



**CONSOB**  
COMMISSIONE NAZIONALE  
PER LE SOCIETA' E LA BORSA

*RELAZIONE PER L'ANNO 2004*

ROMA, 31 MARZO 2005

---

---

*COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETÀ E LA BORSA*

---

*Presidente*  
Lamberto CARDIA

*Componenti*  
Enrico CERVONE  
Carla RABITTI BEDOGNI  
Paolo DI BENEDETTO

---

*Direttore Generale*  
Massimo TEZZON

---

---

**INDICE GENERALE**

DISCORSO DEL PRESIDENTE DELLA CONSOB AL MERCATO FINANZIARIO	1
<i>Il sistema italiano dopo le crisi</i>	4
<i>L'evoluzione dell'attività di vigilanza a partire dai casi di crisi</i>	8
<i>La vigilanza della Consob nei mutamenti del controllo nelle società quotate</i>	11
<i>Gli assetti proprietari delle società quotate</i>	15
<i>L'industria dei servizi finanziari e la struttura dei mercati</i>	17
<i>Il contesto internazionale e l'integrazione dei mercati finanziari europei</i>	19
RELAZIONE AL MINISTRO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE	29
<b>LE QUESTIONI IN CORSO E LE LINEE DI INDIRIZZO</b>	31
IL CONTESTO ECONOMICO E ISTITUZIONALE	
<i>Introduzione</i>	33
<i>I principali elementi di evoluzione del quadro economico</i>	35
I SETTORI DI ATTIVITÀ DELLA CONSOB	
<i>L'intermediazione del risparmio, la struttura e il funzionamento dei mercati</i>	41
<i>Il governo societario e l'informazione societaria</i>	49
LE RIFORME DEL QUADRO NORMATIVO E IL RUOLO DELLA CONSOB	
<i>La riforma del risparmio e il recepimento delle direttive europee</i>	60
<i>Il rafforzamento dell'attività di vigilanza e il potenziamento delle risorse della Consob</i>	65

<b>L'EVOLUZIONE DEL QUADRO DI RIFERIMENTO</b>	71
<b>I. LE SOCIETÀ</b>	
<i>La struttura finanziaria e la redditività</i>	73
<i>La raccolta di capitale di rischio e le quotazioni in borsa</i>	76
<i>Le operazioni di acquisizione e fusione</i>	82
<i>Gli assetti proprietari</i>	85
<i>Gli organi societari</i>	88
<b>II. I MERCATI</b>	
<i>I mercati azionari</i>	92
<i>Il mercato degli strumenti derivati</i>	95
<i>Il mercato dei covered warrants e certificates</i>	102
<i>Il mercato obbligazionario</i>	106
<i>Le cartolarizzazioni dei crediti e il mercato delle asset backed securities</i>	110
<i>I sistemi di scambi organizzati</i>	112
<b>III. GLI INTERMEDIARI</b>	
<i>L'intermediazione mobiliare</i>	115
<i>La gestione collettiva del risparmio</i>	116
<i>I servizi di investimento</i>	122
<i>L'attività di intermediazione mobiliare dei principali gruppi bancari</i>	127
<b>L'ATTIVITÀ DELLA CONSOB</b>	129
<b>IV. LA VIGILANZA SULLE SOCIETÀ</b>	
<i>L'informativa societaria</i>	131
<i>L'informativa nell'appello al pubblico risparmio e nelle operazioni di finanza straordinaria</i>	135
<i>L'informativa in sede assembleare</i>	140

---

	<i>L'informativa contabile</i>	142
	<i>Le società di revisione</i>	149
V.	<i>LA VIGILANZA SUI MERCATI</i>	
	<i>Gli abusi di mercato</i>	153
	<i>La gestione dei mercati regolamentati e gli scambi organizzati</i>	159
	<i>I servizi di compensazione, liquidazione e gestione accentrata di strumenti finanziari</i>	164
VI.	<i>LA VIGILANZA SUGLI INTERMEDIARI</i>	
	<i>Le banche, le Sim e gli agenti di cambio</i>	166
	<i>Le società di gestione collettiva del risparmio</i>	170
	<i>I promotori finanziari</i>	174
VII.	<i>I PROVVEDIMENTI SANZIONATORI E CAUTELARI</i>	
	<i>I provvedimenti relativi agli intermediari e ai promotori finanziari</i>	176
	<i>I provvedimenti relativi agli emittenti e alle società di revisione</i>	180
	<i>L'attività di enforcement via internet</i>	184
VIII.	<i>L'ATTIVITÀ REGOLAMENTARE E INTERPRETATIVA E GLI SVILUPPI INTERNAZIONALI</i>	
	<i>La disciplina dell'appello al pubblico risparmio</i>	186
	<i>La disciplina dell'informativa societaria continua</i>	187
	<i>La disciplina dell'informativa contabile e periodica e delle società di revisione</i>	192
	<i>La disciplina dei mercati</i>	197
	<i>La disciplina degli intermediari</i>	200
IX.	<i>LE RELAZIONI INTERNAZIONALI</i>	
	<i>La cooperazione internazionale</i>	205
	<i>L'attività dell'Unione Europea</i>	207
	<i>L'attività nell'ambito del Committee of the European Securities Regulators (Cesr)</i>	210

	<i>L'attività dell'International Organization of Securities Commissions (Iosco)</i>	213
X.	<b>I CONTROLLI GIURISDIZIONALI SULL'ATTIVITÀ DELLA CONSOB</b>	
	<i>Il contenzioso sui provvedimenti in materia di vigilanza</i>	215
	<i>La verifica in sede giurisdizionale dell'attività dell'Istituto</i>	219
XI.	<b>LA GESTIONE INTERNA E LE RELAZIONI CON L'ESTERNO</b>	
	<i>La gestione finanziaria</i>	220
	<i>La gestione delle risorse umane</i>	221
	<i>Le relazioni con l'esterno e l'attività di investor education</i>	223
	<i>Lo sviluppo del sistema informativo</i>	226
	<b>APPENDICE STATISTICA</b>	229
	<i>Indice delle tavole</i>	231
	<i>Tavole statistiche</i>	235
	<i>Note metodologiche</i>	271

*DISCORSO*

*DEL PRESIDENTE DELLA CONSOB*

*AL MERCATO FINANZIARIO*

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

*Signor Presidente della Repubblica, Autorità, Signore e Signori,*

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

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

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

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

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

### ***Il sistema italiano dopo le crisi***

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Il Fondo Monetario ha recentemente concluso una approfondita verifica della

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

### ***La vigilanza della Consob nei mutamenti del controllo nelle società quotate***

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Le due vicende che riguardano le società bancarie sono emblematiche della complessa attività di vigilanza della Consob nel caso di operazioni che coinvolgono diverse normative di settore e diverse Autorità di vigilanza. La natura bancaria delle società "bersaglio" comporta infatti la necessità di autorizzazioni preventive, da parte dell'Autorità di settore, per il superamento di determinate soglie di capitale e per l'acquisizione del controllo. Inoltre, gli stessi offerenti possono essere

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

### ***Gli assetti proprietari delle società quotate***

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

### ***L'industria dei servizi finanziari e la struttura dei mercati***

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

trasparenza per la negoziazione dei titoli obbligazionari.

### ***Il contesto internazionale e l'integrazione dei mercati finanziari europei***

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

*Signor Presidente della Repubblica, Autorità, Signore e Signori,*

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## NOTE DEL DISCORSO

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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