	2	risposta a quesito su esercizio del diritto di voto	in corso (2)	
Partecipanti società quotata e società quotata	1	diniego accesso atti	in corso (1)	
Esponenti società quotata	7 ⁴	contestazioni ex art. 195 Tuf	respinta sospensiva (7)	
Società non quotata	1	divieto sollecitazione	in corso (1)	
Altri	1	cancellazione contratti Fib30	in corso (1)	
Totale	31			

--- Segue ---

--- Seguito Tav. A.22 ---

Tipologia ricorrenti	Ricorsi	Oggetto atto	Esito al 31 dicembre 2005	
			Ricorso al Tar	Appello al Consiglio di Stato
ANNO 2004				
Promotori	4	radiazione	respinta sospensiva (3)	
			respinto (1)	
Promotori	2	sospensione sanzionatoria	respinta sospensiva (1)	
			in corso (1)	
Promotori	3	sospensione cautelare	respinta sospensiva (1)	
			in corso (2)	
Promotori	3	cancellazione	respinta sospensiva (1)	
			respinto (1)	
			in corso (1)	
Promotori	1	mancato superamento esame di idoneità	in corso (1)	
Esponenti aziendali Sim	1 ⁵	scioglimento organi amministrativi	respinta sospensiva (1)	
Dipendenti agenti di cambio	1	sanzione pecuniaria	in corso (1)	
Società di revisione e revisore	1	diniego accesso atti	accolto parzialmente (1)	
Società di revisione e revisore	4	intimazione di non avvalersi di socio	respinta sospensiva (1)	
			respinto (1)	
			in corso (2)	
Società di revisione	1	cancellazione dall'Albo	in corso (1)	
Società quotate	1	sospensione quotazione	in corso (1)	
Società non quotate	5	divieto sollecitazione	respinta sospensiva (4)	
			in corso (1)	
Emittenti strumenti finanziari diffusi	1	iscrizione elenco strumenti finanziari diffusi	in corso (1)	
Altri	1	diniego accesso atti	respinto (1)	
Totale		29		
Ricorso straordinario al Capo dello Stato				
Azionista società quotata	1	nulla-osta Opa	in corso (1)	
Obbligazionista società non quotata	1	decadenza Opsc	in corso (1)	
Totale		2		

--- Segue ---

--- Seguito Tav. A.22 ---

Tipologia ricorrenti	Ricorsi	Oggetto atto	Esito al 31 dicembre 2005	
			Ricorso al Tar	Appello al Consiglio di Stato
ANNO 2005				
Promotori	2	sospensione cautelare	respinta sospensiva (1)	
			accolta sospensiva (1)	
Banche	1	diniego accesso atti	parzialmente accolto (1)	in corso (1)
Sgr	1	diniego accesso atti	respinto (1)	
Società quotata	1	provvedimenti ex art. 114 Tuf	respinta sospensiva (1)	
Società quotata	1	accertamento interposizione di persona ⁶	in corso (1)	
Società non quotata	2	divieto sollecitazione	in corso (2)	
Controllante società quotata	1	fissazione prezzo Opa residuale	accolto (1)	
Esponenti società quotata	1	accertamento patto occulto ⁷	in corso (1)	
Esponenti società quotata esponenti società non quotata società non quotata	1	qualificazione offerta e risarcimento danni	in corso (1)	
Azionisti società quotata	7	accertamento patto occulto ⁸	in corso (7)	
Azionista società quotata	1	documento Opa	in corso (1)	
Azionista società quotata	1	sospensione Opa e Opse	in corso (1)	
Azionista società quotata	1	fissazione prezzo Opa residuale	respinto (1)	
Associazione consumatori	1	documento Opse	respinta sospensiva (1)	
Associazione consumatori	1	rifiuto diffida Opse	respinto (1)	
Associazione consumatori	1	diniego sospensione Opse	respinta sospensiva (1)	
Gestore estero di fondi	1	accertamento interposizione di persona ⁹	in corso (1)	
Società di revisione	1	diniego accesso atti	respinto (1)	
Totale	26			

¹ Una Sim ha impugnato il medesimo provvedimento sanzionatorio anche avanti alla competente Corte d'Appello ai sensi dell'art. 195 del d.lgs. 58/1998. ² I ricorrenti sono in totale 22. In un caso, il ricorso è stato presentato, con autonomo atto, anche dalla Sim di appartenenza dei ricorrenti. In due casi la medesima impugnazione è stata presentata anche avanti alla competente Corte d'Appello ai sensi dell'art. 195 del d.lgs. 58/1998. ³ Successivamente all'instaurazione del giudizio è stata depositata istanza di rinuncia agli atti. ⁴ Si tratta di sette ricorsi presentati da altrettanti esponenti di una medesima società quotata. Le medesime impugnazioni sono state presentate anche avanti alla competente Corte d'Appello ai sensi dell'art. 195 del d.lgs. 58/1998. ⁵ Il ricorso è stato presentato congiuntamente da cinque esponenti di una Sim. ⁶ La medesima delibera è stata impugnata, con autonomo ricorso, anche da un gestore estero di fondi di investimento. ⁷ Avverso la medesima delibera sono stati presentati anche sei ricorsi da parte di azionisti di una società quotata. ⁸ Avverso il medesimo provvedimento hanno presentato ricorso, con un unico atto, 17 esponenti di una società quotata. ⁹ La medesima delibera è stata impugnata anche da una società quotata.

Ricorsi contro atti adottati o proposti dalla Consob presentati avanti al giudice ordinario negli anni 2003 – 2005

Tipologia ricorrenti	Ricorsi	Autorità adita	Tipologia sanzione	Esito al 31 dicembre 2005	
				Primo grado	Ricorso in Cassazione
ANNO 2003					
Promotori	1	Tribunale (1)	pecuniaria (1)	respinto (1)	
Sim	2 ¹	Corte d' Appello (2)	pecuniaria (2)	accolto (1)	in corso (1)
				respinto (1)	
Esponenti aziendali Sim	11 ²	Corte d' Appello (11)	pecuniaria (11)	accolto (6)	in corso (5)
				ridotta sanzione (3)	
				respinto (2)	
Banche	1	Corte d' Appello (1)	pecuniaria (1)	accolto (1)	in corso (1)
Esponenti aziendali banche	19 ³	Corte d' Appello (19)	pecuniaria (19)	accolto (15)	in corso (15)
				accolto parzialmente (2)	in corso (2)
				respinto (2)	in corso (2)
Agenti di cambio	1	Corte d' Appello (1)	pecuniaria (1)	respinto (1)	
Sgr	1	Corte d' Appello (1)	pecuniaria (1)	respinto (1)	
Esponenti Sgr	6 ⁴	Corte d' Appello (6)	pecuniaria (6)	accolto (4)	in corso (4)
				accolto parzialmente (2)	
Esponenti gestori dei sistemi di scambi organizzati	3 ⁵	Corte d' Appello (3)	pecuniaria (3)	respinto (3)	
Società non quotate	6	Corte d' Appello (6)	pecuniaria (6)	respinto (6)	in corso (1)
Partecipanti società quotate	3	Corte d' Appello (3)	pecuniaria (3)	respinto (2)	
				accolto (1)	
Esponenti società quotata e società quotate	8 ⁶	Corte d' Appello (8)	pecuniaria (8)	accolto (8)	in corso (8)
<i>Totale</i>	62				
ANNO 2004					
Promotori	2	Tribunale (2)	radiazione (2)	accolto (1)	
				respinto (1)	
Esponenti aziendali Sim	1 ⁷	Corte d' Appello (1)	pecuniaria (1)	respinto (1)	
Esponenti aziendali banche	42 ⁸	Corte d' Appello (42)	pecuniaria (42)	accolto (6)	in corso (6)
				ridotta sanzione (6)	in corso (1)
				respinto (30)	in corso (8)
Agenti di cambio	2	Corte d' Appello (2)	pecuniaria (2)	respinto (2)	in corso (1)
Dipendenti agenti di cambio	2	Corte d' Appello (2)	pecuniaria (2)	respinto (2)	in corso (1)
Esponenti Sgr	7 ⁹	Corte d' Appello (7)	pecuniaria (7)	accolto (1)	in corso (1)
				accolto parzialmente (1)	in corso (1)
				respinto (5)	
Esponente controllante società quotate	1	Corte d' Appello (1)	pecuniaria (1)	respinto (1)	in corso (1)
Esponenti società quotate	3	Corte d' Appello (3)	pecuniaria (3)	accolto (3)	in corso (3)
Esponenti emittenti titoli diffusi	1	Corte d' Appello (1)	pecuniaria (1)	accolto (1)	
<i>Totale</i>	61				

--- Segue ---

--- Seguito Tav. A.23 ---

Tipologia ricorrenti	Ricorsi	Autorità adita	Tipologia sanzione	Esito al 31 dicembre 2005	
				Primo grado	Ricorso in Cassazione
ANNO 2005					
Promotori	2	Tribunale (2)	radiazione (2)	in corso (2)	
Promotori	4	Tribunale (4)	sospensione sanzionatoria (4)	respinto (2)	
				ridotta sanzione (1)	
				in corso (1)	
Promotori	1 ¹⁰	Tribunale (1)	sospensione cautelare (1)	respinto (1)	
Banche	6	Corte d'Appello (6)	pecuniaria (6)	respinto (4)	
				in corso (2)	
Esponenti aziendali banche	121 ¹¹	Corte d'Appello (121)	pecuniaria (121)	respinto (34)	
				accolto (2)	
				ridotta sanzione(4)	
				in corso (81)	
Esponente società quotata	1	Corte d'Appello (1)	pecuniaria (1)	in corso (1)	
Società non quotata	2	Corte d'Appello (2)	pecuniaria (2)	respinto (1)	
				in corso (1)	
Esponente società non quotata e società non quotata	1	Corte d'Appello (1)	pecuniaria (1)	in corso (1)	
Totale 138					

¹ Una Sim ha impugnato il medesimo provvedimento sanzionatorio anche avanti al Tar. ² Gli opposenti sono in totale 81. Un'impugnazione è stata presentata congiuntamente da 29 esponenti di una Sim e da quest'ultima. Tre opposizioni sono state presentate dai sindaci di una medesima Sim. In due casi, l'impugnazione è stata presentata, con autonomo atto, anche dalla Sim di appartenenza degli opposenti. In altrettanti casi, la medesima impugnazione è stata presentata anche avanti al Tar. ³ Gli opposenti sono in totale 42. Tre opposizioni sono state presentate, complessivamente, da 25 esponenti di una medesima banca, costituitasi in tutti e tre giudizi. In altri due casi, l'impugnazione è stata presentata, in unico atto, anche dall'intermediario di appartenenza degli opposenti. Quindici opposizioni sono state individualmente presentate da altrettanti esponenti di un istituto di credito, anch'esso autore di un'autonoma impugnazione. ⁴ Gli opposenti sono in totale 27. In un caso, l'opposizione è stata presentata congiuntamente da 11 esponenti e dalla Sgr di appartenenza; un ulteriore esponente della medesima Sgr ha presentato un autonomo gravame. Due opposizioni sono state presentate da altrettanti esponenti di una medesima Sgr. ⁵ Le tre opposizioni sono state presentate dai sindaci di un medesimo intermediario gestore di un sistema di scambi organizzati. ⁶ In sette casi, l'impugnazione è stata presentata anche al Tar. ⁷ L'opposizione è stata presentata da 9 esponenti di una Sim, unitamente a quest'ultima. ⁸ Gli opposenti sono in totale 118, appartenenti a otto istituti di credito; due di essi hanno impugnato il medesimo provvedimento sanzionatorio avanti a due diverse Corti d'Appello. In 4 casi, l'opposizione è stata presentata congiuntamente alle persone fisiche, anche dalla banca di appartenenza. ⁹ Gli opposenti sono in totale 27. In un caso, l'opposizione è stata presentata congiuntamente da 11 esponenti e dalla Sgr di appartenenza; un ulteriore esponente della medesima Sgr ha presentato un autonomo gravame. Due opposizioni sono state presentate da altrettanti esponenti di una medesima Sgr. ¹⁰ Il medesimo ricorso è stato presentato anche al Tar del Lazio. ¹¹ Gli opposenti sono in totale 574; tra essi figurano anche 18 banche, che hanno proposto opposizione congiuntamente a propri esponenti aziendali e dipendenti; 2 banche e 33 persone fisiche, autrici di 13 opposizioni, hanno impugnato il medesimo decreto sanzionatorio avanti a due Corti d'Appello.

Azioni contro la Consob per risarcimento danni¹

1996	1997	1998	1999	2000 ²	2001	2002	2003 ³	2004	2005	Motivi	Esito al 31 dicembre 2005
Cliente di intermediario											
1	1	4	9	1	--	--	29	59	125	Omissione attività di controllo	In corso; 27 sentenze 1° grado favorevoli; 2 sentenze sfavorevoli - proposto appello
--	1	--	1	--	2	--	--	--	--	Omissione attività di controllo - citazione ex art. 185, comma 2, c.p.	In corso ⁴ ; 1 sentenza favorevole
--	2	--	--	--	--	--	--	--	--	Diffamazione	In corso
Fallimento Sim											
--	1	--	--	--	--	--	--	--	--	Omissione attività di controllo	Sospeso
Sim											
--	1	--	--	--	--	--	--	1	--	Omissione attività di controllo - chiamata in causa ex art. 106, c.p.c.	In corso
--	1	--	--	--	--	--	--	--	1	Diniego estensione autorizzazione/iscrizione Albo Sim	In corso
--	--	--	--	--	--	--	--	2	--	Comportamento illegittimo nell'attività di vigilanza	In corso
Azionista di società quotata											
1	--	--	--	--	--	--	--	--	--	Illegittimità dell'esonero Consob dall'obbligo di promuovere Opa	Respinta domanda di risarcimento in 2° grado
1	--	--	--	--	2	1	--	1	--	Omissione attività di controllo	In corso ⁵ ; 1 sentenza 1° grado favorevole
Cliente di agente di cambio											
1	--	--	--	--	--	--	--	--	--	Fatto illecito dipendente - citazione ex art. 185, comma 2, c.p.	Respinta domanda di risarcimento in 2° grado - proposto ricorso in Cassazione
--	--	--	3	1	--	--	--	1	1	Omissione attività di controllo	In corso
Fallimento agente di cambio											
--	--	--	--	--	--	--	1	--	1	Omissione attività di controllo	In corso
Cliente di agente di cambio e Sim											
1	--	--	--	--	--	--	--	--	1	Omissione attività di controllo	In corso
Comitato azionisti											
--	--	1	--	--	--	--	--	--	--	Interdizione attività di abusiva sollecitazione	In corso
Cliente di società fiduciaria											
--	--	--	2	--	1	--	--	--	--	Omissione attività di controllo	In corso; respinta una domanda di risarcimento
Cliente di promotore											
--	--	--	--	--	--	5	--	--	--	Omissione attività di controllo	In corso; respinta una domanda di risarcimento
Promotore											
--	--	--	--	--	--	5	--	--	--	Illegittima cancellazione	In corso; respinta una domanda di risarcimento

--- Segue ---

--- Seguito Tav. A.24 ---

1996	1997	1998	1999	2000 ²	2001	2002	2003 ³	2004	2005	Motivi	Esito al 31 dicembre 2005
Consulente di società quotata											
--	--	--	--	--	--	--	--	1	--	Omissione attività controllo – chiamata in causa ex art. 106 c.p.c.	In corso
Altro											
--	--	--	--	--	--	--	--	1	--	Comportamento illegittimo nell'attività di accertamento ex art. 185 Tuf	In corso
Totale											
5	7	5	15	2	6	7	30	66	129		

¹ Alle azioni riportate si aggiunge un ricorso ex art. 700 c.p.c. promosso da un intermediario al fine di ottenere l'inibitoria dell'attività sanzionatoria avviata dalla Consob. Inoltre, nel corso del 1999, è stato proposto appello avverso 3 sentenze che hanno respinto 3 domande di risarcimento proposte nel 1994 e nel 1995 da clienti di intermediari. ² Con riguardo a 3 contenziosi, rispettivamente instaurati nel 1999 e 2000, promossi innanzi al giudice amministrativo le Sezioni Unite della Cassazione hanno dichiarato la giurisdizione del giudice ordinario avanti al quale gli stessi sono stati riassunti. ³ Nel corso del 2003 la Cassazione ha respinto il ricorso presentato avverso la favorevole sentenza emessa nel 2000 dalla Corte d'Appello di Milano, che aveva rigettato un'azione di risarcimento danni formulata nel 1994 dal cliente di una Sim. ⁴ In un caso la Consob si è a sua volta costituita parte civile nei confronti degli imputati. ⁵ Due delle domande presentate nei confronti della Consob nel corso del 2002 non contengono richieste di risarcimento, bensì formulano al giudice civile una richiesta di condanna dell'Istituto, ad un facere, consistente nell'adozione di provvedimenti amministrativi. Sempre nel corso del 2002 è stato proposto appello avverso 2 sentenze che hanno respinto altrettante domande di risarcimento proposte, rispettivamente nel 1996 da un intermediario e nel 1997 dai clienti di un intermediario.

NOTE METODOLOGICHE

Avvertenze

Nelle tavole del testo e dell'Appendice sono adoperati i seguenti segni convenzionali:

- rilevazione quantitativa nulla;
- fenomeno non esistente;
- fenomeno esistente ma dati non noti;
- .. i dati non raggiungono la cifra significativa dell'ordine minimo considerato.

Fonte dei dati: se la fonte non è espressamente citata, i dati riportati nelle tavole si intendono acquisiti dalla Consob nell'ambito dell'esercizio delle attività istituzionali di vigilanza.

Figg. 1-7

I grandi gruppi quotati sono rappresentati da un campione “chiuso” di 30 gruppi per i quali è disponibile una serie ininterrotta di bilanci dal 1998 al 2004 e censiti nell'annuario R&S 2005 di Mediobanca. A fine 2004 tali gruppi abbracciavano circa 50 società quotate che rappresentavano l'80 per cento circa della capitalizzazione complessiva delle società non finanziarie quotate. Si tratta quindi di un'analisi che copre quasi tutto il panorama del listino di borsa per ciò che riguarda i settori dei servizi e dell'industria. I gruppi considerati sono i seguenti (tra parentesi sono indicate le principali quotate consolidate nel bilancio): Enel (Terna), Eni (Snam Rete Gas, Saipem), Autostrade, Telecom (Tim), Ifi (Ifil, Fiat, Juventus), Edizione Holding (Autogrill, Benetton), Aurelia (Autostrada TO-MI, Sias TO-MI), Italmobiliare (Italcementi), Luxottica, Alitalia, Aem, Fininvest (Mondadori, Mediaset), Edison, Erg, Acea, Pirelli & C., Cofide (Cir, L'Espresso, Sogefi), Buzzi Unicem, Marzotto (Linificio), Tenaris-Dalmine, Impregilo, Gim (Smi), Rcs MediaGroup, Finmeccanica, Caltagirone (Cementir, Vianini industrie, Vianini lavori), Indesit-Merloni, Bulgari, Davide Campari, Snia (dal 2004 viene presa in considerazione Sorin, nata da uno scorporo da Snia). Per rendere omogenea la serie storica dei bilanci del gruppo Telecom è stata considerato anche il gruppo Seat Pagine Gialle (prima consolidato in Telecom). In alcuni casi Mediobanca prende in considerazione il bilancio consolidato della *holding* capogruppo anche se non quotata (in particolare, per Fininvest, Edizione Holding e Aurelia).

I dati relativi agli altri gruppi di imprese sono rielaborati sulla base delle informazioni contenute in alcune indagini periodiche curate da Mediobanca. Per le grandi imprese italiane la fonte è “*Dati cumulativi di 2007 società italiane*”, edizione 2005, che copre praticamente l'universo delle società industriali di grandi dimensioni (con più di 500 addetti), mentre per le medie imprese italiane la fonte è “*Le medie imprese industriali italiane*”, edizione 2005 (in collaborazione con Unioncamere) e si riferisce a società con un numero di addetti compreso fra 50 e 500 (e a un campione di circa 3.800 imprese). Le multinazionali industriali europee sono censite nella pubblicazione R&S “*Dati cumulativi di 280 multinazionali*”, edizione 2005, e per l'Europa sono analizzati 135 gruppi multinazionali. Queste indagini sono riferite a campioni “chiusi”, cioè in

cui il numero di imprese osservate è fisso negli anni, così come quello relativo ai grandi gruppi quotati.

Fig. 16

I dati sono tratti dallo studio “*The evolution of initial public offerings in Italy*”, Borsa Italiana, Bit Notes n. 14, giugno 2005.

Figg. 20, 21, Tav. 5, Tavv. A.6, A.7, A.8

L'Archivio Consob sulla trasparenza proprietaria è costituito dalle comunicazioni inviate ai sensi dell'art. 120 del Tuf, in base al quale tutti coloro che partecipano in una società quotata italiana, in misura superiore al 2 per cento del capitale rappresentato da azioni con diritto di voto, devono darne comunicazione scritta alla società stessa e alla Consob, che diffonde tali informazioni al mercato.

Per partecipazione rilevante si intende il possesso di quote azionarie superiori al 2 per cento del capitale rappresentato da azioni con diritto di voto (art. 120 Tuf).

I dati riportati nelle tavole si riferiscono alle partecipazioni calcolate sul capitale ordinario delle società.

Fig. 21, Tav. A.7

La definizione dei modelli di controllo è la seguente:

- di diritto: quando un singolo azionista detiene più del 50 per cento dei diritti di voto esercitabili in assemblea ordinaria;
- di fatto: quando un soggetto, che non controlla di diritto la società, è in grado di esercitare un'influenza dominante sull'assemblea ordinaria;
- patto di sindacato: quando la quota aggregata dei diritti di voto detenuta dagli aderenti ad un patto di sindacato di voto è superiore al 50 per cento dei diritti di voto esercitabili in assemblea ordinaria o consente di esercitare un controllo di fatto.

Tavv. 1, 2, 3, 4, Tav. A.3

Per la trattazione delle offerte finalizzate all'ammissione a quotazione vengono adottati i seguenti criteri:

- non vengono considerate le offerte effettuate da parte di società estere;
- i dati relativi all'ammontare delle offerte sono riferiti agli esiti dei collocamenti comprensivi delle azioni eventualmente allocate agli investitori istituzionali, alla chiusura dell'offerta, nell'ambito dell'*over allotment*. Si prescinde, pertanto, dalla circostanza che nei 30 giorni successivi all'offerta, in seguito all'esercizio dell'attività di stabilizzazione da parte dei collocatori, la *green shoe* possa non essere esercitata, del tutto o in parte;
- i dati relativi all'evoluzione della struttura proprietaria sono tratti dai prospetti informativi e tengono conto dell'esito dell'offerta comprensivo dell'eventuale effettivo esercizio della *green shoe*; nel caso di riduzione del numero di azioni offerte in vendita rispetto alla

previsione contenuta nel prospetto informativo, e in mancanza di specifica indicazione in merito, il computo delle quote *post* offerta di ogni singolo azionista venditore viene effettuato operando una ripartizione della vendita risultante proporzionale a quella prevista;

- la determinazione della quota dell'azionista di controllo segue un criterio di natura sostanziale che tiene conto di tutte le azioni detenute dai membri di uno stesso nucleo familiare, delle azioni detenute da diverse società facenti capo a un unico soggetto, delle azioni non conferite in eventuali patti di sindacato da parte di soggetti aderenti ai relativi patti; in mancanza di un azionista di controllo, alla voce azionista di controllo viene indicato il primo azionista;
- le azioni proprie vengono detratte dal capitale sociale dell'emittente ai fini del calcolo delle quote degli azionisti rilevanti e della capitalizzazione.

Tav. 4

Sono compresi anche i rapporti creditizi e partecipativi esistenti alla data dell'offerta fra le società ammesse a quotazione e i soggetti controllanti o controllati dagli *sponsor* o dai soggetti collocatori che hanno curato l'operazione.

Nell'ambito dei rapporti creditizi non si considerano le operazioni relative a crediti commerciali, nonché quelle in cui non è stato possibile determinare la quota dei finanziamenti erogati; solo in alcuni casi, particolarmente rilevanti, si è tenuto conto del dato relativo ad affidamenti non utilizzati.

Non si considerano le opzioni per l'acquisto o la sottoscrizione di azioni detenute dai predetti soggetti ai fini della rilevazione dei rapporti partecipativi.

Tav. A.2

I dati riguardano le società quotate al momento dell'operazione di cessione della partecipazione. Il controvalore complessivo comprende i soli ricavi da cessione, al lordo degli oneri e delle spese di cessione, e non include anche gli eventuali debiti finanziari trasferiti.

Tavv. A.9, A.10, A.11

Le informazioni sui patti di sindacato sono ricavate dalle comunicazioni di cui all'art. 122 del Tuf, in base al quale qualunque patto o accordo che comporti per gli aderenti limitazioni o regolamentazioni del diritto di voto, obblighi o facoltà di preventiva consultazione per l'esercizio dello stesso, obblighi circa il trasferimento di azioni, ovvero qualunque accordo per l'acquisto concertato, deve essere comunicato, pena l'inefficacia, alla Consob, entro cinque giorni dalla data di stipula.

Sono stati considerati solo i patti la cui quota sindacata è superiore al 5 per cento.

Figg. 38 - 45, Tav. 24

I primi 10 gruppi bancari italiani sono i primi 10 per totale attivo a fine 2004 (Banca Intesa, Unicredit Italiano, San Paolo IMI, Banca MPS, Capitalia, Banca Nazionale del Lavoro, Mediobanca, Banca Antonveneta, Banche Popolari Unite e Banca Popolare di Verona e Novara) e,

a tale data, coprivano il 64,0 per cento del totale attivo del sistema bancario italiano e il 64,3 per cento del risparmio gestito.

Per l'anno 2000 si sono sommati i dati delle principali banche successivamente confluite nei gruppi bancari considerati (in particolare, Banca Popolare di Verona e Banca Popolare di Novara per il gruppo BPVN, e Banca Popolare Commercio e Industria e Banca Popolare di Bergamo per il gruppo BPU).

Fig. 38

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. 39

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. 49, Tavv. 25, 26, 27, Tav. A.20

Per gestione individuale si intende quanto disposto dall'art. 1, comma 5, lett. d), del Tuf. Per Oicr si intendono gli organismi di investimento collettivo del risparmio. Il dato relativo ai fondi comprende anche le Sicav.

Tav. 23

L'analisi degli assetti proprietari è stata effettuata considerando non solo gli azionisti diretti delle società di gestione, ma risalendo al detentore ultimo delle partecipazioni; è stato utilizzato, nella classificazione del soggetto controllante, un criterio di "attività prevalente".

Per le società di gestione che non sono caratterizzate né da un controllo di diritto, né da un accordo parasociale, si è cercato di individuare l'eventuale esistenza di relazioni "di coalizione" che, pur non sfociando in accordi parasociali, permettano comunque di attribuire il controllo a un determinato gruppo di soggetti, caratterizzati da un'elevata omogeneità sia per quanto riguarda la natura o forma giuridica, sia per quanto riguarda l'attività svolta.

Per "*joint venture*" si intende una società in cui l'azionariato sia diviso in due quote, del 50 per cento ciascuna, detenute da soggetti non omogenei.

Per “intermediari finanziari non bancari” si intende una categoria residuale, che riguarda il caso in cui il controllo sia esercitato da una società finanziaria non quotata, che non svolga attività né bancaria né assicurativa, e per la quale non sia possibile risalire a una persona fisica.

Tav. A.20

Le categorie dei fondi sono state individuate sulla base delle classificazioni Assogestioni vigenti alle date di riferimento.

Tav. 37

Le tipologie di giudizio che possono essere rilasciate dalla società di revisione sono le seguenti:

1) *Giudizio con rilievi*. Il revisore esprime un giudizio con rilievi qualora accerti: significative mancanze di conformità alle norme che disciplinano il bilancio; significativi disaccordi con gli amministratori rispetto ai criteri contabili; errori nella loro applicazione o inadeguatezza dell'informazione; significative limitazioni al procedimento di revisione per impedimenti tecnici o restrizioni imposte dagli amministratori; presenza di una situazione di incertezza significativa non adeguatamente descritta in bilancio o laddove le azioni poste in essere dagli amministratori appaiano non condivisibili.

2) *Giudizio negativo*. Il revisore esprime un giudizio negativo qualora gli effetti dei rilievi concernenti significative mancanze di conformità alle norme che disciplinano il bilancio, ovvero significativi disaccordi con gli amministratori rispetto ai criteri contabili, errori nella loro applicazione o inadeguatezza dell'informazione, sono così rilevanti da compromettere l'attendibilità e la capacità informativa del bilancio considerato nel suo insieme.

3) *Impossibilità a esprimere il giudizio per gravi limitazioni*. Il revisore si dichiara impossibilitato a esprimere un giudizio qualora i possibili effetti delle limitazioni alle procedure di revisione sono così rilevanti da far mancare gli elementi indispensabili per un giudizio.

4) *Impossibilità a esprimere un giudizio per incertezze*. In presenza di più situazioni di incertezza o di un'incertezza che pone in discussione l'attendibilità complessiva del bilancio o la continuità aziendale, il revisore dichiara l'impossibilità di esprimere un giudizio quando ritiene che le azioni intraprese dagli amministratori si basino su presupposti fortemente opinabili.

Tavv. 63, 64

La carriera direttiva superiore comprende le qualifiche di Direttore generale, Funzionario generale, Condirettore centrale, Direttore principale, Direttore e Condirettore. La carriera direttiva inferiore comprende le qualifiche di Primo funzionario, Funzionario di 1^a, Funzionario di 2^a. La carriera operativa comprende la qualifica di Coadiutore principale, Coadiutore, Assistente superiore, Assistente e vice Assistente.

