



CONSOB

COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETA' E LA BORSA

RELAZIONE PER L'ANNO 2003

ROMA, 31 MARZO 2004

COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

Presidente
Lamberto CARDIA

Componenti
Enrico CERVONE
Carla RABITTI BEDOGNI
Paolo DI BENEDETTO

Direttore Generale
Massimo TEZZON

RELAZIONE PER L'ANNO 2003

DISCORSO DEL PRESIDENTE DELLA CONSOB AL MERCATO FINANZIARIO

RELAZIONE AL MINISTRO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE

LE QUESTIONI IN CORSO E LE LINEE DI INDIRIZZO A FRONTE DELLE CRISI SOCIETARIE E DELL'EVOLUZIONE NORMATIVA A LIVELLO INTERNAZIONALE

Le crisi societarie e la fiducia nei mercati

L'evoluzione delle regole nel contesto internazionale

I problemi emersi e le risposte alle crisi nel mutato scenario internazionale

L'EVOLUZIONE DEL QUADRO DI RIFERIMENTO

Il governo delle società quotate

I mercati e le imprese

L'intermediazione mobiliare

L'ATTIVITÀ DELLA CONSOB

La vigilanza sulle società

La vigilanza sui mercati

La vigilanza sugli intermediari mobiliari

I provvedimenti sanzionatori e cautelari

L'attività regolamentare e interpretativa e gli sviluppi internazionali

Le relazioni internazionali

I controlli giurisdizionali sull'attività della Consob

La gestione interna e le relazioni con l'esterno

APPENDICE STATISTICA

INDICE GENERALE

DISCORSO DEL P RESIDENTE DELLA CONSOB AL MERCATO FINANZIARIO	1
<i>Le crisi societarie e la fiducia nei mercati</i>	4
<i>I problemi emersi dalle crisi</i>	5
<i>Il compito dell’Autorità di vigilanza</i>	7
<i>Il governo societario e il ruolo delle minoranze</i>	11
<i>L’evoluzione delle regole e della vigilanza nel contesto internazionale</i>	13
<i>Le risposte alle crisi</i>	15
RELAZIONE AL MINISTRO DELL’ECONOMIA E DELLE FINANZE	21
LE QUESTIONI IN CORSO E LE LINEE DI INDIRIZZO A FRONTE DELLE CRISI SOCIETARIE E DELL’EVOLUZIONE NORMATIVA A LIVELLO INTERNAZIONALE	23
LE CRISI SOCIETARIE E LA FIDUCIA NEI MERCATI	25
<i>Introduzione</i>	25
<i>Il caso Parmalat</i>	28
<i>Il caso Cirio</i>	37
<i>Gli altri casi di crisi societarie e i problemi delle società di calcio quotate</i>	41
<i>Gli altri casi critici di diffusione al pubblico di strumenti finanziari</i>	46
L’EVOLUZIONE DELLE REGOLE NEL CONTESTO INTERNAZIONALE	51
<i>Il contesto europeo</i>	51
<i>Le principali iniziative in corso in ambito Iosco</i>	60
I PROBLEMI EMERSI E LE RISPOSTE ALLE CRISI NEL MUTATO SCENARIO INTERNAZIONALE	62
<i>I problemi emersi e il nuovo contesto internazionale</i>	63

	<i>L'adeguamento del quadro normativo</i>	67
	<i>Il rafforzamento dell'attività di vigilanza e il potenziamento delle risorse della Consob</i>	74
	L'EVOLUZIONE DEL QUADRO DI RIFERIMENTO	79
I.	IL GOVERNO DELLE SOCIETÀ QUOTATE	81
	<i>La struttura proprietaria e gli assetti di controllo</i>	81
	<i>Il mercato del controllo societario</i>	84
	<i>La partecipazione alle assemblee societarie</i>	86
	<i>La struttura dei consigli di amministrazione</i>	89
II.	I MERCATI E LE IMPRESE	91
	<i>I mercati delle azioni e degli strumenti derivati</i>	91
	<i>Il mercato obbligazionario</i>	98
	<i>Le operazioni di raccolta di capitali e di quotazione: un quadro d'insieme</i>	103
	<i>Le offerte finalizzate alla quotazione di titoli azionari</i>	105
	<i>Il collocamento di titoli delle società quotate e le operazioni di finanza straordinaria</i>	108
	<i>Le operazioni di raccolta di società non quotate e di emittenti esteri</i>	111
III.	L'INTERMEDIAZIONE MOBILIARE	112
	<i>L'andamento del settore</i>	112
	<i>La gestione collettiva del risparmio</i>	113
	<i>I servizi di investimento</i>	116
	L'ATTIVITÀ DELLA CONSOB	121
IV.	LA VIGILANZA SULLE SOCIETÀ	123
	<i>La vigilanza sull'informativa societaria</i>	123
	<i>L'informativa nell'appello al pubblico risparmio e nelle operazioni di finanza straordinaria</i>	127

	<i>L'informativa in sede assembleare</i>	132
	<i>L'informativa contabile</i>	133
	<i>Le società di revisione</i>	137
V.	LA VIGILANZA SUI MERCATI	141
	<i>Gli abusi di mercato</i>	141
	<i>La gestione dei mercati regolamentati e gli scambi organizzati</i>	145
	<i>I servizi di compensazione, liquidazione e gestione accentrata di strumenti finanziari</i>	148
VI.	LA VIGILANZA SUGLI INTERMEDIARI MOBILIARI	150
	<i>Le banche, le Sim e gli agenti di cambio</i>	150
	<i>Le società di gestione collettiva del risparmio</i>	153
	<i>I promotori finanziari</i>	157
VII.	I PROVVEDIMENTI SANZIONATORI E CAUTELARI	158
	<i>I provvedimenti relativi agli intermediari e ai promotori finanziari</i>	158
	<i>I provvedimenti relativi agli emittenti e alle società di revisione</i>	161
	<i>L'attività di enforcement via internet</i>	163
VIII.	L'ATTIVITÀ REGOLAMENTARE E INTERPRETATIVA E GLI SVILUPPI INTERNAZIONALI	165
	<i>La disciplina dell'appello al pubblico risparmio</i>	165
	<i>La disciplina dell'informativa societaria continua</i>	170
	<i>La disciplina dell'informativa contabile e periodica e delle società di revisione</i>	173
	<i>La disciplina dei mercati e degli scambi organizzati</i>	175
	<i>La disciplina degli intermediari</i>	179
IX.	LE RELAZIONI INTERNAZIONALI	184
	<i>La cooperazione internazionale</i>	184
	<i>L'attività dell'Unione Europea</i>	187

	<i>L'attività dell'International Organization of Securities Commissions (Iosco)</i>	190
X.	I CONTROLLI GIURISDIZIONALI SULL'ATTIVITÀ DELLA CONSOB	192
	<i>Il contenzioso sui provvedimenti in materia di vigilanza</i>	192
	<i>La verifica in sede giurisdizionale dell'attività dell'Istituto</i>	195
XI.	LA GESTIONE INTERNA E LE RELAZIONI CON L'ESTERNO	197
	<i>La gestione organizzativa</i>	197
	<i>La gestione finanziaria</i>	198
	<i>La gestione delle risorse umane</i>	199
	<i>Le relazioni con l'esterno e l'attività di investor education</i>	200
	APPENDICE STATISTICA	203
	<i>Indice delle tavole</i>	205
	<i>Tavole statistiche</i>	209
	<i>Note metodologiche</i>	247

INDICE DEL MATERIALE ILLUSTRATIVO

I. IL GOVERNO DELLE SOCIETÀ QUOTATE

Fig. I.1	La distribuzione della proprietà nelle società quotate in Borsa	81
Tav. I.1	Struttura proprietaria delle società quotate in Borsa	82
Tav. I.2	Partecipazioni rilevanti nelle società quotate in Borsa	83
Tav. I.3	Struttura proprietaria delle società quotate sul Nuovo Mercato	84
Tav. I.4	Premi di controllo nelle Opa successive	85
Tav. I.5	Distribuzione delle società quotate in Borsa per numero di partecipanti alle assemblee 2002 e 2003	86
Tav. I.6	Quota dei diritti di voto detenuta dagli azionisti rilevanti e dagli investitori istituzionali nelle assemblee delle società quotate (Mib30 e Midex)	87
Tav. I.7	Quota dei diritti di voto detenuta dagli azionisti rilevanti e dagli investitori istituzionali nelle assemblee 2003 delle società quotate del segmento Star	87
Tav. I.8	Quota dei diritti di voto detenuta dagli investitori istituzionali non rilevanti nelle assemblee 2003 delle società quotate	88
Tav. I.9	Quota dei diritti di voto detenuta dagli investitori istituzionali non rilevanti nelle assemblee 2003 delle società quotate per settore di appartenenza della società	88
Tav. I.10	Distribuzione percentuale delle società quotate in Borsa nel 2003 per numero di componenti del consiglio di amministrazione in relazione al settore di attività	89
Tav. I.11	Numero medio di amministratori delle società quotate in Borsa nel 2003 per modello di controllo	89
Tav. I.12	Società quotate in Borsa interessate da interlocking nel 2003	89

II. I MERCATI E LE IMPRESE

Fig. II.1	Andamento dei corsi azionari	91
Fig. II.2	Indicatori di volatilità e indice Mib30	92
Tav. II.1	Acquisti netti di azioni quotate italiane	96
Tav. II.2	Covered warrants quotati	96
Tav. II.3	Strumenti finanziari derivati scambiati sull'Idem nel 2003	98
Tav. II.4	Obbligazioni corporate emesse da gruppi italiani	99

Fig. II.3	Ricorso al mercato obbligazionario da parte dei principali gruppi industriali italiani quotati	100
Fig. II.4	Obbligazioni bancarie ordinarie e strutturate	101
Tav. II.5	I collocamenti finalizzati alla quotazione su mercati regolamentati e le altre operazioni di sollecitazione	104
Tav. II.6	Ammissioni a quotazione nei principali mercati azionari europei	105
Tav. II.7	Offerte finalizzate all'ammissione a quotazione di titoli azionari	106
Tav. II.8	Sconto alla quotazione	107
Tav. II.9	Rapporti creditizi e partecipativi fra società ammesse a quotazione e intermediari collocatori	107
Tav. II.10	Investitori istituzionali nell'azionariato delle società neoquotate	108
Fig. II.11	Collocamento di azioni e obbligazioni convertibili di società quotate	108
Tav. II.11	Offerte pubbliche su titoli non quotati	111
<i>III.</i>	<i>L'INTERMEDIAZIONE MOBILIARE</i>	
Tav. III.1	Patrimonio delle gestioni individuali e collettive	112
Fig. III.1	Patrimonio delle gestioni individuali e collettive collocate in Italia	112
Fig. III.2	Commissioni da operazioni di intermediazione mobiliare di banche, Sim e Sgr	113
Tav. III.2	Commissioni da operazioni di intermediazione mobiliare di banche, Sim e Sgr	113
Fig. III.3	Composizione del patrimonio gestito dai fondi comuni in Europa	114
Fig. III.4	Composizione del patrimonio gestito dai fondi comuni negli Usa	114
Tav. III.3	Composizione di portafoglio dei fondi comuni di diritto italiano	115
Tav. III.4	Assetti proprietari delle società di gestione di fondi comuni	115
Tav. III.5	Commissioni da intermediazione mobiliare	118
Fig. III.5	Gestioni individuali: ripartizione percentuale del patrimonio per soggetto gestore	119
Tav. III.6	Gestioni patrimoniali individuali di banche, Sgr e Sim	119
Tav. III.7	Intermediari per servizi di investimento autorizzati	120
<i>IV.</i>	<i>LA VIGILANZA SULLE SOCIETÀ</i>	
Tav. IV.1	Vigilanza sull'informativa societaria, gli assetti proprietari e gli studi	123
Tav. IV.2	Emittenti con strumenti finanziari diffusi	124

Tav. IV.3	Operazioni con parti correlate comunicate al mercato da società quotate nel 2003	126
Tav. IV.4	Attività di vigilanza Consob in materia di sollecitazione, ammissione a quotazione e operazioni di finanza straordinaria	127
Tav. IV.5	Strumenti finanziari oggetto di offerte pubbliche di acquisto e/o di scambio per cui è stato concesso il nulla osta nel 2003	131
V.	<i>LA VIGILANZA SUI MERCATI</i>	
Tav. V.1	Risultanze delle indagini in materia di insider trading e aggio	141
Tav. V.2	Tipologia delle informazioni privilegiate nelle segnalazioni all'Autorità Giudiziaria in cui si ipotizza il reato di insider trading	142
Tav. V.3	Esiti delle relazioni inviate all'Autorità Giudiziaria in materia di insider trading e aggio	144
Tav. V.4	Interventi dell'Istituto in procedimenti penali relativi a reati di insider trading e aggio	144
VI.	<i>LA VIGILANZA SUGLI INTERMEDIARI MOBILIARI</i>	
Tav. VI.1	Esposti degli investitori in materia di servizi di investimento	150
Tav. VI.2	Corporate bonds nel portafoglio delle gestioni individuali e collettive di banche, Sim e Sgr	155
Tav. VI.3	Obbligazioni corporate dei principali gruppi quotati detenute dalle Sgr nell'ambito della gestione collettiva e individuale	155
Tav. VI.4	Incroci fra i consigli di amministrazione delle Sgr e quelli delle società del gruppo	156
VII.	<i>I PROVVEDIMENTI SANZIONATORI E CAUTELARI</i>	
Tav. VII.1	Sanzioni amministrative pecuniarie proposte nei confronti di intermediari mobiliari	158
Tav. VII.2	Sanzioni amministrative pecuniarie proposte nei confronti di esponenti aziendali di intermediari nel 2003	159
Tav. VII.3	Principali violazioni riscontrate nell'attività di vigilanza sugli intermediari mobiliari nel 2003	160
Tav. VII.4	Principali violazioni riscontrate nell'attività di vigilanza nel 2003 per tipologia di intermediario	160
Tav. VII.5	Sanzioni amministrative proposte dalla Consob al Ministero dell'economia e delle finanze in materia di appello al pubblico risparmio, informativa societaria e deleghe di voto	161

Tav. VII.6	Pagamenti in misura ridotta a fronte di contestazioni di violazioni delle norme in materia di appello al pubblico risparmio, informativa societaria e deleghe di voto	162
Tav. VII.7	Provvedimenti cautelari relativi a operazioni di sollecitazione	162
<i>IX.</i>	<i>LE RELAZIONI INTERNAZIONALI</i>	
Tav. IX.1	Cooperazione internazionale	184
<i>X.</i>	<i>I CONTROLLI GIURISDIZIONALI SULL'ATTIVITÀ DELLA CONSOB</i>	
Tav. X.1	Ricorsi contro atti proposti o adottati dall'Istituto	192
<i>XI.</i>	<i>LA GESTIONE INTERNA E LE RELAZIONI CON L'ESTERNO</i>	
Tav. XI.1	Schema riassuntivo entrate e spese	198
Tav. XI.2	Il personale	199
Tav. XI.3	Accessi alle pagine del sito internet	201

INDICE DEI RIQUADRI

1.	<i>Le sospensioni dalle negoziazioni dei titoli azionari nel 2003</i>	93
2.	<i>L'operatività dei fondi comuni di diritto italiano sui titoli del Nuovo Mercato</i>	97
3.	<i>Le asset backed securities</i>	102
4.	<i>Il risparmio gestito dagli intermediari assicurativi</i>	116
5.	<i>Il Sistema Automatico Integrato di Vigilanza sui Mercati (S.A.I.Vi.M.)</i>	143
6.	<i>La direttiva sugli abusi di mercato e le misure di implementazione in corso di definizione</i>	180

*DISCORSO DEL PRESIDENTE DELLA
CONSOB AL MERCATO FINANZIARIO*

*Il testo che segue è stato letto il 7 giugno
2004 dal Presidente della Consob presso la
Borsa Italiana.*

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

la Commissione è grata alla Borsa Italiana per l'ospitalità offerta in questa sala, splendidamente rinnovata, che evoca molti ricordi della storia dei nostri mercati.

Nel giugno scorso il Prof. Luigi Spaventa ha lasciato l'incarico di Presidente della Consob ed è tornato all'insegnamento universitario.

L'Istituto gli esprime gratitudine per l'impegno e per il contributo di competenza e di idee che egli ha offerto e per la sua apprezzata presenza nelle sedi internazionali, che ha avuto significativi riconoscimenti e ha reso più facile il lavoro che, con intensità sempre crescente, la Consob svolge in tale ambito.

Il Prof. Filippo Cavazzuti, a fine ottobre, ha anticipato il termine del suo mandato e ha ripreso il suo magistero presso l'Università di Bologna. Il suo impegno e la sua competenza sono stati un prezioso ausilio alla Commissione. Anche a lui la Consob deve gratitudine.

L'Avv. Paolo Di Benedetto, nominato Commissario dal giugno scorso, apporta alla Consob doti di esperienza e competenza.

La Commissione da novembre scorso opera in composizione incompleta, in attesa della nomina del previsto quinto Commissario.

La presenza della Consob in Milano si consoliderà presto in una nuova sede. I lavori di ristrutturazione di Palazzo Carmagnola in via Broletto, ottenuto in concessione d'uso dal Comune, saranno completati a fine 2004 o, al più tardi, nei primi mesi del 2005, dopo un rallentamento dovuto al rinvenimento di alcuni reperti archeologici.

Le crisi societarie e la fiducia nei mercati

1. Le crisi che hanno coinvolto emittenti e intermediari nel corso del 2003, per la dimensione delle attività e degli interessi compromessi e per la gravità delle patologie manifestate, hanno colpito profondamente il mercato finanziario italiano.

Le crisi societarie rappresentano un elemento endogeno al funzionamento delle economie di mercato; esse possono incrinare la fiducia degli operatori quando riflettono carenze strutturali nel prevenire e nell'individuare con tempestività i comportamenti, talora fraudolenti, che ne sono l'origine.

L'anno 2003 è stato caratterizzato dalla concomitanza di varie situazioni rilevanti per la tutela del risparmio; sono emersi problemi riguardanti la trasparenza della gestione di gruppi quotati e i rapporti dei risparmiatori con gli intermediari. Dopo gli eventi costituiti dalla negoziazione di titoli argentini e di prodotti finanziari strutturati in modo potenzialmente fuorviante le scelte d'investimento, con il caso Cirio è stato coinvolto, per la prima volta nel sistema italiano, il mercato delle obbligazioni societarie.

In questa situazione di tensione è intervenuto lo scandalo che ha riguardato il gruppo Parmalat. Esso ha assunto una rilevanza sistemica per il suo significato, anche simbolico, nell'evidenziare le debolezze dei controlli interni e di revisione contabile sugli emittenti quotati, nonché nel determinare rilevanti conseguenze sui mercati finanziari.

Anche in questo caso, come per altre società minori entrate in crisi tra cui Giacomelli, l'ampia diffusione di obbligazioni societarie tra il pubblico ha evidenziato carenze nel rapporto tra investitori e intermediari.

La natura pervasiva dei fenomeni di crisi favorisce un clima di incertezza e di sfiducia e può

avere effetti negativi nel medio-lungo periodo sullo sviluppo dei mercati e sul finanziamento delle imprese; aumenta il timore e forse anche il rischio che fenomeni analoghi possano ripetersi.

Il 7 ottobre scorso segnalai in Parlamento il diffondersi di un clima di sfiducia e l'esigenza di tempestivi interventi a favore di quella parte dei risparmiatori che potevano essere considerati "danneggiati incolpevoli".

Tale intervento, che suscitò varie e contrapposte valutazioni e non determinò nell'immediato il prodursi di effetti attuativi, era motivato dalla consapevolezza che le vicende avvenute, in particolare il *default* delle obbligazioni Cirio, stavano scuotendo la fiducia del mercato e andavano progressivamente assumendo vasta risonanza internazionale.

A tale consapevolezza si aggiungeva la considerazione che una prolungata crisi di fiducia avrebbe potuto aumentare il costo del capitale e ridurre la disponibilità di credito; essa avrebbe anche potuto comprimere ulteriormente la già ridotta propensione delle imprese italiane a ricorrere al mercato dei capitali, rendendo più difficile il finanziamento di percorsi di crescita.

Il 31 ottobre, in occasione della giornata del risparmio, l'argomento fu ripreso. Successivamente, il sistema bancario ha avviato, con modalità e secondo valutazioni proprie, varie forme di ristoro dei risparmiatori.

In quel periodo, peraltro, non aveva ancora fatto irruzione nei mercati la vicenda Parmalat, la cui deflagrazione nel mese di dicembre - sostanzialmente determinata dall'incalzare dell'attività di vigilanza della Consob, resa più pressante per effetto della vicenda Cirio - avrebbe gravemente colpito il sistema. Tale vicenda, che assunse quasi da subito i connotati di una frode internazionale, ha chiamato tutti a interrogarsi sulla efficacia della normativa esistente e sulla validità

del comune e del singolo operare, nonché sulla capacità di impedire il ripetersi di vicende dannose, in particolare per i risparmiatori, apparsi l'anello più debole.

2. I problemi emersi, pur nella loro inaspettata sequenza e rilevanza, non sono comunque limitati al mercato italiano. In tutti i principali mercati si sono manifestati fenomeni di crisi: Enron e WorldCom sono gli esempi più eclatanti; essi sono emblematici di una difficoltà dei sistemi normativi e di funzionamento dei mercati a ben governare i comportamenti degli emittenti e i meccanismi di intermediazione. Le difficoltà hanno coinvolto i diversi modelli di governo societario e i diversi modelli di sistema finanziario, che caratterizzano le varie combinazioni tra intermediari e mercati nell'allocazione del risparmio.

Il problema che tutti i sistemi si sono trovati e si trovano ad affrontare è quello del possibile fallimento, soprattutto in presenza di fenomeni fraudolenti, delle funzioni di filtro, verifica e valutazione delle informazioni svolte da una pluralità di soggetti, taluni dei quali operanti in una dimensione internazionale.

I compiti di queste categorie di soggetti sono infatti tra loro complementari e non alternativi; ognuno di essi dispone di un'informativa parziale e il suo agire dipende in qualche misura dalla qualità delle funzioni esercitate dagli altri. Si opera in un sistema integrato di controlli tendenzialmente finalizzato a favorire l'emergere di segnali di allerta e a rendere quantomeno più difficili fenomeni collusivi. La complementarità però può anche favorire il contagio del "fallimento" di una o più funzioni all'intero sistema; soprattutto se il "fallimento" ha origine in ambiti fondamentali quali il consiglio di amministrazione, il collegio sindacale e/o la società di revisione contabile.

Quando vengono a mancare segnali di allerta di attività fraudolente, che le forme di controllo endogene al sistema sono chiamate a produrre, anche l'attività degli organismi pubblici di vigilanza può risultare inefficace.

I problemi emersi dalle crisi

3. I problemi emersi hanno interessato due aree vitali per la fiducia del mercato:

- la qualità dell'informazione societaria e l'efficacia dei relativi meccanismi di controllo, interni ed esterni alla società;
- la correttezza dei rapporti tra risparmiatori e intermediari nell'ambito della molteplicità di ruoli svolti dagli intermediari finanziari.

La rilevanza di questi aspetti è stata, almeno parzialmente, diversa nei singoli casi, anche se essi presentano elementi di complementarità. Nel caso Parmalat è stata preponderante la falsificazione dell'informazione societaria, che ha nascosto per molti anni la reale situazione della società. Nel caso Cirio, invece, gli elementi critici della situazione finanziaria sono stati gradualmente resi noti, anche per le progressive pressioni della Consob. Nonostante ciò, si è verificata una ampia diffusione presso il pubblico di titoli obbligazionari senza la necessaria, esaustiva e tempestiva informazione sulle loro caratteristiche di rischiosità nella fase della negoziazione.

Diverso è stato anche il contesto geografico nel quale sono maturati i vari eventi. La vicenda Parmalat ha visto un coinvolgimento particolarmente accentuato di soggetti operanti su scala internazionale. La sua dimensione, dovuta anche alla estesa ramificazione territoriale delle attività industriali e finanziarie del gruppo in oltre 30 paesi, ha reso più difficile individuare i segnali della crisi e indirizzare le attività di indagine. La maggiore esposizione internazionale del gruppo

non ha contribuito a facilitare le verifiche e i controlli operati dal mercato. Soggetti coinvolti, in particolare alcune banche internazionali, sembra abbiano svolto un ruolo non irrilevante nella creazione di alcune strutture societarie critiche e nella realizzazione di operazioni che, di per sé legittime, hanno contribuito a impedire o a ritardare l'emergere di segnali di allarme nel mercato.

Minore è stata invece la rilevanza della dimensione internazionale negli altri casi, anche se in gran parte dei gruppi coinvolti la presenza di società, a volte mere scatole finanziarie, domiciliate in paesi esteri, spesso paradisi fiscali o legali, ha concorso a ridurre la necessaria trasparenza informativa.

4. I fenomeni descritti hanno comportato una maggiore opacità strutturale delle imprese e hanno enfatizzato l'importanza del ruolo dei controlli interni. Le principali criticità venute alla luce riguardano proprio questa area. È anche apparsa evidente una ripetuta violazione delle regole di condotta da parte degli organi sociali e dei soggetti a cui compete la revisione contabile e la certificazione, tale da risultare, in ipotesi, anche di ostacolo all'esercizio delle funzioni di vigilanza delle pubbliche Autorità.

Pure l'informazione societaria di tipo "derivato" – fornita cioè dal mercato tramite la produzione di studi e l'emissione di giudizi di *rating* – non ha contribuito in positivo a segnalare ipotesi di gravi anomalie né a fare individuare possibili illeciti o irregolarità.

In alcuni casi, come ad esempio per Cirio, tale funzione è venuta a mancare per la scarsa o inesistente "copertura" della società o del gruppo quotato da parte di società di *rating* ovvero di studi. In altri casi, in particolare nella vicenda Parmalat, la società o il gruppo erano oggetto di

vasta copertura, ma gli studi o il *rating* non sono stati capaci di segnalare o anticipare in qualche modo la emersione della crisi.

5. Profili critici sono emersi in relazione all'evoluzione del ruolo delle banche, che hanno esteso sempre più la propria attività ai servizi di investimento, mantenendo una forte centralità nei meccanismi di allocazione del risparmio. Anche i sistemi di finanziamento delle imprese hanno visto un graduale spostamento dal credito bancario verso forme di finanziamento orientate al mercato.

Ha inciso in questa evoluzione l'accresciuta sensibilità delle banche alla valutazione del merito creditizio delle imprese finanziate e all'assunzione di rischi in proprio.

Nell'ambito di questa evoluzione si inquadra il recente e intenso sviluppo delle operazioni di cartolarizzazione dei crediti. Il fenomeno rende meno chiara la linea di demarcazione fra banche e altri intermediari; alcuni rischi, che in passato erano sopportati esclusivamente dalle banche, sono incorporati in strumenti finanziari e riallocati presso altri intermediari finanziari, presso investitori istituzionali e, in taluni casi, anche presso investitori non professionali.

Parallelamente, è mutata la composizione della ricchezza delle famiglie con un aumento della loro esposizione al rischio.

In tale contesto, le banche non sono più solo debentrici delle famiglie e creditrici delle imprese ma collegano direttamente le une alle altre; forniscono alle prime servizi di negoziazione e gestione, alle seconde servizi di collocamento e di consulenza.

Effetto di tale cambiamento è che il risparmiatore non gode più, come nel caso del deposito bancario, della garanzia di restituzione del capitale, ma assume in proprio il rischio

dell'investimento. Acquista perciò particolare rilievo l'informazione che il sistema deve fornire all'investitore sui soggetti che lo stesso finanzia. È soprattutto a questo proposito che la banca è chiamata a svolgere, nell'interesse del cliente, così come la legge esige, il proprio compito di intermediario professionale. In questo modo i rischi maggiori dell'attività di intermediazione si spostano da quelli patrimoniali a quelli legali e reputazionali.

La necessità di adeguare la capacità degli intermediari di fronteggiare il nuovo ruolo assunto è enfatizzata dalla diffusa presenza di molteplici e differenziati interessi: le banche finanziano le imprese, prestano consulenza per le emissioni, collocano e negoziano i titoli, li acquistano e li vendono come gestori, effettuano studi per consigliarne l'acquisto o la vendita ai propri clienti e al mercato.

I potenziali conflitti tra i diversi interessi possono portare gli intermediari a incentivare collocamenti obbligazionari da parte di società o gruppi nei confronti dei quali non ritengano di incrementare la propria esposizione.

6. Un ulteriore profilo problematico trae origine da una lacuna del sistema normativo, su cui si è innestato il comportamento non conforme dei soggetti interessati.

La diffusione al pubblico di prodotti complessi di matrice bancaria, frutto della combinazione di diversi strumenti finanziari, ha potuto godere dell'esenzione dagli obblighi di redazione e pubblicazione del prospetto informativo riservata ai prodotti finanziari emessi dalle banche. Un'esenzione che, pur in presenza di un esplicito e motivato diverso avviso espresso dalla Consob in occasione dei lavori preparatori per la stesura del Testo Unico della Finanza, è stata estesa dallo stesso Testo Unico ben oltre i confini

della legislazione precedente, che la limitava ai titoli emessi dalle banche nell'ambito della propria attività di raccolta del risparmio per l'esercizio del credito.

Anche in questi casi il ruolo dei controlli interni si è dimostrato poco incisivo e non adeguatamente sensibile alla specificità dei problemi connessi con l'ambito dell'intermediazione mobiliare.

Le circostanze complessivamente emerse postulano l'esigenza di decisi interventi volti a incentivare, a tutti i livelli, l'adozione di standard di correttezza e trasparenza nella prestazione dei servizi di investimento e un rinnovato, consapevole approccio culturale allo svolgimento di tale delicata e preziosa attività.

Le prassi virtuose non possono essere solo il frutto di prescrizioni normative. Occorrono soprattutto un'adesione convinta ai valori etici di mercato e una piena consapevolezza che il mantenimento della fiducia dei risparmiatori è mezzo essenziale di continuità e di sviluppo dell'attività degli intermediari.

Il compito dell'Autorità di vigilanza

7. In presenza di crisi societarie delle dimensioni e gravità di quelle che hanno coinvolto il mercato italiano nell'ultimo anno emerge una esigenza di tutela del mercato che eccede il livello fisiologico delle aspettative riposte nel sistema di regolamentazione e di vigilanza. Spingono in questa direzione il numero di risparmiatori coinvolti nelle crisi, l'entità degli investimenti compromessi, l'estensione e la profondità delle insufficienze venute alla luce e in particolare, ma non solo, quelle delle funzioni di controllo interne al sistema.

La Consob ha cercato di rispondere alle esigenze di tutela emerse dai vari fenomeni di crisi

con un impegno di carattere eccezionale, nei limiti posti dalle incompletezze dell'attuale quadro normativo di riferimento e dalla ridotta disponibilità di adeguati strumenti e risorse per la vigilanza.

Per quanto riguarda la vicenda Parmalat, è il caso di ricordare che si è trattato di un fenomeno criminoso, con condotte di rilievo penale poste in essere da più soggetti in concorso tra loro, e con comportamenti che si sono sostanziati nella falsificazione di documenti, nell'occultamento di informazioni, in illeciti artifici legali e contabili, attuati non solo in Italia, ma anche (e forse soprattutto) all'estero, in un intricato reticolo globale, esteso ai paradisi fiscali e legali *off-shore*.

Coerentemente con la sua missione istituzionale, gli interventi della Consob sono stati volti soprattutto a salvaguardare la trasparenza del mercato e a stimolare l'attività degli organi e delle funzioni di controllo interno e di revisione.

La Consob ha gradualmente intensificato l'attività di vigilanza a partire dall'inizio del 2003, in presenza dei primi segnali di allerta, che fino a quel momento erano mancati.

La pressione della Consob si è fatta più incalzante a partire dal secondo semestre 2003, anche a seguito dell'analisi dei temi connessi alle obbligazioni societarie effettuata in una riunione del Comitato Interministeriale per il Credito e il Risparmio (CICR) in relazione alla vicenda Cirio, dalla quale era emersa l'opportunità di estendere l'esame anche al di là del singolo caso.

In un crescendo di richieste formali sempre più penetranti, l'Istituto ha effettuato tra luglio e dicembre dell'anno scorso oltre 60 interventi di vigilanza, con l'obiettivo di portare alla luce la reale situazione economica, patrimoniale e finanziaria della società e del gruppo.

L'esito di questo sforzo è noto e fa parte delle recenti cronache finanziarie: a metà dicembre

2003 Parmalat ha dovuto comunicare al mercato, su esplicita richiesta della Consob, che il presunto attivo di bilancio – una liquidità asserita pari a poco meno di quattro miliardi di euro – in realtà non esisteva. La constatazione della falsità dei dati contabili è stata prontamente segnalata all'Autorità Giudiziaria; ne è conseguita l'impugnazione del bilancio stesso. A partire da quel momento si è attivata una intensa e proficua collaborazione con tale Autorità, al cui migliore sviluppo ha anche contribuito la cooperazione internazionale subito avviata (in particolare con la Sec); tale collaborazione sta facilitando le indagini, trattandosi di un gruppo fortemente internazionalizzato soprattutto nella gestione finanziaria. Dopo la scoperta della frode la Consob ha attivato gli accertamenti consentiti sul comportamento delle società incaricate della revisione contabile del gruppo Parmalat e su quello dei componenti del collegio sindacale.

Si esprime fiducia nell'operare di tutti coloro che a vario titolo sono impegnati a fare luce sulle cause e sulle responsabilità di un così grave dissesto. In vicende societarie particolarmente gravi e dolorose, l'operare attento e costante della Magistratura è presidio di sicurezza per tutti coloro che operano nel sistema.

Si esprime l'auspicio che coloro che operano per mantenere vitale il gruppo abbiano pieno successo. Tale successo potrebbe dare garanzia di lavoro a quanti operano nella Parmalat e speranza di recupero, almeno parziale, ai risparmiatori che nella società avevano riposto fiducia.

8. L'attività di vigilanza svolta in relazione al caso Cirio ha portato la Consob ad effettuare ripetuti interventi nei confronti di Cirio Finanziaria Spa, nell'ambito dei controlli sulla trasparenza dell'informazione finanziaria resa al mercato, iniziati nel secondo semestre del 2000, via via

intensificatisi negli anni successivi e culminati nell'impugnazione del bilancio della società. Parallelamente è stata avviata un'intensa attività di collaborazione con l'Autorità Giudiziaria, cui fin dagli inizi del 2003 è stato trasmesso e si sta tuttora provvedendo a fornire ogni elemento informativo utile alle indagini in corso.

Una impegnativa attività di collaborazione con l'Autorità Giudiziaria è in corso anche con riguardo alla vendita di alcuni prodotti finanziari complessi e delle obbligazioni argentine.

Attività di vigilanza di intensità straordinaria sono state condotte sugli altri casi di crisi manifestatisi nell'anno 2003, che hanno interessato numerose società quotate di dimensioni medio-piccole.

In alcuni specifici casi, tra i quali quelli delle società calcistiche, le difficoltà finanziarie sono risultate dipendere anche dal permanere di debolezze strutturali nella composizione reddituale e patrimoniale dell'attività. La criticità di tali debolezze non è stata affrontata in occasione della scelta, forse prematura, operata dal legislatore nel 1996 di consentire a tali società il perseguimento del fine di lucro, che ha costituito la premessa necessaria per la loro quotazione. La possibilità, concessa alle società di calcio da una legge del 2003, di adottare principi contabili specifici, ha solo dilatato i tempi dell'emergere delle difficoltà.

A un consistente gruppo di emittenti quotati in situazione di potenziale rischio per la continuità aziendale, attestata dagli organi di controllo societari ovvero da segnali di evidente sofferenza patrimoniale, è stato imposto e a molti di essi è tuttora imposto di fornire al mercato un aggiornamento mensile dell'evoluzione della situazione aziendale e del gruppo di appartenenza.

La diffusa presenza nelle crisi societarie di pratiche scorrette e illecite ha comportato una intensificazione delle attività volte a individuare e

a segnalare, se del caso, all'Autorità Giudiziaria i comportamenti sottostanti a tali pratiche, nonché a procedere a impugnative di bilancio.

9. I problemi emersi in seguito all'ampia diffusione al pubblico di obbligazioni emesse da società poi rivelatesi in crisi, prima tra tutte la Cirio, e di altri strumenti finanziari, come le obbligazioni argentine e altri prodotti di natura complessa, hanno comportato una intensa attività di verifica dei comportamenti degli intermediari finanziari coinvolti nelle varie fasi del processo.

L'intero anno trascorso ha impegnato una parte significativa delle risorse dedicate alla vigilanza sugli intermediari nello svolgimento di verifiche ispettive sui principali intermediari bancari italiani.

Tale attività ha portato alla individuazione e alla contestazione di specifiche responsabilità degli intermediari ispezionati, che hanno negoziato i titoli con la clientela non professionale. Allo stato, si è potuta rilevare una diffusa inidoneità delle procedure adottate ad assicurare una corretta informazione degli investitori rispetto alle condizioni di rischio/rendimento degli strumenti trattati, anche con riferimento alle caratteristiche del cliente e ai suoi obiettivi di investimento, nonché a individuare e segnalare al cliente i possibili conflitti di interessi derivanti dalla eventuale esposizione della banca nei confronti degli emittenti le obbligazioni negoziate con la clientela. Nei casi in cui sono state rilevate specifiche situazioni di conflitto di interessi, oltre alle carenze procedurali, sono state contestate anche infrazioni di carattere "comportamentale".

I procedimenti sanzionatori sono in corso di svolgimento e si è in attesa di ricevere le deduzioni dei soggetti interessati.

10. Quanto avvenuto in un contesto internazionale sempre più attento e sensibile e la rinnovata riconosciuta esigenza di una piena tutela degli interessi dei risparmiatori sollevano problemi più generali per un efficace esercizio dell'azione di vigilanza.

La tendenza alla crescita della complessità dei prodotti e dei servizi finanziari, l'importanza delle strategie finanziarie nei comportamenti degli emittenti, l'internazionalizzazione dei mercati e delle strategie, l'integrazione dei diversi comparti del mercato finanziario e le trasformazioni in atto nella struttura degli scambi e nel ruolo degli intermediari mutano progressivamente il contesto di riferimento. Tale mutamento richiede una crescente capacità da parte delle funzioni di vigilanza di interpretare i fenomeni e di anticipare, quanto più possibile, le potenziali criticità.

È richiesto in particolare uno sforzo diretto ad aumentare la capacità di cogliere tempestivamente nel mercato segnali di anomalia sotto il profilo della completezza e simmetria informativa e sotto il profilo dell'integrità dei mercati e dell'offerta di servizi di intermediazione.

Anche se interventi riformatori di più ampio respiro appaiono necessari, occorre comunque affinare la strategia di vigilanza e la capacità di "ascoltare il mercato".

Ciò comporta un ampliamento dell'area e della tipologia dei fenomeni che devono essere posti sotto osservazione, a fronte di una maggiore possibilità di integrazione di flussi complessi e diversificati di informazioni; è così possibile la costruzione di modelli di analisi adeguati a supportare una efficace attività di vigilanza. La Consob ha già accentuato l'osservazione di alcuni fenomeni che stanno assumendo un'importanza crescente nell'influenzare il funzionamento del mercato e le valutazioni degli investitori.

Per quanto riguarda i controlli sull'informazione societaria, è emersa l'esigenza di creare condizioni per un miglioramento complessivo della qualità dell'attività di revisione. La Consob, coerentemente anche con le indicazioni europee, ha individuato tra le linee di sviluppo strategiche dell'attività di vigilanza la realizzazione di controlli mirati sulle procedure interne adottate dalle società di revisione per il controllo di qualità dell'attività svolta. Ciò soprattutto con riferimento alla verifica circa l'adeguatezza della loro struttura organizzativa rispetto all'evoluzione del portafoglio clienti.

11. Nei limiti consentiti dal Tuf è stata estesa l'azione di vigilanza ai mercati non regolamentati, acquisendo flussi informativi tempestivi e completi. È emersa l'importanza di un monitoraggio sistematico dei mercati dei derivati sul rischio di credito: essi danno segnali sulla rischiosità di emittenti anche non quotati o privi di *rating*, i cui strumenti finanziari possono essere diffusi presso investitori non professionali. Nel maggio del 2003, la Commissione ha assoggettato i sistemi di scambi organizzati a obblighi di segnalazione più stringenti sui prodotti negoziati, sul volume delle transazioni e sui meccanismi di formazione dei prezzi.

I dati rilevati segnalano un mutamento della propensione al rischio delle famiglie italiane e una diversificazione internazionale del loro portafoglio; si è tratta conferma dell'accresciuta competizione fra prodotti finanziari e tra emittenti per attrarre il risparmio che si forma nel nostro Paese.

I dati relativi a oltre 300 sistemi di scambi organizzati rivelano un fenomeno di proporzioni significative: nel primo trimestre del 2004 sono stati scambiati titoli per circa 22 miliardi di euro. Sono stati negoziati oltre 15 mila titoli obbligazionari diversi, soprattutto emessi da

banche, per un controvalore di circa 12,5 miliardi di euro; di questi, 4,4 miliardi di euro erano relativi a obbligazioni societarie. Nello stesso periodo il controvalore complessivo degli scambi obbligazionari sui mercati regolamentati è stato pari a circa 3,7 miliardi di euro.

I titoli obbligazionari, ma anche altri strumenti finanziari, per loro natura tendono a essere negoziati su sistemi diversi dai mercati regolamentati, essenzialmente perché difettano di una sufficiente liquidità; tendono anche a essere collocati attraverso canali diversi dall'offerta pubblica. Questa constatazione rimette in discussione elementi essenziali della filosofia sottostante al Tuf, che assegna alla vigilanza sui mercati regolamentati e sulla sollecitazione all'investimento un'assoluta centralità fra i compiti attribuiti alla Consob. Il binomio "offerta pubblica-mercato regolamentato" è tipico in realtà solo degli strumenti azionari.

Per far fronte alle nuove esigenze, la Commissione sta per rivedere la disciplina dei titoli diffusi con riferimento agli emittenti obbligazionari, al fine di assoggettare gli emittenti (italiani o controllati da gruppi italiani) con obbligazioni negoziate su sistemi di scambi organizzati a obblighi di trasparenza più stringenti.

La disponibilità di nuove informazioni faciliterà la rilevazione di anomalie e una migliore valutazione della condotta degli intermediari negozianti; inoltre, si avranno indicazioni sulle linee di cambiamento e trasformazione del mercato finanziario e su come la regolamentazione dovrà adattarsi per registrare tali cambiamenti.

Il governo societario e il ruolo delle minoranze

12. Le crisi del 2003 hanno coinvolto società i cui assetti proprietari erano caratterizzati dalla presenza di un modello di controllo familiare con

elevata concentrazione proprietaria. Parmalat, Cirio e Giacomelli erano controllate da una persona fisica o da una società interamente posseduta da membri della stessa famiglia; tutte avevano una quota di flottante inferiore al 50 per cento. Tali elementi caratterizzano un numero elevato di società quotate italiane. Circa il 40 per cento delle società quotate non appartenenti ai settori bancario e assicurativo presenta analoghe caratteristiche nella tipologia degli azionisti di controllo e nell'intensità del controllo.

Una elevata concentrazione proprietaria non rappresenta di per sé un fattore di debolezza del sistema di governo societario: alla minore influenza del mercato sul controllo societario corrisponde un maggior allineamento di interessi tra l'azionista di controllo, che governa la società, e gli altri azionisti. La maggiore stabilità degli assetti presenta però il rischio di una eccessiva autoreferenzialità. Occorrono, pertanto, adeguati meccanismi di controllo per evitare fenomeni di espropriazione degli azionisti di minoranza e per orientare le strategie alla creazione del valore d'impresa.

A tal fine, le regole e gli istituti di governo societario devono favorire una efficace dialettica tra funzioni esecutive e funzioni di controllo nei vari organi sociali. È ancora scarso il ricorso ai poteri che la legge attribuisce alle minoranze per la tutela dei loro interessi.

Contribuiscono a raggiungere questo scopo le norme, quanto più possibile chiare e di facile applicazione, le scelte delle società, sia individuali sia soprattutto sotto forma di codici di autodisciplina da attuare integralmente e non con finalità di sola immagine, nonché i comportamenti concreti degli investitori, soprattutto di quelli istituzionali.

13. Il Tuf ha inteso valorizzare i controlli endosocietari e ha fatto anche affidamento su un ruolo attivo delle minoranze azionarie.

La dialettica all'interno della vita societaria è però ancora limitata; le assemblee in corso in questo periodo evidenziano peraltro incoraggianti segnali di una seppur iniziale inversione di tendenza.

I sindaci eletti dalle minoranze sono assenti in circa tre quarti delle società quotate e in circa il 60 per cento delle società di maggiori dimensioni appartenenti al Mib30 e al Midex. Una causa rilevante è costituita dal livello elevato delle soglie di possesso individuate dagli statuti come necessarie per la presentazione di liste di minoranza.

Appare quindi giustificata la richiesta, avanzata in recenti assemblee, di abbassare le soglie come misura per ridurre la sostanziale elusione della previsione legislativa.

Meccanismi di elezione del consiglio di amministrazione che consentano la rappresentanza degli azionisti di minoranza sono presenti in poco più di un decimo delle società quotate, in applicazione delle norme sulle privatizzazioni, e solo in pochi casi per autonoma previsione statutaria. L'esperienza mostra che nelle società in cui gli azionisti di minoranza hanno eletto rappresentanti nel consiglio di amministrazione, questi hanno contribuito positivamente a garantire un governo societario efficace. Si vanno orientando in questa direzione le scelte di altre importanti società.

La presenza di amministratori indipendenti è richiesta dal codice di autodisciplina delle società quotate, sulla base del principio "adeguarsi o spiegare" (*comply or explain*). Si riscontra una non sempre efficace trasparenza delle informazioni necessarie per comprendere e valutare l'effettiva applicazione del codice da parte delle singole

società, compromettendone la funzione disciplinante. Un contributo positivo in tal senso è fornito dall'iniziativa dell'associazione delle società di capitali che sollecita e suggerisce modalità standard di rappresentazione delle informazioni.

14. È anche compito degli investitori assumere una maggiore iniziativa. La partecipazione alle assemblee societarie degli investitori istituzionali resta modesta. Nelle assemblee di approvazione dei bilanci 2002 delle società di maggiori dimensioni il tasso di presenza dei gestori di fondi italiani è stato ancora minore che nell'anno precedente. Si registrano però segnali significativi di mutamento. In recenti assemblee, i fondi italiani hanno partecipato più attivamente e l'associazione di categoria è intervenuta e ha dichiarato di voler sempre intervenire, sia pure con partecipazioni simboliche, per chiedere miglioramenti nelle pratiche di governo societario.

L'attivismo degli investitori è scoraggiato dagli spazi limitati derivanti dalla concentrazione proprietaria delle società quotate. Anche sotto questo profilo si delineano elementi evolutivi.

Nel 2003 è proseguita, seppure con ritmi blandi, la tendenza emersa negli ultimi anni all'attenuazione della concentrazione proprietaria delle società quotate e all'aumento della contendibilità del loro controllo.

La quota di flottante, per il complesso delle società quotate, ha raggiunto quasi il 55 per cento, valore che era stato superato solo nel 1998, quando si erano espliciti gli effetti delle politiche di privatizzazione. Agli inizi degli anni '90 tale valore era pari a circa il 40 per cento. È diminuita, soprattutto in termini di peso sulla capitalizzazione, la presenza di società controllate da un singolo azionista.

Alla riduzione della concentrazione proprietaria hanno contribuito alcune operazioni di semplificazione di catene societarie all'interno di gruppi di grandi dimensioni, che hanno comportato una diluizione della quota di proprietà degli azionisti rilevanti. Si è attenuata la separazione tra capitale controllato e capitale posseduto dovuta alla piramide societaria che, soprattutto all'interno di alcuni gruppi, aveva raggiunto livelli molto elevati.

L'evoluzione verso una maggiore diffusione proprietaria di questi ultimi anni riguarda soprattutto le società di maggiori dimensioni e quelle del settore bancario. Anche in questi casi, però, la reale apertura del controllo al mercato resta limitata dalla presenza di patti di sindacato e da vincoli di natura normativa alla contendibilità del controllo: poteri speciali e di veto in capo a soggetti pubblici sono presenti in 15 società quotate privatizzate con un peso del 30 per cento sulla capitalizzazione totale; per 32 banche, con un peso del 27 per cento, è necessaria l'autorizzazione da parte dell'Autorità di vigilanza di settore all'acquisizione di partecipazione rilevanti.

L'evoluzione delle regole e della vigilanza nel contesto internazionale

15. La realizzazione del mercato unico europeo dei servizi finanziari ha ricevuto un forte impulso dalle iniziative legislative approvate tra il 2003 e i primi mesi del 2004. Sono state superate contrapposizioni che ritardavano l'armonizzazione delle regole su questioni decisive per l'integrazione dei mercati, quali le offerte pubbliche di acquisto, i servizi d'investimento e i mercati mobiliari, l'informazione societaria. Le soluzioni raggiunte, molte delle quali maturate nel corso della presidenza italiana, riflettono delicati equilibri tra esperienze e strutture di mercato profondamente diverse.

Le direttive cosiddette di "nuova generazione" pongono particolare enfasi sul ruolo dell'Autorità di vigilanza e sui suoi poteri di indagine.

La direttiva sugli abusi di mercato richiede che all'autorità individuata come responsabile della sua attuazione venga affidato un ruolo "attivo" nella prevenzione, nell'accertamento e nella repressione degli abusi di mercato. Essa dovrà essere dotata di adeguati poteri di indagine, di poteri inibitori atti a far cessare eventuali violazioni, nonché del potere di adottare misure cautelari quali il sequestro di beni. Si tratta di poteri dei quali le principali Autorità estere sono già dotate da tempo.

Dovrà essere adeguato anche il sistema sanzionatorio, prevedendo sanzioni di natura amministrativa proporzionate, efficaci e sufficientemente dissuasive e la possibilità di ricorrere anche a "sanzioni reputazionali" e a misure di "dequalificazione" (*disqualification*) del soggetto che abbia violato le norme.

La direttiva sui prospetti comporterà l'abrogazione delle attuali norme del Tuf che consentono esenzioni dalla disciplina della sollecitazione all'investimento per le obbligazioni e gli altri prodotti offerti dalle banche.

Particolare rilievo assume l'adozione di standard comuni in materia di controlli sulle società di revisione e di principi contabili.

La Commissione ha recentemente presentato una proposta di direttiva che introduce un sistema di natura pubblica per la vigilanza sui revisori contabili e l'obbligo per le società di istituire un Comitato di controllo interno (*Audit Committee*) che verifichi l'attività dei revisori e l'adeguatezza dei controlli interni e dei sistemi di gestione del rischio.

Gli emittenti con titoli negoziati sui mercati regolamentati, a partire dal 2005, registreranno il

passaggio “epocale” dalle regole contabili nazionali a quelle internazionali: *International Accounting Standards (IAS)* / *International Financial Reporting Standards (IFRS)*. Si tratta di misure che potranno apportare benefici al processo di armonizzazione e integrazione dei mercati.

16. La nuova direttiva in materia di mercati e intermediari comporterà vantaggi in termini di maggiore competitività e apertura dei mercati. Particolare attenzione dovrà comunque essere posta nel recepimento degli istituti che, ponendo meno vincoli alle condotte degli intermediari, possono porre problemi nella tutela degli investitori.

La direttiva estende il novero dei servizi di investimento e dei servizi accessori. Introduce importanti modifiche nelle modalità di prestazione dei servizi, in relazione all’obbligo di realizzare le migliori condizioni possibili per il cliente (*best execution*); alla possibilità per le imprese di investimento di eseguire internamente gli ordini dei clienti (cosiddetta *internalizzazione*); alla previsione di norme sulla trasparenza “pre” e “post-negoziazione”.

L’introduzione della facoltà per l’investitore di richiedere all’intermediario la mera esecuzione e/o ricezione e trasmissione degli ordini dell’investitore (cosiddetta *execution only*) fa venir meno, in tale caso, l’obbligo dell’intermediario di assumere le informazioni sul cliente e di valutare l’adeguatezza degli investimenti eseguiti.

La diversificazione delle forme e delle strutture di negoziazione aumenterà gli elementi di concorrenza tra le funzioni dei mercati e degli intermediari rispetto a quelli di complementarità, finora prevalenti sul mercato italiano.

Il forte sviluppo dei mercati non regolamentati di titoli di debito sta inducendo le società di gestione a ridefinire le strategie di

crescita, al fine di attrarre scambi e strumenti attualmente negoziati su mercati non regolamentati (*over the counter*) e spesso solo “nominalmente” quotati su mercati regolamentati esteri. L’ordinamento potrebbe favorire questa azione, in considerazione della maggiore liquidità e trasparenza dei mercati regolamentati italiani.

Il venir meno degli obblighi di concentrazione e la possibilità di accesso diretto ai mercati da parte di alcune categorie di investitori avranno un impatto rilevante sull’industria dell’intermediazione mobiliare.

La negoziazione in conto terzi, i cui margini di redditività si sono progressivamente ridotti, è destinata a divenire un’attività a valore aggiunto solo se accompagnata dall’offerta di altri servizi, quali la ricerca e la consulenza. La pressione competitiva sarà meno intensa per le grandi banche, che potranno contare sulla domanda di servizi di negoziazione degli investitori istituzionali del gruppo. La sopravvivenza degli operatori indipendenti è invece messa in discussione: compito della regolamentazione è di garantire le condizioni per una equilibrata competizione fra operatori di dimensioni diverse.

La competizione fra mercati e intermediari tende a riproporre la centralità degli assetti di governo dei mercati regolamentati. La quotazione delle società di gestione, contribuendo ad ampliare e a diversificare la compagine azionaria, può alleviare i conflitti di interessi derivanti dal ruolo degli intermediari-clienti negli assetti di controllo dei mercati. La Consob è favorevole a tale evoluzione, come in più occasioni ha dichiarato: è necessario però creare la cornice giuridica necessaria a evitare le contraddizioni insite in un processo di “auto-quotazione” che, in quanto tale, non può essere considerato conforme ai principi del nostro ordinamento giuridico.

Una delle reazioni delle borse al nuovo scenario è stato il consolidamento tra le strutture di negoziazione e quelle di liquidazione e compensazione. Nel nostro Paese si è affermato un modello di integrazione verticale, così come in altri paesi dell'Europa continentale. In ambito europeo non vi è un quadro regolamentare uniforme; la Commissione Europea ha solo individuato le principali aree su cui realizzare un livello minimo di armonizzazione. Le caratteristiche di monopolio naturale dei servizi di liquidazione e compensazione non sono incompatibili con assetti proprietari privati, ma è necessario evitare che esse ostacolino la competizione tra mercati regolamentati diversi e tra mercati regolamentati e altre piattaforme di negoziazione.

Le risposte alle crisi

17. Il quadro normativo disegnato dalle riforme legislative degli anni '90, culminate nel Tuf, ha contribuito a migliorare l'efficienza del mercato e a offrire maggiore garanzia di tutela dell'investitore e dell'azionista. Rimanevano peraltro alcune contraddizioni irrisolte nell'architettura giuridico-normativa delle funzioni di vigilanza e nell'attribuzione delle competenze e una generale debolezza degli strumenti di indagine e dei presidi sanzionatori.

Oggi si ripropone l'esigenza di riconsiderare le questioni rimaste aperte. L'evoluzione del mercato e l'intensificarsi delle iniziative di definizione di nuove regole e standard nelle sedi sovranazionali vanno nella stessa direzione.

È necessario che tale esigenza trovi risposte tempestive e incisive. L'obiettivo di restituire fiducia al mercato richiede interventi volti a razionalizzare il quadro normativo, a rafforzare gli incentivi a comportamenti coerenti con la trasparenza e la correttezza del mercato, a rendere

più efficaci gli strumenti e le procedure di vigilanza.

Nel disegnare la strategia di riforma occorre peraltro tener conto di vincoli e opportunità.

Entrambi si manifestano nella crescente esigenza di convergenza e coordinamento a livello sovranazionale, nella definizione delle regole e degli standard di comportamento e nell'affinamento e potenziamento delle attività di vigilanza (*enforcement*).

L'internazionalizzazione del contesto di riferimento costituisce quindi una necessità per le scelte nazionali; essa influenza la capacità competitiva del sistema finanziario ed economico e gli strumenti di tutela degli investitori.

Vincoli e opportunità si presentano anche rispetto all'esigenza di favorire il ricorso delle imprese al mercato dei capitali: se l'innalzamento degli standard qualitativi del mercato rappresenta una condizione necessaria per evitare crisi di fiducia, occorre considerare che elevati costi aggiuntivi, legati allo *status* di società quotata o comunque "aperta", possono innalzare ulteriormente il già elevato "scalino" del passaggio al mercato.

Il mercato azionario italiano si caratterizza per le sue limitate dimensioni e per la scarsa rappresentatività del tessuto imprenditoriale del Paese. Tra il dicembre 2002 e fine aprile 2004, il numero di società quotate sull'insieme dei mercati regolamentati, già limitato, si è ridotto di 22 unità, con solo 4 nuove società quotate nell'intero periodo. La capitalizzazione delle società domestiche, pari a circa 488 miliardi di euro a fine 2003 e salito a 498 a fine maggio 2004, continua ad essere inferiore a quella registrata negli altri principali mercati azionari internazionali.

Gli effetti delle regole sugli incentivi alla quotazione meritano una considerazione particolarmente attenta per quanto riguarda la

situazione italiana. Una adeguata graduazione delle regole deve tener conto che le esigenze di tutela degli investitori assumono valore anche in una prospettiva dinamica. Lo sviluppo e l'allargamento del mercato possono giocare un ruolo positivo nel migliorare la trasparenza e nel favorire comportamenti coerenti con l'integrità del mercato stesso.

La vitalità del settore delle piccole e medie imprese costituisce una potenzialità finora in gran parte inespressa per lo sviluppo del mercato dei capitali italiano. Il superamento degli ostacoli, di natura culturale e normativa, al finanziamento attraverso il mercato costituisce quindi obiettivo prioritario per favorire la loro crescita dimensionale e lo sviluppo dell'economia.

18. La riforma del quadro normativo, necessaria per rispondere alla crisi di fiducia e per adeguare il nostro sistema all'evoluzione del contesto internazionale, richiede una strategia di intervento articolata; occorre incidere sull'architettura del sistema di vigilanza, sulla definizione di nuove regole specifiche atte a modificare comportamenti e funzioni per i quali sono emerse le principali criticità, sulla disponibilità e sull'efficacia dei poteri di accertamento e degli strumenti sanzionatori.

Si tratta di aspetti di ampio rilievo, oggi in fase di discussione presso il Parlamento in sede di esame del disegno di legge unificato recante interventi per la tutela del risparmio.

Riguardo all'architettura del sistema di vigilanza, l'attuale legislazione non definisce in modo chiaro e netto una ripartizione delle competenze per finalità. Prodotti analoghi beneficiano di trattamenti diversi e l'esperienza dell'Autorità competente in materia di trasparenza e correttezza non è compiutamente impiegata.

Elementi di non completezza persistono con riferimento alla sollecitazione del pubblico risparmio: le obbligazioni bancarie e alcuni prodotti assicurativi con caratteristiche spiccatamente finanziarie sono esclusi dalla disciplina dell'obbligo di prospetto; al collocamento dei prodotti finanziari, anche di tipo bancario e assicurativo, non riconducibili alla fattispecie legale di "strumenti finanziari" non si applica la disciplina della trasparenza e della correttezza; nei controlli sui fondi comuni di investimento e sui fondi pensione, alcune competenze in materia di trasparenza e correttezza sono sottratte alla Consob.

La completa attuazione di un modello di vigilanza per finalità rappresenta un obiettivo da realizzare.

19. La progressiva integrazione dei diversi comparti e delle diverse attività del mercato finanziario richiede anche che si rafforzi la collaborazione e il coordinamento tra le Autorità che svolgono funzioni di vigilanza sul mercato finanziario nazionale. Tale esigenza suggerisce l'estensione dei doveri di collaborazione, con la previsione di forme sistematiche e tempestive di condivisione delle informazioni in possesso delle diverse Autorità. Va in questa direzione l'istituzione, prevista dal disegno di legge unificato, di un apposito comitato come sede permanente di coordinamento tra le Autorità.

L'esperienza maturata in questi anni consente di individuare nella collaborazione e nella cooperazione internazionale uno strumento essenziale di vigilanza.

La possibilità di farvi ricorso presuppone che l'Autorità di vigilanza risponda a requisiti di indipendenza e di responsabilità, stabiliti a livello internazionale dalla Iosco – *International Organization of Securities Commissions*

(l'organizzazione mondiale delle Autorità di vigilanza sui mercati finanziari) e dalle direttive di settore, e presuppone altresì che sia assicurata la confidenzialità delle informazioni ricevute.

Anche per tali ragioni è necessario che nel processo legislativo di riforma tali condizioni siano salvaguardate e venga puntualmente definita una appropriata regolamentazione del segreto d'ufficio.

20. Per quanto riguarda il governo delle società quotate, la riforma del diritto societario e le norme di coordinamento con il Tuf hanno ridisegnato l'attribuzione delle funzioni degli organi deputati al controllo, favorendo una proficua dialettica con le Autorità di vigilanza.

Rispetto a questi temi, l'intervento riformatore dovrebbe essere incentrato su alcune linee-guida coerenti con le esigenze manifestatesi e con l'evoluzione del mercato finanziario.

Tali linee, peraltro in ampia misura considerate nel disegno di legge in discussione, si possono così sintetizzare:

- rafforzare l'indipendenza e i poteri delle funzioni di controllo;
- rafforzare i controlli e la trasparenza sulle operazioni con parti correlate e sull'uso di società domiciliate nei cosiddetti paradisi fiscali e legali;
- prevedere, in linea con l'evoluzione internazionale, adeguati requisiti di professionalità, standard di correttezza di comportamento e appropriate regole di trasparenza per l'attività degli analisti finanziari e delle società di *rating*;
- rendere più efficaci i limiti quantitativi all'emissione di obbligazioni previsti dall'art. 2412 c.c., riferendoli ai debiti incorporati in titoli obbligazionari consolidati a livello di gruppo e alle garanzie fornite dalla capogruppo;

- limitare la cessione al pubblico di titoli oggetto di collocamento privato, prevedendo un divieto, per un determinato periodo, di vendita al pubblico di tali strumenti da parte degli investitori istituzionali (il cosiddetto *holding period*) o prevedendo altre forme di garanzia.

21. Il rafforzamento del quadro legislativo dovrà investire l'intero sistema di vigilanza, inteso sia come capacità di accertamento dei fatti e di acquisizione delle informazioni sia come apparato sanzionatorio vero e proprio.

È necessario recepire urgentemente la normativa europea sugli abusi di mercato e attribuire all'Autorità di vigilanza appropriati poteri di indagine e repressione.

Tali poteri appaiono oggi limitati, specie in situazioni di particolare gravità in cui è necessario accertare tempestivamente irregolarità o violazioni di norme rilevanti per la tutela del pubblico risparmio.

Il vigente regime sanzionatorio deve essere reso maggiormente dissuasivo; l'entità delle pene è troppo spesso esigua in rapporto alla gravità delle condotte cui sono associate.

Anche la procedura per l'irrogazione delle sanzioni potrebbe utilmente essere resa meno complessa e onerosa, concentrandola interamente presso la Consob, ferma restando la necessaria separazione fra funzioni istruttorie e funzioni volte all'applicazione delle sanzioni. È inoltre opportuno prevedere che la responsabilità faccia capo alla persona giuridica, con introduzione generalizzata dell'obbligo di rivalsa nei confronti degli esponenti aziendali alla cui condotta sono imputabili le violazioni accertate.

Sul piano reputazionale l'effetto dell'accertamento di condotte illecite deve essere dilatato, prevedendo la divulgazione da parte della

Consob della sussistenza di violazioni anche nell'ipotesi in cui il procedimento sanzionatorio non giunga a conclusione a seguito di oblazione o eliminando tale possibilità, almeno nelle ipotesi di maggior gravità.

Anche l'ampliamento dell'uso di sanzioni interdittive, che presentano un alto grado di deterrenza, potrebbe produrre utili effetti.

Resta fermo il principio che la violazione delle regole nel pieno rispetto del diritto di difesa deve essere punita con sanzioni applicate effettivamente e in tempi rapidi.

22. Sempre in relazione ai possibili interventi di riforma, appare opportuna anche una riflessione riguardante il comportamento degli attori dell'industria dell'intermediazione.

Mentre appare evidente e opportuna la crescente attenzione attribuita dagli intermediari bancari agli aspetti di stabilità - attraverso l'effettuazione di investimenti in sistemi e procedure per il monitoraggio e la gestione dei rischi assunti in proprio con l'erogazione del credito - sino ad ora non si è registrata la dovuta attenzione nel garantire un più idoneo svolgimento dei servizi di investimento.

L'intermediazione mobiliare non può costituire solo uno strumento per migliorare la redditività complessiva degli intermediari bancari, ma richiede una chiara percezione, da tradursi anche in adeguati investimenti in risorse e formazione, della sua importanza e della sua specificità.

Tutti sono consapevoli della funzione essenziale che le banche svolgono - quali componenti del tessuto economico - per la vita e lo sviluppo del Paese. Il sistema bancario non mancherà di corrispondere alle nuove esigenze poste dalle trasformazioni in atto e darà risposte

adeguate e tempestive ai bisogni degli investitori e di quanti nel mercato operano.

23. L'*incipit* del nostro discorso ha avuto riguardo alle crisi societarie e ai problemi che le medesime hanno fatto emergere. Anche altri paesi - come gli Stati Uniti d'America - hanno dovuto vivere, prima di noi, il susseguirsi di scandali societari e finanziari, i quali hanno scosso la "fede assoluta" nel mercato. Nell'avviarsi al termine di questo intervento si ritiene affidare al mercato anche il compito di farsi portatore di una speranza, collegata a un valido impegno etico e dunque ad una responsabilità verso il futuro, per il da farsi (oltre che per il già fatto).

Il profitto costituisce senza dubbio l'indicatore e il regolatore della vita e della vitalità dell'impresa. Ma nulla di meno e neanche di più. Non si può subordinare la legittimazione sociale e giuridica dell'impresa soltanto al profitto e considerare ogni altro valore coinvolto nell'attività di impresa (il rapporto col pubblico, con la proprietà, con il lavoro) come ad esso subordinato. La libertà di iniziativa economica, del resto, non è solo un valore economico, ma è anche un valore della persona umana: come lo è il lavoro; e impresa e lavoro sono anche impegni da svolgere al fine di "concorrere al progresso materiale e spirituale della società" (art. 4 Cost.).

Queste linee di riflessione sembrano trovarsi, in parte, nel recente progetto contenente disposizioni per la tutela del risparmio. Una maggiore trasparenza societaria e l'inasprimento delle sanzioni dovrebbero contribuire ad una dissuasione dall'inosservanza delle regole. Ma quel che più conta è l'intima convinzione della necessità di osservare norme di condotta, espressive di un irrinunciabile *ethos*, anzitutto individuale. E anche il mercato ha certamente

bisogno di una iniezione di etica: per la sua stessa efficiente, ma soprattutto umana, vitalità.

24. L'evoluzione del modello di vigilanza, in modo coerente con l'evoluzione delle dinamiche competitive del mercato e con le criticità emerse dagli eventi che si sono manifestati recentemente, richiede un ampliamento dei fenomeni da considerare e più complesse attività di monitoraggio. Nuove esigenze di controllo deriveranno dalle innovazioni legislative e regolamentari, originate dalla evoluzione della legislazione comunitaria e da iniziative di coordinamento internazionale. Rispetto a tali esigenze, le risorse attualmente a disposizione della Consob non appaiono sufficienti. Peraltro l'elevata professionalità anche del personale più giovane è spesso causa di acquisizione da parte di operatori del mercato, tanto che dal 1° gennaio 2003 ad oggi ben 27 unità hanno rassegnato le dimissioni per assumere posizioni di rilievo, non soltanto retributivo.

Se può essere motivo di compiacimento la considerazione che giovani formati in Consob siano ricercati dal mercato, è causa di preoccupazione la constatazione della consistenza del deflusso, a cui la normativa attuale non

consente adeguato e rapido rimedio. Si aggiunge a ciò il fatto che la scarsità di risorse è aggravata da attività "straordinarie" che la gestione delle situazioni di crisi, senza precedenti per numero e intensità, ha reso e rende ancora necessarie.

La gravità della situazione è stata più volte rappresentata anche con la motivata richiesta di interventi di urgenza, la cui specifica finalità era e resta l'esigenza di un assetto organizzativo e di una dotazione di mezzi adeguata ai compiti attribuiti all'Istituto.

A tale esigenza si aggiunge l'obbligo di recepimento della direttiva sugli abusi di mercato, previsto entro il prossimo 12 ottobre.

Nel nuovo contesto in cui l'operare degli Organismi internazionali sta assumendo un ruolo ben più attivo che in passato, e sta ponendo le basi di una normazione comune e cogente, non appare quindi più differibile un intervento legislativo diretto a potenziare i poteri della Consob, nonché le sue risorse, in uomini e mezzi. Del resto, la prima reazione ai casi di crisi verificatisi nel mercato statunitense è stata proprio quella di moltiplicare le risorse a disposizione della Sec, come premessa necessaria agli ulteriori interventi di riforma normativa del sistema, peraltro attuati con determinazione e in tempi non lunghi.

Signor Ministro, Autorità, Signore e Signori,

nella giornata di oggi cade il trentennale della legge n. 216/1974 di conversione in legge del decreto istitutivo della Consob. In questi anni profondi cambiamenti hanno investito il suo assetto istituzionale; si è parlato, a questo proposito, di successione cronologica di più Consob. Costante è stato, nel tempo, il suo impegno per adeguare il sistema alle nuove esigenze poste dai mercati in continua evoluzione. La avvertita necessità di un suo adeguamento risponde ad esigenze presenti anche nella disciplina di altri paesi, non solo quale conseguenza di vicende dolorose, ma anche e principalmente come esigenza di recepimento di direttive europee e di allineamento a principi internazionali tendenti a una normazione comune o quantomeno compatibile.

La Consob non ha mancato di rendere conto del proprio operato e di fornire il proprio contributo di analisi nelle competenti sedi del Parlamento, partecipando, a partire dall'ottobre scorso, a cinque audizioni parlamentari sulle questioni oggi all'attenzione; ha risposto con tempestività alle richieste di pareri e di contributi riguardanti la disciplina del disegno di legge unificato per la tutela del risparmio; ha partecipato, quando invitata, a riunioni del Cidr fornendo e acquisendo i consentiti contributi di conoscenza; ha partecipato e partecipa al Comitato di sicurezza finanziaria e alle numerose riunioni in ambito internazionale, prime tra esse quelle del Cesr e della Iosco; presiede altresì il Comitato per la predisposizione di una nuova normativa riguardante i Fondi comuni. In ambito internazionale, l'azione della Consob riscuote apprezzamento e riconoscimento; lo dimostrano gli esiti della recente assemblea della Iosco tenutasi ad Amman, che ha confermato per il prossimo biennio la presenza della Autorità italiana in seno al Comitato Esecutivo, organo di vertice dell'Organizzazione, e la co-presidenza ad essa affidata, unitamente alla Sec, della *Task Force* incaricata di analizzare la materia delle frodi finanziarie internazionali e di individuare le misure necessarie per prevenirle e contrastarle.

Nella continuità del suo agire la Consob ha rivolto il suo massimo impegno alla applicazione delle leggi e dei regolamenti con spirito amichevole e collaborativo verso il mercato e verso tutte le sue componenti; ma ha anche operato con la serena convinzione di dover svolgere sempre e con uguale metro di misura, improntato a neutralità, i suoi compiti, ben consapevole delle responsabilità che su di essa incombono nello svolgimento della missione che il legislatore le ha affidato.

L'Istituzione che ho l'onore di presiedere intende tenere ferma tale linea di comportamento, continuando a svolgere le sue funzioni "*nec spe nec metu*", nell'interesse della collettività, a tutela di tutte le sue componenti e, certo non da ultimo, di quella dei risparmiatori.

È garanzia di ciò l'alta professionalità del personale che in essa opera con particolare dedizione. L'Istituto è profondamente grato ai suoi dirigenti e al personale tutto.

RELAZIONE AL MINISTRO
DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE

La relazione che segue, riferita all'anno 2003, è stata predisposta dalla Commissione ai sensi dell'art. 1/1, comma 13, della legge 7 giugno 1974, n. 216, che prevede la trasmissione al Ministro dell'Economia e delle Finanze, entro il 31 marzo di ciascun anno, di una relazione sull'attività svolta dall'Istituto, sulle questioni in corso e sugli indirizzi e le linee programmatiche che intende seguire.

*Le questioni in corso e le linee di indirizzo a
fronte delle crisi societarie e dell'evoluzione
normativa a livello internazionale*

LE CRISI SOCIETARIE E LA FIDUCIA NEI MERCATI

Introduzione

La fiducia del mercato è stata profondamente scossa nel corso del 2003 da una serie di eventi legati ad alcune crisi societarie che, per la dimensione delle attività coinvolte e per la gravità delle patologie manifestate, non hanno precedenti nella storia recente del nostro paese. Sebbene casi di frodi finanziarie siano emerse anche negli anni passati, le crisi delle società Parmalat, Cirio e di alcune altre società quotate hanno rappresentato, con una scala di gravità collegata alla loro dimensione, casi che hanno interessato trasversalmente tutti i principali aspetti del funzionamento del mercato.

A differenza del passato, questi casi hanno coinvolto non solo il mercato azionario e quello del credito bancario, ma anche il mercato delle obbligazioni societarie che in Italia ha avuto consistente sviluppo solo negli ultimi anni. Ciò ha allargato i confini della crisi di fiducia al rapporto dei risparmiatori con gli intermediari finanziari che hanno partecipato al collocamento delle obbligazioni tra il pubblico, rapporto su cui hanno inciso negativamente anche altri episodi critici quali il collocamento di titoli di stato argentini e di prodotti finanziari strutturati in modo potenzialmente fuorviante delle scelte di investimento, come nel caso di prodotti “complessi” collocati da Banca 121.

Nonostante la natura pervasiva dei fenomeni di crisi – il più grave dei quali, Parmalat, dovuto a frodi internazionali – la stabilità complessiva dei mercati non ne ha risentito in misura sostanziale, rivelandosi contenuti gli effetti di contagio: l’impatto delle crisi societarie sul mercato azionario italiano è stato limitato fondamentalmente ai titoli interessati, con un parziale coinvolgimento, soprattutto in termini di

volatilità, dei titoli delle banche maggiormente esposte. Per quanto riguarda il mercato delle obbligazioni societarie italiane, gli emittenti con elevato grado di affidabilità non hanno subito effetti significativi e generalizzati sui rendimenti, né in corso di anno sono stati ostacolati nei collocamenti anche di grandi dimensioni.

Più rilevanti potrebbero essere gli effetti di medio-lungo periodo sullo sviluppo dei mercati e sul finanziamento delle imprese, in particolare se si determinasse una generalizzata crisi di fiducia, con conseguente aumento del costo del capitale e una possibile riduzione della disponibilità di credito che danneggerebbe soprattutto le imprese di minori dimensioni e con più accentuate dinamiche di crescita. Alcuni segnali di difficoltà per queste categorie di imprese si stanno manifestando sia nel mercato obbligazionario sia in quello del credito bancario.

I problemi emersi non sono comunque limitati al mercato italiano, in quanto si sono presentati, pur con connotazioni diverse, in quasi tutti i principali paesi, e non sono interpretabili in un’ottica esclusivamente nazionale. I casi Parmalat e Cirio in particolare, così come quelli di molte altre grandi multinazionali, evidenziano una dimensione globale delle criticità, collegata alla scala internazionale su cui operano sia gli emittenti, nella definizione delle loro strategie industriali ma soprattutto finanziarie, sia i soggetti che, in qualità di intermediari finanziari o di fornitori di servizi di verifica, consulenza o analisi delle informazioni, svolgono attività funzionali alla realizzazione di tali strategie e al funzionamento del mercato internazionale dei capitali.

In tutti i principali mercati si sono manifestati infatti fenomeni di crisi emblematici di una generalizzata inadeguatezza degli attuali

impianti normativi e di funzionamento dei mercati a governare adeguatamente l'evoluzione dei comportamenti degli emittenti e dei meccanismi allocativi del risparmio, in un quadro di crescente globalizzazione delle strategie e di crescente importanza delle attività finanziarie. Tali difficoltà hanno coinvolto i diversi modelli di *corporate governance* delle società, che caratterizzano i vari modi attraverso i quali si articola la dialettica tra proprietà e controllo, e i diversi modelli di sistema finanziario, che caratterizzano le varie composizioni tra intermediari e mercati nell'allocazione del risparmio.

Le drammatiche crisi di società americane degli anni recenti hanno evidenziato le debolezze di modelli societari caratterizzati da ridotta concentrazione proprietaria e dalla predominanza di forme di controllo di natura manageriale in un contesto di forte orientamento al mercato sia per il finanziamento delle imprese che per gli investimenti del risparmio diffuso. Le crisi delle società dei paesi dell'Asia e dell'Europa continentale, tra cui quelle italiane, portano in evidenza le criticità di modelli che, pur fortemente differenziati, presentano caratteristiche analoghe in termini di ruolo determinante degli azionisti di controllo nella conduzione delle società e degli intermediari, soprattutto di natura bancaria, nella gestione dei flussi finanziari.

Le diversità strutturali che sottendono i vari modelli influenzano le modalità con le quali le crisi si manifestano, le specifiche patologie che emergono, le possibili misure concrete di riforma. Ciò che però appare comune è una generalizzata carenza nei meccanismi di controllo endogeni al sistema in presenza di fenomeni fraudolenti, carenza che si manifesta in particolare nel funzionamento dei servizi di filtro, verifica e valutazione delle informazioni che alcune categorie di soggetti sono tenute a fornire.

Si tratta di un particolare "fallimento" del mercato, che è stato definito *gatekeeper failure* (fallimento dei guardiani) in quanto coinvolge i "guardiani" del sistema di informazione societaria che agiscono a vari livelli e in varie fasi del rapporto tra imprese e mercati. Si tratta di soggetti che partecipano dall'interno alla vita societaria con funzioni di controllo sull'operato dei manager, come gli amministratori non esecutivi, gli amministratori indipendenti e, nel caso italiano, i sindaci o sulla qualità dell'informativa contabile, come i revisori; di soggetti esterni che valutano il merito di credito delle società, come le società di *rating*, che forniscono giudizi sulle loro prospettive economico-finanziarie anche su base comparativa, come gli analisti finanziari, che valutano la correttezza di specifiche operazioni, come le banche d'investimento e gli *sponsor*; di soggetti che forniscono servizi di gestione o di negoziazione per il pubblico, come gli *asset manager* e i *broker*, in Italia prevalentemente di natura bancaria o appartenenti a gruppi bancari.

In tale contesto, anche l'attività delle Autorità di vigilanza è resa più complessa e difficoltosa, a causa del venire meno dell'affidabilità dei controlli di primo livello e di quelli operati dal mercato, che sono un presupposto importante dell'efficacia dei controlli pubblici svolti dalle Autorità.

I compiti e le funzioni di tutte queste categorie di soggetti sono complementari, perché nessuno di essi dispone di un'informazione completa e ognuno dipende in qualche modo dalla qualità delle funzioni esercitate dagli altri. Si tratta quindi di un "sistema" di controlli che, nell'articolazione delle funzioni e delle responsabilità, è volto a garantire l'obiettivo di una qualità adeguata dell'informativa societaria.

La pluralità di soggetti coinvolti nelle funzioni di controllo dovrebbe favorire l'emergere di segnali di allerta; d'altra parte la loro

complementarità comporta il rischio che il “fallimento” di una di queste funzioni possa compromettere l’efficacia delle altre, soprattutto se il fallimento avviene in una delle funzioni fondamentali per la creazione dell’informativa societaria, come nel caso della funzione di revisione dell’informativa contabile.

L’efficacia del sistema dei controlli è inoltre condizionata dalla natura dei soggetti coinvolti: caratteristiche comuni a tali soggetti sono infatti quelle, da un lato, di essere soggetti privati la cui attività di controllo è remunerata dagli stessi soggetti sottoposti al controllo e di essere esposti a rilevanti conflitti di interessi; dall’altro, di basare la loro capacità competitiva, oltre che sull’efficienza dei servizi forniti e sulla concorrenzialità delle condizioni, sul loro cosiddetto capitale reputazionale, che dipende dal riconoscimento da parte del mercato dell’affidabilità delle loro funzioni primarie di controllo.

Esiste quindi un’intrinseca tensione tra i vincoli che possono condizionare l’efficacia delle funzioni endogene di controllo e la funzione disciplinatrice esercitata dalla attenzione al loro capitale reputazionale. È compito del quadro normativo e regolamentare e dell’azione di vigilanza orientare tale tensione verso il bene pubblico “tutela del risparmio” attraverso un’informazione affidabile e completa, intervenendo, laddove necessario, sul sistema degli incentivi cui rispondono i diversi soggetti.

Il sistema di incentivi muta però in conseguenza dell’evoluzione delle strutture e delle condizioni competitive del mercato e in alcune fasi il mutamento può essere tale da alterare in profondità gli equilibri e le compatibilità fino ad allora prevalenti. Anche il quadro normativo e regolamentare e l’attività di vigilanza devono quindi essere costantemente adeguati per rispondere efficacemente all’evoluzione del contesto di riferimento.

I casi di crisi che si sono verificati in quest’ultimo anno in Italia rappresentano un chiaro segnale della presenza di rilevanti debolezze nel sistema degli incentivi e di una inefficace relazione con il quadro normativo e regolamentare. In tale contesto anche l’attività di vigilanza può risultare inefficace soprattutto perché su di essa gravano limiti derivanti da contraddizioni preesistenti nell’architettura giuridico – normativa delle funzioni e nell’attribuzione delle competenze, nonché dalla più volte segnalata debolezza di alcuni strumenti di indagine e degli esistenti presidi sanzionatori.

Si rende pertanto necessario un rafforzamento dell’impianto regolamentare e dell’attività di vigilanza che punti a restituire fiducia al mercato. Ciò richiede un complesso di interventi che incidano sulla definizione delle regole e degli standard di comportamento, che consentano l’adozione di procedure adeguate di sorveglianza e la realizzazione di efficaci attività di *enforcement*. Occorre anche un’attività di *investor education* tale da elevare il grado di consapevolezza dei risparmiatori nelle scelte d’investimento.

Considerata la natura globale delle criticità che le varie crisi hanno manifestato, appare sempre più importante favorire una convergenza a livello internazionale delle strategie di intervento. Questo è vero soprattutto a livello europeo, nella prospettiva di realizzazione di un mercato unico dei servizi finanziari, ma anche nel quadro di una più generale cooperazione e collaborazione internazionale su base bilaterale e negli organismi di coordinamento multilaterale.

Alcuni dei principali problemi che si sono manifestati nelle crisi italiane, comuni peraltro alle crisi di società di molti altri paesi, richiedono un approccio sovranazionale sia perché le normative nazionali non dispongono di adeguati strumenti di

enforcement, sia per evitare fenomeni di arbitraggio regolamentare.

La crescente complessità del funzionamento del mercato e dell'articolazione delle funzioni, se da un lato rappresenta un elemento che rende più difficile la funzione regolatrice e di vigilanza, dall'altro genera una sempre maggiore capacità di analizzare e interpretare le informazioni presenti sul mercato e conseguentemente di produrre "segnali" che possano indicare tempestivamente i prodromi di fenomeni di crisi. In tale quadro, le Autorità di vigilanza sono chiamate a uno sforzo eccezionale, non solo e non tanto per fronteggiare le crisi manifestatesi, quanto per individuare con tempestività i segnali che il mercato produce, spesso in maniera non coerente e univoca, al fine di rilevare tempestivamente l'emergere dei problemi e farvi fronte con gli interventi necessari per garantire la completezza e la simmetria informativa. Le crisi recenti possono insegnare molto in questo senso e la Consob, pur nella convinzione dell'esigenza di urgenti interventi riformatori di più ampio respiro, ritiene necessario affinare la strategia di vigilanza e la capacità di "ascoltare il mercato".

Per implementare tale strategia sono però necessarie risorse e strumenti gestionali e organizzativi adeguati. La flessibilità, lo sviluppo delle professionalità, la capacità di adattamento al nuovo sono condizioni per poter svolgere con efficacia i propri compiti istituzionali in un contesto, quale quello dei mercati finanziari, caratterizzato da innovazione continua e dalla naturale tendenza a superare i confini tradizionali delle attività di intermediazione e di fornitura di servizi finanziari.

Ancor più e ancor prima necessitano, però, tempestivi e adeguati interventi legislativi che, similmente a quanto attuato negli Usa con l'emanazione del *Sarbanes Oxley Act*, dimostrino a tutti e in particolare a quanti operano nei mercati,

l'intendimento univoco, forte e chiaro di voler ricercare e adottare ogni possibile intervento al fine di impedire il ripetersi di vicende produttive di danni, specie per gli investitori, e tali da scuotere la fiducia nel sistema.

Tali interventi – unitamente alla riforma del diritto societario e al suo coordinamento con la disciplina del Tuf, nonché al recepimento delle direttive comunitarie, la prima delle quali (sugli abusi di mercato) deve essere attuata entro il prossimo mese di ottobre e le altre non oltre il biennio successivo – potranno fornire a coloro che operano, a vario titolo, nei mercati, gli strumenti necessari per evitare il ripetersi di gravissime crisi societarie. Nel fare ciò occorre in particolare porre fine alle esistenti e più volte segnalate lacune, alcune delle quali di rilevante pericolosità, riguardanti in special modo l'area dei conflitti di interessi all'interno delle società e delle funzioni di controllo esterno, nonché quelle concernenti l'attività degli analisti finanziari, senza tralasciare di segnalare la modesta efficacia deterrente dei sistemi sanzionatori e i limiti dei poteri ispettivi e di acquisizione tempestiva di dati e notizie di cui attualmente è dotata la Consob.

In tale contesto, la Consob ha più volte segnalato l'esigenza di un rilevante potenziamento delle risorse disponibili, sia finanziarie che umane, per poter far fronte alla crescente complessità dei fenomeni, alle conseguenti maggiori esigenze di tutela degli investitori e ai compiti aggiuntivi che alla Consob stessa attribuiscono le innovazioni nelle regole, soprattutto in conseguenza della legislazione comunitaria e delle altre iniziative di coordinamento internazionali, prima tra tutte la Iosco.

Il caso Parmalat

Il caso Parmalat ha rappresentato, per entità del gruppo, volume di risparmio colpito, numero e

dimensione internazionale dei soggetti coinvolti, la crisi societaria più rilevante che ha colpito il mercato italiano da molti anni a oggi.

Parmalat Finanziaria spa, la holding del gruppo quotata, è una società controllata per il 51 per cento dalla famiglia Tanzi. Il gruppo Parmalat, attivo essenzialmente nel settore alimentare, opera in 30 Paesi, attraverso un sistema di circa 250 controllate. Esso impiega oltre 36.000 dipendenti in tutto il mondo.

La capitalizzazione di borsa di Parmalat Finanziaria era, al 30 settembre 2003, di circa 2.187 milioni di euro, pari allo 0,5 per cento del totale della capitalizzazione del mercato; il titolo Parmalat era presente nell'indice delle blue-chip (Mib30), dove era stato inserito a partire dal gennaio 2003 dopo averne già fatto parte dal 1994 al 1999. Al momento della sospensione dalle quotazioni, avvenuta in data 23 dicembre 2003, la capitalizzazione del titolo Parmalat era scesa a circa 90 milioni di euro, perdendo quindi il 96 per cento del proprio valore.

Il fatturato consolidato del gruppo era, in base all'ultimo bilancio "ufficiale" del 2002, pari a 7,6 miliardi di euro e, nei primi 9 mesi del 2003, pari a 5,4 miliardi di euro. (Tali valori sono stati successivamente "corretti" da un rapporto della PricewaterhouseCoopers – società di revisione incaricata dal nuovo management del gruppo – rispettivamente in 6,2 e 4,2 miliardi di euro, dopo aver realizzato aggiustamenti relativi a voci di bilancio non veritiere o inesistenti).

L'indebitamento e la liquidità, pari rispettivamente a 2,5 miliardi di euro e 1,5 miliardi di euro a fine 1997, sono saliti rispettivamente a 6 e 3,7 miliardi di euro a fine settembre 2003. L'indebitamento finanziario netto non risultava, di conseguenza, particolarmente elevato: nel periodo 1997-2003 esso è variato infatti tra 1 e 2,8 miliardi di euro.

La struttura finanziaria della società e del gruppo si presentava quindi – sulla base delle evidenze risultanti dai bilanci – caratterizzata sia da un elevato indebitamento sia da un elevato livello di liquidità. Gli eventi successivi hanno poi mostrato come tali valori non fossero veritieri, a

causa della presenza di pesanti falsificazioni della documentazione e dei dati contabili. Una parte consistente dei debiti finanziari era inoltre rappresentata da prestiti obbligazionari; si trattava di 27 emissioni di cui solo tre quotate in Italia e per le quali è stato quindi presentato un prospetto.

Il citato rapporto della PricewaterhouseCoopers ha riscontrato, a fine settembre 2003, a fronte di un ammontare di liquidità "trascurabile", un indebitamento finanziario consolidato pari a 14,5 miliardi di euro; l'indebitamento finanziario netto "effettivo" (debiti finanziari meno attività finanziarie) risultava pertanto pari a circa 14 miliardi di euro, rispetto ai circa 2,3 miliardi di euro evidenziati nella trimestrale del gruppo al 30 settembre 2003. In tale ambito, l'indebitamento costituito da prestiti obbligazionari emessi dal gruppo ammontava, a fine settembre 2003, a circa 7,7 miliardi di euro, al terzo posto per volume di emissioni tra i gruppi quotati italiani. L'indebitamento obbligazionario risultante dai dati trimestrali consolidati del gruppo Parmalat, al 30 settembre 2003, era invece nettamente inferiore, e pari a circa 4 miliardi di euro. Anche con riferimento all'indebitamento bancario sono emerse notevoli differenze tra i dati effettivi e quelli riportati nei bilanci di Parmalat: al 30 settembre 2003, dopo gli aggiustamenti relativi a voci inesistenti o false, il "reale" indebitamento bancario consolidato di Parmalat è risultato pari a circa 6,8 miliardi di euro, rispetto ai 2 miliardi di euro riportati nella relazione trimestrale.

L'andamento del titolo Parmalat Finanziaria negli anni precedenti la crisi, così come in concomitanza della stessa, non mostrava tendenze anomale significative, né in termini di riduzione del prezzo né in termini di incremento della volatilità del titolo, se non in alcuni giorni del febbraio 2003 e nella fase finale, ai primi di dicembre 2003, quando l'insolvenza del gruppo è emersa in tutta la sua gravità in conseguenza della costante pressione della Consob.

Considerando il triennio compreso tra l'inizio del 2000 e la fine del 2003, una variazione significativa

si era verificata a partire dal maggio 2002 quando, nell'arco di 6 mesi, il titolo Parmalat subiva un calo di oltre il 30 per cento, passando da 3,9 euro a 2,5 euro, perdendo quindi i guadagni accumulati nei 2 anni precedenti. Nello stesso periodo, l'indice Mibtel perdeva circa il 19 per cento. Successivamente, soprattutto a seguito della reazione negativa del mercato alla decisione del gruppo di emettere un bond convertibile, destinato a investitori istituzionali, di importo compreso tra 300 e 500 milioni di euro, il prezzo scendeva a 1,3 euro a metà marzo 2003, perdendo un ulteriore 48 per cento, a fronte di un ribasso del Mibtel del 18 per cento. Tale riduzione, pur molto rilevante nella sua entità, è stata tuttavia solo temporanea in quanto, dopo un incontro del management del gruppo con gli analisti finanziari, il mercato ha reagito positivamente alle notizie fornite sui piani di sviluppo e sulla gestione finanziaria, e il titolo è risalito sino a raggiungere circa 3 euro nell'agosto 2003, mostrando un andamento largamente più positivo rispetto a quello del Mibtel (+130 per cento rispetto a +22 per cento).

Nella fase più "acuta" della crisi gli effetti sul mercato azionario sono stati ovviamente molto pesanti per il titolo Parmalat Finanziaria, ma relativamente limitati per il resto del mercato: a fronte di un crollo del titolo Parmalat, che ha perso circa il 96 per cento del suo valore nel quarto trimestre 2003 fino al momento della sospensione dalle negoziazioni, sia l'indice generale di Borsa, sia il Mib30, sia l'indice settoriale dei titoli bancari – particolarmente sensibili all'evoluzione negativa degli eventi a causa della loro esposizione sul gruppo Parmalat – non hanno mostrato sensibili riduzioni nel quarto trimestre 2003 e nella fase più acuta della crisi Parmalat. Anche i prezzi dei titoli delle banche italiane più esposte sul titolo non hanno avuto sensibili riduzioni. Si è invece significativamente accresciuta la volatilità del mercato azionario e in particolare quella dei titoli bancari.

Il titolo Parmalat godeva inoltre di un'ampia copertura sia negli studi degli analisti delle più importanti banche d'affari italiane ed estere, sia da parte delle società di rating. Gli studi hanno riportato valutazioni non negative sul titolo Parmalat fino al settembre 2003, con una sola eccezione. Con riguardo ai giudizi sul merito di credito, il gruppo Parmalat era "coperto"

dall'agenzia di rating Standard&Poor's, che ha mantenuto un giudizio di titolo non speculativo (*investment grade*) fino al 9 dicembre 2003, annunciando una possibile revisione al ribasso solo nel novembre 2003.

Per quanto concerne il primo aspetto, nel solo 2003 sono stati rilevati su Parmalat 90 studi da parte di 22 intermediari bancari. Nel corso dell'anno, i giudizi di Buy e di Hold sul titolo sono stati rispettivamente 41 e 29, costituendo complessivamente il 78 per cento del totale degli studi prodotti. I giudizi di Sell sono stati invece "solo" 14 (il 15 per cento del totale), 7 dei quali sono stati prodotti negli ultimi 2 mesi dell'anno, quando la crisi stava emergendo nella sua gravità, mentre per 6 studi non era fornita alcuna indicazione di giudizio. Inoltre, i giudizi di Sell nel 2003 provengono "solo" da 3 intermediari su 22 che coprivano il titolo, e solo 1 di essi aveva emesso un giudizio di Sell nel primo semestre del 2003. L'analisi dei downgrading e degli upgrading – cioè degli studi che hanno cambiato il loro giudizio nel corso del 2003 – conferma i risultati appena descritti: le variazioni al ribasso del giudizio sono state 11 (il 12 per cento del totale), mentre 77 studi (l'86 per cento) hanno mantenuto un giudizio inalterato, e 2 studi (prodotti nel primo semestre dell'anno) hanno migliorato il giudizio sul titolo Parmalat. È importante rilevare che anche negli ultimi 2 mesi del 2003 i giudizi di Buy e di Hold prevalgono sui Sell (11 studi rispetto a 7) e gli studi con giudizio invariato sono superiori a quelli con downgrading (16 studi rispetto a 6).

Con riguardo ai giudizi sul merito di credito l'agenzia di rating Standard&Poor's ha emesso per la prima volta un rating il 15 novembre 2000: BBB- a lungo termine e A-3 a breve termine. Successivamente, Standard&Poor's non ha modificato il giudizio su Parmalat, se non quando la crisi si è manifestata in tutta la sua gravità: fino ai primi di dicembre 2003, infatti, le sole variazioni riguardano l'outlook – cioè le prospettive di evoluzione del rating – che viene mutato da stabile a positivo il 13 giugno 2002 e riportato da positivo a stabile il 15 settembre 2003. Dopo tale data, Standard&Poor's mette in "Watch negativo" (cioè sotto osservazione finalizzata a un possibile downgrading del giudizio di rating) il titolo Parmalat l'11 novembre 2003 e solo il 09 dicembre 2003 il rating

a lungo termine viene mutato da BBB- a B+ e quello a breve termine da A-3 a B+; il giorno successivo, i 2 rating vengono portati a C e mutati in D (default) il 19 dicembre 2003 (giorno in cui la Consob aveva imposto l'informativa della frode al mercato, previa segnalazione della vicenda all'Autorità Giudiziaria).

I problemi emersi

La crisi Parmalat si configura per di una serie di comportamenti illegali – da parte di diversi soggetti con responsabilità primarie nella conduzione e nel controllo del gruppo – realizzati attraverso la falsificazione e l'occultamento di informazioni.

Come è avvenuto in altri casi di crisi societarie, sia in ambito internazionale (ad esempio, i casi Enron e Worldcom) che nazionale (ad esempio i casi Cirio e Giacomelli), a questo elemento si sono aggiunte alcune ulteriori “aree critiche”:

- la dimensione internazionale della crisi;
- la sostanziale inefficacia dei meccanismi di controllo interni ed esterni sulla gestione, sulla contabilità e sui bilanci delle società, anche per via di possibili collusioni caratterizzanti alcuni dei soggetti preposti a tali controlli;
- la presenza di strutture di gruppo grandi e complesse, comprendenti anche società aventi sede legale in centri *off-shore*;
- la crescente difficoltà di individuare tempestivamente le situazioni di crisi “strutturale” di una società quotata e di attivare interventi volti a garantire un'adeguata e tempestiva informazione al mercato sull'emergere e sull'evoluzione di tali situazioni.

Le differenze tra i dati economico-finanziari presenti nei bilanci e nella contabilità “ufficiale” del gruppo e quelli effettivi, sono indicative nel

rilevare l'entità dell'occultamento e della falsificazione delle informazioni poste in essere dagli amministratori del gruppo.

Tali fenomeni hanno riguardato essenzialmente:

- le informazioni false sull'ammontare della liquidità e dei crediti finanziari delle società del gruppo situate *off-shore*;
- la falsa indicazione in contabilità e nel bilancio del riacquisto di obbligazioni emesse da società del gruppo;
- l'erronea classificazione come attività finanziarie o come riduzione di debito di voci aventi diversa natura;
- la mancata rilevazione di minusvalenze nei contratti derivati.

A questo riguardo, appare evidente dal caso Parmalat che la falsità delle informazioni di base (soprattutto se certificate dalla società di revisione) di cui dispongono il mercato e le Autorità di vigilanza rende molto più difficile – se non talvolta impossibile – la individuazione delle situazioni critiche, in quanto qualche segnale di allerta, pur presente sul mercato, è contrastato e “soffocato” da opposti segnali di “tranquillità” forniti da una pluralità di soggetti.

Anche il carattere internazionale della crisi Parmalat ha avuto un ruolo importante in quanto ha accentuato la difficoltà di individuare qualche segnale della stessa, essenzialmente a causa della maggiore complessità dei controlli possibili, senza che questo si traducesse, sulla base dei fatti riscontrati, in una migliore qualità delle verifiche e dei controlli operati dal mercato, che nel caso di specie avrebbero dovuto essere svolti anche da intermediari di primaria reputazione internazionale.

La dimensione internazionale della crisi è testimoniata da vari elementi:

- circa metà dei debiti bancari del gruppo Parmalat è nei confronti di banche estere;

- dei 27 prestiti obbligazionari Parmalat in essere al 31 dicembre 2003, 21 sono stati guidati in qualità di lead manager esclusivo da banche estere;
- un importante gruppo bancario estero ha contribuito a creare alcune società off-shore del gruppo Parmalat che hanno giocato un ruolo chiave nella realizzazione delle frodi;
- analisti di varie banche internazionali coprivano il titolo.

Anche l'inefficacia dolosa o colposa dei meccanismi di controllo interni ed esterni sulla gestione e sui dati contabili delle società ha svolto nel caso Parmalat un ruolo fondamentale, in quanto tali meccanismi non sono stati in grado di individuare l'enorme attività di falsificazione e di occultamento delle informazioni economico-finanziarie posta in essere dagli esponenti della società.

In particolare il collegio sindacale appare aver sistematicamente contravvenuto ai suoi doveri di controllo sull'amministrazione della società, di vigilanza sull'osservanza della legge e di denuncia alla Consob delle irregolarità riscontrate circa l'operato degli amministratori (art. 149 del Tuf).

Un rilievo negativo di primaria valenza riguarda, inoltre, l'operato delle società di revisione che hanno certificato i bilanci delle società del gruppo Parmalat negli anni precedenti la crisi. In particolare, risulta rilevante il fatto che, nel caso Parmalat¹, Deloitte&Touche era il revisore a livello di consolidato (cosiddetto revisore principale) mentre la Grant Thornton, che in precedenza era il revisore principale di Parmalat, verificava la contabilità di alcune importanti società off-shore del gruppo, in cui sembra essersi concentrata la maggior parte dei fenomeni di

falsificazione delle informazioni che hanno riguardato il gruppo stesso.

Anche l'attività di controllo e di analisi finanziaria svolta da operatori del mercato quali le banche o le società di *rating* non è risultata efficace, non essendo riuscita a cogliere né ad anticipare il verificarsi della crisi o comunque a lanciare segnali al mercato.

L'articolazione internazionale della struttura del gruppo Parmalat, soprattutto attraverso la creazione di "scatole finanziarie" spesso domiciliate presso centri *off-shore*, caratterizzate da una minore trasparenza, ha contribuito a rendere più problematico il funzionamento del sistema dei controlli, sia da parte dei soggetti "privati" tenuti a verificare e valutare l'informazione societaria (società di revisione, società di *rating*, analisti, investitori professionali), sia da parte degli organismi di vigilanza nel reperire le informazioni necessarie.

Gli aspetti sopra esposti, unitamente alla crescente rilevanza che in molte società non finanziarie – come nel caso Parmalat – sta assumendo la gestione finanziaria, evidenziano problematiche nuove e più complesse con riguardo al ruolo che un'Autorità di vigilanza deve svolgere con l'obiettivo di individuare i sintomi di eventuali situazioni di crisi, al fine di farle emergere, e in ogni caso di fornire al mercato un'informativa tempestiva ed esauriente. La gestione finanziaria è, infatti, caratterizzata da una maggiore opacità e si presta più facilmente a fenomeni di manipolazione contabile.

Ne deriva una crescente complessità e integrazione dei meccanismi di intermediazione finanziaria e di innovazione finanziaria e una moltiplicazione delle fonti informative relative alle società, ai titoli e all'operatività dei soggetti rilevanti; tali aspetti richiedono quindi una sempre maggiore capacità da parte delle Autorità di

¹ L'incarico di revisore principale sul gruppo Parmalat era stato dato alla Deloitte&Touche dal 1982 al 30 giugno 1990, alla Grant Thornton dal 1° luglio 1990 al 1998, e di nuovo alla Deloitte&Touche dal 1999 in poi.

controllo di attuare una sorta di vigilanza “integrata”, che sia cioè in grado di cogliere tempestivamente e di analizzare congiuntamente i “segnali” che emergono dai vari operatori del mercato e dagli organi di controllo delle società, al fine di realizzare un efficace monitoraggio, individuare le eventuali anomalie di comportamento ed eliminare le asimmetrie informative.

L'attività di vigilanza della Consob

La crisi della Parmalat – le cui cause, in base agli elementi che stanno emergendo dalle indagini, risalgono a comportamenti attuati nel corso di almeno un decennio – ha manifestato sintomi, che con il passare del tempo sono risultati progressivamente evidenti, solo a partire dalla fine del 2002.

L'attività di vigilanza della Consob sulla società Parmalat fino al dicembre 2002 non presenta caratteri di eccezionalità, non essendosi manifestati particolari segnali di allerta provenienti dal mercato né dai soggetti che prendono parte al sistema dei controlli sulla società né da altre possibili fonti (esposti, segnalazioni, rumors, etc). La situazione della società, pur presentando alcune anomalie nell'evoluzione della struttura finanziaria, caratterizzata da una progressiva crescita sia dei debiti che della liquidità, era infatti giudicata positivamente dagli studi prodotti dagli analisti di importanti intermediari internazionali e dalle principali società di rating. Anche la quotazione e gli scambi del titolo non manifestavano particolari andamenti anomali.

A partire dal dicembre 2002, segnali di allerta provenienti sia dall'andamento del titolo sia dall'emergere di dubbi sull'efficienza della gestione soprattutto finanziaria della società, hanno portato la Consob a una graduale intensificazione dell'attività di vigilanza, finalizzata, coerentemente

con la sua missione istituzionale, soprattutto a salvaguardare la trasparenza del mercato, utilizzando i diversi strumenti di intervento previsti dall'apparato normativo e regolamentare.

Nell'ambito di tale strategia di vigilanza, gli interventi effettuati dalla Consob nei confronti della Parmalat nel corso del 2003 sono riconducibili alle seguenti finalità:

- accertare la reale situazione della società;
- stimolare l'attività degli organi e delle funzioni di controllo interno;
- superare le asimmetrie informative sul mercato.

In una prima fase che va dal dicembre 2002 al giugno 2003, si manifesta una difficoltà della società a comunicare la propria strategia finanziaria, con riguardo in particolare alle motivazioni fornite a fronte di ricorrenti emissioni di obbligazioni, considerato il già elevato livello di indebitamento e l'ingente liquidità dichiarata.

Il titolo ha una prima flessione tra novembre e dicembre 2002 e attraversa una nuova fase di “turbolenza” nel febbraio 2003, proprio in occasione di un'annunciata, ulteriore emissione obbligazionaria. In tale periodo la Consob ha effettuato tre richieste di informazione al mercato ai sensi dell'art. 114 del Tuf finalizzate a chiarire le intenzioni della società nei confronti dell'annunciata (e successivamente ritirata) emissione di obbligazioni.

Da parte della società vengono lanciati segnali tranquillizzanti e vengono attuate iniziative per migliorare la comunicazione al mercato tra le quali l'accennato ritiro del prestito obbligazionario (27 febbraio), la sostituzione del direttore finanziario (28 marzo), l'approvazione del bilancio con risultati sostanzialmente positivi (28 marzo), il rimborso di un *bond* in scadenza (1° aprile), l'organizzazione di un incontro con la comunità finanziaria (10 aprile) e la presentazione dei

risultati del primo trimestre 2003, anch'essi sostanzialmente positivi (15 maggio).

A rafforzare tali segnali interviene un'ulteriore iniziativa della Parmalat che alla fine di marzo presenta un esposto alla Consob per segnalare un'ipotesi di aggrottaggio ai danni del titolo attuata attraverso forti movimenti di mercato dovuti ad asserite manovre speculative orchestrate anche attraverso la diffusione di studi contenenti giudizi negativi sulla società.

L'esposto iniziale è stato anche integrato con ulteriori elementi e informazioni, per conto della Parmalat, da uno studio legale, che risulterà poi coinvolto nelle ipotesi di illeciti penali legati alla falsificazione dei bilanci della società. Analoghi esposti sono stati inoltre inviati sempre dalla Parmalat alle Autorità di altri paesi che potevano avere qualche interesse nella valutazione dell'ipotesi di manipolazione.

In seguito alla segnalazione effettuata dalla Parmalat, la Consob ha avviato un'indagine dalla quale è risultata l'insussistenza dell'ipotesi di manipolazione, in quanto le forti oscillazioni del titolo alla fine del mese di febbraio potevano essere interamente ricondotte all'incertezza provocata dall'annunciata emissione obbligazionaria, mentre non erano stati ravvisati movimenti speculativi.

A partire dal luglio 2003 e fino al mese di ottobre si intensifica con progressiva continuità l'attività di indagine della Consob rivolta ad accertare la reale situazione della società e prendono gradualmente consistenza i dubbi sull'equilibrio della struttura finanziaria Parmalat.

Sin dai primi di luglio, infatti, la Consob ha chiesto alla società di fornire chiarimenti al mercato in merito all'ammontare e alla composizione dei prestiti obbligazionari emessi e alle modalità di impiego della liquidità disponibile; in ciò fatta accorta anche dalla evoluzione della vicenda Cirio e dalla esigenza di particolare attenzione sui rischi derivanti dall'ampio ricorso a

finanziamenti obbligazionari dibattuti in una riunione del Cidr dei primi giorni di luglio, nella quale era emersa l'esigenza di avviare un'indagine generalizzata del fenomeno.

L'attività di indagine e di stimolo della Consob ha avuto come destinatari gli amministratori della società, il collegio sindacale e le società di revisione impegnate su società del gruppo. In particolare, tra i primi di luglio e la fine di ottobre sono state effettuate nove richieste di informazioni ai sensi dell'art. 115 del Tuf, 5 delle quali rivolte agli amministratori, 3 al collegio sindacale e 1 al revisore principale, e due richieste ai sensi dell'art. 162 del Tuf rivolte alle società di revisione. Tali richieste erano volte ad approfondire progressivamente l'analisi della gestione della liquidità da un lato e dei debiti dall'altro, in quanto le informazioni fornite sollevavano crescenti perplessità e incertezze a causa della mancanza di spiegazioni adeguate.

Sotto la pressione delle continue richieste, il collegio dei sindaci e i revisori hanno fatto emergere il ruolo rilevante di alcune finanziarie del gruppo, domiciliate presso paradisi fiscali, nell'occultamento dei reali flussi finanziari.

Tra di esse la più importante era la Bonlat Financing Corporation, che era sottoposta a revisione da parte della Grant Thornton, revisore secondario del gruppo e già revisore principale fino al 1999. La Bonlat risultava intestataria di gran parte delle attività liquide del gruppo, per circa 3,95 miliardi di euro, una parte delle quali, pari a circa 500 milioni di euro, investita in un fondo d'investimento non quotato su alcun mercato regolamentato e sul quale non erano disponibili rendiconti di gestione, non essendo ancora passato un anno dalla sua costituzione.

Alla fine del mese di ottobre è stato chiesto alla società di fornire al mercato una rappresentazione completa e organica della situazione così come emersa dagli accertamenti sollecitati dalla Consob, chiarendo in particolare i due aspetti più critici: la gestione delle "attività finanziarie non immobilizzate" e i piani della

società per le emissioni obbligazionarie in scadenza entro la fine del 2003.

Sin dai primi giorni di novembre hanno cominciato a emergere segnali sulla difficoltà di gestione della liquidità della Parmalat e di contro si sono intensificate le richieste della Consob di informare il mercato, data la rilevanza degli elementi via via riscontrati e la crescente sensibilità del mercato. In tale mese sono state effettuate quattro richieste di informazioni al collegio sindacale e alle società di revisione e tre richieste alla società di informare il mercato sugli eventi in corso, ai sensi dell'art. 114 del Tuf.

In relazione a esse la società ha pubblicato diversi comunicati con i quali ha fornito dettagli sulla gestione della liquidità – con particolare riferimento al fondo Epicurum, del quale annuncia la liquidazione entro il 4 dicembre – e ha comunicato rilievi critici avanzati per la prima volta dal revisore principale sulla contabilizzazione di tale fondo. È stato inoltre sostituito il responsabile della finanza della società.

La reazione del mercato a tali comunicazioni penalizza fortemente la quotazione del titolo, in presenza di una crescita consistente del volume degli scambi.

I giudizi degli analisti e della società di rating che coprono la società risentono delle incertezze del mercato: gli studi prodotti da due intermediari rivedono al ribasso il consiglio operativo, in un caso passando da Buy a Hold e in un altro da Hold a Sell, mentre la società di rating, pur non mutando il giudizio complessivo, rivede la prospettiva da “stabile” a “negativa” anticipando un possibile downgrading del giudizio.

La liquidazione del fondo Epicurum e il rimborso del prestito obbligazionario di 150 milioni di euro in scadenza sono gli eventi sui quali il mercato misura la possibilità per la Parmalat di superare la fase di incertezza. Il procrastinarsi della liquidazione del fondo e le

difficoltà che emergono nel rimborso del prestito obbligazionario per un importo relativamente modesto rispetto alle asserite dimensioni della liquidità disponibile provocano un crollo del titolo nei primi giorni di dicembre con una esplosione del volume degli scambi, che ne rendono difficile la contrattazione.

Sulla base delle pressanti richieste della Consob emerge, in data 18 dicembre, l'inesistenza della liquidità dichiarata per 3,95 miliardi di euro, la cui contabilizzazione si basava su un'attestazione risultata falsa di un intermediario americano. Emerge di conseguenza la falsità dei dati di bilancio della Parmalat.

In conseguenza di ciò, in data 19 dicembre, la Consob provvede a segnalare tempestivamente all'Autorità Giudiziaria la vicenda e a far emettere un comunicato che completa l'informativa al mercato. Il titolo viene sospeso definitivamente il 22 dicembre, quando ha perso quasi interamente il suo valore.

La gestione della Parmalat viene affidata a soggetti estranei agli assetti di controllo, mentre escono dal consiglio di amministrazione i rappresentanti dell'azionista di maggioranza, fino all'ammissione della società all'amministrazione straordinaria con conseguente assegnazione della gestione a un Commissario straordinario.

Dopo la prima segnalazione concernente l'intera vicenda e i fatti aventi possibile rilievo penale emersi dall'attività di vigilanza, la collaborazione con l'Autorità Giudiziaria è proseguita, e sta proseguendo, con l'invio di tutta la documentazione rilevante per l'espletamento delle indagini, avuto anche riguardo a quella concernente gli esiti della cooperazione internazionale.

Contestualmente alla segnalazione alla Magistratura, la Consob infatti, considerata la natura multinazionale delle attività soprattutto

finanziarie del gruppo Parmalat e la rilevanza che nelle vicende hanno ricoperto soggetti esteri, ha attivato la cooperazione internazionale richiedendo la collaborazione delle Autorità di diversi paesi per approfondire ulteriormente la conoscenza dei fatti e la verifica delle informazioni (sul punto, si veda il paragrafo successivo).

È stato anche deciso di impugnare il bilancio della Parmalat per il 2002, esercitando i poteri previsti dall'art. 157 del Tuf, essendo risultata palese la violazione delle norme del codice civile che impongono una rappresentazione veritiera e corretta della situazione economico-patrimoniale e finanziaria della società.

Dopo la scoperta della frode la Consob ha attivato gli accertamenti consentiti sul comportamento delle società di revisione che partecipavano alla revisione del gruppo Parmalat e su quello dei componenti il collegio sindacale; al termine delle istruttorie in corso saranno adottati i provvedimenti conseguenti e, per quanto dovesse ulteriormente riscontrarsi avere profili di valenza penale, sarà tempestivamente informata l'Autorità Giudiziaria.

La cooperazione internazionale

Un ruolo molto importante nell'attività di vigilanza della Consob ha avuto la cooperazione internazionale; essa è stata tempestivamente attivata data la natura multinazionale delle attività della Parmalat e dei soggetti coinvolti, soprattutto in qualità di intermediari, nella gestione finanziaria del gruppo e considerato il contesto transnazionale delle attività criminose poste in essere dai soggetti coinvolti.

L'attività di indagine ha infatti riguardato, e riguarda, collocamenti di obbligazioni poste in essere prevalentemente all'estero, nonché triangolazioni operative e schemi societari che si

sono avvalsi, tra l'altro, di entità stabilite e operanti nell'ambito di paradisi fiscali.

Gli accordi di cooperazione per lo scambio di informazioni riservate stipulati dalla Consob con Autorità estere ai sensi dell'art. 4 del Tuf², hanno consentito di acquisire dati e documenti rendendo tra l'altro possibile alla Consob di meglio documentare la denuncia all'Autorità Giudiziaria e di meglio supportare l'impugnativa del bilancio Parmalat; essi si sono rivelati strumento essenziale per agevolare e rendere diretta e immediata la cooperazione tra la *Securities Exchange Commission* (Sec), titolare della *civil action*, e la Magistratura italiana, favorendo un contatto diretto con le Procure di Parma e Milano, cui sono stati forniti i dati ottenuti per il tramite della cooperazione amministrativa. Notevole rilievo, nel caso specifico, ha assunto anche la cooperazione con la *Financial Services Authority* (Fsa) del Regno Unito³.

In particolare la cooperazione con la Sec è stata attivata al fine di effettuare accertamenti per il tramite dell'Autorità di vigilanza americana in merito alla esistenza di liquidità pari a 3,95 miliardi di Euro su un conto corrente intestato a Bonlat presso la Bank of America di New York. L'attività di collaborazione con la Sec è proseguita con contatti continui, scritti,

² Allo stato risultano sottoscritti, con Autorità comunitarie e non, 32 accordi, nonché l'accordo multilaterale della Iosco (che conta 24 aderenti tra cui la Consob) e l'accordo multilaterale del Cesr tra le Commissioni che partecipano allo Spazio Economico Europeo.

³ Altre attività di cooperazione sono state attivate con le Autorità del Lussemburgo, Olanda, Irlanda, Malta, Ungheria e Austria. La Consob ha cercato di attivare un canale per lo scambio di informazioni mediante collaborazione amministrativa tra organi di controllo del mercato anche con le competenti Autorità delle isole Cayman. Dette Autorità, tuttavia, hanno solo inoltrato talune informazioni alla Consob e hanno trasmesso taluni documenti all'Ufficio Italiano Cambi che è l'Autorità competente in materia di riciclaggio (Fiu – *Financial Intelligence Unit*) notificata per l'Italia in sede Fatf (*Financial Action Task Force*).

telefonici e personali, anche per approfondire ipotesi di esistenza di disponibilità riconducibili alla famiglia Tanzi e al gruppo Parmalat presso intermediari americani⁴. La Consob, a sua volta, ai sensi dei citati accordi di cooperazione, ha ricevuto richieste di assistenza da parte della Sec finalizzate all'accertamento di illeciti commessi sul mercato americano dove i titoli emessi da società del gruppo Parmalat hanno costituito oggetto di offerte destinate a investitori qualificati (private placement) sin dal 1996.

La collaborazione avviata con la Fsa del Regno Unito è stata finalizzata principalmente a verificare l'esistenza di disponibilità riconducibili al gruppo Parmalat presso la Bank of America, nonché a verificare il comportamento dei numerosi intermediari italiani ed esteri intervenuti nel collocamento di titoli Parmalat.

Il caso Cirio

La crisi della Cirio ha portato – tra fine 2002 e metà 2003 – al dissesto di uno dei più importanti gruppi industriali italiani operanti nel settore agroalimentare. L'aggravarsi della situazione finanziaria della società ha provocato nel novembre 2002 il mancato pagamento di uno dei sette prestiti obbligazionari emessi dal gruppo: si tratta della prima inadempienza sul mercato obbligazionario di un gruppo quotato italiano.

A seguito di tale evento, sono scattate le clausole di *cross default* anche per gli altri sei prestiti obbligazionari, per un importo complessivo di 1.125 milioni di euro. I sette prestiti

obbligazionari erano stati tutti collocati sull'euromercato – attraverso offerte riservate a investitori istituzionali – e quotati sulla Borsa del Lussemburgo. Tutti i prestiti erano privi di *rating*.

I motivi della crisi finanziaria del gruppo Cirio sono da ricondurre alla presenza di un notevole ammontare di crediti finanziari del gruppo stesso verso società correlate, direttamente controllate dall'azionista di maggioranza, e dal venir meno dell'accordo per la cessione di Bombril S.A. Tali crediti non saranno infatti più recuperati dal gruppo Cirio, contribuendo in modo decisivo all'insolvenza dello stesso, mentre la mancata cessione non ha consentito l'entrata per il gruppo di liquidità utile a ripianare le posizioni debitorie.

Con riferimento al livello dell'indebitamento, oltre ai prestiti obbligazionari sopra menzionati, il gruppo Cirio aveva, al momento dello scoppio della crisi, debiti nei confronti delle banche pari a circa 335 milioni di euro (riferiti a fine 2002), peraltro, notevolmente ridotti rispetto ai tre anni precedenti (874 milioni di euro circa a fine 1999), a fronte della crescita del debito obbligazionario.

Il gruppo, nel periodo, non è stato oggetto di valutazione e di analisi ufficiali da parte di agenzie di *rating* o di analisti; ciò ha contribuito ad accrescere le difficoltà di valutare la situazione economico-finanziaria e la sua evoluzione.

I principali aspetti critici che si sono manifestati nel caso Cirio hanno riguardato, da un lato, la trasparenza e il grado di affidabilità dell'informativa riferita alle operazioni poste in essere dalla società quotata (con particolare riferimento alle operazioni finanziarie con parti correlate) e dei relativi bilanci, nonché l'efficacia del monitoraggio effettuato dagli organi di controllo interni ed esterni (in particolare, collegio sindacale e società di revisione); dall'altro, il comportamento degli intermediari coinvolti nella commercializzazione dei *bond*, in particolare per quanto concerne la vendita da parte delle banche a

⁴ Nell'ambito di questa attività di collaborazione tra la Consob e la Sec sono stati organizzati incontri in Italia tra rappresentanti della Sec e Autorità inquirenti italiane di Milano e Parma. In particolare, in data 29 dicembre 2003 su richiesta della Sec, che preannunciava l'avvio di un'azione civile negli Stati Uniti, venivano presi accordi con le Procure di Milano e di Parma per organizzare un incontro il successivo 31 dicembre. Un nuovo incontro, al quale ha partecipato un *team* di quattordici investigatori americani, si è tenuto in data 24 e 25 febbraio u.s.

clientela non professionale (cosiddetta *retail*) dei titoli obbligazionari emessi da società del gruppo Cirio, inizialmente collocati tramite offerte destinate a investitori qualificati.

Il caso Cirio presenta pertanto alcune rilevanti differenze rispetto al caso Parmalat, in quanto l'informazione societaria non è stata caratterizzata da estesi e prolungati fenomeni di occultamento e falsificazione, ma si è prodotto in conseguenza della mancata comunicazione della intervenuta inesigibilità dei crediti verso parti correlate, la cui esistenza non era stata occultata al mercato.

Sono tuttavia emerse carenze in merito alla completezza e alla presenza di adeguate motivazioni in particolare con riferimento ai crediti finanziari verso parti correlate (costituite da società facenti capo direttamente all'azionista di controllo ultimo Sergio Cragnotti) sin dai mesi precedenti l'approvazione del bilancio 1999 e si sono ripresentate in occasione dell'approvazione dei bilanci successivi anche in relazione al piano di riassetto del gruppo e alle prospettive di rientro dall'indebitamento finanziario.

Benché la società abbia fornito in tutte le occasioni le informazioni e gli approfondimenti richiesti, gli stessi sono risultati non completi né corretti a causa della condotta degli amministratori e delle carenze del collegio sindacale e della società di revisione.

I controlli (interni ed esterni) sulla gestione, sulla contabilità e sui bilanci, sono risultati infatti scarsamente efficaci, e comunque caratterizzati da comportamenti non conformi a legge.

In particolare, il collegio sindacale non ha esercitato nei confronti della Consob – né nei confronti dei soci – il potere di segnalazione di eventuali irregolarità, riscontrate nell'attività di vigilanza, attribuitogli dal Tuf (art. 149, comma 3). Tali circostanze hanno indotto la Consob a mettere

in discussione la correttezza del comportamento dei sindaci.

Inoltre, la società di revisione, pur riportando nelle proprie relazioni ai bilanci 2000 e 2001 un richiamo di informativa sull'entità dei crediti finanziari netti di Cirio Finanziaria spa verso la controllante Cirio Holding spa e verso parti correlate, ha espresso un giudizio positivo su entrambi i bilanci senza formulare alcun rilievo sulla recuperabilità di detti crediti.

In tale contesto l'attività della Consob si è concretizzata nelle seguenti azioni.

Al fine di colmare le carenze informative si è intervenuti, ripetutamente, a partire dall'assemblea di bilancio del 1999, per ottenere una maggiore trasparenza sulle operazioni con parti correlate nonché sul piano di riassetto e sulle prospettive di rientro dell'indebitamento finanziario del gruppo.

In particolare, nel corso del periodo 2000-2002, la Consob ha richiesto l'integrazione delle informazioni concernenti la situazione economico-finanziaria della Cirio e del suo gruppo, soprattutto in occasione delle assemblee della società che approvavano il bilancio di esercizio. E questo, nonostante il Tuf avesse abrogato l'obbligo di trasmissione del progetto di bilancio alla Consob nei venti giorni precedenti l'assemblea.

L'attività di vigilanza sull'emittente quotato, nei tre anni, si è sostanziata in dodici audizioni a livello di Commissione o di Uffici, con amministratori, sindaci e revisori, e in dieci richieste di integrazione dell'informativa su poste contabili. Sono stati inoltre diffusi i comunicati stampa (76 nel triennio) previsti dalla disciplina dell'informazione continua.

Le richieste fatte e i comunicati diramati hanno posto sistematicamente all'attenzione del mercato le poste critiche del bilancio del gruppo e richiamato, più volte, l'attenzione degli organi

preposti al controllo contabile e amministrativo della società su tali poste.

Le valutazioni sul grado di trasparenza dell'informativa societaria e sul comportamento degli amministratori e degli organi di controllo hanno indotto, progressivamente, la Consob ad assumere una serie di ulteriori iniziative; tra esse:

- lo svolgimento di una urgente verifica ispettiva presso la società Cirio Finanziaria, nel novembre 2002;
- l'impugnativa dei bilanci d'esercizio e consolidato al 31 dicembre 2001 per irregolarità, accertate anche alla luce della verifica ispettiva, nella valutazione dei crediti con parti correlate e nella descrizione degli impegni e dei rischi connessi alle emissioni obbligazionarie;
- l'adozione di sanzioni nei confronti dei sindaci di Cirio Finanziaria spa per omessa tempestiva comunicazione alla Consob di irregolarità nella redazione della relazione semestrale al 30 giugno 2002;
- l'avvio di verifiche ispettive presso le società di revisione del gruppo: Deloitte&Touche – che aveva svolto i lavori di revisione sul bilancio al 31 dicembre 2001 – e Grant Thornton (ora Italaudit spa), incaricata della revisione sulla relazione semestrale al 30 giugno 2002;
- la recente adozione di delibere di sospensione, ciascuna per il periodo massimo di due anni, dei *partners* incaricati della revisione del bilancio al 31 dicembre 2001 e dei lavori sulla semestrale al 30 giugno 2002 (rispettivamente Deloitte&Touche spa e Italaudit spa ex Grant Thornton).

Ulteriori profili critici sono emersi con riguardo al comportamento tenuto dagli intermediari che, nel triennio 2000-2002, hanno

collocato o negoziato obbligazioni del gruppo Cirio.

Come già ricordato, i titoli sono stati oggetto di collocamento privato (*private placement*), attraverso il quale le obbligazioni sono state offerte a investitori istituzionali. In tale ipotesi la normativa nazionale, in conformità alla disciplina comunitaria, prevede che le operazioni non siano soggette alle norme in materia di sollecitazione all'investimento, che trovano applicazione solo nelle ipotesi in cui i titoli siano offerti direttamente al pubblico dei risparmiatori. Esse pertanto non hanno dato luogo alla pubblicazione di un prospetto informativo e quindi ad alcun intervento da parte della Consob.

L'adozione di un *private placement* non impedisce tuttavia che i titoli emessi siano successivamente destinati alla clientela privata, attraverso i servizi di investimento resi dagli intermediari.

A questo proposito è opportuno far presente che la diffusione dei titoli presso il pubblico non implica necessariamente il ricorso a modalità sollecitatorie. Il medesimo risultato finale può essere infatti ottenuto anche mediante la prestazione di servizi d'investimento e più precisamente dei servizi di negoziazione e di raccolta di ordini. Tali servizi, come noto, sono previsti e disciplinati nell'ordinamento con regole specifiche finalizzate ad assicurare la diligenza, correttezza e trasparenza dei comportamenti degli intermediari.

In altri termini, ove vengano distribuiti titoli presso il pubblico, il legislatore ha disposto due distinte discipline per la tutela degli investitori in ragione delle modalità utilizzate (quella degli intermediari e quella in materia di sollecitazione), che possono trovare applicazione anche in via autonoma. Più precisamente, quando per il classamento si ricorre all'offerta pubblica, operano gli obblighi informativi consistenti prevalentemente nella pubblicazione di un prospetto; quando manca una attività sollecitatoria e la distribuzione avviene in virtù della prestazione di un servizio di investimento, risultano applicabili esclusivamente le regole di comportamento degli

intermediari. È evidente che le due discipline possono concorrere ove l'offerta pubblica venga effettuata anche tramite intermediari finanziari.

Una quota consistente di *bond* Cirio è stata venduta dagli investitori professionali, originali destinatari del collocamento, a clientela *retail*, spesso in un arco temporale compreso tra il lancio del prestito e la data di regolamento dello stesso (cosiddetto *grey market*).

L'estensione della diffusione presso il pubblico di tali strumenti che, come detto, in funzione delle loro caratteristiche di rischiosità, scarsa liquidità, mancanza di *rating* "ufficiali", erano destinati a investitori professionali, hanno sollevato il problema di verificare se in realtà tale diffusione fosse stata attuata in modo conforme a norma da parte dei soggetti coinvolti nella varie fasi dell'operazione.

La Consob ha pertanto effettuato accertamenti sugli intermediari coinvolti, a vario titolo, nei "collocamenti" obbligazionari del gruppo Cirio, intraprendendo – nel corso del 2003 – verifiche ispettive sugli intermediari più attivi nella compravendita di titoli Cirio nella fase del cosiddetto *grey market* e svolgendo una serie di ulteriori verifiche sull'emittente e sugli intermediari componenti i *management group* dei vari collocamenti obbligazionari.

In particolare, su dieci intermediari individuati come i più attivi, la Consob ha condotto direttamente ispezioni su sei banche, mentre, con riferimento ai restanti quattro intermediari, non sono state deliberate ispezioni in quanto nei loro confronti erano già in corso, per altri fini, accertamenti ispettivi da parte della Banca d'Italia. In tali casi, la Commissione ha richiesto a quest'ultima – ai sensi degli artt. 4, comma 1 e 10, comma 2 del Tuf (che stabiliscono la reciproca collaborazione tra le due Autorità anche in sede ispettiva) – di effettuare specifici accertamenti.

Le verifiche svolte sono state mirate a verificare: in primo luogo, la eventuale violazione

delle norme relative alla sollecitazione del pubblico risparmio da parte dei vari soggetti coinvolti nei collocamenti e nelle successive vendite al pubblico (l'emittente, gli intermediari facenti parte del cosiddetto *management group*, cioè del consorzio di collocamento, gli altri intermediari cui sono stati collocati i titoli in prima battuta e che hanno successivamente venduto i titoli alla clientela *retail*); in secondo luogo, il rispetto delle norme – fissate dal Tuf e dal Regolamento Consob 11522/1998 – in materia di prestazione dei servizi di investimento da parte degli intermediari che hanno venduto i titoli a clientela *retail*.

Con riferimento al primo profilo, dagli accertamenti ispettivi effettuati e dall'ulteriore documentazione acquisita non sono emerse prove o, comunque, indizi gravi, precisi e concordanti tali da consentire di qualificare l'attività posta in essere, sia singolarmente che nel suo complesso, dall'emittente, dagli intermediari componenti i *management group* o dagli intermediari ispezionati, come una sollecitazione all'investimento quale prevista dall'art. 1, comma 1, lett. t) del Tuf.

Dalle verifiche ispettive e dalla documentazione acquisita è quindi emerso che l'obiettivo finale di distribuzione presso il pubblico *retail* delle obbligazioni Cirio è stato raggiunto mediante la prestazione di un servizio di investimento.

La possibilità prevista dall'ordinamento di utilizzare modelli alternativi per l'ottenimento di un medesimo risultato, ha, all'evidenza, consentito di non sottostare agli obblighi informativi propri dell'offerta al pubblico per distribuire diffusamente le obbligazioni Cirio, privilegiando invece l'utilizzo esclusivo dei servizi di intermediazione.

Con riferimento al secondo profilo, le verifiche della Consob si sono concentrate sulla

sussistenza di violazioni delle regole di condotta fissate dall'ordinamento per la prestazione dei servizi di investimento, da parte degli intermediari che hanno venduto i titoli alla clientela *retail*. In particolare, gli accertamenti hanno riguardato sia l'affidabilità e la completezza dell'informativa fornita agli investitori – anche con riguardo ai rischi dell'investimento – sia la valutazione, operata dall'intermediario, dell'adeguatezza dell'operazione posta in essere in relazione alle caratteristiche del cliente.

Dalle verifiche sono emerse ipotesi di violazione riferite alle procedure adottate dagli intermediari, con particolare riguardo alla capacità di assicurare una corretta informazione degli investitori rispetto alle condizioni di rischio/rendimento degli strumenti trattati e alla valutazione dell'adeguatezza dell'investimento in relazione alle caratteristiche dell'investitore. Sono altresì emerse carenze in merito all'idoneità delle procedure per l'individuazione e la segnalazione al cliente di eventuali conflitti di interessi derivanti dal finanziamento, a opera della banca, dell'emittente e *bond* trattati con la clientela.

Scarsa è risultata la conoscenza in capo alle unità periferiche delle banche delle caratteristiche e dei rischi dei *bond* Cirio negoziati; scarse, di conseguenza, le informazioni fornite ai clienti.

Le verifiche in merito all'eventuale configurazione di ipotesi di "sollecitazione abusiva" e i primi riscontri rispetto all'area "servizi di investimento" sono stati oggetto di un primo esame di carattere generale da parte della Commissione. Sono ora all'esame i risultati istruttori specifici su ciascuna delle dieci banche ispezionate, al fine dell'assunzione dei provvedimenti conseguenti, per i casi di violazione della disciplina in tema di prestazione dei servizi di investimento.

Parallelamente alla azione di vigilanza è stata svolta, fin dal marzo 2003 ed è tuttora in corso, un'intensa attività di collaborazione con l'Autorità Giudiziaria che indaga sulla vicenda Cirio per gli aspetti di rilevanza penale.

In relazione a tale vicenda, si ricorda altresì che alcuni primari istituti di credito hanno avviato iniziative volte a rimborsare in tutto o in parte i risparmiatori che avevano acquistato obbligazioni del gruppo Cirio.

Gli altri casi di crisi societarie e i problemi delle società di calcio quotate

In aggiunta alle vicende delle società del gruppo Parmalat e di quello Cirio, nel corso del 2003 si sono manifestate altre situazioni di crisi societaria, anche connesse all'andamento negativo dei mercati, che hanno interessato numerose società quotate di dimensioni medio-piccole e/o operanti in particolari settori tra i quali, quello calcistico, già caratterizzato da situazioni di forte tensione finanziaria.

Tale situazione ha determinato considerevoli effetti sull'attività di vigilanza della Consob che si è trovata ad affrontare, rispetto agli anni precedenti, numerose e diversificate problematiche societarie connesse in particolare al rischio della continuità aziendale.

Il risultato di tale scenario è stato un notevole incremento degli interventi in materia di informativa societaria e in particolare di quelli relativi alla correttezza e completezza delle informazioni rese nella documentazione contabile periodica (infrannuale e annuale). A tale proposito, vanno sottolineati gli interventi che hanno dato luogo a impugnazioni di bilanci d'esercizio e consolidati e le segnalazioni all'Autorità Giudiziaria, in misura assolutamente inusuale rispetto al passato.

Vale la pena di sottolineare che l'adozione di provvedimenti così invasivi, quali l'impugnativa di bilancio e la denuncia per falso in comunicazioni sociali, è la conseguenza di pratiche societarie scorrette e illecite ormai relativamente diffuse.

Ciò vuol dire che l'attività di vigilanza non può più concentrarsi su interventi volti esclusivamente a migliorare l'informazione al mercato, ma è costretta a orientarsi sempre di più, laddove emergano sintomi significativi, verso l'obiettivo di individuare e segnalare, se del caso, all'Autorità Giudiziaria i comportamenti illeciti; è di tutta evidenza la maggiore onerosità e complessità di tale funzione.

A ciò si aggiunga l'incremento degli interventi di natura tradizionale che si sono sostanzianti in richieste di tipo strutturato sull'informazione finanziaria con l'obiettivo di ravvicinare la tempistica di comunicazione al mercato.

La concomitanza di tali situazioni critiche – sintomo preoccupante da non sottovalutare – ha comportato che nel 2003 è quasi raddoppiato, rispetto all'anno precedente, il numero di interventi sull'informazione societaria che la Consob ha ritenuto di effettuare: per ottenere dati o informazioni da azionisti, amministratori, sindaci e da società di revisione, ai sensi dell'art. 115 del Tuf, o per esporre, migliorare o integrare i flussi informativi destinati al pubblico, ai sensi dell'art. 114 del Tuf.

L'elenco delle società in evidente stato di crisi aziendale

Oggetto di particolare attenzione da parte della Commissione è stata la situazione di un gruppo di emittenti quotati per i quali si è evidenziata una situazione di potenziale rischio per la continuità aziendale, attestata dagli organi di

controllo societari, ovvero da segnali di evidente sofferenza patrimoniale. Sulle società con tali caratteristiche la Consob ha attivato, già dal 2002, un'attività di controllo periodica volta soprattutto a garantire la messa a disposizione del pubblico, con periodicità più intensa rispetto agli standard ordinari dell'informativa contabile, di elementi informativi aggiornati sull'evoluzione della situazione aziendale e del gruppo di appartenenza.

In questi casi, infatti, la Commissione, nell'ottica di assicurare una più completa e tempestiva informazione finanziaria da rendere al mercato, fermi restando i normali obblighi, ha ritenuto necessario imporre alle società interessate la diffusione, con cadenza mensile, secondo le modalità di cui all'art. 66 del Regolamento 11971/1999, di un comunicato stampa contenente informazioni aggiornate sulle variabili critiche delle singole situazioni aziendali.

Nel corso del 2003, la Commissione ha assoggettato 6 emittenti quotati agli obblighi di comunicazione mensile. Considerando gli analoghi interventi assunti in precedenza, alla fine del 2003, risultavano soggette a tali obblighi 15 emittenti⁵ (individuati tra quelli che presentavano perdite superiori a un terzo del capitale o sui cui conti la società di revisione aveva espresso un giudizio negativo o si era dichiarata impossibilitata a esprimere un giudizio).

Per cinque di queste è progressivamente emerso uno stato di insolvenza; tra esse è da segnalare la società Giacomelli.

Il caso della Giacomelli, pur essendo di dimensioni contenute rispetto alle crisi di Parmalat e Cirio, presenta alcuni elementi di rilievo con riferimento in particolare ad alcuni eventi societari, alla diffusione di obbligazioni tra il pubblico e al

⁵ Arquati, A.S. Roma, Cardnet Group, CHL, CTO, Finarte, Fin.part, Gandalf, Giacomelli Sport Group, Necchi, Olcese, Snai, S.S. Lazio, Stayer, Tecnodiffusione.

comportamento di alcuni intermediari coinvolti in eventi rilevanti della vita societaria.

Le vicende che hanno coinvolto la Giacomelli Sport Group prendono avvio dalla denuncia presentata in data 30 maggio 2003 dal collegio sindacale e trasmessa alla Consob ai sensi dell'art. 149, comma 3, del Tuf, a seguito dell'accertamento di gravi irregolarità da parte degli amministratori nella gestione della società.

Le criticità riscontrate dal collegio sindacale vertevano sostanzialmente sulla omessa informazione da parte degli amministratori del grave peggioramento della situazione finanziaria del gruppo nei primi mesi del 2003, deterioramento che ha successivamente condotto gli amministratori della Giacomelli a sollecitare il ricorso alla procedura di amministrazione controllata ai sensi del r.d. 16 marzo 1942, n. 267. In occasione dell'assemblea straordinaria convocata nel mese di luglio, la Commissione ha richiesto, analogamente a quanto effettuato per altre società che versano in stato di grave crisi economico finanziaria, la diffusione di dati e informazioni a cadenza mensile.

Anche a seguito di ulteriori informazioni assunte dai sindaci e dagli amministratori della società, la Commissione ha deliberato di attivare i poteri di impugnativa del bilancio d'esercizio e consolidato 2002 della società, la cui assemblea nel mese di settembre ha preso atto della perdita integrale e dello stato di insolvenza e ha deliberato il passaggio dall'amministrazione controllata alla procedura di amministrazione straordinaria disciplinata dal d.lgs. 270/1999. La Commissione ha inoltre avviato accertamenti ispettivi nei confronti della società incaricata dei lavori di revisione, i cui risultati sono all'esame degli uffici.

Anche in questo caso, come già nei casi Cirio e Parmalat, la crisi ha coinvolto i possessori delle obbligazioni – emesse dal gruppo poco prima dell'emergere della situazione di difficoltà finanziaria aggravata da un'operazione di acquisizione – i cui proventi non erano stati impiegati, contrariamente a quanto contenuto nelle informazioni rilasciate all'atto del collocamento

agli istituzionali, per ristrutturare l'indebitamento della società.

L'analisi dell'operatività e della produzione di studi sui titoli del gruppo Giacomelli, nonché profili di potenziale conflitto di interessi, hanno indotto la Commissione a effettuare accertamenti sul comportamento di due intermediari particolarmente coinvolti negli eventi legati alla società. Gli esiti di tali accertamenti sono all'esame degli uffici di vigilanza della Commissione.

In aggiunta a quanto sopra indicato per le società tenute a obblighi di informativa mensili, è emersa la necessità per la Commissione di intensificare la sua attività nei confronti di altre società che, pur non presentandosi in conclamato stato di crisi, fossero da ritenere particolarmente "sensibili". Rientrano in questo secondo gruppo società, alle quali non sono stati imposti obblighi di comunicazione periodici aggiuntivi rispetto a quelli previsti per tutti gli emittenti titoli quotati, ma che versano in situazioni finanziarie tese o presentano alcuni fattori di rischio. Anche in questo caso si è ritenuto di prestare una particolare attenzione ai flussi informativi da rendere al mercato, intervenendo con specifiche richieste ogni volta che, in relazione ai singoli casi, fosse opportuno fornire informazioni aggiuntive utili alla corretta e compiuta valutazione delle società da parte degli investitori.

Le società di calcio quotate

Nel contesto delle attività di vigilanza sulle società in situazione di difficoltà, nel 2003 è stata rafforzata l'attività di monitoraggio nei confronti delle società di calcio quotate al Mercato Telematico Azionario (Mta), per le quali si sono manifestati particolari esigenze di trasparenza, considerata anche la crisi strutturale che investe il settore calcistico.

I ricorrenti e generalizzati squilibri economici delle società di calcio italiane rendono nuovamente attuale un dibattito sull'opportunità della loro quotazione, in termini di costi/benefici per il mercato. L'esperienza maturata nel nostro paese offre senz'altro utili spunti di riflessione.

In Italia le quotazioni delle società di calcio sono avvenute dopo l'entrata in vigore del Tuf, che, tra l'altro, ha portato a privatizzare le competenze sul listing.

La prima società di calcio a essere quotata è stata, dunque, nel 1998 la S.S.Lazio spa; a seguire, sono state ammesse in borsa nel 2000 le azioni della A.S.Roma spa e nel 2001 quelle della Juventus F.C. spa. Sotto un profilo strettamente giuridico, sino al 1996 la possibilità di quotare le società di gestione di club sportivi calcistici risultava preclusa dal loro status speciale di società sportive senza fini di lucro. Questo ostacolo è stato poi rimosso dalla legge 586/1996, modificativa della legge sul riordino del settore "professionistico" (legge 91/1981), che riconoscendo il fine di lucro alle società di calcio, ne ha consentito la trasformazione da società sportive in società per azioni o a responsabilità limitata e la distribuzione degli utili eventualmente conseguiti.

È stato questo il primo momento in cui le istituzioni competenti – Borsa Italiana spa per i requisiti di ammissione e Consob per il prospetto di quotazione – hanno dovuto affrontare il tema dell'accessibilità delle società calcistiche ai mercati regolamentati italiani.

All'epoca aveva costituito un utile termine di paragone per una valutazione delle potenzialità e delle criticità delle attività del calcio l'esperienza del Regno Unito, dove queste attività avevano raggiunto uno stadio di maggiore maturità e già da tempo risultavano ammesse a quotazione diverse società sportive. I club britannici quotati avevano a loro vantaggio rispetto a quelli italiani, fondamentalmente una maggiore diversificazione delle fonti di ricavo nonché la proprietà dello stadio, che, al di là del valore in sé, consentiva di ottimizzare lo sfruttamento dei ritorni pubblicitari.

Tuttavia per i maggiori club italiani, quelli cioè con il più ampio bacino di utenza, si cominciavano a prospettare importanti opportunità legate soprattutto allo sviluppo della pay-per-view, e quindi del mercato dei diritti televisivi, e di un più razionale utilizzo degli stadi, con possibilità di affermazione del merchandising. Inoltre, sul versante dei trasferimenti dei diritti alle prestazioni sportive, si cominciavano ad affermare su scala europea, dopo il pronunciamento della Corte Europea del dicembre 1995, noto come "sentenza Bosman" – che aveva portato all'abolizione delle indennità da cessione – nuove regole del mercato destinate a ridurre le aspettative di ritorno economico e patrimoniale in caso di trasferimento di un calciatore e che avrebbero conseguentemente dovuto portare a una riduzione del valore di carico delle immobilizzazioni relative al possesso dei "cartellini" dei giocatori.

A fronte di queste opportunità prospettiche e di questi interventi istituzionali di razionalizzazione dei comportamenti contabili, vi erano i rischi legati alla volatilità dei ricavi, alla rigidità della struttura dei costi e agli squilibri finanziari. La Consob nella sua funzione di approvazione del prospetto di quotazione ha richiesto che questi elementi fossero rappresentati a chiare lettere nelle avvertenze per gli investitori come rischi specifici dell'emittente e del settore di appartenenza.

A oggi si può osservare una ricomposizione delle fonti di ricavo delle società calcistiche: nel 1996, i ricavi da gare costituivano buona parte (il 47 per cento circa) del fatturato totale delle società di calcio italiane, mentre i ricavi da diritti televisivi ne rappresentavano solo il 25 per cento; oggi la situazione si è radicalmente invertita: circa l'80 per cento dei ricavi è generato dai diritti televisivi, di immagine, sponsorizzazioni, mentre scendono al 10 per cento i ricavi da gare. Come conseguenza della diversificazione dei ricavi, essi appaiono meno volatili rispetto al conseguimento dei risultati sportivi.

In tale occasione non furono previste le forti variazioni dei prezzi delle cessioni dei diritti alle prestazioni sportive dei calciatori, né fu prevista la crescita eccezionale dei loro ingaggi.

Il permanere di questi problemi ha indebolito a livello sistemico il settore calcio. Non è compito della Consob esprimersi sul merito tecnico, industriale o politico delle dinamiche e delle regole del gioco specifiche di determinati settori economici, ivi incluso quello del calcio. Tuttavia, quando in queste dinamiche viene coinvolto il pubblico risparmio, vi è la necessità per l'Autorità di vigilanza di individuare le patologie e le soluzioni più opportune ai fini dei riflessi sull'attività di vigilanza. Da questo punto di vista si può osservare che la possibilità introdotta dalla legge 27/2003 (di conversione del d.l. 282/2002), di capitalizzare le svalutazioni dei diritti alle prestazioni sportive dei calciatori, se da un lato ha evitato immediati dissesti finanziari, non ha affrontato i problemi di tipo strutturale del mercato e, inoltre, con riferimento alle società quotate, ha comportato un deciso allontanamento dall'obiettivo di armonizzare nell'ambito del mercato europeo gli standard contabili e di migliorare la qualità dell'informazione finanziaria, come previsto dal regolamento europeo n. 1606/2002, che obbliga le società quotate a redigere dal 2005 i propri conti consolidati in conformità con i principi contabili internazionali (*International Financial Reporting Standards*).

Le fragilità dell'industria del calcio hanno trovato riscontro anche negli andamenti dei prezzi di borsa delle azioni delle società di calcio quotate. Rispetto ai prezzi di primo collocamento, per Lazio, Roma e Juventus si sono, registrate perdite al netto dell'andamento dell'indice di borsa pari rispettivamente al -157,6, -90,3 e -68,1 per cento.

Volendo poi trarre un bilancio anche della qualità delle informazioni finanziarie rese al mercato dalle società di calcio quotate, non può tacersi che sovente la Consob è dovuta intervenire al fine di assicurarne la completezza e l'adeguatezza rispetto alle peculiari problematiche societarie.

Infatti, già nel 2002 la Consob aveva ritenuto di intervenire nei confronti di queste società, oltre che con richieste specifiche di informazione, con una raccomandazione di carattere generale sul tema delle informazioni contabili periodiche e dei comunicati stampa relativi a fatti rilevanti. In considerazione delle specificità del settore del calcio, è stata così sollecitata una maggiore attenzione sulle informazioni concernenti i profili interessanti la gestione finanziaria e gli eventi che caratterizzano la complessiva gestione dei calciatori, con specifico riferimento al fenomeno della compravendita di diritti pluriennali, promuovendo un livello minimo di standardizzazione dei contenuti e delle forme di presentazione delle informazioni finanziarie rese da tali società al mercato.

Tuttavia le crisi aziendali che sono state rilevate hanno reso necessari ulteriori interventi mirati alle peculiari situazioni. In particolare, due delle società di calcio quotate sono state sottoposte a obblighi mensili di aggiornamento delle informazioni. Infatti, la S.S. Lazio e la A.S. Roma sono, rispettivamente dal 31 dicembre 2002 e dal 30 ottobre 2003, tra le società tenute a fornire flussi informativi mensili.

Il quadro descritto dagli aggiornamenti mensili di informazione resi dalle due società rende evidente il cospicuo ammontare dei debiti di funzionamento scaduti, che condiziona pesantemente le possibilità di recupero di un equilibrio finanziario. Su tali situazioni si innescano, poi, difficoltà di recupero di posizioni creditorie vantate verso azionisti attuali e passati.

I profili di indagine su cui è stata, dunque, concentrata l'attenzione della Consob hanno riguardato la trasparenza e la correttezza delle informazioni diffuse al mercato in merito ai vari ambiti di rischio individuabili sia in relazione alle dinamiche settoriali – inclusi i requisiti di iscrizione ai campionati sportivi – sia con riguardo alla situazione gestionale specifica e alle iniziative avviate o da avviare per mantenere la prospettiva della continuità aziendale. È inoltre proseguito il confronto con gli organi interni ed esterni di controllo societario in relazione alle valutazioni compiute sui principali eventi societari.

Le incertezze che caratterizzano la continuità aziendale di queste due società quotate e la previsione di consistenti operazioni di aumento di capitale, con ricorso al pubblico risparmio hanno, quindi, reso, e rendono ancora, necessaria un'attività di costante monitoraggio sulla complessiva situazione informativa disponibile al pubblico. Le assemblee di bilancio, le assemblee straordinarie, i consigli di amministrazione di approvazione delle trimestrali e delle semestrali, gli annunci relativi ai piani industriali e ai requisiti di iscrizione ai campionati sportivi sono stati oggetto di ripetuti interventi della Consob di rettifica del quadro informativo.

Tali attività hanno portato, nel corso del 2003, la Consob ad attivare, in aggiunta a quanto disposto con gli obblighi di comunicazione mensili previsti per le società in situazioni critiche, i poteri di cui agli artt. 114 e 115 del Tuf. Le aree su cui sono stati attivati i poteri di cui ai citati articoli del Tuf hanno interessato, per tutte e tre le società di calcio quotate, il trattamento contabile di specifiche operazioni nei bilanci.

In particolare, nel corso del 2003, sono state fatte 20 richieste tese ad assicurare adeguati flussi informativi al mercato e alla Consob stessa. Tali richieste si aggiungono alle 4 del 2002 e sono proseguite nel corso del 2004 (10 richieste al 29 febbraio).

Merita rilievo la circostanza che circa la metà delle richieste riguardanti le società di calcio quotate è stata indirizzata alla controllante non quotata di una delle società calcistiche sottoposte agli obblighi di comunicazioni mensili. Ciò in relazione alla situazione debitoria di tale controllante e ai consistenti crediti nei suoi confronti vantati dalla controllata quotata.

Gli altri casi critici di diffusione al pubblico di strumenti finanziari

Il problema della correttezza di comportamento degli intermediari nei confronti della clientela *retail* è emerso, oltre che nel caso di collocamenti di obbligazioni di società risultate in crisi, come in particolar modo è avvenuto nei casi Cirio e Giacomelli, anche con riferimento ad altre

situazioni nelle quali si sono presentati analoghi profili critici relativamente alla adeguatezza di determinati strumenti finanziari per un pubblico composto in gran parte di investitori non professionali.

La dimensione di tali casi, in termini di risparmiatori coinvolti, e la loro concomitanza sono fattori che possono incidere sulla fiducia nel comportamento degli intermediari. Tale rischio appare rilevante in considerazione della delicatezza della fase attuale, sulla quale pesano i gravi casi di crisi societarie, e della tendenza in atto di ricomposizione dell'allocazione del risparmio finanziario delle famiglie verso forme di investimento caratterizzate da un più ampio spettro di combinazioni tra rischio e rendimento.

Operazioni relative a "prodotti" finanziari complessi poste in essere da parte della Banca 121

Aspetti critici sono emersi in relazione ad alcune operazioni realizzate dalla Banca 121. Tali operazioni sono state effettuate quasi esclusivamente nel periodo 1999-2001, mentre solo alcune di esse si sono protratte fino ai primi mesi del 2003; le attività di vigilanza della Consob, iniziate nei primi mesi del 2002, sono tuttora in corso, anche in collaborazione con l'Autorità Giudiziaria.

L'attività della Consob è stata stimolata dal ricevimento, a partire dal secondo semestre 2001, di alcuni esposti riguardanti operazioni effettuate da investitori con la Banca 121, aventi ad oggetto una serie di "prodotti" finanziari "complessi", riconducibili sostanzialmente a due macro categorie:

- i piani finanziari (*My way, 4 You*) che comportavano un'operazione articolata di investimento in obbligazioni e quote di fondi

comuni e di concessione di un mutuo da parte della banca stessa⁶. La presenza del finanziamento da parte della banca influenzava le consuete caratteristiche di un investimento in obbligazioni bancarie e in quote di fondi comuni di investimento: il cliente avrebbe conseguito un vantaggio economico solo qualora il differenziale di rendimento generato dalle maggiori somme investite fin dall'inizio, avesse superato il costo del finanziamento necessario a procurarsi tali somme. Inoltre, non investendo immediatamente risorse proprie, il cliente era potenzialmente in grado di impiegare somme teoricamente molto consistenti, anche superiori alla sua capacità di risparmio;

- i “prodotti” strutturati (*BTP Tel*, *BTP On line* e altri) che comportavano un’operazione contestuale in titoli di stato e opzioni⁷. La

⁶ Più in particolare i piani finanziari prevedono:

- la stipula di un contratto di mutuo fra la banca e l’investitore per costituire la provvista necessaria a quest’ultimo a effettuare gli investimenti, che costituiscono a loro volta l’oggetto del pegno a garanzia del rimborso del prestito.

- il netto ricavo del prestito viene investito in parte in obbligazioni e in parte in quote di fondi comuni di investimento; l’investimento in obbligazioni è effettuato per un ammontare tale da assicurare alla scadenza l’ottenimento di un capitale equivalente all’importo finanziato; l’investitore non ha in merito possibilità di scelta, in quanto il piano prevede un solo specifico titolo obbligazionario in cui investire; l’investimento in quote di Oicr avviene, invece, mediante selezione da parte del risparmiatore di fondi gestiti da società del gruppo.

- nel corso della vita del piano il risparmiatore non può vendere e/o sostituire gli strumenti finanziari acquistati, che restano vincolati al servizio dell’operazione. Per smobilizzare la sua posizione il cliente deve procedere al rimborso del debito residuo, liquidando sul mercato gli strumenti detenuti e versando l’eventuale differenza.

⁷ Le operazioni *BTP Tel* e simili, si articolano in due operazioni concluse contestualmente:

- il cliente acquista un titolo di Stato in contropartita diretta con la banca;

- il cliente vende alla banca opzioni *OTC* di tipo *put* con durata pari a quella del titolo di Stato, con sottostante un paniere di titoli azionari. Le opzioni sono di tipo

presenza della componente derivata determinava un profilo di incertezza nel rendimento a scadenza, non tipico dei titoli a reddito fisso. Ciò in quanto, alla scadenza, l’investitore avrebbe ottenuto il rimborso alla pari del capitale investito (oltre agli interessi cedolari, comunque percepiti) solo se il prezzo del titolo o dei titoli sottostanti l’opzione fosse risultato superiore al prezzo di esercizio della stessa; in caso contrario, egli avrebbe ricevuto l’equivalente monetario dei titoli sottostanti subendo una perdita in conto capitale pari al differenziale fra il prezzo di esercizio e il prezzo di mercato dei titoli.

In tali esposti – sovente indirizzati anche ad altri destinatari – i clienti della banca riferivano, in modo talvolta sommario, talvolta più dettagliato e documentato, l’acquisto di “prodotti” variamente qualificati e denominati, lamentando nel contempo una scarsa o errata informativa preventiva sull’operazione e una sostanziale inadeguatezza della stessa rispetto al proprio profilo di rischio.

Al fine di analizzare tali profili, la Consob ha avviato nei primi mesi del 2002 – a quella data gli esposti sui prodotti strutturati e sui piani finanziari erano diciassette – un’attività conoscitiva e di vigilanza, attraverso la richiesta di dati e notizie alla banca, nonché attraverso l’attivazione specifica degli organi di controllo interno dell’intermediario stesso (funzione di controllo e organi di vertice), ai quali veniva chiesta una relazione contenente gli esiti dei controlli svolti e le conseguenti osservazioni.

Sulla base dei dati e delle informazioni acquisite, anche attraverso ulteriori specifiche

europeo (esercitabili dunque solo alla scadenza) e il loro esercizio da parte della banca è automatico qualora a scadenza si verifichi la condizione di esercizio, il che accade se alla data di scadenza il valore finale del paniere in oggetto risulta inferiore o uguale allo *strike price*.

richieste formulate alla fine del 2002, la Consob ha svolto un'attività di analisi e di approfondimento al fine di definire la natura dei prodotti e di individuare le eventuali aree di criticità nell'operato della Banca 121, su cui concentrare eventuali accertamenti ispettivi, avviati nel marzo del 2003.

Nell'aprile 2003, parallelamente all'attività ispettiva, la Commissione ha proceduto all'audizione dei legali rappresentanti e del Presidente del Collegio sindacale del Monte Paschi di Siena, visto che diversi intermediari del gruppo MPS (del quale Banca 121 fa parte dal luglio 2000) avevano distribuito i "prodotti" complessi, al fine di conoscere le iniziative assunte o programmate per gestire le vicende connesse con la distribuzione di tali prodotti.

In tale sede veniva comunicato che il gruppo MPS aveva eliminato dal *budget* di tutte le banche il "prodotto" 4 You, mentre la commercializzazione delle altre tipologie di prodotti compositi era cessata nel corso del 2001. Veniva inoltre anticipata l'intenzione, successivamente confermata, di avviare un tavolo di intesa con le associazioni dei consumatori per la definizione dei reclami della clientela.

A partire dall'agosto del 2003, la Banca ha fornito i progressivi aggiornamenti della situazione dei reclami pervenuti, di quelli evasi e di quelli che avevano determinato una transazione aventi ad oggetto i prodotti compositi e i piani finanziari.

Gli accertamenti ispettivi si sono conclusi nello scorso mese di gennaio.

Gli esiti ispettivi sono, allo stato, in corso di avanzato esame da parte degli uffici operativi della Consob, avuto particolare riguardo all'eventuale ricorrenza di profili sollecitatori nonché al corretto adempimento delle regole di condotta nella prestazione dei servizi di investimento.

Con riferimento al profilo della sollecitazione del pubblico risparmio, si pone la questione dell'applicabilità a prodotti "complessi", come nel caso di specie, dell'esenzione prevista dall'art. 100 del Tuf dall'obbligo di pubblicazione del prospetto, quando l'operazione riguardi "*prodotti finanziari emessi da banche*".

Con riferimento alla prestazione dei servizi di investimento nei confronti della clientela, occorre verificare l'aspetto dell'idoneità delle procedure per la valutazione dell'adeguatezza dei prodotti rispetto al profilo di rischio degli investitori e per la corretta rappresentazione delle loro caratteristiche, nonché l'aspetto delle modalità concretamente adottate nella commercializzazione con i clienti.

Sulla vicenda in questione la Consob ha infine svolto, e sta svolgendo, intense attività di collaborazione con l'Autorità Giudiziaria penale che, come noto, sta indagando sui "prodotti" compositi commercializzati dalla Banca 121.

La diffusione delle obbligazioni argentine

Dalle stime elaborate dall'ABI, la diffusione dei titoli argentini in Italia riguarderebbe oltre 350.000 investitori italiani, con un controvalore nominale di circa quattordici miliardi di euro. Il 95 per cento circa dei titoli argentini, per l'85 per cento riferiti all'indebitamento pubblico, sarebbe detenuto, sempre secondo le stime citate, da investitori privati.

L'ampia diffusione presso la clientela *retail* può trovare una spiegazione nella natura di tali titoli che, in quanto emessi da uno Stato sovrano, ingenerano un naturale affidamento circa la solvibilità del debitore e appaiono, pertanto, strumenti verso cui convogliare i risparmi delle famiglie.

Nel caso dei titoli argentini, un ulteriore elemento di richiamo era fornito dagli alti rendimenti previsti, i quali, tuttavia, erano direttamente correlati con la rischiosità dell'investimento, in relazione al basso merito di credito attribuito dalle agenzie di *rating* allo Stato argentino.

Proprio a ragione del progressivo deterioramento della situazione economica, nel dicembre del 2001, il Governo argentino annunciava la moratoria sul proprio debito. La decisione andava a coinvolgere i prestiti obbligazionari aventi cedole in scadenza già nel successivo mese di gennaio 2002; essa riguardava, oltre alle emissioni dello Stato argentino, anche emissioni di altri soggetti, pubblici e privati, del paese.

La crisi del paese sudamericano ha comportato riflessi anche in Italia, in ragione del gran numero di risparmiatori interessati da investimenti in obbligazioni argentine, e ha dato avvio a una complessa fase, tuttora non conclusa, di negoziati internazionali finalizzati alla ristrutturazione del debito.

Per nessuna delle obbligazioni emesse dalla Repubblica Argentina sono state effettuate in Italia operazioni di sollecitazione all'investimento. Risultano invece ammessi a quotazione in Italia quindici dei numerosi prestiti obbligazionari emessi da quel paese: nella maggior parte dei casi l'approvazione dei relativi prospetti di quotazione, in conformità delle relative disposizioni comunitarie e delle conseguenti norme nazionali, ha seguito la procedura semplificata riservata agli strumenti finanziari già quotati in altri Stati membri dell'Unione Europea, per i quali un'Autorità competente del relativo Stato dell'Unione abbia già approvato il prospetto di quotazione.

Le istruttorie condotte dalla Consob nel corso del tempo hanno comunque dedicato una particolare attenzione, nelle "Avvertenze per l'investitore", alla descrizione dei rischi relativi all'emittente con particolare riferimento alla tipologia di *rating* dell'emittente stesso e dei rischi inerenti allo strumento finanziario oggetto di quotazione, con particolare riguardo all'assenza di garanzia e ai possibili problemi di liquidità dell'investimento. Una specifica menzione è stata riservata al *rating*, di tipo speculativo, attribuito alle emissioni dalle agenzie internazionali Moody's e Standard&Poor's. È stato anche specificato che i prestiti obbligazionari in questione erano stati precedentemente collocati attraverso operazioni originariamente rivolte a investitori professionali e che le obbligazioni erano adatte unicamente a investitori speculativi e in condizione di valutare e sostenere rischi speciali.

In relazione alla vigilanza svolta sugli intermediari, nel corso del 2002 è stata avviata dalla Consob un'attività di analisi volta a selezionare alcuni intermediari maggiormente attivi sulle emissioni obbligazionarie argentine. A tale scopo, sono stati anche valorizzati i dati trasmessi dal Cita (Comitato Investitori Titoli Argentina), promosso da Codacons, Adusbef, Aduc e Federconsumatori.

L'attività è stata condotta dedicando maggiore attenzione alle transazioni poste in essere nel periodo successivo ai mesi di gennaio/febbraio 2001 – periodo a partire dal quale è stato registrato un continuo peggioramento del rating delle obbligazioni argentine da parte delle maggiori agenzie internazionale di rating – e avendo presenti i più frequenti contenuti delle segnalazioni pervenute dagli investitori, in ordine, in particolare, all'insufficiente informativa ricevuta sui titoli e all'inadeguatezza rispetto al profilo di rischio.

Sono stati pertanto selezionati due primari intermediari nazionali, sui quali, anche avvalendosi della collaborazione prestata dalla Banca d'Italia, sono stati avviati, nel 2003, accertamenti ispettivi, condotti parallelamente alle indagini relative alle emissioni Cirio.

Gli interventi ispettivi disposti hanno avuto l'obiettivo di verificare il rispetto, da parte degli intermediari interessati, delle regole di condotta nella compravendita dei titoli argentini per conto della clientela, con particolare riguardo all'adempimento degli obblighi informativi nei confronti degli investitori, alla valutazione dell'adeguatezza delle predette operazioni rispetto alla propensione al rischio dei medesimi, all'evidenziazione di eventuali conflitti di interessi. L'indagine è stata anche rivolta alla ricostruzione dei processi decisionali interni, inerenti

all'operatività sulle numerose emissioni di obbligazioni argentine, anche al fine di verificare il grado di conoscenza degli strumenti finanziari in questione da parte delle strutture deputate al contatto con la clientela.

Gli accertamenti sono stati conclusi su entrambi gli intermediari interessati. I relativi esiti sono in avanzato esame da parte degli Uffici di vigilanza, al fine di valutare il comportamento tenuto dagli intermediari e la sussistenza di eventuali violazioni della disciplina di settore.

L'EVOLUZIONE DELLE REGOLE NEL CONTESTO INTERNAZIONALE

I problemi emersi nel corso dell'anno richiedono un'adeguata e tempestiva risposta che comporterà una profonda revisione della normativa vigente. Tale revisione non potrà avvenire in una prospettiva puramente nazionale, ma dovrà necessariamente tenere conto dei vincoli derivanti, da un lato, dalle profonde modifiche apportate in sede di Unione Europea alla normativa di settore, in attuazione del cosiddetto Piano d'Azione per i Servizi Finanziari, dall'altro, dalle iniziative europee in materia di disciplina della revisione contabile e di diritto societario che hanno iniziato il loro *iter* e che mirano, tra l'altro, a fornire una risposta comune dell'Europa alle crisi societarie quali quelle di Enron e Parmalat.

Accanto alla normativa comunitaria rilevano, altresì, gli *standard* adottati dalle organizzazioni sopranazionali come la Iosco (*International Organization of Securities Commissions*), il cui rispetto da parte dell'Italia sarà oggetto, nel corso del 2004, di apposita valutazione da parte del Fondo Monetario Internazionale (Fmi) nell'ambito del cosiddetto Fsap (*Financial Sector Assessment Program*). A tale valutazione si sono già sottoposti altri paesi del G7, come il Canada, la Germania, il Giappone, la Francia e il Regno Unito.

La comunità internazionale ha da tempo avviato il dibattito sulle misure necessarie per fronteggiare la complessità del processo di globalizzazione dei mercati finanziari. Ciò ha comportato, da un lato, l'adozione di *standard* e raccomandazioni cui ispirare le normative nazionali, dall'altro, l'avvio di iniziative per favorire la cooperazione tra Autorità di vigilanza, con l'obiettivo di consentire al massimo grado possibile valutazioni complessive dell'attività dei soggetti sottoposti a controllo, siano essi emittenti,

intermediari o società di gestione di mercati regolamentati. Si vuole in tal modo cercare di prevenire situazioni di crisi, rispondere con modalità adeguate alle crisi già in atto e, infine, assicurare adeguata protezione agli investitori nei casi di frodi transfrontaliere.

La Consob ha attivamente partecipato, in corso d'anno, a diverse iniziative presso l'Unione Europea e presso le altre sedi internazionali. Da quanto viene definito in tale contesto, in forma di principi e linee-guida o di vere e proprie regole vincolanti, derivano vincoli e limitazioni nei comportamenti da adottare a livello nazionale.

Il contesto europeo

Il quadro europeo, come detto, costituisce un vincolo imprescindibile per il legislatore nazionale e per le Autorità di vigilanza. Le istituzioni europee, dopo anni d'inerzia, hanno dato nuovo impulso all'attività di armonizzazione delle regole in materia di mercati di valori mobiliari, su cui si è ampiamente riferito nella relazione annuale della Consob relativa all'anno 2002. Il programma di modernizzazione del quadro normativo europeo, avviato dalla Commissione Europea alla fine degli anni novanta, sta giungendo al termine. Secondo quanto dichiarato dalla Commissione Europea, circa il 90 per cento delle misure indicate nel Piano d'Azione sui Servizi Finanziari è stato attuato dal legislatore comunitario; tali misure devono essere trasposte negli ordinamenti interni entro il 2005.

Più di recente, la Commissione Europea, nell'intento di dare una prima risposta comune agli scandali societari, ha posto mano al riassetto della

normativa societaria presentando un piano d'azione *ad hoc*⁸.

In particolare, la presentazione di una proposta di direttiva in materia di controllo dei conti prefigura riforme di ampia portata nel settore della revisione contabile, inclusi l'introduzione di forme di vigilanza sui revisori, l'utilizzo di principi di revisione internazionali (Isa) soggetti a verifica secondo un meccanismo simile a quello previsto per i principi contabili internazionali (Ifrs), l'introduzione di norme etiche, di obblighi di rotazione, ecc.

Tale riforma dovrà essere seguita da altre iniziative in materia di governo delle imprese (responsabilità degli amministratori, diritti degli azionisti di minoranza, e altro) già preannunciate dalla Commissione Europea, la quale ha, altresì, manifestato l'intenzione di adottare rapidamente misure sui conflitti di interessi degli analisti finanziari e di riconsiderare gli orientamenti precedentemente assunti in materia di agenzie di rating nonché di presentare una proposta di terza direttiva in materia di anti-riciclaggio con norme speciali per quanto attiene ai centri finanziari off-shore.

Nel corso del 2003 sono stati realizzati importanti progressi con la formale approvazione delle direttive sugli abusi di mercato, sui prospetti di offerta al pubblico, nonché con l'approvazione da parte del Consiglio delle misure in materia di Opa, di intermediazione mobiliare e mercati regolamentati e di trasparenza degli emittenti titoli negoziati su mercati regolamentati (per le quali si attende la formale approvazione). Tali progressi consentono di formulare un'analisi complessiva delle linee di evoluzione della normativa europea e delle possibili conseguenze per il mercato nazionale, da cui non si potrà prescindere in un'ottica di riforma della disciplina nazionale.

Le conseguenze sulle modalità di regolamentazione dei mercati mobiliari a livello nazionale derivanti dall'attuazione del modello Lamfalussy

L'attività di normazione comunitaria si è notevolmente evoluta in termini quantitativi e qualitativi. Le disposizioni attuative del Piano d'Azione per i Servizi Finanziari già elencate, a eccezione della direttiva sulle Opa, sono state redatte secondo il cosiddetto modello Lamfalussy⁹.

Il completamento delle misure di Livello 2, per quanto attiene la direttiva sugli abusi di mercato¹⁰, consente di trarre utili indicazioni per una valutazione complessiva del nuovo assetto europeo di regolamentazione dei mercati mobiliari.

In particolare, risulta evidente come il modello Lamfalussy, che una direttiva di prossima approvazione dovrebbe estendere al comparto creditizio e al comparto assicurativo¹¹, riduce notevolmente la discrezionalità da parte del

⁹ Il cosiddetto modello Lamfalussy prevede che le direttive di Livello 1 contengano disposizioni di carattere generale, il cui contenuto verrà successivamente specificato da direttive o regolamenti adottati direttamente dalla Commissione Europea, secondo la procedura di Comitologia (nota come misure di Livello 2), avvalendosi delle proposte presentate dal Cesr (*Committee of European Securities Regulators*) che riunisce le Autorità di vigilanza, e approvate con il concorso del Comitato Valori Mobiliari (*Securities Committee*). Il disegno è poi completato dalle misure di Livello 3, ovvero da *standard* adottati dal Cesr al fine di favorire una maggiore convergenza delle prassi operative delle diverse Autorità di vigilanza.

¹⁰ In aggiunta alla direttiva base (2003/6/CE), che costituisce il Livello 1, sono già state adottate dalla Commissione Europea due direttive (2003/124/CE e 2003/125/CE) e un regolamento (2273/2003/CE) mentre si attende l'adozione di due ulteriori direttive il cui testo è già stato pubblicato per consultazione.

¹¹ La Commissione Europea ha già istituito con proprie decisioni due Comitati, sul modello del Cesr e del Securities Committee, per i settori bancario e assicurativo e si attende a breve l'approvazione di una direttiva che consenta a detti comitati di operare secondo la procedura di Comitologia.

⁸ COM(2003)284 Modernizzare il diritto delle società e rafforzare il governo societario nell'Unione Europea - Un piano per progredire del 21.5.2003.

legislatore nazionale e delle Autorità nazionali di vigilanza, restringendo sia le aree dove la mancanza di armonizzazione rende possibile applicare la regolamentazione nazionale, sia le opzioni che possono essere esercitate all'atto del recepimento delle diverse direttive.

Detta considerazione è confermata dalla preferenza manifestata dalla Commissione Europea per lo strumento del regolamento, sia nel caso delle misure di attuazione della direttiva sugli abusi di mercato in materia di buy-back e stabilizzazione¹², sia nel caso della direttiva sui prospetti¹³. Il regolamento ai sensi del Trattato è direttamente applicabile (salvo i casi in cui vengano concesse opzioni) ed elimina la necessità di adottare norme nazionali di recepimento. Nel caso dei prospetti, ad esempio, una volta entrate in vigore le nuove misure, gli schemi e i contenuti del prospetto saranno regolati in modo vincolante a livello europeo e non consentiranno alle Autorità nazionali di adottare disposizioni difformi.

Questo implica che, una volta stabilito il modello europeo di regolamentazione e di protezione degli investitori, rimarrà poco spazio al legislatore nazionale per soluzioni proprie che porrebbero non solo problemi di compatibilità con il diritto comunitario, ma originerebbero fenomeni di *reverse discrimination* a danno degli operatori nazionali. Gli operatori degli altri paesi, infatti, presterebbero i propri servizi in base alla regolamentazione vigente nel paese di origine.

La normativa europea sopra richiamata pone, altresì, una grande enfasi sul ruolo dell'Autorità di vigilanza, imponendo

¹² Regolamento n. 2273/2003 recante modalità di esecuzione della direttiva 2003/6/CE per quanto riguarda la deroga per i programmi di riacquisto di azioni proprie e per le operazioni di stabilizzazione di strumenti finanziari.

¹³ Proposta di regolamento della Commissione recante modalità di esecuzione della direttiva 2003/71/CE per quanto attiene alla informazione contenuta nei prospetti, gli schemi di prospetto, l'inclusione di informazioni tramite rinvio ad altri documenti e la pubblicazione dei prospetti e diffusione di pubblicità.

l'individuazione di un'Autorità competente per il mercato mobiliare (che non potrà che essere la Consob) e sui suoi poteri di indagine. Soltanto l'armonizzazione delle prassi di vigilanza, dei poteri delle Autorità e, per quanto consentito, dei sistemi sanzionatori può assicurare una sostanziale uniformità di trattamento all'interno di un mercato integrato. L'esistenza di regole armonizzate non è di per sé garanzia di un trattamento uniforme per gli operatori e per i mercati, ma è necessario che le norme siano interpretate e applicate secondo modalità analoghe e che le sanzioni irrogate abbiano la medesima valenza.

Le direttive, in particolare quella sugli abusi di mercato (2003/6/CE) e quella sui servizi di investimento e sui mercati regolamentati, pongono l'accento sull'attività di indagine che l'Autorità deve svolgere al fine di assicurare che le norme siano rispettate. Esse prevedono che, in caso di necessità, possano essere adottati da parte delle Autorità tutti i provvedimenti necessari, ivi incluso il blocco dei beni (cosiddetto "freezing of the assets") del soggetto che ha violato le norme.

Al tal fine, le direttive redatte secondo il modello Lamfalussy prevedono una lista minima di poteri la cui titolarità va attribuita all'Autorità amministrativa indipendente di vigilanza, che può anche esercitarli in collaborazione con altre Autorità.

L'Autorità potrà chiedere informazioni a chiunque, effettuare ispezioni anche nei confronti dei soggetti non vigilati, accedere ai dati relativi al traffico telefonico, adottare provvedimenti di natura cautelare quali il congelamento di attivi o inibire la prosecuzione di attività in violazione di norme (compreso l'abusivismo).

La direttiva sugli abusi di mercato e la nuova direttiva sui servizi di investimento e sui mercati regolamentati invitano esplicitamente gli Stati membri a prevedere che le Autorità di vigilanza siano dotate di risorse economiche tali da consentire loro di svolgere adeguatamente le funzioni cui sono preposte.

La normativa europea in esame interviene anche sugli aspetti sanzionatori, sia imponendo il ricorso a sanzioni amministrative sufficientemente dissuasive, sia prevedendo sanzioni cosiddette “reputazionali” e interdittive.

Le Autorità di vigilanza devono poter disporre, o poter richiedere a un'altra Autorità di disporre, l'interdizione dall'esercizio di attività professionali di soggetti che abbiano violato le norme di attuazione delle direttive. Deve essere consentito di pubblicizzare i provvedimenti di vigilanza adottati e le sanzioni irrogate. Il ricorso a sistemi già conosciuti negli ordinamenti anglosassoni, come la “disqualification”, ovvero la “squalifica” del soggetto, con conseguente impossibilità di continuare a operare nel settore finanziario, può costituire una valida forma di deterrenza. La normativa europea, inoltre, agisce anche “a valle”, sulle possibilità di ricorso in casi in cui le norme siano state violate. Le direttive sulla commercializzazione a distanza di servizi finanziari, così come la posizione comune sui servizi di investimento e sui mercati regolamentati, prevedono che gli Stati membri consentano a organizzazioni pubbliche di adire le competenti istanze di giudizio nell'interesse dei consumatori e favoriscano l'introduzione di meccanismi extragiudiziali per la risoluzione di controversie tra consumatori e prestatori di servizi.

La riduzione della discrezionalità regolamentare a livello nazionale costituisce una precisa scelta del legislatore europeo a favore della creazione di un mercato integrato e induce a riflettere sulle ipotesi di superamento dell'attuale frammentazione dell'attività di vigilanza. Il Cesr ha già istituito una *task force* sulla ristrutturazione delle proprie funzioni e per muovere i primi passi verso un'integrazione dell'attività di vigilanza cui ha fatto, da ultimo, riferimento anche il Parlamento Europeo.

L'evoluzione della struttura e del funzionamento dei mercati di capitali europei alla luce della nuova direttiva su intermediari e mercati

La nuova direttiva su intermediari e mercati, destinata a sostituire la direttiva sui servizi di investimento 93/22/CEE, innova profondamente la previgente disciplina, estendendo il passaporto europeo a servizi e strumenti finanziari non inclusi nell'ambito di applicabilità della precedente direttiva. Vengono introdotte forme di concorrenza tra mercati regolamentati, sistemi multilaterali di negoziazione e intermediari cosiddetti internalizzatori, eliminando la facoltà per gli Stati membri di prevedere l'obbligo di concentrazione delle transazioni su mercati regolamentati.

La nuova direttiva prevede, inoltre, l'eliminazione delle residue competenze dell'Autorità di vigilanza del paese ospitante in materia di regole di comportamento. Verrà così pienamente realizzato, per i prestatori di servizi di investimento, il principio del controllo del paese di origine (home country control). La direttiva prevede regole di comportamento diverse per i servizi prestati agli investitori professionali¹⁴ rispetto a quelle previste per l'investitore al dettaglio. Essa sancisce, altresì, attraverso le norme applicabili al servizio cosiddetto di “execution only”, che l'investitore al dettaglio, che non desidera pagare il costo del servizio di consulenza offerto dall'intermediario, si assuma il rischio pieno della scelta di investimento effettuato, modificando l'approccio sin qui seguito in materia di regole di comportamento degli intermediari.

Le novità che vengono introdotte dalla direttiva tengono conto del mutato contesto europeo nel quale si realizzano gli scambi di strumenti finanziari e le scelte di investimento, caratterizzato dalla accentuazione delle dinamiche

¹⁴ Nella predetta categoria possono rientrare, previo riscontro del rispetto dei parametri previsti, le persone fisiche che svolgono attività professionali nel settore dei mercati finanziari.

competitive e dalla diversificazione delle modalità e degli strumenti di negoziazione, nonché dalle diverse tipologie di investitori presenti sul mercato.

Diverse sono le cause che hanno contribuito a determinare nel corso degli ultimi anni tali cambiamenti.

La maggiore concorrenza nell'offerta di servizi di negoziazione, favorita soprattutto dal basso costo delle infrastrutture telematiche, ha determinato spinte concorrenziali che hanno portato alla cosiddetta "demutualizzazione" delle borse e alla significativa diffusione della pratica dell'internalizzazione degli ordini da parte degli intermediari.

La nuova direttiva fornirà alcune risposte. Rimangono tuttavia da valutare pienamente le conseguenze che discenderanno dalla frammentazione dei mercati e dal venir meno degli obblighi di concentrazione degli scambi e, tra queste, il problema della possibilità per le Autorità di vigilanza di realizzare la concentrazione delle informazioni sulle transazioni al fine di mantenere la significatività dei prezzi di mercato e la possibilità di verificare la corretta applicazione della *best execution* nell'interesse del cliente.

Si è dell'avviso che le norme di settore non dovranno limitare l'innovazione e la competizione, ma allo stesso tempo, dovrà essere garantito il regolare andamento delle negoziazioni e la tutela degli investitori, mediante l'aumento della trasparenza e la tendenziale concentrazione delle informazioni sugli scambi. La necessità di un approccio funzionale assume particolare rilievo con riferimento al fenomeno dell'internalizzazione degli ordini da parte degli intermediari. Secondo tale approccio, le regole di trasparenza dovrebbero essere applicate indipendentemente dal soggetto che effettua o che organizza gli scambi, in modo da rendere confrontabili tra loro i diversi prezzi sul

mercato e rendere più flessibile l'offerta dei servizi di negoziazione.

Va tuttavia rilevato che le norme previste a livello comunitario in materia di *pre-trade transparency* non necessariamente renderanno raggiungibile il predetto obiettivo. In particolare, il compromesso raggiunto in sede europea tra diverse istanze tra loro confliggenti, ha determinato, da un lato, l'ampliamento delle operazioni esonerate dagli obblighi di trasparenza (non solo i blocchi ma anche quelle transazioni che eccedono lo *standard market size* ovvero "le dimensioni delle operazioni normalmente negoziate sul mercato"), dall'altro, la possibilità di praticare "*pricing improvement*" (miglioramento del prezzo) nelle negoziazioni con controparti professionali. Ciò potrebbe contribuire a rendere meno significative le quotazioni esposte dagli intermediari. Dalla maggiore opacità che ne conseguirebbe sarebbero danneggiati soprattutto i piccoli investitori, per i quali non sarebbe possibile neanche usufruire delle condizioni migliori che sarebbero riservate alle negoziazioni di importo più rilevante, e gli operatori professionali di minori dimensioni, dotati di un minore potere contrattuale nella determinazione delle condizioni.

Il principio della piena libertà di concorrenza tra diversi mercati regolamentati e la sostituzione del concetto di ammissione a quotazione con quello di ammissione alle negoziazioni su un mercato regolamentato impongono che venga effettuata anche a livello nazionale una riflessione, peraltro già completata da paesi quali il Regno Unito, sull'attribuzione del potere di dichiarare che un titolo disponga dei requisiti per essere trattato su un mercato regolamentato. La soluzione inglese, di attribuire la competenza come "Listing Authority" alla Fsa, ha consentito di eliminare potenziali pratiche anticompetitive e conflitti di interessi come nel caso del cosiddetto "*self-listing*" (ovvero di ammissione a quotazione nel mercato

regolamentato delle azioni emesse dalla stessa società di gestione del mercato).

La direttiva sul prospetto (2003/71/CE), peraltro, proprio al fine di evitare situazioni di conflitto di interessi prevede che la responsabilità per l'approvazione del prospetto di ammissione alle negoziazioni venga attribuita all'Autorità amministrativa di vigilanza (che permane anche nel caso in cui detta funzione venga delegata ad altri soggetti), eliminando la possibilità, in passato consentita agli Stati membri, di designare le Borse quali Autorità competenti.

La sempre maggiore diffusione delle tecniche di automazione e di comunicazione a distanza e l'implementazione di tali tecniche nei mercati finanziari hanno innescato un processo di "disintermediazione" nell'attività di negoziazione, associato di recente al fenomeno di un crescente numero d'investitori che si avvalgono dell'accesso diretto ai mercati. Ciò ha avuto un significativo impatto sul ruolo, non più indispensabile, dell'intermediario-membro del mercato, sulla accresciuta rilevanza delle operazioni in conto proprio degli intermediari rispetto al servizio di negoziazione in conto terzi, nonché sulle aree di *business* cui gli intermediari possono volgere lo sguardo per il mantenimento della propria posizione competitiva. Ciò rappresenta, altresì, una sfida per le Autorità di vigilanza che devono essere in grado di assicurare un'adeguata protezione degli investitori *retail*, facendo in modo che solo soggetti in grado di valutare adeguatamente il rischio cui si espongono accedano ai sistemi di contrattazione diretta, ai servizi *day trading*, ecc.

È facile, inoltre, ipotizzare che in tale mutato contesto possano prosperare gli intermediari polifunzionali di più ampie dimensioni, in grado di offrire l'intero spettro dei servizi d'investimento, e gli intermediari, anche di dimensioni più contenute, ma che raggiungano un elevato grado di specializzazione nell'offerta di servizi.

Questo fenomeno può comportare squilibri competitivi collegati alle difficoltà di sopravvivenza per gli intermediari medio-piccoli non specializzati. La regolamentazione di settore potrebbe essere chiamata a mitigare, prevenire o risolvere tali squilibri.

Infine, nel nuovo contesto di maggiore articolazione e competizione tra soggetti e forme diverse di negoziazione emergono ulteriori profili critici relativi al funzionamento delle attività cosiddette di *post-trading*, cioè legate alle attività di liquidazione e di compensazione degli scambi.

Anche questo settore è stato interessato da un processo di "demutualizzazione" che, tuttavia, difformemente dall'industria del *trading*, non si è accompagnato a un ampliamento degli spazi di concorrenza, né a livello nazionale, dove le società che gestiscono il servizio operano in condizioni di monopolio naturale/legale, né a livello europeo, dove esiste una persistente tendenza all'integrazione. Ciò in quanto l'industria del *post-trading* si caratterizza per la presenza di notevoli economie di scala e di scopo, principalmente dovute all'elevato livello di investimenti iniziali richiesti.

Le nuove spinte economiche hanno indotto talune società-mercato a offrire un'ampia gamma di servizi che non comprendono solo il *trading* ma l'intera filiera produttiva (custodia, compensazione, regolamento e garanzia), attraverso iniziative volte all'integrazione dei mercati e delle infrastrutture di *post-trading*.

Nel nostro sistema, ciò si è tradotto nell'integrazione verticale fra la principale società di gestione dei mercati e la società che gestisce i servizi di compensazione e liquidazione a livello nazionale. Se ciò certamente comporta vantaggi in termini di raggiungimento della dimensione ottimale minima, che permette non soltanto di beneficiare delle esistenti economie dimensionali,

ma anche di presentarsi con una maggiore forza nel più ampio contesto europeo, vi sono tuttavia aspetti di criticità. Vengono, infatti, a determinarsi alcune situazioni strutturali di conflitto di interessi, dovute alla circostanza che il cliente principale della società di compensazione e liquidazione ne è al contempo il soggetto controllante. Questo conflitto è ancora più evidente allorché nel capitale della società non sono rappresentati gli interessi degli intermediari di più modeste dimensioni.

L'attuale quadro normativo, sia a livello italiano che comunitario, non appare adeguato a far fronte a questi problemi. Il Tuf è stato approntato in un momento e in un contesto in cui i processi di privatizzazione, in misura minore per le strutture di *trading* e maggiore per quelle di *post-trading*, erano in una fase ancora embrionale. Gran parte dei problemi evidenziatisi nel corso di questi ultimi anni, pertanto, non sono stati affrontati in fase di definizione del complesso delle norme attualmente vigenti. In particolare, per quanto attiene al servizio di liquidazione, mentre si stabiliva la possibilità che esso venisse svolto da una società privata (art. 69 del Tuf), non si è pensato di incidere in alcun modo sulla *governance* di tale società, che pure si trova a svolgere funzioni di rilevanza pubblica. Inoltre, è stato previsto un regime di monopolio legale nel settore della liquidazione senza prevedere alcun potere di intervento da parte delle Autorità di vigilanza sul delicato aspetto della fissazione dei prezzi dei servizi.

In assenza di poteri di controllo diretto dei prezzi da parte delle Autorità di vigilanza, l'unico strumento di cui le stesse possono avvalersi resta ancora una volta la trasparenza, ovvero la possibilità di intervenire allo scopo di garantire più elevati livelli di condivisione delle procedure di determinazione dei prezzi che coinvolgono non solo le Autorità, ma l'intera platea degli utenti del servizio.

Sul tema del *post-trading* l'Unione Europea dovrebbe presentare una proposta di direttiva. L'integrazione su scala europea dei servizi di compensazione e liquidazione rappresenta una condizione imprescindibile per rendere efficiente l'attività di *post-trading* relativa alle operazioni transfrontaliere e, quindi, per realizzare pienamente il mercato unico europeo dei servizi finanziari.

A tal fine è necessario, anzitutto, che i paesi dell'UE abbiano un approccio normativo comune. Ciò richiede la rimozione delle differenti discipline e pratiche di mercato affermatesi a livello nazionale. Occorre anche armonizzare il quadro regolamentare relativo alla trasparenza e alla vigilanza prudenziale sui sistemi di *clearing* e *settlement* ed elaborare criteri comuni di gestione dei rischi operativi e di minimizzazione dei rischi sistemici. Infine, l'armonizzazione comunitaria dei sistemi di *clearing* e *settlement* potrà dare un forte impulso all'eliminazione delle distorsioni concorrenziali e delle disparità di trattamento, rendendo trasparenti e obiettivi i criteri per la prestazione transfrontaliera dei servizi di compensazione e liquidazione.

La proposta si inscriverebbe nel solco già tracciato da altre iniziative assunte a livello internazionale ed europeo. Tra queste ultime, si segnalano la comunicazione della Commissione al Consiglio e al Parlamento Europeo del 28 maggio 2002, che affronta le principali questioni politiche e le prospettive future del processo di armonizzazione dei servizi di compensazione e regolamento nell'UE, nonché la bozza di *standard* sul *clearing* e *settlement* elaborata da un gruppo di lavoro congiunto della Banca Centrale Europea (Bce) e del Cesr, al quale la Commissione UE partecipa in qualità di osservatore.

Favorire l'integrità dei mercati europei: la direttiva sugli abusi di mercato

La direttiva sugli abusi di mercato 2003/6/CE, già in vigore e da recepirsi entro il 12 ottobre 2004, accompagnata come si è accennato da direttive e regolamenti attuativi di Livello 2 recentemente adottati dalla Commissione Europea, introduce importanti innovazioni al quadro normativo previsto dal Tuf, sia per quanto attiene all'attribuzione dei poteri di indagine all'Autorità amministrativa competente sia per quanto attiene all'apparato sanzionatorio. Va menzionato che, come per la direttiva sui prospetti (2003/71/CE), gli Stati membri possono indicare una sola Autorità indipendente quale Autorità competente per l'attuazione della direttiva, cui andranno attribuiti i poteri di vigilanza cui si è accennato nel precedente paragrafo.

Con riguardo al sistema sanzionatorio, in particolare, al fine di attuare la direttiva, appare necessario introdurre sanzioni di natura amministrativa. L'esistenza di un regime sanzionatorio penale è riconosciuta come mera facoltà per gli Stati membri che, se esercitata, non deve interferire con l'obbligo derivante dalla direttiva di prevedere l'irrogazione di sanzioni di natura amministrativa per gli illeciti individuati dalla stessa direttiva.

Subiranno modifiche, per effetto della normativa comunitaria, anche le norme in materia di obbligo di comunicare al pubblico l'informazione cosiddetta "*price sensitive*". La direttiva pone, infatti direttamente in capo all'emittente l'onere di stabilire se sussista una causa che legittima il ritardo nella diffusione delle informazioni, lasciando agli Stati membri la facoltà di prevedere che l'Autorità competente venga informata di tale decisione. Nella direttiva della Commissione Europea 2003/124/CE sono contenuti le modalità e i termini relativi agli obblighi di comunicazione al pubblico delle

informazioni privilegiate da parte delle società emittenti e viene prevista una lista, seppure non esaustiva, degli interessi legittimi che consentono all'emittente di ritardare la comunicazione.

L'armonizzazione della disciplina sugli emittenti

Il legislatore europeo è intervenuto nel settore della disciplina degli emittenti e dell'offerta al pubblico con diverse misure che disciplinano l'informazione, sia nella fase di accesso al mercato (prospetti di offerta al pubblico e prospetti di ammissione alle negoziazioni) sia come informazione periodica cui gli emittenti sono tenuti, nonché la materia delle offerte pubbliche d'acquisto.

La direttiva sui prospetti assume particolare rilievo in quanto estende per la prima volta il regime del passaporto europeo agli emittenti e offerenti valori mobiliari nonché per l'ammissione alle negoziazioni sui mercati regolamentati.

Il prospetto, approvato dall'Autorità dello Stato membro di origine, è valido per l'offerta al pubblico e/o per l'ammissione alle negoziazioni su mercati regolamentati in tutto il territorio dell'Unione Europea. Secondo quanto previsto dalla direttiva, deve essere individuata una sola Autorità amministrativa nazionale responsabile per l'attuazione della direttiva medesima e per l'approvazione del prospetto.

Una volta ottenuta l'approvazione del prospetto da parte dell'Autorità del paese prescelto, i titoli potranno essere collocati su tutto il territorio dell'Unione senza che l'Autorità del paese ospitante possa chiedere ulteriori informazioni o imporre condizioni specifiche. Il passaporto europeo per gli emittenti accentuerà verosimilmente la delocalizzazione delle emissioni di titoli diversi dai titoli partecipativi (*non-equity securities*) di valore nominale superiore a 1.000

euro nei paesi con controlli meno rigorosi. Questo sarà possibile dal momento che la direttiva consente all'emittente di scegliere il paese di origine tra quello in cui l'emittente ha la propria sede sociale e quello in cui il titolo viene offerto al pubblico e/o ammesso alle negoziazioni su mercati regolamentati.

La direttiva, inoltre, non consente di mantenere casi di esenzione dall'obbligo di pubblicare un prospetto da parte di particolari categorie di emittenti, quali gli enti creditizi nell'esercizio dell'attività di raccolta del risparmio. L'obbligo del prospetto vige per tutti i tipi di offerta di titoli di capitale e/o di debito collocati presso il pubblico dei risparmiatori. La direttiva, infatti, non si applica solo in casi limitati, quali sono quelli dei titoli emessi da Stati membri, da enti locali di uno Stato membro, da organismi internazionali a carattere pubblico cui uno o più Stati membri partecipano, dalle banche centrali e dalla Bce. Il collocamento presso investitori istituzionali o investitori qualificati come professionali non è soggetto agli obblighi di predisposizione del prospetto. Tuttavia, in casi di rivendita a investitori diversi da quelli qualificati (in particolare ai clienti degli intermediari), è richiesta la predisposizione del prospetto.

Il Cesr ha fornito, nel corso dell'anno, un parere alla Commissione Europea sugli schemi e sui meccanismi di pubblicità del prospetto, che ha consentito alla Commissione di predisporre un regolamento in materia di cui si attende l'approvazione.

La normativa in materia di prospetti sarà completata, per quanto attiene agli obblighi di informazione da parte degli emittenti, dalla futura direttiva (attualmente allo stadio di orientamento generale) sulla trasparenza, che prevede l'armonizzazione degli obblighi informativi degli emittenti titoli negoziati su un mercato regolamentato, con il duplice obiettivo di

migliorare l'informazione disponibile per gli investitori e di garantire alla predetta informazione il "passaporto europeo", consentendo che, in caso di titoli trattati su più mercati, l'emittente non sia sottoposto a requisiti diversi per ciascun mercato.

L'informativa periodica verrà redatta secondo i principi dello Iasb (*International Accounting Standards Board*) per i bilanci consolidati e per la relazione semestrale nonché secondo le norme previste dalla direttiva stessa e dalle norme di Livello 2. L'Autorità del paese di origine sarà competente in materia di controlli sull'informazione di natura finanziaria. Il Cesr ha sviluppato *standard* in materia di *enforcement* a cui le Autorità competenti degli Stati membri debbono attenersi e ha previsto i poteri di cui le dette Autorità debbono essere dotate nel verificare l'informazione contabile degli emittenti da esse controllati.

La direttiva sulle Opa, che completa il quadro di armonizzazione in materia di emittenti, è giunta alla fase di approvazione formale dopo un difficile percorso, cui si è fatto diffusamente cenno nella relazione relativa al 2002. Essa rappresenta una soluzione di compromesso che, se da un lato lascia gli Stati membri liberi di decidere in materia di misure difensive (cosiddette *poison pills*) e di definire la soglia al raggiungimento della quale si determina l'obbligo di Opa, senza introdurre una vera e propria armonizzazione sul punto, dall'altro lato introduce importanti modifiche rispetto alla normativa del Tuf. In particolare, viene introdotto l'obbligo di applicare il principio del prezzo equo, definendo come tale quello più alto pagato dall'offerente (o da chi agisca di concerto con l'offerente) in un periodo da stabilirsi, da parte di ciascuno Stato, tra un minimo di sei mesi e un massimo di dodici mesi antecedenti l'offerta.

Le principali iniziative in corso in ambito Iosco

La Iosco rappresenta la principale sede di coordinamento a livello mondiale per l'area di attività delle Autorità di vigilanza del mercato mobiliare. Essa opera come soggetto promotore del rafforzamento della convergenza delle regole e delle attività di vigilanza delle Autorità del mercato mobiliare dei vari paesi membri. Gli *Objectives and Principles for Securities Regulation* dell'Iosco rientrano nella lista raccomandata dal *Financial Stability Forum* e costituiscono oggetto dei Fsap (*Financial Sector Assessment Program*) gestiti dalle istituzioni finanziarie internazionali (quali il Fondo Monetario Internazionale e la Banca Mondiale).

Nel corso del 2003 la Iosco, al fine di migliorare il recepimento dei propri *standard* e fornire utili linee-guida per i Fsap, ha approvato la cosiddetta "*Assessment Methodology*", un documento che definisce i principi da utilizzare per valutare la rispondenza di ciascun paese ai citati *Iosco Principles* che, sebbene non godano dello stesso status attribuito alla normativa comunitaria, assurgono a *benchmark* utilizzati dalle Ifis (*International Financial Institutions*) per valutare l'adesione di un paese agli *standard* definiti.

Particolare attenzione è stata dedicata, in corso d'anno, ad accrescere la collaborazione tra le varie Autorità di settore e, nel mese di ottobre 2003, in occasione della Conferenza Annuale, è stata annunciata la lista di Autorità firmatarie dell'Accordo Multilaterale di Cooperazione Iosco, tra le quali è inclusa la Consob.

Il contenuto dell'Accordo si discosta da quello ordinario degli accordi bilaterali, in quanto prevede una valutazione dei poteri di cooperazione delle Autorità e pone l'accento sulle informazioni necessarie all'identificazione del beneficiario

finale nelle transazioni finanziarie¹⁵ o nelle partecipazioni in società ed enti. Detto Accordo è stato utilizzato in occasione delle indagini relative al caso Parmalat.

Proprio a seguito del caso Parmalat, è stata costituita dal Comitato Tecnico della Iosco un'apposita *task force*, co-presieduta dalla Consob e dalla Sec, per studiare le misure da adottare al fine di impedire il ripetersi di tali gravi situazioni.

Per quanto attiene all'attività di "*standards setting*", la Iosco nel corso del 2003 ha approvato una serie di documenti che contengono principi-guida in materia di controllo sui revisori nonché in materia di analisti finanziari e società di *rating* (tema allo studio anche dell'Unione Europea e dell'Ocse).

L'attenzione su detti temi è stata richiamata dal fatto che le valutazioni fornite e i giudizi sulle società quotate, che gli analisti finanziari e le agenzie di *rating* producono, hanno assunto un ruolo e un'importanza crescenti nell'indirizzare le scelte d'investimento/disinvestimento dei risparmiatori e degli altri operatori del mercato. L'attitudine di tale informativa a influenzare i corsi dei titoli enfatizza l'importanza che sia garantita l'indipendenza di giudizio e la correttezza comportamentale dei soggetti che la producono.

Diverso è però il grado di avanzamento delle strategie normative per affrontare i problemi legati alle due diverse tipologie di fornitori di informazione derivata. Mentre per gli analisti finanziari sia la Iosco che l'Unione Europea hanno identificato precise linee di azione, per le società di *rating* la Iosco ha, per il momento, limitato l'azione alla identificazione dei problemi e alla definizione di linee-guida di carattere generale.

¹⁵ La Iosco ha anche costituito una Task Force il cui compito è quello di emanare dei principi - guida per la disciplina della "Client Identification" e dei "Beneficial Ownership".

La Consob, prima tra le Autorità di settore, ha dettato regole di trasparenza e ha documentato, prima dell'emergere dei casi di crisi societarie, la mancanza dei requisiti di indipendenza e affidabilità negli studi prodotti dagli analisti. L'approccio della Consob è stato però limitato dall'attuale quadro normativo che consente di intervenire esclusivamente sulle modalità di produzione degli studi diffusi da intermediari autorizzati. Vista la rilevanza del problema, è auspicabile che esso formi oggetto di autonoma e immediata regolamentazione. Per allineare la regolamentazione del settore alla migliore prassi internazionale, è necessario che alla Consob siano attribuiti nuovi e più penetranti poteri. In tal senso, si muove un progetto di legge (la cosiddetta "proposta Lettieri"), già approvato dalla Camera.

Le iniziative della Iosco in materia di *rating* continuano attraverso l'attività di studio oggetto di una *task force* creata *ad hoc* per l'emanazione di un *Code of Conduct for credit ratings agencies* (Cras) che dovrebbe tradurre i principi già individuati nel citato documento in esplicite indicazioni di implementazione. Esse dovrebbero riguardare la qualità e l'integrità del processo di formulazione dei giudizi di *rating*, l'indipendenza delle agenzie, la *disclosure* del conflitto di interessi, la trasparenza e la tempestività di divulgazione dei giudizi e la tutela della riservatezza delle informazioni non pubbliche di cui le agenzie di *rating* entrano in possesso nel corso delle valutazioni che compiono per rilasciare il giudizio.

I PROBLEMI EMERSI E LE RISPOSTE ALLE CRISI NEL MUTATO SCENARIO INTERNAZIONALE

La fiducia è un elemento fondamentale del mercato finanziario, perché sulla fiducia si fondano le relazioni tra i soggetti che chiedono e quelli che offrono risparmio sul mercato e perché la fiducia condiziona le aspettative che sono alla base delle decisioni di investimento di questi ultimi.

La fiducia, inoltre, diventa tanto più importante quanto più cresce il ruolo del mercato dei capitali rispetto alla tradizionale raccolta del risparmio sotto forma di depositi bancari. Ciò anche in considerazione del fatto che, da un lato, i soggetti che emettono strumenti finanziari sono sempre più imprese private esposte al rischio di fallimento e che, dall'altro, anche la natura pubblica dei soggetti emittenti non sempre costituisce garanzia di restituzione del capitale investito (si veda, in proposito il caso delle obbligazioni argentine).

Negli ultimi dieci anni il sistema finanziario italiano ha vissuto una profonda trasformazione: è aumentato, da un lato, il ricorso delle imprese al mercato per finanziare le proprie attività, e dall'altro, l'investimento diretto da parte delle famiglie in strumenti finanziari emessi da soggetti privati. Allo stesso tempo si è assistito a una progressiva evoluzione del ruolo del sistema bancario, che ha esteso il proprio raggio di azione dalla tradizionale attività creditizia ai servizi di *investment banking* e alla gestione del risparmio, mantenendo una assoluta centralità nel funzionamento del sistema finanziario nel suo complesso.

Uno dei fattori più significativi di questo processo di trasformazione è costituito dal recente sviluppo del mercato delle obbligazioni societarie: a partire dal 1999, infatti, tale mercato è cresciuto in modo rilevante, a fronte di un rallentamento

della crescita delle emissioni di titoli di stato. Nello stesso periodo, i gruppi italiani hanno notevolmente aumentato il peso dei prestiti obbligazionari rispetto al totale dei debiti finanziari.

Lo sviluppo delle emissioni obbligazionarie societarie da parte di soggetti italiani è avvenuto soprattutto tramite il ricorso al cosiddetto *private placement*, cioè a un collocamento privato riservato a investitori istituzionali. La quasi totalità di tali obbligazioni è quotata sul mercato lussemburghese.

Con riferimento al totale delle emissioni obbligazionarie da parte di imprese non finanziarie italiane in essere a fine 2003, pari a circa 86 miliardi di euro, solo il 17 per cento in termini di controvalore (il 9 per cento in termini di numero di emissioni) era quotato su mercati regolamentati italiani, mentre rispettivamente il 72 per cento e il 67 per cento dei prestiti risultavano quotati alla borsa lussemburghese.

Le ragioni della preferenza degli emittenti italiani per la quotazione sul mercato lussemburghese risiedono nei minori adempimenti da assolvere nei confronti delle Autorità di vigilanza, che consentono di collocare un prestito obbligazionario (soprattutto nel caso di offerte riservate a investitori istituzionali) in tempi più contenuti, con costi minori e con un grado di informativa ridotto rispetto a un'offerta pubblica sul mercato italiano.

Il ricorso al *private placement* può tuttavia presentare profili critici per la tutela degli investitori qualora – come riscontrato ad esempio nei casi Parmalat, Cirio e Giacomelli – i relativi titoli obbligazionari vengano venduti dagli intermediari, spesso già in fase di *grey market*, a investitori non professionali, i quali potrebbero

così non disporre di un patrimonio informativo sufficiente per una corretta valutazione dell'investimento.

Oltre allo sviluppo del mercato delle obbligazioni debbono rilevarsi altri due distinti ma concomitanti fenomeni: la creazione e diffusione di prodotti e servizi finanziari sempre più complessi da parte sia delle banche che delle imprese e la tendenza alla diversificazione degli investimenti da parte delle famiglie, con conseguente crescita dell'esposizione a rischio.

L'esposizione delle famiglie al rischio pone problemi sempre più delicati, tanto più in vista della tendenza in atto a indirizzare verso gli investimenti finanziari anche il risparmio di natura previdenziale.

Si tratta di cambiamenti che accomunano i processi di sviluppo dei mercati finanziari dei principali paesi e che aumentano la capacità del mercato di finanziare la crescita economica. Al contempo essi però enfatizzano le componenti di rischio e di incertezza e rafforzano quindi l'esigenza di garantire un sufficiente grado di fiducia nell'efficacia dei meccanismi posti a presidio del buon funzionamento del mercato.

L'evoluzione del mercato è sempre più un fenomeno internazionale, sia perché cresce l'integrazione dei mercati e delle strategie degli attori del mercato, sia perché aumentano gli sforzi di coordinamento internazionale nella definizione delle regole e dei principi dell'attività di vigilanza. L'internazionalizzazione del contesto di riferimento costituisce quindi una necessità per le scelte nazionali, da un lato, nell'influenzare la capacità competitiva del sistema finanziario ed economico, dall'altro, nel garantire adeguate forme di tutela degli investitori.

I problemi emersi e il nuovo contesto internazionale

Gli episodi di crisi che si sono manifestati nel corso del 2003, pur nella diversità delle loro specifiche caratteristiche, hanno evidenziato alcune aree critiche, con riferimento a due aspetti fondamentali per la fiducia del mercato:

- la qualità dell'informazione societaria e l'efficacia dei relativi meccanismi di controllo, interni ed esterni alla società;
- la correttezza dei rapporti tra risparmiatori e intermediari e l'incidenza che su di essa può avere la circostanza che gli intermediari svolgono una molteplicità di funzioni.

La qualità dell'informativa societaria è la prima condizione per il corretto funzionamento del mercato dei capitali e per la tutela degli investitori. Compito del sistema di regole non è infatti quello di impedire il verificarsi di crisi societarie, pur se la loro prevenzione è dovere di tutti, quanto di dotare il mercato di un'informazione chiara, completa e tempestiva su tutti gli elementi che possono contribuire a fondare le decisioni di investimento, fornendo un quadro adeguato delle condizioni di rischiosità legate alle diverse situazioni, anche di difficoltà, in cui possono venirsi a trovare le società quotate.

Un'informazione societaria inadeguata comporta ritardi e "sviamenti" nella rilevazione delle situazioni critiche che limitano la possibilità di reazione dei vari soggetti:

- gli investitori, che potrebbero adeguare i propri comportamenti sulla base di una corretta valutazione delle condizioni di rischiosità degli strumenti finanziari;
- le Autorità di vigilanza, che potrebbero innescare meccanismi correttivi richiedendo l'approfondimento e l'ampliamento delle informazioni disponibili;

- i soggetti che contribuiscono all'analisi e alla valutazione dei titoli e degli emittenti (analisti, società di *rating*, etc.), che potrebbero fornire ulteriori segnali di grande rilevanza per le scelte del mercato.

La qualità dell'informazione societaria, che deve essere chiara, tempestiva e completa, dipende dalla capacità dei meccanismi di controllo interni ed esterni della gestione delle società di prevenire e di ostacolare efficacemente i fenomeni di falsificazione e occultamento di informazioni.

I fenomeni di crisi analizzati nei precedenti paragrafi evidenziano come il funzionamento della struttura dei controlli sia reso più difficile e meno efficace da alcune tendenze evolutive del mercato.

In particolare, è da considerare il ruolo crescente che la gestione finanziaria sta assumendo nel quadro delle attività complessive delle società quotate. I casi recenti hanno evidenziato come le maggiori aree di criticità nella trasparenza degli emittenti derivino dalle gestioni finanziarie delle imprese, caratterizzate da opacità e da una capacità "moltiplicativa" delle risorse e degli impegni. Inoltre, è cresciuta la tendenza a realizzare la gestione finanziaria attraverso una estesa e complessa articolazione di relazioni finanziarie con altre società del gruppo, molte delle quali residenti in centri *off-shore* e create con la funzione di società veicolo con il concorso di banche internazionali. La diffusione di tali pratiche incide negativamente soprattutto sulla capacità di verifica, nonché sull'unitarietà delle funzioni e delle responsabilità della revisione. Il problema è acuito dal mancato rispetto di *standard* di regolamentazione nei centri *off-shore* nei quali è possibile creare fondi di investimento e società senza dover sottostare a oneri e/o controlli in materia di informazione, registrazione delle transazioni, libri contabili, ecc.

Per quanto riguarda la correttezza delle relazioni tra intermediari e investitori, sono emersi problemi legati alla presenza di conflitti di interessi nell'ambito della natura polifunzionale delle attività svolte dagli intermediari. In alcuni casi, le scelte d'investimento dei risparmiatori sono state orientate verso strumenti finanziari caratterizzati da uno spettro di combinazioni rischio/rendimento troppo ampio. Tali problemi sono emersi sia nel collocamento delle obbligazioni in presenza di situazioni di crisi dell'emittente, sia nel collocamento di alcune tipologie innovative di prodotti finanziari.

Nelle vicende che hanno recentemente interessato diversi emittenti è emerso che numerose banche, nella prestazione dei servizi di investimento, hanno venduto alla clientela *retail* in modo non conforme strumenti finanziari e, in molti casi, non sono stati correttamente adempiuti gli obblighi informativi e valutativi connessi alla prestazione dei servizi di investimento.

Le circostanze descritte rafforzano la necessità di accrescere gli *standard* etici nella prestazione dei servizi di investimento da parte degli intermediari bancari. È necessario un rinnovato approccio culturale che prenda piena consapevolezza della diversità tra il cliente/depositante e il cliente/investitore, figure profondamente differenti dal punto di vista del rischio assunto nel rapporto con la banca: il depositante gode infatti della sostanziale certezza del rimborso dei propri risparmi, l'investitore si accolla il rischio dell'operatività diretta sul mercato.

Anche il rischio assunto dagli stessi intermediari è, in tal senso, diverso nei due ruoli. Come dimostrato dalle recenti vicende, nella prestazione dei servizi di investimento i rischi legali e reputazionali assumono il maggiore rilievo.

In tale scenario, si impongono agli intermediari bancari modalità di prestazione dei servizi di investimento che ne riconoscano e valorizzino la strutturale specificità rispetto all'attività bancaria in senso stretto. Appare essenziale che gli intermediari rilevino, rappresentino e comunichino ai clienti i rischi connessi all'investimento diretto in strumenti finanziari, affinché questi pongano in essere scelte d'investimento e di disinvestimento effettivamente consapevoli dei rischi assunti.

Il problema del conflitto di interessi coinvolge trasversalmente tutte le principali funzioni del mercato finanziario.

Il novero delle situazioni di conflitto di interessi è ampio e include i comportamenti: degli intermediari nei confronti dei risparmiatori/investitori loro clienti e delle imprese cui forniscono diverse tipologie di servizi finanziari; degli esponenti delle imprese quotate nei confronti dei soggetti terzi con cui esse interagiscono (i loro azionisti, in primo luogo, ma anche i creditori, i fornitori, i lavoratori e lo Stato stesso); dei soggetti che svolgono funzioni di controllo all'interno e all'esterno delle società (amministratori indipendenti, sindaci e società di revisione); dei soggetti che forniscono analisi e valutazioni sugli emittenti (analisti e società di *rating*).

In questo campo la Consob, nel corso degli anni, è intervenuta in più occasioni, esercitando i poteri che la legge le attribuiva ovvero attraverso iniziative di *moral suasion*. Non sempre l'apparato sanzionatorio e quello inerente ai poteri di accertamento di tali condotte si sono mostrati sufficienti a disincentivare questo tipo di comportamenti.

A fronte della complessità dei problemi emersi e della crescente pervasività delle situazioni di conflitto di interessi, si ravvisa la necessità di un

adeguamento del quadro normativo e regolamentare e dell'azione di vigilanza al fine di garantire una maggiore responsabilizzazione dei soggetti che svolgono funzioni di controllo all'interno e all'esterno delle società e al fine di rafforzare la tutela degli investitori.

Inoltre, appare necessario impegnarsi anche in un'opera di miglioramento dell'educazione al rischio degli investitori, aumentando la consapevolezza nelle scelte d'investimento, considerata la crescente complessità e articolazione dei prodotti e dei servizi finanziari che vengono loro offerti.

Nel definire una strategia di risposta alle crisi occorre considerare i vincoli e le indicazioni che provengono dalla crescente integrazione internazionale delle fonti di regolazione, derivanti, in primo luogo, dall'appartenenza all'Unione Europea, per il carattere cogente che le sue norme assumono; in secondo luogo, dagli organismi di coordinamento a livello mondiale, tra cui la Iosco.

In un'ottica più generale, occorre però considerare anche il Financial Stability Forum, che sta svolgendo un ruolo crescente nei confronti dei rischi di instabilità micro e macroeconomica che si sono manifestati in conseguenza di *shock* di mercato esogeni (derivanti soprattutto dalla instabilità delle condizioni di sicurezza internazionale) o endogeni (gravi crisi societarie a partire dal caso Enron), e l'Ocse che, soprattutto in conseguenza delle suddette crisi, sta procedendo a un aggiornamento dei principi di *corporate governance*, emanati nel 1999, che forniscono linee-guida di rilievo per la regolamentazione di tali aspetti.

L'esperienza nazionale va quindi adeguatamente situata nel più ampio panorama europeo e internazionale anche perché, come dimostrato dalle vicende che hanno interessato il gruppo Parmalat e il gruppo Cirio, nessuna

Autorità può prescindere dalla collaborazione internazionale per l'esercizio delle proprie funzioni. La segmentazione degli ordinamenti rende infatti più difficile la vigilanza con il rischio che la diversità di norme faciliti il ricorso al cosiddetto "forum shopping" da parte di soggetti intenzionati a eluderle o violarle.

La crescente importanza del coordinamento internazionale nella definizione delle regole riduce, quanto meno a livello di Unione Europea, la segmentazione normativa e quindi i rischi di arbitraggio regolamentare e gli spazi per comportamenti opportunistici dei soggetti vigilati. Allo stesso tempo sposta la competizione tra i sistemi nazionali dal campo delle regole a quello della qualità e dell'efficienza dei "servizi" di vigilanza. L'attività internazionale degli operatori tenderà a privilegiare la localizzazione nei mercati in grado di garantire rapidità e trasparenza nelle attività autorizzatorie, ad esempio per le operazioni che necessitano di prospetto. L'investimento del risparmio d'altra parte tenderà a concentrarsi laddove più efficace sarà l'attività di *enforcement* delle norme a tutela degli investitori.

In tale quadro, occorre che il sistema di *enforcement*, nel nostro paese, garantisca quegli *standard* di efficienza e qualità sui quali sempre più dovrà misurarsi la capacità competitiva dei mercati.

In assenza di un adeguato coordinamento dei livelli di *enforcement* realizzati nei diversi paesi, potrebbe comunque esserci una tendenza a sfruttare eventuali inefficienze dell'attività di vigilanza per fini elusivi.

A livello europeo, l'esigenza di coordinamento anche delle attività di *enforcement* è attualmente affrontato attraverso il cosiddetto Livello 3 della Procedura Lamfalussy. In un'ottica di più lungo periodo si porrà il problema di assicurare un modello di vigilanza adeguato al

mercato unico europeo attraverso un regolatore unico o un *network* di regolatori con una forte centralizzazione del livello di coordinamento.

L'evoluzione del contesto internazionale assume rilievo anche per gli effetti che le regole stabilite nei vari organi internazionali possono avere sull'evoluzione delle strutture del mercato finanziario italiano.

La diversificazione delle forme e delle strutture di negoziazione, derivanti dagli orientamenti europei in materia di mercati di strumenti finanziari, cambierà il quadro competitivo all'interno del mercato dei servizi d'investimento in Europa, avvicinando le funzioni tradizionali dei mercati e degli intermediari, per le quali aumenteranno gli elementi di concorrenza rispetto a quelli di complementarità. Aumenterà la concorrenza tra le diverse piattaforme di negoziazione, sia all'interno dei "mercati" dove ci potrà essere competizione tra più mercati regolamentati e tra questi e i sistemi di scambi organizzati, sia tra i "mercati" e gli intermediari, in conseguenza della possibilità per questi ultimi di internalizzare gli scambi grazie al venir meno dell'obbligo di concentrazione. Inoltre, l'accesso diretto che le diverse forme di mercato potranno offrire alle differenti categorie di investitori comporterà la possibilità di una disintermediazione dell'attività di negoziazione.

Una crescente importanza assumono in tale quadro i problemi dell'area del *post-trading*, che ancora non forma oggetto di armonizzazione normativa a livello europeo, nella quale non si riscontra una corrispondente diversificazione dei sistemi. Essi continuano a essere caratterizzati da forti livelli di monopolio e da fenomeni di integrazione verticale solo con alcuni mercati regolamentati. Ciò potrebbe rendere opportuno, al fine di consentire il libero esplicarsi della competizione tra i diversi sistemi di negoziazione, un maggior controllo della *governance* delle

strutture di *post-trading*, rendendola più aperta alle diverse componenti del mercato e favorendo una maggiore trasparenza dei costi e degli oneri tariffari praticati.

L'adeguamento del quadro normativo

L'adeguamento del quadro normativo, che si rende necessario per rispondere alla crisi di fiducia e per adeguare il nostro sistema all'evoluzione del contesto internazionale, richiede una strategia di intervento articolata, capace di incidere sull'architettura del sistema di vigilanza, sulla definizione di nuove regole specifiche atte a modificare comportamenti e funzioni per i quali sono emerse le principali criticità, sulla disponibilità e sull'efficacia dei poteri di accertamento e degli strumenti sanzionatori.

Per quanto riguarda l'architettura del sistema di vigilanza, l'attuale legislazione non ha ancora definito in modo chiaro e netto una ripartizione delle competenze per finalità. Prodotti analoghi beneficiano di trattamenti diversi e l'esperienza dell'Autorità competente in materia di trasparenza non è compiutamente impiegata mancandole aree che sono invece affidate a istituzioni specializzate in materia di vigilanza prudenziale.

Elementi di non coerenza e non completezza persistono con riferimento alla sollecitazione del pubblico risparmio, a causa dell'esclusione delle obbligazioni bancarie e di altri prodotti di natura bancaria o assicurativa dalla disciplina degli obblighi di prospetto, e con riferimento ai controlli sui fondi comuni di investimento e sui fondi pensione, per i quali profili di trasparenza e correttezza delle gestioni sono attualmente assorbiti nell'orbita della vigilanza di tipo prudenziale.

La completa attuazione del modello di vigilanza per finalità rappresenta un obiettivo cui dovrebbe tendere il processo riformatore per

garantire in pieno la coerenza e l'efficacia dell'azione di vigilanza, considerato soprattutto il venir meno delle tradizionali differenze settoriali dell'intermediazione finanziaria, sia per quanto riguarda le attività dei soggetti che vi operano sia per quanto riguarda i prodotti finanziari oggetto dell'attività.

Detto approccio sembra, altresì, essere coerente con quanto previsto in ambito comunitario dove non sono più consentite esenzioni dall'obbligo di prospetto per i titoli emessi dagli enti creditizi, ma semplicemente la possibilità di ricorrere a schemi di prospetto semplificati la cui approvazione dovrà rientrare nella competenza dell'Autorità amministrativa designata ai sensi della direttiva e, quindi, dell'Autorità competente a livello nazionale in materia di trasparenza.

Cooperazione tra Autorità competenti

La progressiva integrazione dei diversi comparti e delle diverse attività del mercato finanziario richiede anche che, indipendentemente dall'attribuzione delle competenze, si rafforzi la collaborazione e il coordinamento tra le diverse Autorità che svolgono funzioni di vigilanza sul mercato finanziario. Tale esigenza suggerisce, da un lato, l'estensione dei doveri di collaborazione, attualmente previsti dall'art. 4 del Tuf solo per Consob e Banca d'Italia, anche alle altre Autorità del mercato finanziario, dall'altro, la previsione di forme sistematiche e tempestive di condivisione delle informazioni, di cui le diverse Autorità vengono in possesso in virtù delle proprie funzioni di vigilanza (*unsolicited assistance*). Si tratta di materie delle quali si discute anche in ambito Ceesr cui la Commissione Europea ha chiesto, nell'ambito dell'elaborazione delle misure di Livello 2 per la nuova direttiva sui servizi di investimento, di analizzare i casi nei quali

un'informazione deve essere obbligatoriamente trasmessa all'Autorità di un altro Stato membro senza che questa ne faccia espressa richiesta.

L'esperienza maturata dalla Consob in questi anni, e in particolar modo nel recente periodo caratterizzato da crisi societarie di dimensione internazionale, consente di individuare nella collaborazione e nella cooperazione internazionale uno strumento sempre più importante di vigilanza.

Per poter utilizzare efficacemente tale strumento è necessario, tuttavia, che l'Autorità di vigilanza risponda a determinati requisiti, stabiliti a livello internazionale, relativi all'organizzazione e ai poteri di cui dispone.

In particolare, tra i requisiti definiti dalla Iosco e dalle direttive di settore, assume rilevanza la possibilità per le Autorità di assicurare la confidenzialità delle informazioni riservate ricevute dalle altre Autorità nell'ambito di attività di cooperazione.

Più in generale, la disciplina internazionale stabilisce che le Autorità, nell'esercizio dei propri poteri e funzioni, devono essere operativamente indipendenti e responsabili (*accountable*). La definizione di un adeguato equilibrio tra indipendenza e responsabilità viene indicata come condizione fondamentale per assicurare l'efficacia dell'azione di vigilanza, da un lato, e l'autorevolezza del ruolo dell'Autorità, dall'altro, intesa soprattutto come capacità di esercitare una funzione i cui principi siano condivisi dal mercato.

Si pone quindi l'esigenza che la definizione delle caratteristiche istituzionali dell'Autorità di vigilanza sia in linea con gli *standard* internazionali: a tal fine è necessario che siano salvaguardate le caratteristiche di indipendenza operativa e che sia definita una regolamentazione del segreto d'ufficio che tuteli il principio di confidenzialità e che consenta di mantenere

riservate, così come previsto peraltro dalle direttive di settore, le informazioni ricevute da un'Autorità estera.

Riforma dei controlli sugli emittenti e sui mercati

A fronte della sostanziale inadeguatezza delle iniziative di autodisciplina a consentire un generalizzato miglioramento dei livelli di tutela interni al sistema, la necessità di riformare l'attuale quadro legislativo si manifesta anche per alcuni aspetti specifici relativi, come si è detto, all'efficacia dei controlli interni ed esterni alle società e ai conflitti di interessi degli intermediari.

Per quanto riguarda la *governance* delle società quotate, la riforma del diritto societario e le norme di coordinamento con il Tuf hanno ridisegnato l'attribuzione delle funzioni degli organi deputati al controllo, favorendo una proficua dialettica con le Autorità di vigilanza. Tali innovazioni legislative, pur in assenza di una organica disciplina dei gruppi, hanno anche introdotto nuove forme di responsabilità per l'attività di direzione e coordinamento. Si tratta di interventi importanti, che però non risolvono tutti i problemi emersi riguardanti il controllo sugli emittenti.

Rispetto a questi temi, così come su quelli relativi alla disciplina dei mercati e degli intermediari, dall'ampio dibattito che si è articolato in questi ultimi mesi, soprattutto nell'ambito dell'indagine conoscitiva condotta dal Parlamento, ma anche per iniziativa di importanti associazioni di categoria rappresentanti i principali attori del mercato, sono emerse indicazioni importanti e sostanzialmente concordanti nel perseguimento degli obiettivi generali, pur nella varietà dialettica dei punti di vista e di specifiche articolate proposte.

La Consob intende portare il proprio contributo di cultura e di esperienza istituzionale alla definizione di un intervento riformatore incentrato su alcune linee-guida che appaiono coerenti con le esigenze manifestatesi in conseguenza delle crisi societarie e con l'evoluzione recente del mercato finanziario.

Tali linee si possono così sintetizzare:

- Favorire una maggiore dialettica tra le funzioni esecutive e quelle di controllo

All'interno degli organi di amministrazione e controllo previsti dai diversi modelli societari introdotti dalla riforma del diritto societario, si dovrebbe rafforzare l'indipendenza delle funzioni di controllo da quelle esecutive e dai soggetti che possono esercitare influenze rilevanti sulla gestione, soprattutto in virtù del loro ruolo di azionisti di riferimento. L'indipendenza può essere rafforzata, da un lato, come caratteristica soggettiva delle persone fisiche che svolgono le funzioni di controllo (amministratori non esecutivi e sindaci), dall'altro, favorendo un maggiore ruolo degli azionisti di minoranza nella loro designazione ed elezione.

- Rafforzare i poteri e le responsabilità dei soggetti incaricati delle funzioni di controllo

Dovrebbe essere potenziato l'uso di efficaci strumenti di indagine, dei poteri di segnalazione di eventuali irregolarità e di iniziativa, anche su base individuale, nei confronti degli organi di amministrazione e gestione. Inoltre, li soggetti incaricate delle funzioni di controllo dovrebbero avere una maggiore responsabilità nei confronti dell'attività della società di revisione, sia nella fase dell'affidamento dell'incarico di revisione sia nello svolgimento di tale funzione. In questo senso è orientata anche la normativa comunitaria che prefigura la presenza

obbligatoria di un *audit committee* presso le società che fanno appello al risparmio diffuso (proposta di direttiva in materia di revisione).

- Migliorare gli standard di qualità e garantire la terzietà dell'attività di revisione

Si dovrebbe rafforzare la vigilanza sulle società di revisione al fine di assicurare su base continuativa il rispetto dei requisiti di indipendenza e di correttezza, anche attraverso il ripristino della facoltà di revoca dell'incarico.

Le ipotesi di incompatibilità dovrebbero essere estese con riferimento anche alla rete di imprese cui appartengono le società di revisione. Particolare attenzione dovrebbe essere rivolta anche alle responsabilità della revisione nell'ambito di gruppi di imprese complessi e articolati, assicurando l'unitarietà della responsabilità.

Pari attenzione dovrebbe essere posta alle indicazioni che provengono dalla proposta di direttiva in materia, recentemente presentata dalla Commissione Europea, che prevede, in particolare, la responsabilità del revisore per la revisione dell'intero gruppo.

- Rafforzare i controlli e la trasparenza sulle operazioni con parti correlate e sull'uso di società domiciliate nei cosiddetti paradisi fiscali e legali

Si dovrebbe rafforzare la responsabilità sia degli amministratori che dei soggetti che svolgono funzioni di controllo in merito a operazioni che, in ragione della natura dei soggetti coinvolti, in quanto parti correlate (per le quali esistono situazioni di potenziali conflitti di interessi) o società *off-shore* (caratterizzate da una strutturale opacità), possono risultare critiche con riguardo agli interessi degli investitori.

Su tali operazioni dovrebbe inoltre essere garantita una adeguata trasparenza al fine di offrire al mercato informazioni sufficienti per una valutazione dei loro effetti.

- Prevedere adeguati *standard* di correttezza di comportamento per i fornitori della cosiddetta informazione derivata

Si dovrebbe definire una regolamentazione delle attività degli analisti e delle società di *rating*, in linea con l'evoluzione normativa dei principali paesi e con i principi stabiliti dagli organismi internazionali, prevedendo adeguati requisiti in termini di qualità professionale, di regole di comportamento e di trasparenza delle situazioni di conflitto di interessi.

Con riferimento alle agenzie di *rating*, nel prossimo futuro le iniziative in ambito internazionale dovrebbero portare a una definizione più dettagliata dei principi che al momento sono soltanto di carattere generale, traducendoli in esplicite indicazioni di implementazione a livello normativo. Tali indicazioni dovrebbero riguardare aspetti quali l'indipendenza di giudizio e la correttezza comportamentale delle agenzie di *rating*, la *disclosure* dei conflitti di interessi, la trasparenza e la tempestività di divulgazione dei giudizi e il trattamento delle informazioni non pubbliche di cui le agenzie entrano in possesso.

- Rendere più efficaci i limiti all'emissione di obbligazioni

Si dovrebbe dare rilievo, nella definizione dei limiti quantitativi previsti dall'art. 2412 del c.c., ai debiti derivanti da titoli obbligazionari consolidati a livello di gruppo e alle garanzie fornite dalla capogruppo.

In proposito, si deve, tuttavia, rilevare che non si potranno introdurre limiti alla libera circolazione dei titoli sull'intero territorio

comunitario sulla base di un prospetto approvato dall'Autorità competente del paese di origine. Tale principio è stato introdotto dalla direttiva in materia di prospetti. Proprio per tali considerazioni era stato proposto, in sede Cesr e presso la Commissione Europea, di prevedere che negli schemi di prospetto per gli emittenti titoli obbligazionari venisse richiesto almeno di fornire informazioni sullo stato dell'indebitamento netto consolidato dell'emittente all'atto dell'emissione. Detta proposta non è stata recepita negli schemi *standard* di prospetto.

- Limitare la cessione al pubblico di titoli oggetto di collocamento privato

Si dovrebbe evitare che gli strumenti finanziari collocati a investitori istituzionali al di fuori delle norme sulla sollecitazione del pubblico risparmio diventino oggetto di diffuso investimento da parte del pubblico, prevedendo un divieto, per un determinato periodo, di vendita al pubblico di tali strumenti da parte degli investitori istituzionali (il cosiddetto *holding period*) o prevedendo altre forme di garanzia. Sarebbe, tuttavia, auspicabile raggiungere un approccio comune a livello europeo a questo proposito, per evitare di imporre oneri sugli intermediari nazionali mentre gli intermediari esteri che operano sulla base delle regole vigenti nel paese di origine potrebbero prestare servizi agli investitori italiani senza essere soggetti a detti vincoli. Infatti, a livello comunitario l'unico vincolo previsto è quello di pubblicare un prospetto nel caso in cui i titoli acquistati nel corso di un collocamento privato vengano successivamente offerti al pubblico.

Per quanto riguarda la disciplina dei mercati, le necessità di adeguamento del quadro normativo derivano soprattutto dall'evoluzione della legislazione europea.

Il nuovo scenario che si va delineando, caratterizzato da una maggiore competizione tra mercati regolamentati, gestori di piattaforme di *trading* e soggetti internalizzatori e da una più accentuata differenziazione tra le funzioni di ammissione a quotazione e ammissione alle negoziazioni, rende opportuna una riflessione sull'opportunità di modificare l'assetto vigente riconducendo, così come avvenuto nel Regno Unito, il cosiddetto potere di "*listing*" all'Autorità pubblica di vigilanza.

Inoltre, l'ordinamento dovrà essere adeguato per consentire ai mercati regolamentati nazionali, così come previsto dalla direttiva, di trattare titoli esteri già ammessi alle negoziazioni su altri mercati europei o per i quali sono stati, in ogni caso, assolti gli obblighi minimi di trasparenza. Le recenti crisi suggeriscono anzi di accelerare tale processo, prevedendo la possibilità per i mercati di ammettere a negoziazione strumenti finanziari, quali ad esempio i *bond*, già quotati in altri mercati europei, in modo da consentire una maggiore liquidità e una maggiore trasparenza del processo di formazione dei prezzi.

Si segnala di nuovo l'esigenza, più volte rappresentata e già segnalata in occasione della presentazione della Relazione Annuale della Consob per l'anno 2002, di recepire urgentemente la normativa europea sugli abusi di mercato (direttiva 2003/6/CE). Si rammenta, in particolare, la necessità di un adeguamento della definizione delle fattispecie di *insider trading* e manipolazione dei mercati, nonché dei poteri di indagine dell'Autorità di vigilanza e del sistema sanzionatorio, aspetti, questi ultimi, trattati nel successivo paragrafo.

Anche l'istituzione presso i Tribunali di sezioni specializzate in discipline attinenti ai mercati finanziari potrebbe contribuire a fornire risposte più rapide e univoche alle complesse e

mutevoli problematiche sottostanti le controversie in materia economica.

Rafforzamento dei poteri dell'Autorità di vigilanza e del sistema sanzionatorio

È necessario che il rafforzamento del quadro legislativo investa l'intero sistema di *enforcement*, inteso sia come capacità di accertamento dei fatti e di acquisizione delle informazioni sia come apparato sanzionatorio vero e proprio. Tale adeguamento per essere efficace dovrà considerare i diversi momenti in cui si articola l'azione di *enforcement* della Consob.

Si rammenta che la configurazione attuale del sistema di *enforcement* riflette solo in parte il disegno originario che era stato concepito nella riforma del quadro normativo realizzata con il Tuf. I poteri di indagine della Consob e l'entità delle sanzioni amministrative che erano previste nell'originario schema di decreto legislativo predisposto dal Governo, sulla base delle indicazioni della Commissione incaricata presso il Ministero del Tesoro (la cosiddetta Commissione Draghi), furono infatti modificati nella versione finale del decreto, su esplicita indicazione delle Commissioni Parlamentari incaricate di fornire il parere.

La situazione oggi esistente richiede, in primo luogo, l'ampliamento delle capacità ispettive. Attualmente, infatti, l'acquisizione di documentazione e informazioni presso i soggetti ispezionati è spesso correlata con l'atteggiamento collaborativo o meno degli stessi; l'esperienza mostra come, soprattutto nei casi di particolare gravità, tale atteggiamento non sempre corrisponde alle aspettative. È necessario che i poteri attribuiti agli ispettori della Consob corrispondano agli *standard* internazionali e siano in linea con la normativa comunitaria.

Allo stesso modo, è necessaria anche un'estensione dei poteri ispettivi e di richiesta di dati e notizie. Infatti, per lo svolgimento dei suoi compiti istituzionali la Consob esercita poteri ispettivi nei confronti dei soggetti vigilati e poteri di richiesta di dati e notizie nei confronti dei soggetti vigilati e dei loro esponenti. Tali poteri appaiono limitati specie in situazioni di particolare gravità in cui è necessario accertare tempestivamente irregolarità o violazioni di norme rilevanti per la tutela del pubblico risparmio. I poteri conoscitivi necessitano di essere ampliati: occorre estenderne l'esercizio nei confronti di tutti i soggetti in possesso di informazioni utili e per le ipotesi di inottemperanza alle richieste della Consob deve essere previsto un adeguato regime sanzionatorio. Occorre inoltre superare le disomogeneità esistenti nella disciplina di questi poteri con riferimento agli intermediari piuttosto che agli emittenti.

Si dovrebbe, altresì, prevedere l'introduzione della facoltà per la Consob di adottare, eventualmente mediante ricorso all'Autorità Giudiziaria, misure cautelari quali il sequestro di beni (*freezing of the assets*), così come previsto sia dalla direttiva sugli abusi di mercati sia dalla nuova direttiva in materia di servizi di investimento e mercati regolamentati. Anche in questo caso, così come per i poteri di indagine, la misura dovrebbe poter essere adottata nei confronti di chiunque (e non soltanto nei confronti dei soggetti vigilati). Si tratta di misura di particolare importanza che consentirebbe di conservare i beni a protezione degli interessi dei risparmiatori, soprattutto in casi di prestazione abusiva di servizi di investimento, e anche di evitare che i proventi di abusi di mercato possano essere espatriati. Si tratta di misure di cui si avvalgono già da tempo sia le Autorità americane che alcune Autorità europee come l'Amf francese o la Fsa inglese. Una norma che introduca detti poteri, oltre a consentire il

recepimento della direttiva sugli abusi di mercato, sarebbe in linea anche con i principi Iosco.

Necessita infine di adeguamento il vigente regime sanzionatorio per essere reso maggiormente dissuasivo, incidendo sull'entità delle pene, troppo spesso esigue se commisurate alla gravità delle condotte cui sono associate, e prevedendo la conoscenza, da parte del mercato, dell'irrogazione delle stesse. In particolare, detta conoscibilità deve essere consentita anche nel caso in cui i soggetti sanzionati si avvalgano della facoltà di oblazione. Infatti, sebbene l'istituto dell'oblazione possa essere assimilato a quello conosciuto negli ordinamenti anglosassoni come "*settlement*", il cui utilizzo da parte dell'Autorità di vigilanza è previsto nei principi Iosco, ed è quindi considerato ammissibile, è importante che sia consentito all'Autorità di vigilanza rendere di pubblico dominio l'intervenuta oblazione. Anche le sanzioni accessorie di tipo interdittivo necessitano di opportuni incrementi.

In più occasioni la Consob ha lamentato l'inidoneità del regime sanzionatorio previsto dal Tuf a svolgere un'efficace azione deterrente di condotte contrarie agli interessi tutelati. Tale regime è imperniato, per la maggior parte, su sanzioni amministrative, di importo contenuto, irrogate dal Ministero dell'economia e delle finanze su proposta della Consob. Le sanzioni sono applicate agli esponenti aziendali responsabili ed è stabilita la responsabilità solidale delle società di appartenenza, con obbligo di rivalsa nei confronti delle persone fisiche.

Anche la procedura per l'irrogazione delle sanzioni potrebbe utilmente essere rivista per renderla meno complessa e onerosa. Oggi, infatti, a causa della responsabilità posta in capo alle persone fisiche, occorre procedere, di volta in volta, all'individuazione dei soggetti responsabili nell'ambito dell'organizzazione aziendale e a

ognuno di questi soggetti devono essere effettuate distinte notificazioni degli addebiti contestati.

In conformità delle indicazioni provenienti dalla normativa europea, per le sanzioni di tipo amministrativo occorre quindi procedere a un adeguamento del sistema per giungere a una maggiore certezza e rapidità nell'applicazione delle stesse.

Gli aggiornamenti dovrebbero riguardare:

- Soggetti responsabili. Le sanzioni dovrebbero essere applicate direttamente in capo ai soggetti-persone giuridiche a cui sono riferite le violazioni, con obbligo di rivalsa nei confronti degli esponenti aziendali alla cui condotta sono imputabili. Farebbero eccezione a tale principio le sanzioni conseguenti a violazioni di obblighi e di doveri posti direttamente in capo a soggetti determinati (sindaci e preposti al controllo interno), per le quali non appare giustificato far gravare, neppure in prima istanza, sulle società (e quindi, nel caso di società quotate, anche sui risparmiatori) gli oneri relativi.
- Entità delle sanzioni. La misura delle sanzioni, oggi ragguagliata a un importo massimo di circa 100.000 euro, dovrebbe essere adeguata in relazione al tipo di violazione riscontrata. Occorrerebbe inoltre rendere effettivo, sanzionandolo in misura multipla della sanzione originaria in caso di omissione, il suindicato obbligo di rivalsa, in modo da accrescere l'efficacia delle misure in quanto sopportate dalle persone fisiche; correlativamente, occorrerebbe prevedere l'obbligo di riferire all'Autorità e al pubblico circa il corretto esercizio della rivalsa stessa. L'inasprimento della sanzione massima applicabile dovrebbe essere accompagnato anche dalla possibilità di graduare meglio l'entità della sanzione in relazione ai

comportamenti posti in essere e alla loro offensività: le sanzioni dovrebbero andare dalla censura (pubblica) all'interdizione permanente.

Il problema del livello delle sanzioni e della loro modalità di determinazione assume particolare rilievo nel recepimento della direttiva sugli abusi di mercato. Per soddisfare la richiesta della direttiva di sanzioni e misure amministrative efficaci, proporzionate e dissuasive, è auspicabile che il tetto massimo per questi tipo di violazioni non sia fisso ma parametrato a elementi variabili, quali il profitto, e che inoltre sia possibile individuare anche altri parametri. Diversamente, il calcolo dei costi e dei benefici derivanti da una condotta illecita renderebbe non dissuasiva la sanzione qualora i benefici superassero il tetto stabilito in misura fissa. Occorre inoltre tenere presente che per diverse gravi condotte di manipolazione informativa o operativa non è possibile individuare o calcolare il profitto. Se l'abuso è posto in essere da una società, la sanzione potrebbe essere commisurata al fatturato della stessa, come è già previsto per le violazioni delle norme antitrust.

- Procedimento sanzionatorio. Le attuali modalità di applicazione delle sanzioni, caratterizzate dall'intervento di più organi, possono essere rese più rapide ed efficaci, evitando accertamenti successivi e duplicazioni di adempimenti, concentrando presso la Consob l'intera procedura. In tale ipotesi, le inderogabili esigenze di distinzione fra le funzioni di accertamento delle violazioni e quelle di irrogazione delle sanzioni potrebbero essere soddisfatte attraverso una rigorosa ripartizione delle competenze nell'ambito dell'Istituto.
- Pubblicità delle violazioni accertate. L'effetto sul piano reputazionale dell'accertamento di

condotte illecite dovrebbe essere dilatata, prevedendo, come già detto, la divulgazione da parte della Consob della sussistenza di violazioni anche nell'ipotesi in cui il procedimento sanzionatorio non giunga a conclusione a seguito di oblazione o eliminando tale possibilità almeno nelle ipotesi di maggior gravità.

- Introduzione di nuovi tipi di sanzioni. L'attuale ordinamento, come accennato, fa un uso molto limitato di sanzioni interdittive, che, per gli effetti concreti prodotti e per le conseguenze reputazionali che ne discendono, presentano invece un alto grado di deterrenza. Sanzioni di questo tipo dovrebbero, ad esempio, essere previste a carico di esponenti societari ai quali, in presenza di violazioni caratterizzate da un maggior grado di offensività, dovrebbe essere comminata la perdita, temporanea o definitiva, della capacità di assumere determinati incarichi.

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

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

La crescente complessità dei prodotti e dei servizi finanziari, l'internazionalizzazione dei mercati e delle strategie, l'integrazione dei diversi comparti del mercato finanziario, le trasformazioni in atto nella struttura degli scambi e nel ruolo degli intermediari sono fattori che mutano progressivamente il contesto di riferimento e che richiedono una costante capacità da parte delle funzioni di vigilanza di interpretare i fenomeni e di

anticipare, quanto più possibile, le potenziali criticità.

Per quanto riguarda la Consob, la cui funzione ha come obiettivo fondamentale la trasparenza del mercato e la correttezza dei comportamenti, lo sforzo è diretto in particolare ad aumentare la capacità di cogliere tempestivamente i segnali che si manifestano sul mercato riguardo a situazioni anomale o critiche sotto il profilo della completezza e simmetria informativa e sotto il profilo dell'integrità dei mercati e dell'offerta di servizi di intermediazione.

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

Tra questi, alcuni dei quali derivano da elementi innovativi della struttura e del funzionamento dei mercati, assumono particolare rilevanza le attività di negoziazione realizzate fuori dai mercati regolamentati nell'area dei sistemi alternativi di negoziazione (rappresentati in Italia dagli scambi organizzati)¹⁶ nonché gli scambi e i meccanismi di formazione del prezzo di strumenti, soprattutto derivati, trattati *over the counter* (cioè tra investitori qualificati in mercati non

¹⁶ Le attività di negoziazione fuori mercato possono infatti fornire indicazioni in merito, ad esempio, a possibili trasferimenti di rischio dagli intermediari agli investitori *retail*, tramite la vendita a questi ultimi di titoli, soprattutto obbligazionari, detenuti dagli intermediari a seguito di collocamenti sull'euromercato.

regolamentati né organizzati stabilmente), quali ad esempio i *credit default swaps*¹⁷.

Un altro fenomeno rilevante riguarda l'allargamento delle fonti informative in grado di influenzare il mercato, quali gli studi prodotti dagli analisti e i giudizi delle società di *rating*, e la presenza di nuovi canali di diffusione e amplificazione delle informazioni vere o presunte (i cosiddetti *rumors*) basati soprattutto sugli strumenti telematici, quali i giornali informatici, le *chat-line* dedicate, etc.

Una terza area di fenomeni su cui si sta concentrando l'attività della Consob riguarda l'attività di negoziazione e le strategie di gestione del portafoglio realizzate da particolari categorie di soggetti: i cosiddetti *insider* (amministratori, azionisti di controllo e dirigenti chiave) e gli investitori istituzionali, che possono da un lato influenzare il mercato e dall'altro fornire segnali aggiuntivi rispetto all'informazione presente sul mercato.

Sul complesso di questi fenomeni la Consob, oltre ad ampliare la propria attività di conoscenza e di analisi, sta operando per favorirne la trasparenza nei confronti del pubblico, nella convinzione che da una maggiore conoscenza diffusa dei segnali provenienti da tutte le possibili fonti possa conseguire la costruzione di un quadro informativo

¹⁷ Il *credit default swap* è un contratto derivato sul credito, con il quale un creditore può "assicurare" il suo rischio di credito, pagando a una controparte un ammontare fisso periodico (il premio dell'assicurazione) in cambio del ricevimento al verificarsi dell'evento di *default* di una somma di denaro normalmente pari al valore nominale del credito. Considerando la frequenza elevata con cui tali contratti vengono definiti, soprattutto per i debitori di un certo rilievo, le condizioni di determinazione del contratto, e in particolare l'importo del premio richiesto per assicurare il rischio di credito, possono fornire un'indicazione "continua" della valutazione del mercato del rischio di credito, che invece viene valutato dalle società di *rating* con sequenze temporali di solito meno ravvicinate.

il più possibile coerente e completo. Ciò dovrebbe consentire una migliore capacità del mercato di valutare le diverse situazioni, pur nella legittima e fisiologica diversità delle aspettative.

In particolare la Consob si è impegnata nell'ultimo anno a migliorare la trasparenza degli scambi organizzati, che rappresentano uno strumento di crescente importanza nella diffusione di strumenti finanziari tra il pubblico, e delle operazioni compiute sulle azioni quotate dai soggetti appartenenti al gruppo e dalle società stesse (cosiddetto *buy-back*), che costituiscono un'area di particolare delicatezza considerata la strutturale situazione di privilegio informativo che caratterizza tali soggetti.

I fenomeni di diffusione al pubblico di strumenti finanziari caratterizzati da complesse combinazioni rischio/rendimento, emersi sia con riferimento alle obbligazioni societarie di società in situazioni difficili, sia con riferimento a prodotti finanziari e a operazioni variamente strutturate, hanno inoltre portato la Consob a intervenire sulla attuale regolamentazione in materia di comportamento degli intermediari. Dopo una consultazione pubblica, verranno adottate alcune modifiche regolamentari intese a rendere più stringenti i vincoli operativi degli intermediari a tutela dei risparmiatori.

Le modifiche hanno tratto origine, oltre che dalle citate recenti esperienze di vigilanza, dal recepimento in Italia dei principi elaborati dal *Committee of European Securities Regulators* (Cesr) nel 2002 in materia di regole di condotta degli intermediari.

Il Cesr sta, tuttavia, già lavorando su richiesta della Commissione Europea per predisporre misure di Livello 2 in materia di regole di comportamento in attuazione della nuova direttiva sui servizi di investimento. Detta materia, pertanto, è destinata a subire modifiche derivanti

dalla necessità di adeguamento al mutato scenario comunitario.

L'obiettivo delle modifiche avviate dalla Consob è soprattutto quello di garantire una maggiore efficacia nel rispetto sostanziale degli obiettivi di tutela degli interessi degli investitori e di integrità del mercato, attraverso il rafforzamento del sistema di procedure che gli intermediari devono adottare e della sua coerenza con gli obiettivi indicati nonché attraverso una più stringente definizione di regole con riguardo alla effettività della disciplina del conflitto di interessi, alla comprensibilità e alla coerenza delle informazioni da fornire agli investitori e all'effettività dell'obbligo di acquisire comunque le informazioni sul cliente (*know you customer rule*).

Inoltre, per quanto riguarda l'area della revisione, si è ormai consolidato, soprattutto nelle sedi internazionali, il convincimento che per ristabilire la fiducia del pubblico dei risparmiatori sull'attendibilità dell'informazione finanziaria sia necessario agire anche attraverso l'attuazione di controlli sui revisori ampi e organici, tali da porre le condizioni per un miglioramento complessivo della qualità dell'attività di revisione. Alla luce di tale impostazione non appare quindi più sufficiente focalizzare i controlli sulle gravi irregolarità riscontrate nello svolgimento di specifici incarichi di revisione, venute alla luce in quanto manifestazione di fenomeni estremi legati a situazioni patologiche.

Occorre infatti poter svolgere controlli in maniera mirata ed efficace acquisendo preventivamente un adeguato livello di conoscenza delle modalità di organizzazione e funzionamento delle società di revisione.

Per raggiungere tale obiettivo è necessario estendere la sfera dei controlli rispetto a quanto fatto finora, ad esempio effettuando l'analisi del

portafoglio clienti e della connessa evoluzione della struttura organizzativa, così come analizzando le procedure interne adottate dalle società di revisione per il controllo di qualità dell'attività svolta, attività il cui svolgimento richiede ovviamente la disponibilità di risorse adeguate sotto il duplice profilo quali-quantitativo.

Il potenziamento delle risorse della Consob

L'evoluzione del modello di vigilanza della Consob, in modo coerente con l'evoluzione delle dinamiche competitive del mercato e con le criticità emerse dagli eventi e dalle crisi che si sono manifestati recentemente, richiede un'intensificazione delle attività sia per realizzare le più complesse attività di monitoraggio conseguenti all'allargamento dell'area dei fenomeni considerati sia per realizzare efficaci controlli sull'adempimento delle innovazioni regolamentari, tra le quali quelle in materia di intermediari. Rispetto a tali esigenze le risorse attualmente a disposizione non appaiono sufficienti. A rendere ancora più rilevante la scarsità di risorse si aggiungono le attività "straordinarie" che la gestione delle situazioni di crisi, senza precedenti per numero e intensità, ha reso e rende ancora necessarie, nonché i compiti aggiuntivi che derivano per la Consob da una serie di innovazioni normative che stanno per entrare in vigore soprattutto in base all'evoluzione della legislazione comunitaria e delle altre iniziative di coordinamento internazionale.

Le recenti vicende riguardanti le crisi di società quotate, tra le quali spiccano Parmalat, Cirio e fanno da contorno altri casi richiamati, stanno sottoponendo la Consob a uno sforzo eccezionale, stante, da un lato, il rilievo e la complessità delle stesse vicende e, dall'altro, la mole di documenti da esaminare e gestire nonché i rapporti da tenere con numerose istituzioni

pubbliche e private, italiane ed estere. Tale sforzo non accenna minimamente a diminuire, ma aumenta di giorno in giorno. Sono ormai più di 50 le Procure della Repubblica con cui la Consob intrattiene rapporti di collaborazione che, tra l'altro, appaiono destinati a intensificarsi e a protrarsi nel tempo. Solo in relazione alla vicenda Parmalat, dall'inizio della crisi a oggi, gli atti che la Consob ha predisposto e scambiato con i diversi soggetti, italiani ed esteri, coinvolti nella vicenda, ammontano a oltre 300.

I rapporti internazionali con le Autorità di vigilanza dei vari paesi che si stanno occupando di quest'ultima vicenda stanno divenendo sempre più complessi e delicati considerato che, da un lato, è stato necessario attivare specifiche e complesse procedure di collaborazione internazionale regolate da appositi accordi e, dall'altro, è stato necessario entrare in contatto con paesi le cui legislazioni non prevedono forme di collaborazione in materia finanziaria.

Da tale situazione discende una forte pressione operativa sulla Consob i cui uffici di vigilanza hanno da tempo evidenziato la concreta difficoltà a far fronte alle attività di competenza, paventando altresì il pericolo che si verificino situazioni omissive, malgrado la profusione di ogni possibile impegno.

Non appare più ulteriormente procrastinabile l'adeguamento della normativa e il rafforzamento dei poteri e delle risorse a disposizione della Consob, al fine di assicurare una più adeguata, efficiente e incisiva tutela del risparmio. Esigenza che è stata più volte, anche pressantemente, rappresentata al Governo oltre che al Parlamento nel corso delle avvenute audizioni.

Il problema del rafforzamento normativo e strutturale della Consob è stato altresì riproposto in occasione della riunione del Ccir del 16 ottobre 2003 trovando positiva, concorde convergenza da parte di tutti i componenti del Comitato.

*L'evoluzione
del quadro di riferimento*

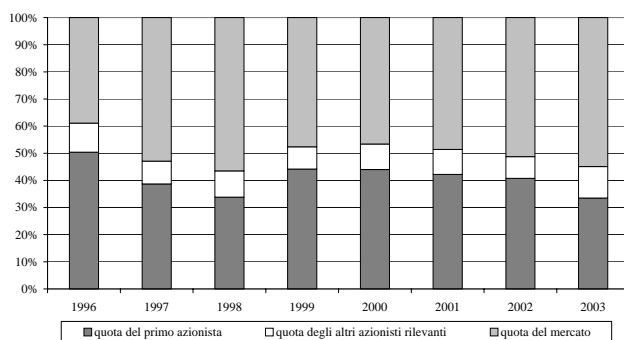
I. IL GOVERNO DELLE SOCIETÀ QUOTATE

La struttura proprietaria e gli assetti di controllo

Nel corso del 2003 la struttura proprietaria e gli assetti di controllo delle società quotate hanno mostrato una sensibile attenuazione di alcune tra le loro principali caratteristiche strutturali, rappresentate da un'elevata concentrazione della proprietà e dalla ridotta contendibilità del controllo, che hanno storicamente contraddistinto il modello di *corporate governance* delle società quotate italiane. Benché tali caratteristiche continuino a essere ancora presenti in misura rilevante, nel 2003 appare infatti rafforzata una tendenza, già emersa negli ultimi 4 anni, verso una maggiore diffusione proprietaria e assetti di controllo meno rigidi (Fig. I.1).

Fig. I.1

La distribuzione della proprietà nelle società quotate in Borsa



Vari fattori hanno concorso nel 2003 a favorire tale rafforzamento. In primo luogo, si sono verificate alcune operazioni di semplificazione di catene societarie all'interno di gruppi di grandi dimensioni che, attraverso la fusione di società poste a diversi livelli della catena, hanno comportato una diluizione della quota di proprietà degli azionisti rilevanti. Un secondo elemento che ha favorito la riduzione della concentrazione è rappresentato dalla evoluzione della composizione del listino che ha visto da un lato l'uscita

dal mercato, attraverso il delisting, di numerose società caratterizzate da un'elevata concentrazione proprietaria, e dall'altro un ridotto numero di nuove società quotate, che solitamente hanno una concentrazione più elevata della media. Infine, alcune tipologie di azionisti rilevanti, soprattutto le fondazioni bancarie e i soggetti pubblici, hanno ridotto le loro partecipazioni di controllo, rispettivamente sotto la spinta della normativa e della continuazione del processo di privatizzazione.

La conseguenza di questa evoluzione è stata un ritorno degli indicatori di concentrazione proprietaria sui livelli più bassi dell'ultimo decennio, registrati in coincidenza con la fase più intensa delle privatizzazioni.

Nel corso del 2003, la quota media del primo azionista delle società quotate sul Mercato Telematico Azionario (Borsa) si è ridotta di circa 7 punti percentuali, passando dal 40,7 per cento del 2002 al 33,5 per cento del 2003 (Tav. al.1). Sebbene la quota degli altri azionisti rilevanti (cioè con partecipazioni superiori al 2 per cento dei diritti di voto) sia cresciuta dall'8 all'11,6 per cento, la quota del mercato (cioè dei soggetti con partecipazioni inferiori al 2 per cento) è salita dal 51,2 al 54,9 per cento. Tale valore si è attestato ai livelli registrati fra il 1997 e il 1998 a seguito delle privatizzazioni e della cessione di quote azionarie riconducibili a soggetti pubblici (il peso delle partecipazioni rilevanti riconducibili al settore pubblico sulla capitalizzazione di borsa passò infatti dal 32,5 per cento nel 1996 all'8,8 per cento nel 1998).

Anche la contendibilità del controllo delle società quotate è aumentata nel 2003, sebbene in misura inferiore alla diffusione proprietaria, mostrando in particolare uno spostamento verso modelli di controllo coalizionali.

Nel corso del 2003, il numero di società quotate in Borsa controllate da un singolo azionista, di diritto o di fatto a seconda che la quota di diritti di voti esercitabili da tale azionista in assemblea ordinaria sia

o meno superiore al 50 per cento del totale, è diminuito di 24 unità rispetto al 2002, equamente ripartite tra le due forme di controllo, e il loro peso sulla capitalizzazione complessiva del mercato si è ridotto di quasi sei punti percentuali per le società controllate di diritto, passando dal 46 al 40,2 per cento, e di circa 3 punti percentuali per le società controllate di fatto, passando dal 28,4 al 25,5 per cento (Tavv. I.1 e aI.2). È invece aumentato sia il numero che il peso delle società controllate da un patto di sindacato, passati rispettivamente da 20 a 28 e dal 10,2 al 15,3 per cento.

Tav. I.1

Struttura proprietaria delle società quotate in Borsa¹
(situazione al 31 dicembre)

	2001		2002		2003	
	Numero	Peso ²	Numero	Peso ²	Numero	Peso ²
Modelli di controllo						
di diritto	135	49,7	142	46,0	130	40,2
di fatto	37	22,5	37	28,4	25	25,5
patto di sindacato	21	11,4	20	10,2	28	15,3
non controllate	39	16,4	32	15,4	36	19,0
<i>Totale</i>	<i>232</i>	<i>100,0</i>	<i>231</i>	<i>100,0</i>	<i>219</i>	<i>100,0</i>
Concentrazione						
primo azionista		42,2		40,7		33,5
altri azionisti rilevanti		9,2		8,0		11,6
mercato		48,6		51,2		54,9
<i>Totale</i>		<i>100,0</i>		<i>100,0</i>		<i>100,0</i>

Fonte: Archivio Consob sulla trasparenza proprietaria. Si veda la sezione Note metodologiche. ¹ L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. ² In percentuale sulla capitalizzazione del capitale ordinario di tutte le società quotate in Borsa.

I patti di sindacato svolgono un ruolo importante negli assetti proprietari e di controllo delle società quotate. In circa un quinto delle società quotate è presente un patto di sindacato, che nella maggior parte dei casi prevede clausole relative sia all'esercizio dei diritti di voto che alla trasferibilità delle azioni (patti cosiddetti globali).

Alla fine del 2003, patti di tipo globale sono presenti in 34 società quotate in Borsa, mentre per 17 società i patti riguardano esclusivamente l'esercizio del diritto di voto (patti cosiddetti di voto presenti in 9

società) o la trasferibilità delle azioni (patti cosiddetti di blocco presenti in 8 società) (Tavv. aI.3 e aI.4). Inoltre, per 21 società quotate sono stati istituiti patti di sindacato sulla società non quotata controllante (Tav. aI.5).

L'evoluzione in atto negli assetti proprietari si riflette anche nella distribuzione delle partecipazioni rilevanti per tipologia di azionista, nelle società quotate in Borsa, che ha visto nel 2003 una riduzione della quota detenuta dalle società di capitali e dai soggetti pubblici e un aumento della quota detenuta dai soggetti esteri (Tav. aI.6).

La quota delle società di capitali si è ridotta dal 16,8 al 12,3 per cento in conseguenza soprattutto della semplificazione di alcune strutture di gruppo che hanno al vertice tale categoria di soggetti. Più contenuta ma comunque significativa è stata la riduzione del peso delle fondazioni, passato dal 4,5 al 3,6 per cento, e del settore pubblico (Stato e enti locali), passato dal 12,3 all'11,2 per cento. È invece aumentata la quota dei soggetti esteri sulla capitalizzazione di mercato, cresciuta dal 4,9 al 6,7 per cento circa.

La ricomposizione della distribuzione della proprietà tra gli azionisti rilevanti assume particolare rilievo se si considera il settore di appartenenza delle società quotate (Tav. I.2).

Per le società quotate del settore finanziario, i principali cambiamenti hanno riguardato la riduzione del peso delle fondazioni, passato dal 12,4 al 8,8, l'aumento del peso dei soggetti esteri, passato dal 7,9 all'11,1. Una riduzione del grado complessivo di concentrazione proprietaria ha invece interessato le società quotate del settore industriale, particolarmente rilevante per le partecipazioni dello Stato e degli enti locali, il cui peso si è ridotto dal 18,4 del 2002 al 15,9 del 2003. Per le società quotate del settore dei servizi, per le quali si riscontra un aumento della concentrazione proprietaria, il cambiamento più rilevanti riguarda la riduzione del peso delle società di capitali, passato dal 32,7 del 2002 al 24,8 del 2003, mentre un generalizzato aumento del peso è rilevabile per tutte le altre categorie di soggetti rilevanti.

Partecipazioni rilevanti nelle società quotate in Borsa¹

	2002			2003		
	Settore delle società partecipate			Settore delle società partecipate		
	finanziario	industriale	servizi	finanziario	industriale	servizi
Soggetti dichiaranti						
Soggetti esteri	7,9	5,2	1,7	11,1	4,0	4,0
Assicurazioni	2,7	0,3	--	2,8	0,1	0,2
Banche	9,1	0,5	--	9,1	0,2	0,2
Fondazioni	12,4	--	--	8,8	--	--
Investitori istituzionali	0,8	0,8	0,5	--	--	--
Società di capitali	5,5	9,8	32,7	6,0	11,2	24,8
Stato e enti locali	0,9	18,4	19,0	0,9	15,9	23,5
Persone fisiche	2,9	9,1	4,3	4,0	8,7	7,4
<i>Totale</i>	<i>42,2</i>	<i>44,1</i>	<i>58,2</i>	<i>42,7</i>	<i>40,1</i>	<i>60,4</i>
Numero società	83	101	47	78	97	44
Peso ²	38,9	25,4	35,7	42,4	30,2	27,4

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

La tendenza alla riduzione della concentrazione proprietaria e della stabilità del controllo ha riguardato anche il Nuovo Mercato, dove ha assunto caratteristiche più accentuate rispetto al mercato principale (Tavv. I.3 e aI.2).

La quota del mercato per il complesso delle società quotate sul Nuovo Mercato è aumentata negli ultimi due anni di circa 10 punti percentuali, passando dal 34,5 per cento nel 2001 al 38,2 nel 2002 e al 44,4 nel 2003. La riduzione della concentrazione ha riguardato in ugual misura la quota del primo azionista e quelle degli altri azionisti rilevanti, ridottesi entrambe di circa 5 punti percentuali.

Nel 2003 si è ridotto inoltre in misura notevole il peso delle società controllate di diritto, passato dal 43,4 per cento al 18,5, anche se tale mutamento è dovuto quasi interamente al cambiamento del modello di controllo di una società che capitalizza circa un quarto

del valore complessivo delle società quotate sul Nuovo Mercato. Si è molto ridotta anche la presenza di società controllate da patti di sindacato, passate da 10 a 3 e conseguentemente il loro peso sulla capitalizzazione complessiva del Nuovo Mercato, passata dal 13,3 del 2002 al 2 per cento del 2003, mentre sostanzialmente stabile è rimasto il peso delle società controllate di fatto da un azionista (il loro numero è aumentato). Il modello di controllo delle società del Nuovo Mercato si sta invece spostando verso una maggiore contendibilità: alla fine del 2003 oltre il 40 per cento delle società, con una quota analoga in termini di capitalizzazione, risultano non controllate da alcun soggetto.

Gli assetti proprietari delle società del Nuovo Mercato, con riguardo alla distribuzione della proprietà per categoria di azionista rilevante, mantengono alcune caratteristiche distintive rispetto a quelli delle società quotate in Borsa.

Tav. I.3

Struttura proprietaria delle società quotate sul Nuovo Mercato¹
(situazione al 31 dicembre)

	2001		2002		2003	
	Numero	Peso ²	Numero	Peso ²	Numero	Peso ²
Modelli di controllo						
di diritto	15	42,0	12	43,4	10	18,5
di fatto	7	36,3	9	33,2	11	35,0
patto di sindacato	9	12,7	10	13,3	3	2,0
non controllate	13	9,0	12	10,1	17	44,6
<i>Totale</i>	<i>44</i>	<i>100,0</i>	<i>43</i>	<i>100,0</i>	<i>41</i>	<i>100,0</i>
Concentrazione						
primo azionista		41,8		41,0		36,2
altri azionisti rilevanti		23,7		21,8		19,4
mercato		34,5		38,2		44,4
<i>Totale</i>		<i>100,0</i>		<i>100,0</i>		<i>100,0</i>

Fonte: Archivio Consob sulla trasparenza proprietaria. Si veda la sezione Note metodologiche. ¹ L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. ² In percentuale sulla capitalizzazione del capitale ordinario di tutte le società quotate sul Nuovo Mercato.

In particolare, le persone fisiche rimangono gli azionisti rilevanti più importanti delle società del Nuovo Mercato, detenendo il 41,7 per cento della capitalizzazione complessiva (Tav. al.6), mentre per le società quotate in Borsa la quota delle persone fisiche è pari solo al 6,2 per cento. Il ruolo delle persone fisiche come azionisti rilevanti si è tuttavia sensibilmente ridotto fra il 2000 e il 2003 (la loro quota è infatti passata dal 50,4 al 41,7 per cento).

I patti di sindacato sulle società del Nuovo Mercato assumono prevalentemente la natura di patti di blocco, mentre i patti che prevedono clausole relative all'esercizio del diritto di voto appaiono in forte diminuzione rispetto agli anni precedenti.

Alla fine del 2003 risultano in essere patti di sindacato di blocco su 6 società, e patti globali su 4 società (Tav. al.3). Nei tre anni precedenti le società con patti globali erano 13.

Il mercato del controllo societario

Nel 2003 sono state lanciate 26 Offerte pubbliche di acquisto (Opa) su titoli di società quotate, per un controvalore pari a 13,7 miliardi di euro (Tavv. al.7 e al.8). Tale valore risulta il più elevato, dopo quello registrato nel 1999, degli ultimi 11 anni.

Il 38 per cento circa del controvalore delle Opa eseguite nel 2003 è riferibile all'offerta volontaria lanciata da Olivetti sulle azioni Telecom Italia (il cui controvalore è stato pari a 5,2 miliardi di euro); l'offerta si collocava nel più ampio progetto dell'operazione di fusione per incorporazione di Telecom Italia in Olivetti (Tav. al.9).

I trasferimenti di pacchetti di controllo seguiti da Opa successive obbligatorie sono stati 6, mentre altri quattro trasferimenti o consolidamenti delle posizioni di controllo sono stati realizzati tramite offerte preventive.

Tra queste operazioni quella di maggior rilievo è stata l'Opa promossa da Newco28 (società interamente posseduta da Schemaventotto), avente ad oggetto l'intero capitale sociale di Autostrade costituente il flottante sul mercato, per un controvalore di circa 6,5 miliardi di euro, pari a circa il 50 per cento del valore totale delle offerte realizzate nel 2003. In realtà, prima del lancio dell'Opa, l'offerente (il cui controllo è riconducibile a un gruppo di soggetti fra i quali un ruolo di primo piano era rivestito dal gruppo Benetton) possedeva già una partecipazione appena al di sotto della soglia del 30 per cento (29,9 per cento).

Le offerte successive conseguenti a trasferimenti concordati di pacchetti di controllo, come anche le offerte residuali realizzate nel 2003, pur essendo state numerose (6 successive e 8 residuali) hanno determinato ciascuna un valore complessivo molto contenuto (circa 500 milioni di euro).

Con riferimento alla cessione dei pacchetti di controllo che hanno dato luogo a Opa successive nel periodo 2000-2003, emerge come in media la

differenza fra il prezzo dell'Opa e il prezzo di mercato alla data in cui è avvenuto lo scambio del pacchetto di controllo è stato pari al 5,6 per cento, mentre la media della differenza fra il prezzo di acquisto del pacchetto di controllo e il prezzo di mercato (alla stessa data) è stato pari al 12 per cento circa (Tav. I.4). Questi dati mettono in luce,

nel periodo analizzato, una differenza pari in media a circa 6 punti percentuali (8 nel periodo 2000-2002) fra il premio di controllo riconosciuto agli azionisti di minoranza, calcolato sulla base della disciplina del Tuf, e quello che invece sarebbe risultato dall'applicazione della previgente disciplina Opa (legge 149/1992).

Tav. I.4

Premi di controllo nelle Opa successive
(2000 - 2003)

Titoli oggetto dell'offerta	Data offerta	Quota iniziale posseduta dall'offerente prima del superamento della soglia del 30% ¹	Pacchetto di controllo acquistato dall'offerente ¹	Differenza fra prezzo di acquisto del pacchetto di controllo e prezzo di mercato ²	Differenza fra prezzo dell'opa e prezzo di mercato ²
Elios Holding Milano	07/02/00	0,0	70,3	87,3	96,3
Acquedotto Nicolay	26/04/00	23,9	25,7	21,4	5,2
Aeroporti di Roma	25/09/00	0,0	51,2	20,5	1,8
Falck	02/10/00	0,0	30,3	0,0	0,0
Banco di Napoli	08/11/00	0,0	56,1	17,1	2,9
BAYERISCHE VITA	09/01/01	0,0	70,0	66,0	30,9
Risanamento Napoli	21/02/01	27,8	48,9	-2,9	-2,9
Safilo	02/07/01	10,3	69,9	-5,4	0,2
Banca di Legnano	16/07/01	0,0	55,0	56,6	1,5
Montedison	26/07/01	0,0	52,1	-3,9	-5,7
Immobiliare Metanopoli	09/10/01	0,0	90,2	-7,7	13,6
Cmi	18/04/02	3,4	78,5	9,2	9,2
Iil	10/06/02	19,9	30,2	14,9	0,7
Immsi	16/12/02	0,0	45,3	-5,5	-1,0
Borgosesia	27/12/02	0,0	71,0	9,7	15,7
Banco di Chiavari	17/03/03	0,0	69,6	19,7	0,9
Alerion Industries	14/04/03	0,0	59,6	1,5	0,3
Ipi	05/05/03	0,0	56,0	9,6	0,6
Air Dolomiti	26/05/03	20,7	31,2	4,3	-1,5
Seat Pagine Gialle	01/09/03	0,0	62,5	-28,0	-28,0
Roncadin	13/10/03	29,1	2,7	-26,1	-23,6
		<i>Media</i>		12,3	5,6
		<i>Mediana</i>		9,2	0,7

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.

È da segnalare che, in alcuni casi particolari, la disciplina del calcolo del prezzo delle Opa obbligatorie dettata dall'articolo 106, comma 2, del Tuf non può trovare piena applicazione. Ad esempio, nel caso dell'Opa promossa da Silver su Seat PG, il primo parametro individuato dal Tuf per il calcolo del prezzo di offerta (il prezzo medio di mercato nei dodici mesi antecedenti l'offerta) non era disponibile, poiché la società i cui titoli erano oggetto dell'offerta nasceva attraverso un'operazione straordinaria di scissione (e dunque non era disponibile una serie storica di quotazioni antecedenti al lancio dell'offerta). Alla luce di orientamenti espressi dalla Consob in precedenti casi, il prezzo dell'offerta in questione è stato stabilito avendo riguardo esclusivamente al secondo parametro individuato dal Tuf (prezzo più elevato pattuito), rappresentato appunto dal prezzo unitario convenuto dall'offerente con Telecom Italia per l'acquisto della partecipazione di maggioranza di Seat PG.

Tav. I.5

Distribuzione delle società quotate in Borsa per numero di partecipanti alle assemblee 2002 e 2003

Numero di partecipanti	Mib30 e Midex		Star
	2002	2003	2003
meno di 50	18	19	36
tra 50 e 100	5	6	1
tra 100 e 500	21	20	--
oltre 500	5	5	--
<i>Totale</i>	49	50	37
Numero medio di partecipanti ¹	178	184	16

Fonte: Verbali delle assemblee di approvazione dei bilanci 2001 e 2002 relativi alle società quotate facenti parte del Mib30 del Midex e verbali delle assemblee di approvazione del bilancio 2002 relativi alle società quotate del segmento Star. ¹ Media aritmetica semplice.

La partecipazione alle assemblee societarie

Come già rilevato negli anni precedenti, il grado di partecipazione alle assemblee ordinarie da parte degli azionisti è risultato fortemente correlato con la dimensione della società.

Per le società quotate incluse negli indici Mib30 e Midex (e quindi tendenzialmente qualificabili come medio-grandi), il numero medio di partecipanti alle assemblee di approvazione dei bilanci è stato pari a 178 nel 2002 (assemblea per l'approvazione del bilancio 2001) e a 184 nel 2003 (assemblea per l'approvazione del bilancio 2002). Anche la distribuzione delle società per classi di numero di partecipanti alle assemblee non ha mostrato particolari variazioni (Tav. I.5).

In particolare, per il 38 per cento delle società esaminate il numero dei partecipanti all'assemblea è risultato inferiore a 50; per il 40 per cento circa si è fatto registrare un numero compreso tra 100 e 500; solo nel 10 per cento dei casi il dato ha superato i 500 partecipanti.

Per le società appartenenti al segmento Star (quindi di dimensioni medio-piccole) il tasso di partecipazione degli azionisti è risultato, invece, molto più contenuto. Infatti, il numero medio di partecipanti alle assemblee tenutesi nel 2003 (chiamate ad approvare il bilancio 2002) è stato pari a 16 e, salvo che in un caso, il numero dei partecipanti è stato sempre inferiore a 50.

Ulteriori differenze fra i due gruppi di società sono emersi con riferimento alla tipologia degli azionisti presenti in assemblea e alla quota dei diritti di voto posseduta.

Quota dei diritti di voto detenuta dagli azionisti rilevanti e dagli investitori istituzionali nelle assemblee delle società quotate (Mib30 e Midex)
(valori percentuali)

	Assemblee 2002		Assemblee 2003	
	in percentuale del capitale sociale totale con diritto di voto	in percentuale del capitale sociale rappresentato in assemblea	in percentuale del capitale sociale totale con diritto di voto	in percentuale del capitale sociale rappresentato in assemblea
Azionisti rilevanti¹				
Media	49,7	89,2	52,4	90,7
Dev. standard	13,1	11,9	14,3	9,3
Min	17,5	50,6	24,1	58,6
Max	7,2	100,0	83,7	99,6
Investitori istituzionali (non rilevanti¹)				
Media	2,9	5,8	2,2	4,3
Dev. standard	2,6	6,2	1,7	3,8
Min	--	--	--	--
Max	9,7	26,7	8,0	16,1

Fonte: Verbali delle assemblee di approvazione del bilancio 2001 e 2002 relativi alle società quotate facenti parte del Mib30 e del Midex. ¹ Per azionista (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).

Per il campione di società quotate incluse negli indici Mib30 e Midex, gli azionisti rilevanti (cioè con una quota dei diritti di voto superiore al 2 per cento) che hanno partecipato alle assemblee del 2003 (per l'approvazione del bilancio 2002) detenevano in media il 52 per cento circa del capitale sociale ordinario complessivo e il 91 per cento circa del capitale ordinario rappresentato in assemblea (Tav. I.6). Tale dato, in linea con quello rilevato con riferimento alle assemblee 2002, si associa alla scarsa partecipazione degli investitori istituzionali (banche, assicurazioni, fondi pensione e Sgr) che singolarmente possiedono quote inferiori al 2 per cento dei diritti di voto (e quindi qualificati come non rilevanti). Complessivamente, tali soggetti presenti nelle assemblee 2003 detenevano in media poco più del 2 per cento del capitale sociale ordinario complessivo e il 4 per cento circa del capitale ordinario rappresentato in assemblea.

Per le società quotate appartenenti al segmento Star la presenza degli azionisti rilevanti in assemblea è risultata simile a quella rilevata per le società medio-grandi, ma la presenza degli investitori istituzionali risulta ancora più contenuta (Tav. I.7).

Quota dei diritti di voto detenuta dagli azionisti rilevanti e dagli investitori istituzionali nelle assemblee 2003 delle società quotate del segmento Star
(valori percentuali)

	in percentuale del capitale sociale totale con diritto di voto	in percentuale del capitale sociale rappresentato in assemblea
Azionisti rilevanti¹		
Media	58,9	93,8
Dev. standard	11,5	7,7
Min	19,8	7,7
Max	76,5	100,0
Investitori istituzionali (non rilevanti¹)		
Media	1,1	1,9
Dev. standard	1,9	3,1
Min	--	--
Max	8,6	12,1

Fonte: Verbali delle assemblee di approvazione del bilancio 2002 relativi alle società quotate facenti parte del segmento Star. ¹ Per azionista (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).

La disaggregazione del dato relativo alla partecipazione degli investitori istituzionali per tipologia di soggetto mostra che i fondi esteri (comprendenti sia i fondi comuni che i fondi pensione) sono stati quelli più rappresentati nelle assemblee, sia per le società appartenenti al Mib30 e al Midex sia per le società del segmento Star (Tav. I.8). Tra i soggetti italiani, gli istituzionali più rappresentati sono state le banche e le assicurazioni, mentre le Sgr e i fondi

pensione italiani sono risultati invece avere una presenza marginale.

Con riferimento ai fondi esteri, il tasso di partecipazione alle assemblee 2003 è risultato più elevato per le società industriali, seguite da quelle appartenenti ai settori bancario e dei servizi; per le banche e le compagnie di assicurazione italiane, invece, la partecipazione è stata maggiore per gli emittenti bancari e assicurativi (Tav. I.9).

Tav. I.8

Quota dei diritti di voto detenuta dagli investitori istituzionali non rilevanti nelle assemblee 2003 delle società quotate¹
(medie semplici; valori percentuali)

	Mib30 e Midex		Star	
	in percentuale del capitale sociale totale con diritto di voto	in percentuale del capitale sociale rappresentato in assemblea	in percentuale del capitale sociale totale con diritto di voto	in percentuale del capitale sociale rappresentato in assemblea
Sgr italiane	0,2	0,4	0,1	0,1
Fondi pensione italiani	0,2	0,4	--	--
Banche e assicurazioni italiane	0,5	1,0	0,1	0,2
Fondi esteri	1,2	2,3	0,8	1,4
Banche e assicurazioni estere	0,1	0,2	0,1	0,2
<i>Totale</i>	<i>2,2</i>	<i>4,3</i>	<i>1,1</i>	<i>1,9</i>

Fonte: Verbali delle assemblee di approvazione del bilancio 2002 relativi alle società quotate facenti parte del Mib30, del Midex e del segmento Star.
¹ Per investitore non rilevante si intende un soggetto con una quota azionaria inferiore al 2 per cento del capitale rappresentato da azioni con diritto di voto (art. 120 del Tuf).

Tav. I.9

Quota dei diritti di voto detenuta dagli investitori istituzionali non rilevanti nelle assemblee 2003 delle società quotate per settore di appartenenza della società¹
(medie semplici; valori percentuali)

Tipologia	Settori				
	Assicurativo	Bancario	Finanziario	Industriale	Servizi
Sgr italiane	0,2	0,1	0,4	0,2	0,2
Fondi pensione italiani	0,2	--	--	0,4	0,2
Banche e assicurazioni italiane	0,8	0,9	--	0,3	0,4
Fondi esteri	0,7	1,1	0,4	1,6	1,1
Banche e assicurazioni estere	0,3	0,3	--	--	0,1
<i>Totale</i>	<i>2,2</i>	<i>2,4</i>	<i>0,8</i>	<i>2,5</i>	<i>2,0</i>

Fonte: Verbali delle assemblee di approvazione del bilancio 2002 relativi alle società quotate facenti parte del Mib30, del Midex e del segmento Star.
¹ Dati in percentuale del capitale sociale rappresentato da azioni con diritto di voto. Per investitore istituzionali 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).

La struttura dei consigli di amministrazione

Nel corso del 2003, il numero medio dei componenti del consiglio di amministrazione delle società quotate in Borsa è lievemente aumentato (da 10,3 a 10,5), in linea con la tendenza rilevata già negli anni precedenti; tale incremento ha interessato sia la categoria degli amministratori esecutivi (da 3,5 a 3,6) sia quella degli amministratori non esecutivi (da 6,8 a 6,9; Tav. aI.10).

Tav. I.10

Distribuzione percentuale delle società quotate in Borsa nel 2003 per numero di componenti del consiglio di amministrazione in relazione al settore di attività¹

Settori	Numero di componenti del consiglio di amministrazione				
	< 6	6 - 10	11 - 15	> 15	Totale
Assicurativo	--	11,1	33,3	55,6	100,0
Bancario	--	15,6	25,0	59,4	100,0
Finanziario	2,7	48,6	35,1	13,5	100,0
Industriale	2,1	66,0	26,8	5,2	100,0
Servizi	--	54,5	31,8	13,6	100,0

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

La disaggregazione per settore di appartenenza delle società rivela che la dimensione media del consiglio di amministrazione è maggiore per le banche e le compagnie di assicurazione: oltre la metà di tali società presenta infatti consigli composti da più di 15 membri (Tav. I.10). Per contro, la maggior parte delle società industriali si connotano per una dimensione del consiglio compresa tra i 6 e i 10 membri.

La dimensione del consiglio di amministrazione risulta inoltre correlata, oltre che con il settore industriale, con il modello di controllo della società: il numero medio di amministratori, infatti, passa da 9,5 nelle società controllate di diritto a 10,9 per quelle controllate di fatto, per aumentare ulteriormente nelle società non controllate e in quelle controllate da un patto di sindacato (nelle quali risulta pari,

rispettivamente, a 12,2 e 12,6; Tav. I.11). Tale relazione risponde presumibilmente all'esigenza di garantire una composizione del consiglio che riflette le diverse componenti che concorrono alla determinazione degli assetti di controllo delle imprese.

Tav. I.11

Numero medio di amministratori delle società quotate in Borsa nel 2003 per modello di controllo¹

Modello di controllo	Esecutivi	Non esecutivi	Totale
di diritto	3,1	6,4	9,5
di fatto	3,5	7,4	10,9
non controllate	4,5	7,7	12,2
patto di sindacato	4,8	7,8	12,6
<i>Totale</i>	<i>3,6</i>	<i>6,9</i>	<i>10,5</i>

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

Il fenomeno relativo al cumulo di cariche da parte degli amministratori di società quotate (cosiddetto *interlocking*) continua a rappresentare una caratteristica strutturale delle società quotate italiane, caratteristica che è solo parzialmente riconducibile alla diffusione della struttura di gruppo.

Nel 2003, le società quotate in Borsa interessate da *interlocking* sono state 191 (Tav. I.12) su 219.

Tav. I.12

Società quotate in Borsa interessate da interlocking nel 2003

Quota dei componenti del consiglio di amministrazione con più di una carica	Numero di società
meno del 25 per cento	61
dal 25 al 50 per cento	71
dal 51 al 75 per cento	42
più del 75 per cento	17
<i>Totale</i>	<i>191</i>

Il 20 per cento degli amministratori ha detenuto più di una carica (contro il 16 per cento

nel 2002; Tav. aI.11) e il numero di cariche relative a società non del gruppo risulta prevalente rispetto alle cariche rivestite in società del gruppo (582 contro 259 nel 2003 e 499 contro 278 nel 2002).

In particolare, rispetto al 2002, è aumentata la percentuale di amministratori che detenevano da 2 a 5 cariche (l'incidenza sul totale degli amministratori che detenevano 2 cariche è passata dall'11 al 14 per cento circa, mentre quella degli amministratori con un

numero di cariche comprese fra 3 e 5 è passata dall'4 al 5 per cento circa). L'incidenza degli amministratori con più di 5 cariche è rimasta invece sostanzialmente invariata.

Per gli amministratori con due cariche, è aumentata la quota delle cariche ricoperte in società diverse dal gruppo (318 su 124), rispetto al dato 2002 (292 su 128). La medesima tendenza si evince peraltro con riferimento agli amministratori con un numero di incarichi compreso tra 3 e 5.

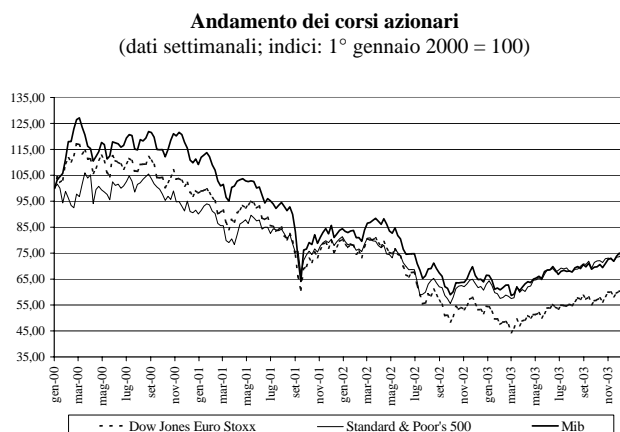
II. I MERCATI E LE IMPRESE

I mercati delle azioni e degli strumenti derivati

Nel 2003 le prospettive di ripresa dell'economia mondiale e di miglioramento della congiuntura internazionale hanno contribuito a determinare il rialzo dei corsi azionari nei principali mercati e una riduzione del grado di incertezza. Nei paesi dell'area dell'euro, così come in Italia, le attese sui tassi di variazione degli utili aziendali a 12 mesi elaborate dalla società IBES mostrano, a partire dall'ultimo trimestre del 2003, e dopo un periodo di relativa stabilità, un andamento crescente; un dato analogo emerge con riferimento all'economia statunitense.

Tuttavia, le aspettative di ripresa dei profitti societari stimate con riferimento alle società che compongono l'indice Mib30 esibiscono una crescita più contenuta rispetto a quelle stimate per le società che costituiscono l'indice Msci Europe e solo in prossimità dei primi del 2004 hanno evidenziato un riallineamento ai valori registrati all'inizio del 2002.

Fig. II.1

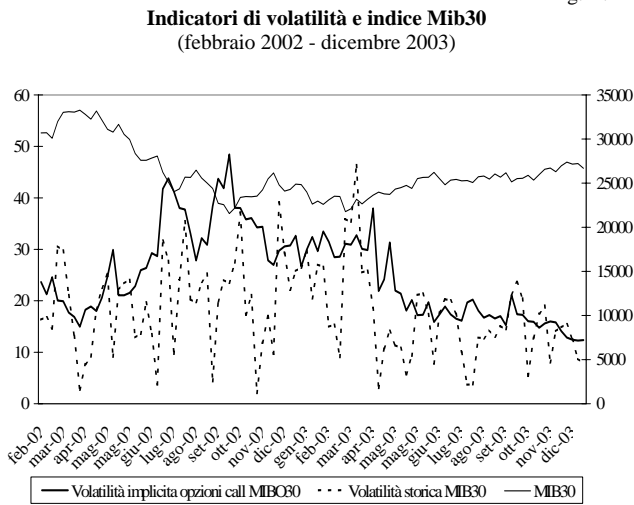


Nei paesi dell'area dell'euro, l'incremento dei corsi azionari si è avviato nel corso del primo trimestre del 2003: nel 2003, l'indice Dow Jones Euro Stoxx relativo alle azioni delle maggiori società europee appartenenti all'area dell'euro si è apprezzato del 12 per cento circa (-32 nel 2002; Fig. II.1). Tale andamento è in linea con l'evoluzione dei prezzi azionari delle maggiori società quotate nel mercato statunitense, come si evince dall'evoluzione dell'indice Standard & Poor's 500, che nel corso dell'anno ha registrato una crescita di poco inferiore a 21 punti percentuali (-23 nel 2002).

In linea con le tendenze rilevate nel contesto internazionale, nel 2003 sono cresciuti anche i prezzi delle azioni italiane, interrompendo il calo iniziato a partire dal secondo trimestre del 2000. L'indice Mib storico, relativo al Mercato Telematico Azionario (Borsa), è aumentato del 15 per cento circa (-24 nel 2002), mentre l'indice relativo al Nuovo Mercato è cresciuto di poco più del 27 per cento (-50 nel 2002).

La ripresa delle quotazioni azionarie è stata sostenuta anche da una diminuzione dell'incertezza tra gli operatori di mercato, come emerge dall'andamento della volatilità dei prezzi sia storica che implicita (Fig. II.2). In particolare, il rialzo dell'indice Mib30 è stato accompagnato da una flessione della volatilità implicita nei prezzi dei contratti di opzione Mibo30 (aventi come sottostante il Fib30), scambiati sui mercati degli strumenti derivati gestiti da Borsa Italiana spa (Idem). In particolare, i livelli di volatilità di fine dicembre 2003 risultano quasi dimezzati rispetto a quelli rilevati alla fine del 2002.

Fig. II.2



Scala di sinistra: Volatilità implicita opzioni *call* Mibo30, volatilità storica Mib30. Scala di destra: Indice Mib30.

Nonostante la ripresa dei corsi, il mercato azionario italiano continua a soffrire di talune debolezze strutturali. Il numero di società residenti quotate rimane, infatti, contenuto: a fine 2003 esso si attestava a 271, registrando un calo di 17 unità rispetto al 2002. Tale diminuzione ha interessato tutti i mercati azionari gestiti da Borsa Italiana spa (Tav. aII.1). Le nuove ammissioni ammontano complessivamente a 11 (ma solo 4 sono state realizzate tramite una Opv/Ops), di cui 9 riguardano la Borsa, una il Mercato Expandi e una il Nuovo Mercato. Le revocche dalla quotazione hanno interessato 27 società: di queste, 21 hanno riguardato la Borsa, 3 il Nuovo Mercato e 3 il Mercato Expandi (in un caso la revoca è dovuta al trasferimento alla Borsa). Le cancellazioni sono state determinate dall'incorporazione in altre società quotate, da operazioni di fusione in una nuova società, ovvero dalla conclusione di offerte pubbliche di acquisto.

La capitalizzazione delle società domestiche continua a essere inferiore a quella registrata nei principali mercati azionari internazionali: il dato di

fine anno, pari a circa 488 miliardi di euro (in crescita di poco più di 6 punti percentuali rispetto al valore rilevato a fine 2002), colloca il mercato azionario italiano al sesto posto in Europa. Il maggior contributo alla crescita della capitalizzazione proviene dal Nuovo Mercato (+30 per cento circa); seguono il Mercato Telematico azionario (+6,1 per cento) e il Mercato Expandi (+2,2 per cento). La capitalizzazione della Borsa in percentuale del Pil a fine 2003 risultava pari al 37 per cento circa, valore sostanzialmente stabile rispetto all'anno precedente.

Il controvalore complessivo degli scambi dei titoli azionari ha registrato un aumento contenuto (+1,3 per cento), portandosi a 581 miliardi di euro. Il *turnover* degli scambi, definito come rapporto tra il controvalore degli stessi e la capitalizzazione media dell'anno, è risultato superiore all'unità sia per la Borsa che per il Nuovo Mercato.

Alla minore volatilità degli indici di borsa è corrisposta una più bassa frequenza delle sospensioni temporanee delle negoziazioni dei titoli azionari scambiati sui mercati gestiti da Borsa Italiana spa: nel corso del 2003, infatti, si sono verificate 7.858 sospensioni automatiche associabili a variazioni eccessive di prezzo (che hanno interessato 247 titoli azionari sui 377 scambiati) a fronte delle 14.184 sospensioni (per un totale di 295 titoli azionari sui 375 scambiati) registrate nel 2002 (Riquadro 1).

Nel corso dell'anno, sulla base delle rilevazioni della Banca centrale europea, il tasso di crescita delle emissioni di azioni quotate nei paesi dell'area dell'euro è stato contenuto: in novembre, esso si attestava all'1,1 per cento sui dodici mesi precedenti. Con riferimento alle azioni quotate emesse da società non finanziarie, è rimasto basso il volume delle operazioni di prima quotazione (*Initial public offerings*, Ipo) mentre sono risultati più sostenuti i collocamenti successivi alla quotazione.

Con riferimento all'Italia, nel corso dell'anno sono state effettuate 26 operazioni di aumento di capitale in opzione a pagamento, per un ammontare pari a 9,7 miliardi di euro in forte crescita rispetto al 2002. Le operazioni sono state realizzate in 3 casi attraverso collocamento di obbligazioni convertibili, in un caso attraverso l'emissione combinata di azioni ordinarie, di

risparmio e obbligazioni convertibili, in 4 casi tramite azioni più *warrants* e nei rimanenti 18 casi tramite emissione di sole azioni. Sono state, inoltre, effettuate 4 operazioni di prima quotazione, un'offerta di obbligazioni convertibili e un collocamento presso investitori istituzionali, per un importo complessivo di 2,8 miliardi di euro.

Riquadro 1: Le sospensioni dalle negoziazioni dei titoli azionari nel 2003

Le sospensioni dalle negoziazioni (*trading halts*) effettuate da Borsa Italiana spa possono essere suddivise in due macrocategorie: discrezionali (rare) e automatiche (più frequenti).

Le sospensioni discrezionali interrompono le negoziazioni di uno o più titoli per un periodo di tempo commisurato alla causa che ne ha determinato l'attivazione (da pochi minuti a più giornate). Le motivazioni del provvedimento di sospensione possono essere di vario genere, come divulgazione di materiale informativo, sospetto di attività fraudolente o manipolative, gravi inadempienze dell'emittente, eventi straordinari.

Le sospensioni automatiche interrompono immediatamente le negoziazioni di un titolo al momento della violazione di determinati livelli di prezzo. La loro durata è solitamente inferiore a quella delle sospensioni discrezionali.

Nel corso del 2003 Borsa Italiana ha disposto 100 sospensioni di tipo discrezionale: in 81 casi il provvedimento è stato preso in attesa della diffusione di comunicati contenenti informazioni rilevanti per gli strumenti finanziari oggetto della sospensione, in 18 casi a causa del verificarsi sul mercato di anomalie in termini di prezzo e/o di quantità e in un caso a causa della perdita integrale del capitale sociale. In tutte le occasioni in cui la motivazione della sospensione è stata la diffusione di comunicati contenenti informazioni rilevanti, Borsa Italiana ha disposto la sospensione di tutti gli strumenti finanziari emessi dall'emittente in questione e, se necessario, da altri emittenti a esso collegati. Nelle circostanze in cui il provvedimento è stato disposto a causa del verificarsi sul mercato di anomalie in termini di prezzo e/o di quantità di un particolare strumento finanziario, Borsa Italiana ha disposto soltanto la sospensione di quel particolare strumento finanziario. In 54 casi la durata delle sospensioni è stata di poche ore; negli altri 46 casi le sospensioni sono state prolungate per una o più giornate.

Complessivamente i provvedimenti di sospensione hanno interessato 66 emittenti. In tre casi i provvedimenti sono stati tramutati nella revoca dalla quotazione (azioni risparmio emesse da Jolly Hotels spa, azioni risparmio emesse da Arnoldo Mondadori Editore spa e azioni ordinarie emesse da Opengate Group spa). Al 31 dicembre 2003 risultano ancora sospesi a tempo indeterminato gli strumenti finanziari emessi da Cirio Finanziaria spa, Giacomelli Sport Group spa, Gandalf spa, Arquati spa, Necchi spa, Cto spa e Parmalat Finanziaria spa.

Nelle sedute diurne del 2003 nel Mercato Telematico Azionario (Mta), nel Mercato Expandi (già Mercato Ristretto) e nel Nuovo Mercato si sono registrate 7.858 sospensioni automatiche associabili a variazioni eccessive di prezzo che hanno interessato 247 titoli azionari sui 377 scambiati. Le sospensioni salgono a 13.548 (per un totale di 321 strumenti finanziari) se nel computo si includono anche i diritti di opzione, le obbligazioni convertibili e i *warrants*. Nelle sedute serali nel Mercato *Trading After Hours* sono stati sospesi 71 titoli azionari generando 954 sospensioni.

L'ampiezza del fenomeno riflette le dimensioni del mercato nel quale si manifesta: la maggior parte delle interruzioni automatiche delle negoziazioni riguarda, infatti, le azioni quotate nel Mta, sia in termini di numero di titoli sospesi che di sospensioni (rispettivamente 81,0 e 70,9 per cento).

In termini assoluti il maggior numero di sospensioni associabili a variazioni eccessive di prezzo è attribuibile alle azioni del segmento Ordinario, classe 1 (rispettivamente 35,7 per cento per le azioni ordinarie e 7,8 per cento per quelle di risparmio e privilegiate), alle azioni del Nuovo Mercato (28,2 per cento) e alle azioni del segmento Blue-chip (rispettivamente 8,6 per cento per le azioni ordinarie e 5,6 per cento per quelle di risparmio e privilegiate). Se si considera, tuttavia, il dato delle sospensioni in rapporto al numero di contratti conclusi sul sottoinsieme dei titoli sospesi emerge che l'interruzione delle negoziazioni riguarda con maggiore frequenza le azioni di risparmio e privilegiate dei segmenti Star e Ordinario, classe 1 (rispettivamente 15 e 9 sospensioni per ogni 1.000 contratti). Stante la minore liquidità delle azioni di risparmio e privilegiate, tali dati evidenziano una relazione inversa fra numero di sospensioni rapportato al numero dei contratti e il grado di liquidità delle azioni. Più in generale, poiché le sospensioni dalle negoziazioni qui considerate sono causate da variazioni eccessive di prezzo, l'analisi conferma l'esistenza di una relazione inversa fra liquidità dei titoli azionari e volatilità dei prezzi.

Per le azioni del segmento Ordinario, classe 2, notoriamente poco liquide, e per quelle del Mercato Expandi, il rapporto sospensioni/contratti, seppur significativo, è inferiore (rispettivamente 8 e 3 sospensioni per ogni 1.000 contratti); ciò trova spiegazione nel fatto che le negoziazioni non si svolgono secondo la modalità di negoziazione continua, ma solamente di asta (di apertura e di chiusura). Fino al 2001 infatti, quando le azioni attualmente quotate nel segmento Ordinario, classe 2 erano negoziate anche con la modalità di negoziazione continua, il numero di sospensioni era notevolmente più alto.

Le sospensioni associabili a variazioni eccessive di prezzo sono state suddivise anche per tipologia: in negoziazione, in validazione e tecniche. Le prime due sono interruzioni automatiche delle negoziazioni per eccessiva variabilità dei prezzi rispettivamente in fase di negoziazione e di asta, mentre le sospensioni tecniche sono causate da scelte discrezionali di Borsa Italiana, comunque associabili a variazioni eccessive di prezzo. Le più frequenti, pari a quasi la metà del totale, sono le sospensioni in negoziazione; tali interruzioni possono essere causate da eccessiva variabilità fra i prezzi di due contratti consecutivi (23,3 per cento dei casi) o fra il prezzo di un contratto e il prezzo di controllo (21,3 per cento dei casi). Le sospensioni in validazione (36,7 per cento dei casi) possono essere causate soltanto da un eccessivo scostamento fra il prezzo d'asta e il prezzo di controllo. È opportuno evidenziare che, negli ultimi due anni, è aumentata la quota di sospensioni in validazione a discapito della quota di sospensioni in negoziazione. Ciò trova spiegazione nel fatto che è aumentato il peso relativo della fase di asta rispetto alla fase di negoziazione continua sia a motivo del nuovo *market model*, che prevede tra l'altro l'asta di chiusura, che della nuova segmentazione di mercato e degli orari di negoziazione a essa collegati introdotta nel 2001. La diminuzione della quota di sospensioni in negoziazione è anche dovuta all'ampliamento, previsto dal nuovo *market model*, della variazione consentita ai prezzi dei contratti del giorno (t) rispetto al prezzo di riferimento del giorno (t-1). Infine, la restante quota è attribuibile alle sospensioni tecniche (18,7 per cento).

Nel corso del 2003, così come era accaduto nell'anno precedente, sono prevalse le sospensioni al rialzo, ossia le sospensioni causate da variazioni percentuali di prezzo positive, pari a più del doppio di quelle al ribasso. Questa proporzione è dovuta sia alle sospensioni in validazione, che sono quasi tutte al rialzo (77,8 per cento) che a quelle in negoziazione (64,1 per cento).

Sospensioni temporanee delle negoziazioni dei titoli azionari¹
(sedute diurne dei mercati gestiti da Borsa Italiana spa, 2003)

Sospensioni per mercato e segmento	Azioni sospese		Az. sospese / Az. quotate ³	Sospensioni		Sospensioni/ n. contratti ⁴		
	Numero	Peso sul totale ²		Numero	Peso sul totale ²			
Mta	200	81,0	63,7	5.569	70,9	0,154		
Blue -chip (ordinarie)	39	15,8	46,4	679	8,6	0,022		
Blue -chip (altre ⁵)	25	10,1	67,6	438	5,6	0,255		
Star (ordinarie)	27	10,9	64,3	267	3,4	0,229		
Star (altre ⁵)	5	2,0	71,4	514	6,5	14,646		
Ordinario, cl.1 (ordinarie)	79	32,0	74,5	2.808	35,7	0,959		
Ordinario, cl.1 (altre ⁵)	15	6,1	55,6	610	7,8	8,602		
Ordinario, cl.2 (tutte)	10	4,0	90,9	253	3,2	7,836		
Mercato Expandi	6	2,4	35,3	73	0,9	2,883		
Nuovo Mercato	41	16,6	89,1	2.216	28,2	0,565		
<i>Totale</i>	<i>247</i>	<i>100,0</i>	<i>65,5</i>	<i>7.858</i>	<i>100,0</i>	<i>0,195</i>		
Sospensioni per tipologia			Numero	Peso sul totale ²				
In negoziazione			3.503	44,6				
rispetto all'ultimo prezzo			1.827	23,3				
rispetto al prezzo di controllo			1.676	21,3				
In validazione			2.887	36,7				
Tecniche			1.468	18,7				
<i>Totale</i>			<i>7.858</i>	<i>100,0</i>				
Sospensioni per variazione di prezzo	Sospensioni in negoziazione		Sospensioni in validazione		Sospensioni tecniche		Totale	
	Numero	Peso sul totale ²	Numero	Peso sul totale ²	Numero	Peso sul totale ²	Numero	Peso sul totale ²
Al rialzo	2.247	64,1	2.246	77,8	—	—	4.493	57,2
Al ribasso	1.256	35,9	641	22,2	—	—	1.897	24,1
Discrezionali ⁶	--	--	--	--	1.468	100,0	1.468	18,7
<i>Totale</i>	<i>3.503</i>	<i>100,0</i>	<i>2.887</i>	<i>100,0</i>	<i>1.468</i>	<i>100,0</i>	<i>7.858</i>	<i>100,0</i>

¹ L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. ² Dati in percentuale. ³ Rapporto percentuale fra il numero di azioni sospese e il numero di azioni quotate in ciascun mercato e segmento. ⁴ Rapporto fra il numero di sospensioni e il numero di contratti conclusi sul sotto insieme delle azioni sospese in ciascun mercato e segmento moltiplicato per 1.000. ⁵ Azioni di risparmio e privilegiate. ⁶ Il dato comprende solo le sospensioni causate da variazioni eccessive di prezzo; non sono incluse le sospensioni discrezionali causate da eventi quali la divulgazione di materiale informativo, il sospetto di attività fraudolente o manipolative, gravi inadempimenti dell'emittente, eventi straordinari.

I dati sugli acquisti netti di azioni italiane quotate mostrano, nel 2003, un saldo positivo e più che raddoppiato rispetto a quello rilevato a fine 2002, riflettendo il valore delle emissioni nette appena citato (Tav. II.1). A differenza del periodo precedente, le banche hanno fornito un contributo negativo; anche gli operatori non residenti, sia pure in misura meno accentuata rispetto al 2002, hanno ceduto azioni italiane. Si segnala, per contro, un'inversione di tendenza per quanto riguarda i fondi comuni di investimento di diritto italiano, divenuti acquirenti netti di azioni dopo un biennio nel quale avevano prevalentemente disinvestito.

Tav. II.1

Acquisti netti di azioni quotate italiane¹
(milioni di euro)

Sottoscrittori	2000	2001	2002	2003
Banca d'Italia - UIC	231	201	346	96
Fondi comuni ²	49	-1.787	-1.133	229
Banche	4.592	-8.270	8.947	-5.836
Compagnie di assicurazione	3.328	-594	-4.847	....
Altri investitori ³	2.663	17.153	7.735	....
Estero	-1.714	-532	-7.155	-2.864
Totale	9.148	6.171	3.893	8.710

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.

Nell'ultimo triennio è mutata anche l'esposizione dei fondi comuni di diritto italiano rispetto ai titoli azionari del Nuovo Mercato. La quota dei fondi sulla capitalizzazione del Nuovo Mercato è infatti passata dal 4 per cento circa nel dicembre 2000 a poco più dell'1,5 per cento nel settembre del 2003. Tale ridimensionamento è dovuto sia alla flessione dei corsi sia a vendite consistenti di titoli (Riquadro 2).

Nel corso del 2003, il mercato telematico dei *covered warrants* ha confermato la tendenza degli anni precedenti, registrando una contrazione sia delle emissioni che degli scambi (Tav. II.2).

Tav. II.2

Covered warrants quotati
(valori monetari in miliardi di euro)

	Numero di emissioni			Controvalore degli scambi
	in essere ¹	nuove ²	scadute ³	
1998	122	122	--	3
1999	1.565	1.660	217	14
2000	3.107	3.343	1.801	31
2001	5.866	8.194	5.435	21
2002	3.571	6.668	8.963	18
2003	2.594	4.749	5.726	11

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

A fine 2003, risultavano quotati 2594 covered warrants (-27 per cento rispetto all'anno precedente). Le emissioni sono calate del 29 per cento circa: la contrazione ha interessato soprattutto le emissioni di covered warrants di tipo call e benchmark (con un saldo negativo di 1.721 emissioni rispetto al 2002) seguite dai covered warrant put (con un saldo negativo di 359 emissioni rispetto al 2002). Per contro, sono aumentate le emissioni dei covered warrants esotici e certificates (con un saldo positivo di 163 emissioni rispetto al 2002). Anche gli scambi sono diminuiti, passando da 18,3 miliardi di euro del 2002 a 10,8 del 2003 (-41 per cento circa).

Al pari di quanto rilevato negli anni precedenti, le contrattazioni sono risultate concentrate in capo a pochi intermediari: il 50 per cento circa del controvalore negoziato sul lato delle vendite fa capo a tre intermediari, dei quali due soli detengono una quota di mercato pari al 41 per cento. Le negoziazioni si sono concentrate sullo scambio di covered warrants di tipo call e benchmark (sia di tipo americano che europeo), che rappresentano circa il 66 per cento del controvalore negoziato nel 2003, mentre i covered warrant put (sia di tipo americano che europeo) costituiscono il 21 per cento circa del controvalore scambiato.

Riquadro 2: L'operatività dei fondi comuni di diritto italiano sui titoli del Nuovo Mercato

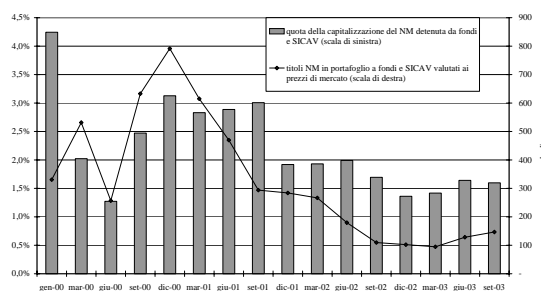
L'esposizione dei fondi italiani nei confronti dei titoli azionari del Nuovo Mercato (NM) ha subito un forte ridimensionamento nel corso degli ultimi 3 anni e mezzo circa. In particolare, la quota dei fondi sulla capitalizzazione nel NM è scesa da valori prossimi al 3 per cento, nel dicembre 2000, fino a poco più dell'1,5 per cento, nel settembre del 2003. A dicembre 2000, quando era già "scoppiata" la bolla dei titoli tecnologici, i fondi avevano azioni del NM per circa 800 milioni di euro, valore che si riduce a circa 150 milioni di euro nel settembre 2003. Tale calo è ascrivibile sia alla flessione dei corsi sia a un forte smobilizzo delle posizioni sui titoli del NM.

Con riferimento a quest'ultimo fenomeno, i fondi sono stati venditori netti di azioni del NM in tutto il primo semestre 2000, cioè in coincidenza con la fase di forte rialzo dei corsi; nel secondo semestre 2000 sono stati invece acquirenti netti per un importo pari a circa 500 milioni di euro; a partire dal 2001, sono stati sempre venditori netti (salvo il trimestre aprile-giugno 2003) per un importo complessivo pari a circa 200 milioni di euro. Rispetto al picco di 800 milioni di euro detenuti in portafoglio a fine dicembre 2000, la riduzione a circa 150 milioni in portafoglio a settembre 2003 dipende per circa un quarto (definito dal rapporto tra le vendite nette pari a 200 e le consistenze rilevate a dicembre 2000 pari a 800) da un effetto di "vendite nette" e per i rimanenti tre quarti circa da un effetto di riduzione dei corsi.

Anche sul fronte degli scambi sul NM, il disimpegno dei fondi è stato drastico. Fino al primo trimestre del 2001 gli acquisti e le vendite oscillavano fra i 500 e i 700 milioni di euro a trimestre; a partire dal 2002, invece, il valore di acquisti e vendite si porta stabilmente sotto i 100 milioni di euro a trimestre. Anche in questo caso vi è un "effetto di prezzo", legato alla discesa dei corsi, nonché un vero e proprio "effetto di quantità", legato a una minore attività di *trading*. Infatti, rispetto agli scambi complessivi, il peso delle transazioni dei fondi è sceso da una media del 15 per cento fino a giugno 2001 a un valore del 5 per cento circa nel periodo successivo. Anche il numero di Sgr attive si è ridotto sensibilmente: a dicembre 2000 vi erano 50 Sgr con titoli del NM in portafoglio, contro le 41 del giugno 2003.

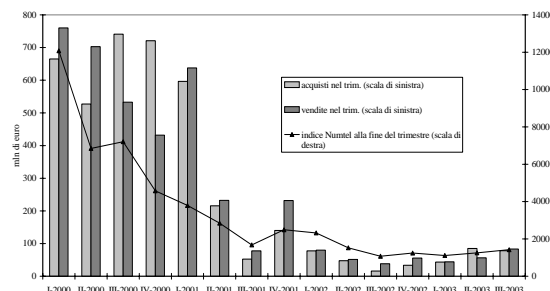
Il *turnover* del portafoglio dei titoli del NM (definito come rapporto tra la somma di acquisti e vendite e il valore medio del portafoglio nel periodo) per l'intero settore dei fondi comuni è sceso considerevolmente: da valori prossimi a 3 all'inizio del 2000 fino a valori inferiori all'unità negli anni successivi. In ogni caso vi è un'evidente correlazione fra *turnover* e variazione dei corsi: la ripresa dei corsi nel 2° e 3° trimestre del 2003 ha coinciso con un marcato incremento della rotazione del portafoglio rispetto ai minimi del 2002.

Azioni di società del Nuovo Mercato nel portafoglio di Oicr di diritto italiano
(gennaio 2000 – settembre 2003)



Fonte: Elaborazioni su dati Banca d'Italia e Consob.

Acquisti e vendite di azioni di società del Nuovo Mercato da parte di Oicr di diritto italiano
(I trimestre 2000 – III trimestre 2003)



Fonte: Elaborazioni su dati Banca d'Italia e Consob.

Con riferimento al mercato delle contrattazioni serali gestito da Borsa Italiana spa (denominato *Trading after Hours*, Tah), nel corso del 2003 la media giornaliera dei contratti conclusi ha subito un'ulteriore flessione, passando da poco più di 7.100 a 5.383 e confermando la tendenza rilevata nel 2002. Continua, invece, la crescita del controvalore medio degli scambi giornalieri, di poco superiore a 31 milioni di euro, contro i 28 dell'anno precedente.

Nel corso del 2003, il numero dei contratti eseguiti sul Mercato Italiano dei Derivati (Idem) si è attestato attorno a 17 milioni, in lieve aumento rispetto all'anno precedente (+4 per cento); è tuttavia mutata la composizione degli scambi per tipologia di strumento, in taluni casi confermando e in altri invertendo le tendenze rilevate nei periodi precedenti (Tav. II.3).

Tav. II.3

Strumenti finanziari derivati scambiati sull'Idem nel 2003

	Numero di contratti eseguiti ¹	Media giornaliera ¹	Variazione percentuale ²
Fib30	4.264	16,9	-12,6
Mibo30	2.505	9,9	-3,2
Opzioni su singoli titoli	7.924	31,4	4,4
Midex future	..	..	-53,7
Mini Fib	2.570	10,2	20,5
Future su singoli titoli	468	1,9	280,0

Fonte: Elaborazioni su dati Borsa Italiana spa e Cassa di compensazione e garanzia spa. ¹ Migliaia di contratti. ² Rispetto all'anno 2002. Nel caso dei *future* sui singoli titoli il dato è calcolato sulla media giornaliera.

Le negoziazioni del future sull'indice Mib30, misurate dal numero di contratti conclusi, hanno mostrato una riduzione del 13 per cento circa rispetto all'anno 2002. Sono aumentati, invece, i contratti eseguiti sul MiniFib (+20 per cento), quelli sulle opzioni su singoli titoli (+4 per cento) e quelli relativi al future su singoli titoli. È risultato estremamente

contenuto il numero di negoziazioni sul contratto future sull'Indice Midex. La Borsa Italiana, a causa della flessione degli scambi e dell'azzeramento dell'operatività, ha disposto che non venissero generati nuovi contratti a sostituzione di quelli in scadenza; le negoziazioni sono pertanto terminate con la scadenza del contratto di settembre 2003 e con la successiva esclusione dalle negoziazioni del contratto stesso.

L'ammontare dei contratti futures su singoli titoli, le cui negoziazioni sono state avviate nel luglio 2002, ha raggiunto nell'anno trascorso un totale di circa 468.000 contratti eseguiti, passando da una media giornaliera di poco più di 500 contratti nel 2002 a una media giornaliera di circa 2.000 contratti nel 2003. La Borsa Italiana ha inoltre ampliato la disponibilità della scelta tra i titoli sottostanti ai futures, che sono ora negoziabili su un totale di 12 singoli titoli.

Il mercato obbligazionario

Nel 2003, gli scambi di titoli obbligazionari sui mercati regolamentati gestiti da Borsa Italiana spa (Mot e Euromot) hanno subito una sensibile contrazione, passando da 161 a 146 miliardi di euro (-9 per cento); tuttavia, gli scambi sull'Euromot, sia pure limitati, risultano raddoppiati rispetto al 2002 (Tav. aII.2). Per il secondo anno consecutivo è risultato in calo il controvalore negoziato sul mercato telematico all'ingrosso dei titoli di stato (Mts), gestito da Mts spa (-4 per cento). Risulta pari a circa 2 miliardi di euro, infine, il controvalore negoziato sul mercato regolamentato Tlx, attivo dal 20 ottobre 2003.

A dicembre del 2003, il controvalore delle obbligazioni emesse da imprese non finanziarie italiane era pari a circa 86 miliardi di euro, di cui 83 miliardi circa riferibili a gruppi quotati e 3 miliardi circa a gruppi non quotati (Tav. II.4). Per i gruppi quotati, le obbligazioni emesse rappresentano il 25 per cento circa della relativa capitalizzazione di borsa (sulla base dei corsi di fine settembre 2003).

Obbligazioni corporate emesse da gruppi italiani¹
(dati al 31 dicembre 2003; valori monetari in miliardi di euro)

Tipologia di obbligazioni	Controvalore	N° emissioni
Obbligazioni emesse da imprese appartenenti a gruppi italiani quotati		
Obbligazioni quotate su mercati regolamentati italiani	15	22
di cui		
Mot	5	13
Euromot	10	9
Obbligazioni diffuse in Italia	..	9
Obbligazioni quotate su mercati regolamentati esteri	61	142
di cui		
Lussemburgo	58	139
Obbligazioni non quotate o diffuse in Italia	7	43
<i>Totale</i>	83	216
Obbligazioni emesse da imprese appartenenti a gruppi italiani non quotati		
Obbligazioni quotate su mercati regolamentati esteri (Lussemburgo)	3	21
Obbligazioni non quotate o diffuse in Italia	..	2
<i>Totale</i>	3	23
<i>Totale generale</i>	86	239

Fonte: Elaborazioni su dati Bloomberg. ¹ Sono escluse le obbligazioni emesse da società per la cartolarizzazione dei crediti. Sono inclusi i titoli di società in *default* del 2003. Il controvalore dei prestiti in valute diverse dall'euro è stato convertito in euro con i tassi di cambio della data di riferimento. L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti.

Sui mercati regolamentati italiani (Mot e Euromot) è quotato solo il 17 per cento circa delle obbligazioni *corporate* italiane in termini di controvalore e il 9 per cento circa in termini di numero, mentre alla borsa del Lussemburgo è quotato il 72 per cento circa di detti prestiti obbligazionari in termini di controvalore e il 67 per cento circa in termini di numero di emissioni.

Una quota molto consistente delle obbligazioni *corporate* italiane, almeno in termini di numero di prestiti, è priva di *rating* (circa il 40 per cento, ma meno del 20 per cento in termini di controvalore). Tale fenomeno si riscontra anche in altri paesi dell'area dell'euro, quali la Francia e la Germania, che pure contano un numero elevato di imprese senza *rating* che hanno collocato

obbligazioni. Sulla base di una stima a fine 2002 del valore complessivo del mercato europeo dei *corporate bonds*, pari a circa 550 miliardi di euro, la quota dell'Italia risulterebbe prossima al 15 per cento circa, al terzo posto dopo quella di Francia e Germania.

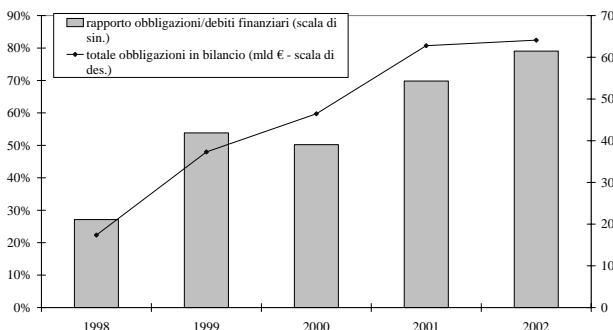
Lo sviluppo del mercato italiano dei *corporate bonds* si è concentrato sostanzialmente fra il 1999 e il 2002, in un contesto congiunturale caratterizzato (almeno a partire dal 2000) da una brusca correzione al ribasso dei corsi azionari e da una fase di ristagno dell'economia.

A partire dalla fine degli anni novanta, infatti, le maggiori imprese non finanziarie italiane hanno profondamente mutato la composizione e la

struttura dei loro debiti finanziari, aumentando notevolmente il ricorso all'emissione di titoli obbligazionari. A livello aggregato, il peso delle obbligazioni rispetto agli altri debiti finanziari dei principali gruppi industriali quotati è passato dal 25 per cento circa nel 1998 a quasi il 70 per cento nel 2002 (Fig. II.3). In termini assoluti, le obbligazioni in bilancio (valutate al nominale) sono passate, fra il 1998 e il 2002, da 18 a 65 miliardi di euro (che equivale a un tasso di crescita medio annuo del 38 per cento circa), mentre gli altri debiti finanziari (essenzialmente debiti a breve e medio lungo termine nei confronti delle banche) sono passati da 72 a 96 miliardi di euro (che equivale invece a un tasso di crescita dell'8 per cento circa).

Fig. II.3

Ricorso al mercato obbligazionario da parte dei principali gruppi industriali italiani quotati (1998-2002)



Fonte: Elaborazioni su dati R&S 2003 Mediobanca. I debiti finanziari sono al netto delle obbligazioni. La quota di obbligazioni con scadenza entro l'anno che viene inclusa nei debiti finanziari a breve è stata sommata ai prestiti obbligazionari (e quindi sottratta dal totale dei debiti finanziari). I dati relativi al "gruppo Olivetti Telecom" si riferiscono, per il 1998, alla somma dei dati dei bilanci consolidati di Olivetti, Telecom e Seat, per il 1999, alla somma dei dati del bilancio consolidato Olivetti (che consolidava Telecom) e di quello Seat e a partire dal 2000 al solo bilancio consolidato Olivetti (che a partire dal 2000 ha consolidato sia Telecom che Seat). È stato escluso dall'analisi il gruppo Cirio. I dati in dollari USA del bilancio di ST Microelectronics sono stati convertiti in euro ai tassi di cambio euro USD di fine anno.

Questi dati mostrano chiaramente come, a partire dal 1998, i principali gruppi industriali quotati abbiano preferito emettere obbligazioni per raccogliere nuovo capitale di debito, piuttosto che aumentare il ricorso al sistema bancario. Non vi è

stata dunque, almeno a livello aggregato, una sostituzione fra debito bancario e obbligazioni, ma piuttosto la tendenza a fare un maggiore ricorso all'emissione di titoli di debito.

Lo sviluppo del mercato obbligazionario *corporate* ha portato con sé i primi, e allo stesso tempo assai rilevanti, casi di fallimento societario. Nei principali paesi europei, il fenomeno dei fallimenti di emittenti con obbligazioni diffuse è di gran lunga più ampio e datato nel tempo che in Italia. Esso è inoltre fortemente concentrato nei paesi anglosassoni che tradizionalmente hanno sistemi finanziari più orientati al mercato.

Sulla base delle ricerche effettuate dall'agenzia di rating Moody's, si evince come nel periodo 1985-2001 vi siano stati 69 fallimenti di società europee che avevano emesso corporate bonds, per un importo complessivo di circa 22 miliardi di euro. Delle 69 società fallite, ben 29 erano inglesi (42 per cento del totale) con obbligazioni in default per circa 13 miliardi di euro (circa 60 per cento del totale). Al secondo posto si trova l'Olanda con 4 società fallite e obbligazioni in default per 1,9 miliardi di euro; in Francia sono fallite 4 società e in Germania 3, con obbligazioni emesse, in entrambe i casi, per importi inferiori a 500 milioni di euro. Non vi sono stati invece casi di default di obbligazioni di società italiane. Nel 2002, sempre sulla base delle ricerche pubblicate da Moody's, il volume complessivo delle obbligazioni di società europee fallite è notevolmente aumentato ed è stato pari a circa 43 miliardi di euro, quasi il doppio dell'intero importo delle obbligazioni in default nei 16 anni precedenti. Nel 2002 sono andati in default i prestiti obbligazionari di 32 emittenti europee, di cui 15 inglesi, 8 olandesi, e 3 tedeschi (mentre si è registrato un solo caso in Svezia, Norvegia, Svizzera, Francia, Belgio e Italia). Dei 43 miliardi di euro di obbligazioni in default, il 65 per cento circa era stato emesso da imprese inglesi e il 25 per cento circa da imprese olandesi, mentre il rimanente 10 per cento circa da imprese di altri paesi europei.

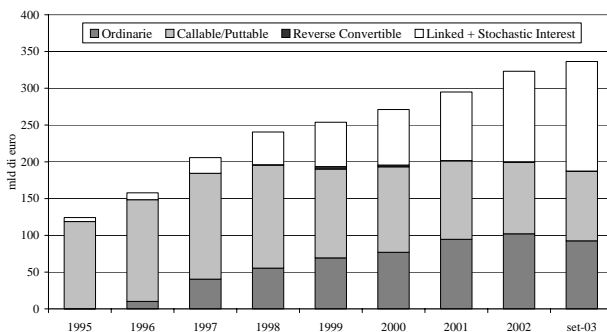
Una categoria particolare di obbligazioni (anche per le relative peculiarità tecniche) è rappresentata dai titoli emessi dalle società per la

cartolarizzazione dei crediti. Alla data del 30 luglio 2003, risultavano in essere circa 360 prestiti obbligazionari, per un controvalore emesso di oltre 90 miliardi di euro (Riquadro 3).

Per ciò che riguarda le obbligazioni bancarie, anche nel corso del 2003 è proseguita la tendenza all'incremento dello stock di titoli in circolazione, confermando il trend degli anni precedenti. Le consistenze di obbligazioni bancarie sono infatti passate da 124,2 miliardi di euro nel 1995 a 336,5 miliardi di euro al 30 settembre 2003 (Fig. II.4).

Fig. II.4

Obbligazioni bancarie ordinarie e strutturate
(consistenze suddivise per macro categoria; dati in euro)



Fonte: Elaborazioni su dati Kler's.

In particolare, lo stock di obbligazioni bancarie strutturate è cresciuto, passando da circa 124 miliardi di euro nel 1995 (incluso le obbligazioni callable/puttable) a circa 244 miliardi di euro al 30 settembre 2003 (+97 per cento).

Tra le diverse tipologie di obbligazioni bancarie strutturate, risultano in sensibile crescita le consistenze di obbligazioni con struttura linked e stochastic interest, passate dai 5,4 miliardi di euro del 1995 ai 149 miliardi di euro del settembre 2003. Tale quota rappresenta il 61 per cento del controvalore in essere del mercato delle obbligazioni strutturate.

Viceversa, le consistenze delle obbligazioni callable e puttable hanno subito una continua contrazione attestandosi, a fine settembre 2003, a un valore di circa 94 miliardi di euro e, in termini di quota

di mercato (sul totale delle obbligazioni strutturate), al 39 per cento rispetto al 75 per cento di fine 1998.

Un'analisi a parte meritano le reverse convertible, che ricoprono oggi un ruolo del tutto marginale. Le consistenze a settembre 2003 rappresentano infatti circa l'11 per cento delle consistenze a fine 1999, anno in cui tali titoli avevano raggiunto il valore massimo pari a 3,4 miliardi di euro.

Un'analisi più generale della raccolta bancaria attraverso obbligazioni mostra come sia variata notevolmente la tipologia delle strutture caratterizzanti tali titoli verso una maggiore complessità, in termini di ingegnerizzazione delle stesse e quindi di maggiore difficoltà nel rappresentare in modo trasparente l'effettivo profilo di rischio rendimento dello strumento finanziario.

In particolare, le strutture più semplici, quali le callable/puttable, che nel 1995 rappresentavano la quasi totalità delle obbligazioni bancarie, a settembre 2003 pesavano poco meno del 30 per cento. Di contro, le strutture maggiormente complesse, rappresentate dalle obbligazioni linked e stochastic interest, al 30 settembre 2003 rappresentavano il 44,3 per cento dello stock delle obbligazioni bancarie in circolazione, rispetto al 4 per cento del 1995.

La ricomposizione delle consistenze di obbligazioni bancarie è da ascrivere prevalentemente a una accresciuta domanda di strumenti con rendimenti collegati a indici azionari e a una conseguente maggiore difficoltà nel collocamento di obbligazioni tradizionali a tasso fisso e variabile, per effetto del livello storicamente molto basso dei tassi di interesse a breve e a lunga scadenza.

È possibile stimare che il peso delle obbligazioni bancarie strutturate nel portafoglio finanziario delle famiglie è cresciuto dal 53 per cento nel 1995 al 90 per cento a settembre 2003.

Con riferimento alla concentrazione del mercato delle obbligazioni strutturate, nel periodo oggetto di indagine, i primi cinque emittenti occupavano una quota intorno al 50 per cento del

Riquadro 3: Le asset backed securities

I titoli collocati a fronte di operazioni di cartolarizzazione dei crediti (cosiddetti *asset backed securities*, Abs) sono obbligazioni emesse da società di diritto italiano, iscritte nell'elenco speciale delle società finanziarie tenuto dalla Banca d'Italia (di cui all'art. 107 del Testo Unico Bancario), utilizzate come "veicoli speciali" (*special purpose vehicle*, Spv) per effettuare tali operazioni. Tali società emettono quindi obbligazioni "collateralizzate" da *asset* rappresentati da crediti di varia natura (nel caso di mutui ipotecari si parla di *mortgage backed securities*).

Tali obbligazioni sono per alcuni versi assimilabili a quelle *corporate*. In particolare, sotto il profilo regolamentare, la legge 130/1999 che contiene le disposizioni sulla cartolarizzazione dei crediti, prevede che il collocamento di tali titoli sia sempre accompagnato dalla predisposizione di un prospetto informativo (anche se l'offerta è riservata a investitori professionali), oltre che dal rilascio del *rating* nel caso in cui i titoli siano offerti a investitori non professionali. La disciplina sulla sollecitazione in tema di Abs è quindi più stringente e prescrittiva rispetto a quella prevista per le "normali" obbligazioni *corporate* dal Tuf.

Le società utilizzate come veicoli speciali per la cartolarizzazione dei crediti (che normalmente sono le società cessionarie) sono riconducibili in prevalenza a banche o società appartenenti a gruppi bancari (società di *leasing*, finanziarie, etc.) e più raramente a veri e propri emittenti *corporate*. In altri casi le Spv sono società che hanno emesso obbligazioni a fronte di operazioni di cartolarizzazione di crediti vantati da soggetti di matrice pubblica (Regioni, Inps, Ministero dell'economia e delle finanze).

La tavola offre un quadro della dimensione del mercato delle obbligazioni *asset backed*, sulla base della tipologia del soggetto cosiddetto *originator* (cioè la società che cede i crediti e che normalmente controlla la Spv cessionaria) alla data del 31 luglio 2003. Si tratta di circa 360 prestiti obbligazionari per un controvalore emesso di oltre 90 miliardi di euro. Gli emittenti più importanti sono le Spv di matrice bancaria (quasi 50 miliardi di obbligazioni collocate), seguite da quelle di matrice pubblica (con quasi 30 miliardi di euro di collocato). Gli emittenti *corporate* hanno invece emesso obbligazioni Abs per circa 5 miliardi di euro.

Circa il 96 per cento dei prestiti è provvisto di *rating*, anche se non si registrano casi di offerta al pubblico in Italia di tali tipologie di strumenti finanziari (infatti, come detto in precedenza, la legge 130/1999 impone il rilascio del *rating* solo per i titoli collocati presso investitori non professionali). Il 92 per cento circa dei prestiti è quotato al mercato del Lussemburgo (95 per cento in termini di controvalore), mentre nessun prestito risulta quotato su un mercato regolamentato italiano (l'unica eccezione è rappresentata da 3 prestiti della Società per la Cartolarizzazione dei Crediti Inps - Sccl spa e da 4 prestiti della Società per la Cartolarizzazione degli Immobili Pubblici - Scip spa che sono quotati oltre che alla borsa del Lussemburgo anche presso il Mercato telematico all'ingrosso dei titoli di Stato).

mercato; tale risultato è determinato in larga parte dall'operatività dei primi quattro gruppi bancari. Inoltre, un'analisi di maggior dettaglio sulla situazione dei primi 10 gruppi bancari emittenti di obbligazioni strutturate a settembre 2003 ha evidenziato che oltre il 50 per cento delle consistenze di tali strumenti finanziari si è costituito nel corso dell'ultimo triennio. Focalizzando l'attenzione sui dati relativi ai primi 9 mesi del 2003, è emerso che quasi la metà delle emissioni per controvalore sono state

ingegnerizzate nell'ambito della struttura delle *linked* pure.

Il ricorso alla quotazione per le obbligazioni bancarie strutturate è in calo e riguarda principalmente le emissioni di elevato controvalore, che verosimilmente consentono di ammortizzare i costi fissi della quotazione. Inoltre, si ricorre alla quotazione in maniera più ampia per le emissioni appartenenti alla macro categoria che combina le caratteristiche delle *linked* e delle

Emissioni di obbligazioni asset backed da parte di società per la cartolarizzazione dei crediti di diritto italiano¹
(dati al 31 luglio 2003; valori monetari in milioni di euro)

Tipologia soggetto originator (società cedente)	Controvalore	N° emissioni	di cui con rating
banca quotata	35.783	167	164
banca non quotata	13.367	94	93
<i>Totale banche</i>	<i>49.149</i>	<i>261</i>	<i>257</i>
soggetto pubblico	28.763	36	30
finanziaria non quotata	5.674	39	38
finanziaria quotata	2.323	9	9
<i>Totale finanziarie</i>	<i>7.997</i>	<i>48</i>	<i>47</i>
corporate quotato	3.987	12	9
corporate non quotato	1.264	5	5
<i>Totale corporate</i>	<i>5.252</i>	<i>17</i>	<i>13</i>
non identificabile	326	3	3
<i>Totale generale</i>	<i>91.486</i>	<i>365</i>	<i>351</i>

Fonte: Elaborazione su dati Bondware. ¹ L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti.

stochastic interest rispetto a quelle relative alla macro categoria delle *callable/puttable*.

Le operazioni di raccolta di capitali e di quotazione: un quadro d'insieme

Nel corso del 2003, sono state effettuate 4 operazioni di offerta di titoli azionari finalizzate alla quotazione, contro le 6 dell'anno precedente, per un ammontare che risulta peraltro dimezzato

(rispettivamente, 550 milioni e 1.062 milioni di euro; Tav. II.5); tale dato è in linea con la tendenza, già rilevata negli anni precedenti, al calo delle operazioni relative a un segmento, quale quello delle Ipo, molto sensibile alle difficoltà dei mercati finanziari. Gli aumenti di capitale e le obbligazioni convertibili hanno registrato, per contro, un incremento rispetto al 2002, essendo risultate pari a 27 (22 l'anno precedente), per un controvalore di 9,8 miliardi di euro (4,1 nel 2002).

I collocamenti finalizzati alla quotazione su mercati regolamentati e le altre operazioni di sollecitazione
(valori monetari in milioni di euro)

	Numero operazioni				Controvalore			
	2000	2001	2002	2003	2000	2001	2002	2003
Operazioni finalizzate alla quotazione ¹								
titoli azionari	44	18	6	4	6.903	3.935	1.062	550
titoli obbligazionari	....	21	24	31	....	4.038	4.733	5.558
covered warrant ²	3.343	8.194	6.668	4.749	—	—	—	—
quote di fondi chiusi	--	--	1	--	--	--	189	--
Aumenti di capitale e emissioni di obbligazioni convertibili ³	19	23	22	27	3.624	8.489	4.145	9.800
Offerte di vendita relative a titoli già quotati ⁴	2	1	2	1	6.613	2.721	1.464	2.173
Offerte di titoli non quotati di emittenti italiani quotati ⁵	....	....	2	--	....	....	1.127	--
Offerte di titoli non quotati di emittenti italiani non quotati ⁶	3	2	3	2	97	31	138	34
Offerte di emittenti esteri								
riconoscimento di prospetti esteri	11	7	13	3	25	23	35	881
offerte pubbliche paneuropee ⁷	3	1	--	--	985	63	--	--

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. Il dato relativo ai titoli azionari e alle quote di fondi chiusi comprende le sole ammissioni a quotazione avvenute tramite offerta pubblica. ² Il dato si riferisce al numero di nuovi strumenti ammessi a quotazione nel corso dell'anno. Non è stato inserito un controvalore in quanto sia il prezzo che il numero di titoli inseriti nel prospetto risultano puramente indicativi. ³ Gli aumenti di capitale comprendono le offerte pubbliche di sottoscrizione che non riguardano operazioni di ammissione a quotazione di azioni, le offerte in opzione agli azionisti e le offerte di conversione di azioni di risparmio in azioni ordinarie con conguaglio in denaro. ⁴ Riguardano offerte di vendita, pubbliche o private, non finalizzate all'ammissione alla quotazione. ⁵ Il dato si riferisce a operazioni di sola sollecitazione effettuate da società aventi titoli quotati su mercati regolamentati. ⁶ Offerte riferite a società che non hanno titoli quotati su mercati regolamentati. ⁷ Il dato del controvalore è relativo all'offerta italiana.

Le operazioni di ammissione a quotazione di titoli obbligazionari sono aumentate, passando da 24 nel 2002 (per un controvalore pari a 4,7 miliardi di euro) a 31 nel 2003 (per un controvalore pari a circa 5,6 miliardi di euro in crescita del 20 per cento circa); viceversa, continua il calo delle nuove quotazioni di *covered warrants* già registrato l'anno precedente.

Altre operazioni di collocamento hanno riguardato 5 operazioni di sollecitazione per un controvalore complessivo di 0,9 miliardi di euro. Di queste, 2 riguardano offerte riferite a società che non hanno titoli quotati su mercati regolamentati, per un controvalore modesto (34 milioni di euro); le rimanenti sono state effettuate da emittenti esteri in Italia, con conseguente riconoscimento di prospetti esteri, per un controvalore sensibilmente più elevato rispetto a quello del 2002 (rispettivamente, 881 verso 35 milioni di euro).

Nei principali mercati mondiali la raccolta di capitale di rischio ha continuato a contrarsi anche nel 2003.

Con riferimento agli Stati Uniti, si stima che a fronte di un numero complessivo di operazioni sostanzialmente stabile (88 e 90 rispettivamente nel 2003 e nel 2002), l'ammontare di mezzi freschi raccolti sia calato del 38 per cento circa (passando da 24 a 15 miliardi di euro circa). Con riferimento all'Europa, i mercati Euronext Paris e i vari segmenti della Deutsche Börse non hanno registrato alcuna operazione di ammissione a quotazione nel corso del 2003; nel mercato azionario del Regno Unito il numero di operazioni e il relativo ammontare hanno subito, rispetto al 2002, una riduzione del 60 per cento circa (Tav. II.6).

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

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

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

Le offerte finalizzate alla quotazione di titoli azionari

Come riferito, nel 2003 sono state effettuate 4 offerte finalizzate all'ammissione a quotazione di titoli azionari sul Mercato Telematico Azionario; nessuna offerta è stata effettuata sul Mercato Expandi e sul Nuovo Mercato (Tav. II.7). È proseguita dunque la contrazione del numero di operazioni di quotazione, che ha raggiunto il valore più basso dal 1995; è parimenti diminuito, rispetto al 2002, l'ammontare di capitali raccolti. Tale evidenza conferma la nota correlazione positiva tra l'andamento dei mercati azionari e le operazioni di Ipo.

L'ammontare di mezzi freschi complessivamente raccolti mediante le operazioni di offerte di sottoscrizione di nuovi titoli finalizzati all'ammissione a quotazione è stato pari a 67 milioni di euro,

corrispondente al 12 per cento dell'offerta complessiva. Rispetto alla capitalizzazione post offerta, l'offerta aggregata di sottoscrizione e di vendita è risultata pari al 39 per cento, in lieve crescita rispetto al valore rilevato nel 2002.

Con riferimento agli assetti proprietari delle società quotate in Borsa nel 2003, non si sono registrate significative variazioni rispetto ai valori rilevati negli anni precedenti (Tav. all.3). La quota detenuta, in media, dagli azionisti di controllo prima della quotazione era pari all'87 per cento (poco più dell'83 per cento nel 2002); essa sale al 91 per cento circa (contro il 99 per cento circa nel 2002) prendendo in considerazione gli azionisti con una partecipazione superiore al 2 per cento. Dopo l'offerta, la quota detenuta dagli azionisti di controllo è risultata pari al 54 per cento circa (58 nel 2002); tale valore aumenta di pochi punti percentuali se riferito agli azionisti con una partecipazione superiore al 2 per cento, passando al 58 per cento (67 nel 2002).

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

	Numero società	Capitalizzazione ante offerta ¹	Controvalore offerta			Peso sulla capitalizzazione post offerta ²
			sottoscrizione	vendita	totale	
Borsa (Mta) e Mercato Expandi						
1995	11	22.675	274	3.396	3.670	33,1
1996	12	5.550	721	945	1.666	26,6
1997	10	2.126	227	606	833	35,4
1998	16	3.844	614	1.231	1.845	41,7
1999	21	65.069	1.187	21.567	22.754	33,6
2000	13	14.296	1.130	1.379	2.509	16,3
2001	13	7.820	2.078	1.722	3.800	36,1
2002	6	2.504	638	424	1.062	33,8
2003	4	1.340	67	483	550	39,1
Nuovo Mercato						
1999	6	719	227	39	266	27,9
2000	31	14.012	3.840	554	4.394	24,6
2001	5	372	121	14	135	27,3
2002	--	--	--	--	--	--
2003	--	--	--	--	--	--

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

Nel 2003, gli esiti delle offerte finalizzate alla quotazione hanno continuato a risentire della fase congiunturale negativa, proseguendo una tendenza manifestatasi già a partire dal 2000 (Tav. aII.4). Il rapporto tra domanda e offerta è mediamente risultato in lieve aumento rispetto all'anno precedente, portandosi a valori prossimi a 2 sia per l'offerta pubblica (1,8 a fronte di 1,1 nel 2002) che per l'offerta istituzionale (1,6 contro 1,1 nel 2002).

Rispetto al 2002, risulta modificata la distribuzione dei titoli azionari offerti tra le varie tipologie di soggetti assegnatari. È infatti diminuita la quota relativa agli investitori istituzionali (dal 50 al 45 per cento), mentre è sensibilmente aumentata

la quota assegnata al pubblico (dal 28 al 40 per cento circa). In ulteriore calo rispetto agli anni precedenti risulta la quota attribuita agli investitori istituzionali esteri (da poco più del 20 al 15 per cento circa).

Per i due emittenti non appartenenti al gruppo delle società a controllo pubblico (Isagro e Trevisan), il prezzo di mercato del primo giorno di quotazione (corretto per la variazione dell'indice di mercato) è stato inferiore al prezzo di offerta per un valore pari in media a circa il 4 per cento (in questo senso è da interpretare il valore negativo dello sconto alla quotazione riportato nella Tav. II.8). A causa del numero esiguo di operazioni, il dato non consente tuttavia di trarre indicazioni conclusive in merito all'andamento dello sconto alla quotazione.

Tav. II.8

Sconto alla quotazione

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

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

Con riferimento ai potenziali conflitti di interessi degli intermediari collocatori, nel 2003

tutte le società ammesse a quotazione avevano un'esposizione debitoria nei confronti dei soggetti collocatori, ovvero di altri soggetti dello stesso gruppo (Tav. II.9). I finanziamenti erogati nell'ambito di tali rapporti creditizi ammontavano, in media, al 14 per cento circa del totale dei debiti finanziari delle società considerate: tale dato, sebbene riferito a un numero ristretto di emittenti, è sensibilmente inferiore a quello registrato nel triennio precedente. In un solo caso, lo *sponsor* (che svolgeva anche i ruoli di *global coordinator* e responsabile dell'offerta pubblica) deteneva una partecipazione prima della quotazione; la quota risultava tuttavia molto contenuta (pari allo 0,02 per cento circa).

Nel corso dell'anno si è accentuato, anche a fronte del ristretto numero di ammissioni a quotazione, il processo di concentrazione nel comparto dell'*investment banking*. La quota di mercato dei primi 3 intermediari che hanno svolto il ruolo di *global coordinator* è cresciuto dal 65 all'82 per cento circa (Tav. aII.5), mentre è stabile quella relativa al primo soggetto (attorno al 30 per cento). La presenza di intermediari esteri si è riscontrata solo in un caso, ossia nel 25 per cento delle operazioni; il dato è in calo rispetto al biennio precedente quando si era attestato al 50 per cento.

Tav. II.9

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

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

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

Con riferimento alla presenza di investitori istituzionali (ossia fondi comuni di tipo chiuso, società di *venture capital*, banche commerciali e d'investimento) nella compagine azionaria delle neoquotate, si rileva che l'assunzione di partecipazioni ha riguardato 3 delle 4 società ammesse a quotazione (Tav. II.10); rispetto all'anno precedente, è calato il numero medio di investitori (passato da 2,5 a 2), mentre è rimasto stabile il divario tra la quota prima dell'offerta (pari al 22 per cento) e quella dopo l'offerta (pari a poco più del 10 per cento).

Tav. II.10

Investitori istituzionali nell'azionariato delle società neoquotate¹

	Società		Numero investitori istituzionali ⁴	Quota ante offerta ⁵	Quota post offerta ⁶
	Numero ²	Quota sul totale ³			
Borsa (Mta) e Mercato Expandi					
1995	6	54,5	2,3	27,7	8,5
1996	6	50,0	3,7	47,3	23,2
1997	2	20,0	1,5	40,9	7,1
1998	4	25,0	4,3	48,3	18,9
1999	6	28,6	1,7	20,1	5,4
2000	4	30,8	2,0	26,9	15,6
2001	5	38,5	1,6	32,6	15,0
2002	2	33,3	2,5	27,1	15,2
2003	3	75,0	2,0	22,0	10,1
Nuovo Mercato					
1999	3	50,0	2,7	42,3	19,9
2000	14	45,2	2,9	25,6	16,4
2001	1	20,0	1,0	5,0	3,6
2002	--	--	--	--	--
2003	--	--	--	--	--

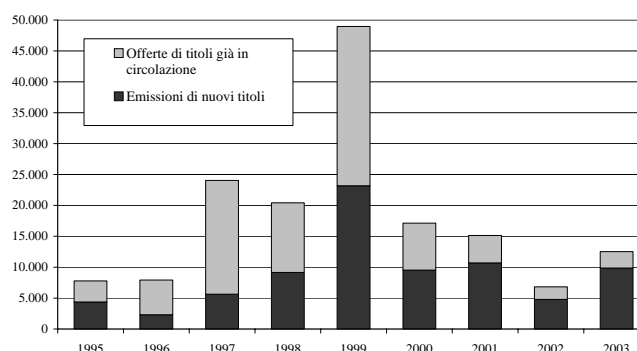
Si veda la sezione Note metodologiche. ¹ Per investitori istituzionali si intende fondi comuni d'investimento di tipo chiuso, società di *venture capital*, banche commerciali e d'investimento. Sono escluse le fondazioni e le casse di risparmio. I dati si riferiscono alle sole società nel cui azionariato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

Il collocamento di titoli delle società quotate e le operazioni di finanza straordinaria

Nel corso del 2003, le offerte di azioni e di obbligazioni convertibili, comprendenti sia le offerte iniziali di ammissione a quotazione, sia gli aumenti di capitale e le offerte di vendita di società già quotate, hanno raggiunto un controvalore pari a circa 12,5 miliardi di euro (Fig. II.5). Rispetto al 2002, il dato registra un incremento superiore all'80 per cento, dovuto prevalentemente agli aumenti di capitale.

Fig. II.5

Collocamento di azioni e obbligazioni convertibili di società quotate¹
(milioni di euro)



L'80 per cento circa dell'offerta complessiva è costituita da emissione di nuovi titoli. Tra i soggetti destinatari dell'offerta, la categoria più rilevante è rappresentata dagli azionisti preesistenti, nell'ambito di offerte in opzione relative ad aumenti di capitale: sono state assegnate, in particolare, azioni e obbligazioni convertibili per poco più di 9 miliardi di euro (corrispondente al 91 per cento dell'ammontare complessivo delle offerte; Tav. aII.6). Tale evidenza riflette, come detto, il fatto che le nuove emissioni sono legate quasi esclusivamente ad aumenti di capitale. Tra i destinatari delle offerte, gli investitori istituzionali costituiscono la seconda categoria più importante, risultando assegnatari di azioni e obbligazioni convertibili per 2,5 miliardi di euro (20 per cento dell'ammontare complessivo). Occupa una posizione

residuale il pubblico, al quale è stata complessivamente assegnata una quota pari all'8 per cento circa.

Tra le offerte di vendita destinate a investitori istituzionali sono state effettuate 2 operazioni di cessione, da parte di soggetti pubblici, di partecipazioni in società neoquotate (Meta e Hera) per una quota pari rispettivamente al 14,9 e al 25,1 per cento (Tav. aII.7). Nel secondo semestre dell'anno, ha avuto luogo la cessione di una quota pari al 6,6 per cento di Enel, detenuta dal Ministero dell'economia e delle finanze; il controvalore complessivo dell'operazione, realizzata tramite trasferimento a un intermediario che ha successivamente provveduto a collocare le relative azioni presso investitori istituzionali, risulta pari a circa 2,2 miliardi di euro (Tav. aII.8).

Tra le operazioni di finanza straordinaria più rilevanti, che in taluni casi sono state dirette alla semplificazione della struttura del gruppo, si evidenziano quelle riguardanti il gruppo Pirelli, i gruppi Olivetti e Telecom, il gruppo Seat Pagine Gialle, il gruppo Snia, il gruppo Autostrade, il gruppo Banca Popolare di Bergamo Credito Varesino e il gruppo Banca Popolare Commercio e Industria, il gruppo Banca Popolare di Lodi.

Il gruppo Pirelli ha attuato nel corso del 2003 una serie di operazioni volte alla semplificazione e all'aumento della patrimonializzazione del gruppo. In particolare, nel mese di maggio, Pirelli & C. spa ha deliberato la modifica dell'oggetto sociale e la trasformazione della società da accomandita per azioni in società per azioni con la nuova denominazione di Pirelli & C. spa. Ciò ha comportato l'attribuzione del diritto di recesso agli azionisti dissenzienti. Nel mese di giugno, Pirelli & C. spa ha promosso un aumento di capitale nei termini di 3 nuove azioni per ciascuna azione posseduta. A ogni azione è stato abbinato un warrant gratuito, con esercizio 2003-2006, che attribuirà il diritto a sottoscrivere al valore nominale una nuova azione ordinaria Pirelli & C. ogni 4 warrants posseduti. I warrants sono stati quotati sul Mercato Telematico Azionario a decorrere dal novembre 2003. Nel mese di agosto ha infine avuto efficacia la fusione

per incorporazione di Pirelli & C. Luxembourg spa e di Pirelli spa in Pirelli & C. spa. A seguito della fusione, quest'ultima società si è trovata a detenere direttamente le partecipazioni nelle società che gestiscono le principali attività del gruppo. In relazione all'operazione di fusione è stato predisposto dall'emittente il documento previsto dell'art. 70, comma 4, del Regolamento Emittenti.

Nel 2003, Telecom Italia spa si è fusa per incorporazione in Olivetti spa; l'operazione ha avuto tra gli obiettivi principali quello di semplificare la catena di controllo che legava i due gruppi, nell'ambito di un più ampio processo di ristrutturazione industriale e finanziario. Olivetti spa ha abbandonato la denominazione sociale, mutandola in Telecom Italia, e ha assunto l'oggetto sociale della società incorporata, con conseguente riconoscimento del diritto di recesso in capo agli azionisti di Olivetti dissenzienti. Olivetti ha proceduto a liquidare i soci che hanno esercitato tale diritto e ha lanciato un'offerta pubblica di acquisto volontaria parziale su azioni ordinarie e di risparmio Telecom Italia.

Molto complessa risulta l'operazione riguardante il gruppo Seat Pagine Gialle. Seat Pagine Gialle spa ha scisso la parte delle proprie attività denominata directories a favore di un'omonima newco e ha mutato la propria denominazione in Telecom Italia Media spa. Telecom Italia spa ha stipulato un contratto di cessione di azioni ordinarie rappresentative di circa il 61,5 per cento dell'intero capitale sociale di Seat Pagine Gialle post scissione a favore della Silver spa, società appositamente costituita (tramite altre due società veicolo, Spyglass spa e SubSilver sa) da investitori istituzionali. Successivamente all'acquisto, Seat Pagine Gialle si è fusa per incorporazione in Silver spa la quale, con effetto immediatamente successivo, è stata a sua volta incorporata in Spyglass spa. Quest'ultima ha quindi mutato la propria denominazione in Seat Pagine Gialle spa ed è stata ammessa a quotazione al Mercato Telematico Azionario. Le due fusioni non hanno determinato effetti sull'attività operativa della società quotata incorporata, in quanto l'attività sia di Silver sia di Spyglass è stata limitata alla gestione della partecipazione di controllo (diretta per la prima e indiretta per la seconda) nella

medesima società incorporata. Seat Pagine Gialle spa, pertanto, anche dopo la fusione ha continuato a operare nell'editoria telefonica, nel mercato dell'erogazione dei servizi informativi per via telefonica e nell'area della business information. Prima di procedere alla duplice fusione, Silver e Spyglass erano state ricapitalizzate, al fine di azzerare l'indebitamento finanziario da esse assunto per l'acquisizione della Seat Pagine Gialle; a seguito dell'aumento di capitale di Spyglass, il debito da acquisizione è stato trasferito alla SubSilver sa, società che ora controlla Seat Pagine Gialle spa. Al momento dell'annuncio della duplice fusione, i Consigli di amministrazione delle società interessate hanno, tuttavia, prospettato la possibilità che la nuova società quotata, dopo il perfezionamento della fusione, effettuasse una distribuzione straordinaria di riserve, mediante accensione, a tal fine, di finanziamenti. La quota dei dividendi che affluirebbe alla società controllante SubSilver verrebbe da questa utilizzata per il rimborso del debito finanziario legato all'acquisizione. In tal caso si realizzerà un vero e proprio leveraged by out, in quanto il debito finanziario connesso all'acquisizione verrebbe, in sostanza, trasferito alla società quotata.

Snia è entrata nel settore delle tecnologie medicali nel 1986 acquisendo il controllo di Sorin Biomedica spa, successivamente fusa per incorporazione nella stessa Snia. Le attività riconducibili a tale società sono state quindi organizzate in business unit con a capo una società capofila. Nel 2003 Snia spa ha scisso tale settore a favore di una newco denominata Sorin spa, conservando invece le aree storiche di intervento della chimica e delle fibre sintetiche. Gli effetti della scissione sono stati subordinati all'ammissione a quotazione sul Mercato Telematico Azionario della società beneficiaria, avvenuta alla fine del 2003. La scissione ha dato quindi luogo a due società indipendenti ed entrambe quotate, ciascuna focalizzata sul proprio business. Le caratteristiche dell'operazione, per la quale è stato predisposto dall'emittente il documento previsto dell'art. 70, comma 4, del Regolamento Emittenti, non hanno determinato l'attivazione del diritto di recesso riconosciuto dal codice civile e dal Tuf ai soci dissenzienti.

Nei mesi di gennaio e febbraio 2003 Autostrade spa è stata oggetto di un'Opzione volontaria totalitaria promossa da Newco28 spa a esito della quale quest'ultima società ha acquisito circa il 54 per cento del capitale di Autostrade. Newco28, a sua volta, era controllata da Schemaventotto spa che già possedeva direttamente una quota di circa il 29,7 per cento nella stessa Autostrade. Per il pagamento del corrispettivo dell'Opzione e di tutti gli oneri connessi all'offerta, Newco28 ha fatto ricorso pressoché integrale a finanziamenti bancari. Al fine di razionalizzare l'organizzazione operativa del gruppo e la struttura di controllo, le assemblee di Newco28 e di Autostrade, tenutesi nel maggio 2003, hanno deliberato un articolato progetto di riorganizzazione del gruppo e la fusione per incorporazione di Autostrade in Newco28. L'operazione è stata oggetto di un documento informativo predisposto ai sensi degli artt. 70, 71 e 71 bis del Regolamento Emittenti e di un prospetto di quotazione. Con decorrenza dalla data di avvio delle negoziazioni (22 settembre 2003) la fusione è divenuta efficace e la società incorporante ha assunto la denominazione sociale della società incorporata (Autostrade spa).

La fusione per unione delle società Banca Popolare di Bergamo - Credito Varesino scrl, Banca Popolare Commercio e Industria scrl e Banca Popolare di Luino e di Varese spa ha dato origine il 1° luglio 2003 a Banche Popolari Unite scrl che viene così a essere la nuova capogruppo mentre, attraverso il preliminare scorporo dei rispettivi rami d'azienda bancaria, il marchio delle precedenti realtà bancarie sopravvive nelle banche reti interamente controllate dalla nuova entità quotata. L'approvazione del progetto di fusione ha comportato il riconoscimento del diritto di recesso, ai sensi dell'art. 2437 del c.c., ai soci di Banca Popolare di Luino e Varese per cambiamento del tipo sociale. In occasione delle assemblee di approvazione del progetto di fusione è stato inoltre predisposto il documento informativo redatto in base alle disposizioni dell'art. 70, comma 4, del Regolamento Emittenti.

Nel corso dell'anno 2003 il gruppo Banca Popolare di Lodi, unitamente ad alcune società del proprio gruppo bancario, ha attuato una serie di operazioni straordinarie tra cui, a inizio anno, una

importante operazione di aumento di capitale rivolta ai soci e agli investitori istituzionali, con emissione di azioni e di obbligazioni subordinate convertibili; al termine dell'anno, il gruppo è stato oggetto di una complessa riorganizzazione della struttura societaria che ha portato alla concentrazione delle attività costituite dalle partecipazioni nelle reti bancarie, acquisite nel corso degli anni, e delle società prodotte parabancarie in due sub holding quotate: Reti Bancarie Holding, derivante dalla fusione per incorporazione di Bipielle Retail (ex sub holding non quotata del gruppo) nel Banco di Chiavari e della Riviera Ligure, e Bipielle Investimenti spa.

Merita infine di essere segnalata la fusione per incorporazione di Banca Toscana spa e Banca Agricola Mantovana spa nel Monte dei Paschi di Siena spa.

Le operazioni di raccolta di società non quotate e di emittenti esteri

Nel corso del 2003 la Commissione ha rilasciato il nulla osta alla pubblicazione del prospetto informativo in relazione a 2 offerte pubbliche realizzate da società non aventi titoli

quotati su mercati regolamentati italiani. L'ammontare complessivo delle relative operazioni, che hanno tutte riguardato l'emissione di nuovi titoli, risulta pari a 35 milioni di euro (Tav. II.11), valore in netta diminuzione rispetto all'anno precedente.

La prima delle due operazioni ha riguardato una offerta pubblica di vendita, con controvalore pari a 23,6 milioni di euro; essa è stata promossa dalla società Aspes Multiservizi e ha avuto ad oggetto 4,5 milioni di azioni ordinarie al prezzo di 5,25 euro per azione.

La seconda, relativa a una offerta pubblica di sottoscrizione promossa dalla Banca Popolare di Puglia e Basilicata, ha avuto a oggetto il collocamento di 4,1 milioni di obbligazioni al prezzo di 2,58 euro. Il controvalore complessivo è stato pari a 10,6 milioni di euro.

Per quanto attiene alle offerte di emittenti esteri, nel 2003 esse hanno riguardato il riconoscimento di 3 prospetti esteri, per un importo complessivo di circa 880,7 milioni di euro. Le offerte sono state rivolte ai dipendenti di società italiane controllate dalla società offerente.

Tav. II.11

Offerte pubbliche su titoli non quotati¹
(valori monetari in milioni di euro)

Tipo di offerta	Numero operazioni						Controvalore					
	1998	1999	2000	2001	2002	2003	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Opv	2	--	--	1	--	1	90	--	--	4	--	24
Ops	4	4	3	1	3	1	19	62	97	28	138	11
<i>Totale</i>	<i>6</i>	<i>4</i>	<i>3</i>	<i>2</i>	<i>3</i>	<i>2</i>	<i>109</i>	<i>62</i>	<i>97</i>	<i>32</i>	<i>138</i>	<i>35</i>

¹ Offerte riferite a società che non hanno titoli quotati su mercati regolamentati.

III. L'INTERMEDIAZIONE MOBILIARE

L'andamento del settore

Nel corso del primo semestre del 2003, il patrimonio delle gestioni individuali e collettive ha registrato un lieve incremento, pari a poco più di un punto percentuale, rispetto ai valori rilevati a fine 2002; il relativo peso in rapporto alle attività finanziarie delle famiglie è rimasto stabile attorno al 29 per cento (Tav. III.1 e Fig. III.1).

Tav. III.1

Patrimonio delle gestioni individuali e collettive¹
(valori monetari in miliardi di euro)

	Composizione percentuale				Totale
	Fondi italiani	Fondi esteri ²	Altri Oicr di diritto estero	Gestioni individuali ³	
1996	42,7	2,9	....	54,4	100,0
1997	52,6	3,5	....	43,9	100,0
1998	63,9	3,9	....	32,2	100,0
1999	65,1	8,5	....	26,4	100,0
2000	59,6	12,4	3,6	24,4	100,0
2001	54,0	13,7	3,7	28,6	100,0
2002	50,6	13,3	3,4	32,7	100,0
2003 ⁴	50,8	12,1	2,8	34,2	100,0

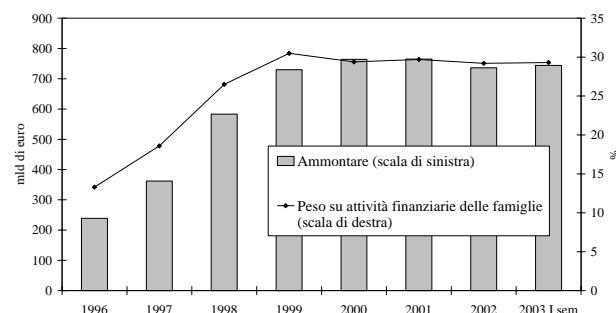
Fonte: Elaborazioni su dati Assogestioni e Banca d'Italia. Si veda la sezione Note metodologiche. ¹ L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. ² Fondi controllati da gruppi italiani. ³ Al netto degli investimenti in quote di fondi comuni. ⁴ Dati al primo semestre.

La composizione del patrimonio delle gestioni individuali e collettive per tipologia e nazionalità del servizio di gestione è rimasta sostanzialmente invariata rispetto a quella rilevata alla fine dell'anno precedente. In particolare, continua ad attestarsi a poco più del 50 per cento il peso dei fondi comuni di investimento di diritto italiano; risulta in lieve calo la quota riferibile ai fondi comuni esteri controllati da gruppi italiani e degli Oicr di diritto estero. Si è confermata la tendenza in crescita delle gestioni individuali.

L'offerta di contratti a prevalente contenuto finanziario da parte delle compagnie di assicurazione (polizze unit e index linked) ha continuato a crescere anche nel corso del 2003. In particolare, a giugno del 2003 le riserve tecniche a fronte di questa tipologia di polizze hanno registrato un incremento di 14 punti percentuali rispetto al valore di dicembre 2002 (da 84 a 96 miliardi di euro). È cresciuto, inoltre, il peso delle riserve tecniche rispetto al patrimonio gestito riferibile a fondi comuni e gestioni patrimoniali: alla fine del primo semestre del 2003, esso si attestava al 13 per cento (96 miliardi di euro su 744), a fronte dell'11 per cento circa a fine 2002 (84 miliardi di euro su 736). La quota di attività finanziarie delle famiglie rappresentata dal valore aggregato del patrimonio dei fondi comuni, delle gestioni individuali e delle riserve tecniche a fronte di contratti assicurativi a prevalente contenuto finanziario risultava, a metà del 2003, sostanzialmente stabile rispetto al primo semestre dell'anno precedente, attestandosi attorno al 33 per cento.

Fig. III.1

Patrimonio delle gestioni individuali e collettive collocate in Italia

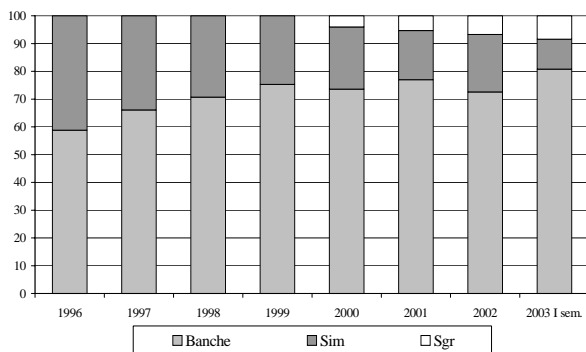


Nel primo semestre del 2003 è perdurata la tendenza, già registrata a partire dal 2001, alla contrazione dei ricavi dalla prestazione di servizi di investimento, passati complessivamente da 4,6 miliardi di euro nel primo semestre del 2002 a 4 miliardi (-13 per cento; Tav. III.2). La disaggregazione di tale dato per tipologia di soggetto rivela un calo sensibile per le Sim (-42

per cento). Per le banche, la diminuzione dei proventi derivanti dalla prestazione dei servizi di investimento è stata pari a 10 punti percentuali circa; il contributo di tale voce al margine di intermediazione continua a ridursi (9,7 per cento contro il 10 per cento del primo semestre 2002). I ricavi delle Sgr derivanti dalla gestione di portafogli su base individuale sono cresciuti del 26 per cento circa.

Fig. III.2

Commissioni da operazioni di intermediazione mobiliare di banche, Sim e Sgr
(ripartizione percentuale)



La quota delle banche sui ricavi totali derivanti dalla prestazione di servizi di investimento è lievemente cresciuta rispetto a quella rilevata nel primo semestre del 2002 (dal 78 all'81 per cento circa, Fig. III.2); lo stesso fenomeno si osserva per le Sgr, la cui quota sui ricavi totali è passata dal 6 a poco più dell'8 per cento; la quota delle Sim si è invece ridotta dal 16 all'11 per cento circa.

La gestione collettiva del risparmio

Il patrimonio gestito da fondi comuni di investimento ha registrato, nei primi 9 mesi del 2003, un andamento difforme fra Unione Europea e Stati Uniti. Nei paesi dell'Unione Europea, esso è cresciuto, rispetto al valore di fine 2002, di circa 13 punti percentuali; negli Stati Uniti, invece, si è registrato un calo di circa 8 punti percentuali (Tav. aIII.1). Il dato relativo ai paesi dell'Unione Europea è il risultato di una raccolta netta positiva e del rialzo dei corsi azionari verificatosi a partire dal secondo trimestre.

Tav. III.2

Commissioni da operazioni di intermediazione mobiliare di banche, Sim e Sgr¹
(valori monetari in milioni di euro)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2002 I sem.	2003 I sem. ²
Ammontare									
Banche	1.697	3.094	5.878	7.677	9.919	7.570	7.143	3.593	3.246
<i>in percentuale del margine di intermediazione</i>	3,7	6,7	10,6	13,3	15,0	10,9	10,5	10,0	9,7
Sim ³	1.190	1.590	2.434	2.513	3.021	1.740	2.033	752	433
Sgr ⁴	—	—	....	....	536	519	662	269	338
Totale	2.887	4.684	8.312	10.190	13.476	9.828	9.839	4.613	4.017

Fonte: Elaborazioni su dati Banca d'Italia. ¹ L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. ² I dati relativi al primo semestre del 2003 sono provvisori. ³ I valori includono i dati annuali e semestrali relativi alla fine del periodo considerato. ⁴ Dati riferiti alle sole commissioni derivanti da gestioni individuali.

La Francia e il Lussemburgo continuano a detenere la maggior quota di mercato, essendo il relativo patrimonio gestito pari, rispettivamente, al 25 per cento e al 24 per cento circa del patrimonio gestito nell'Unione Europea. Sostanzialmente invariata la posizione dell'Italia, che con una quota del patrimonio gestito pari all'11 per cento circa si attesta al terzo posto, seguita dal Regno Unito.

I dati relativi alla composizione del patrimonio per tipologia di fondo mostrano, al 30 settembre 2003, una situazione stabile per il mercato europeo (Fig. III.3). Negli Stati Uniti, per contro, si è assistito a un aumento del peso dei fondi azionari (passati dal 42 al 47 per cento circa del patrimonio gestito; Fig. III.4), al quale è corrisposto una diminuzione della quota di patrimonio gestita da fondi monetari (passati dal 36 al 30 per cento circa). Tale ricomposizione ha accentuato il divario esistente tra Europa e Stati Uniti con riguardo alla quota di patrimonio gestita da fondi azionari.

Fig. III.3

Composizione del patrimonio gestito dai fondi comuni in Europa (ripartizione percentuale)

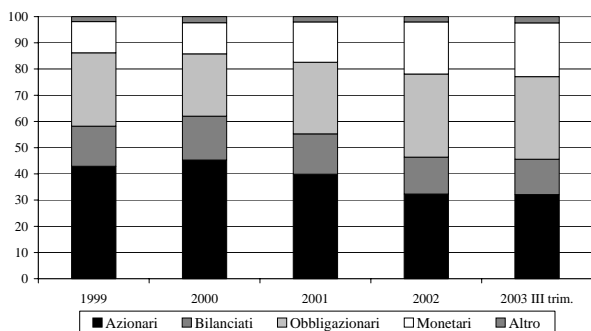
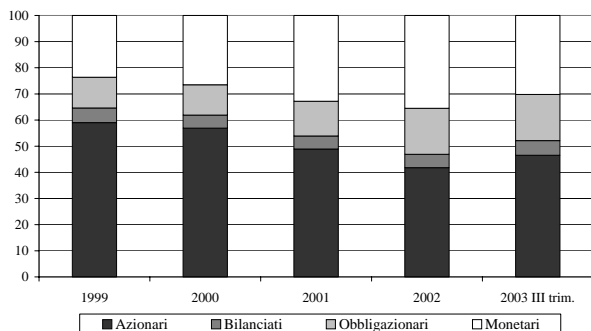


Fig. III.4

Composizione del patrimonio gestito dei fondi comuni negli Usa (ripartizione percentuale)



Con riferimento al mercato italiano, e in particolare agli operatori di diritto nazionale, nel 2003 è diminuito sia il numero di Sgr, passate da 57 a 55, sia il numero di fondi operativi, passati da 1.072 a 1.012 (Tav. aIII.2). Per il primo anno, a partire dal 2000, si è registrata una raccolta netta positiva pari a 6,6 miliardi di euro. Tale dato è dovuto alle sottoscrizioni dei fondi di liquidità, obbligazionari e flessibili: per i primi la raccolta netta continua a essere positiva dal 2001, per gli ultimi due si è invece passati da una raccolta netta negativa a una positiva. L'ammontare dei riscatti ha superato quello delle sottoscrizioni sia per i fondi azionari che per quelli bilanciati: il saldo negativo è, in valore assoluto, più contenuto rispetto agli anni precedenti, verosimilmente a causa della ripresa dei mercati azionari. Il patrimonio gestito dagli operatori di diritto nazionale è cresciuto nel corso dell'anno portandosi a 379 miliardi di euro (361 a fine 2002).

Nel corso dell'anno è proseguita la crescita del numero di soggetti di diritto estero operanti in Italia (Tav. aIII.3). In particolare, le società che offrono al pubblico quote di organismi di investimento collettivo è passato da 186 a 201; di queste circa l'80 per cento ha sede legale in Lussemburgo. Il numero di fondi/comparti commercializzati in Italia ha registrato una lieve crescita, più contenuta di quella rilevata a fine 2002 (+2 per cento).

La composizione del portafoglio dei fondi comuni di diritto italiano a fine 2003 è sensibilmente mutata rispetto a quella rilevata a fine 2002 (Tav. III.3). È aumentata la quota di patrimonio investita in titoli di stato italiani, passata dal 36 al 54 per cento circa, mentre si è ridotta dal 42 al 27 per cento circa la quota investita in titoli esteri. Quest'ultimo dato è spiegato dal calo della quota delle obbligazioni estere (dal 25 al 9 per cento circa) non compensato da un pari incremento delle azioni estere (la cui quota è infatti cresciuta in misura marginale rispetto all'anno precedente). Rimane contenuta la

quota riferibile a titoli azionari e obbligazionari italiani (7 per cento a fronte del 9 per cento a fine 2002).

Gli assetti proprietari delle Sgr si presentano sostanzialmente stabili rispetto agli anni precedenti (Tav. III.4). Rimane preponderante la presenza dei

gruppi bancari, ai quali è riconducibile il 92,6 per cento del patrimonio gestito da fondi comuni di investimento di diritto italiano; è tornata ai valori del 2001 la quota riferibile ai gruppi assicurativi (4,4 per cento); continua a essere marginale la quota di patrimonio gestito relativa a intermediari finanziari non bancari e persone fisiche.

Tav. III.3

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

	Patrimonio	Composizione percentuale						
		Titoli di Stato	Obbligazioni Italia	Azioni Italia	Obbligazioni estere ¹	Azioni estere	Totale estero	Altre attività
1990	25	49,3	7,9	22,8	3,3	8,2	11,5	8,5
1995	66	50,2	3,2	14,9	8,9	14,1	23,0	8,7
1996	102	62,2	2,4	10,4	7,4	8,0	15,4	9,6
1997	190	52,0	2,1	10,6	13,6	10,7	24,3	11,0
1998	372	51,9	1,4	10,6	17,2	11,7	28,9	7,2
1999	475	34,2	2,7	10,1	21,5	25,8	47,3	5,7
2000	450	28,1	2,3	10,7	22,6	29,1	51,7	7,2
2001	404	30,3	3,5	7,1	25,8	24,7	50,5	8,6
2002	361	36,0	3,8	5,3	24,9	17,4	42,3	12,6
2003	379	54,3	2,9	4,5	8,8	18,3	27,1	11,1

Fonte: Assogestioni. Si veda la sezione Note metodologiche. ¹ Il dato comprende anche i titoli di Stato.

Tav. III.4

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

Soggetto controllante	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Gruppi bancari	83,9	93,9	94,0	91,6	93,9	92,0	92,6
Gruppi assicurativi	7,9	5,1	4,9	3,9	4,3	5,5	4,4
Joint venture	6,0	0,1	0,2	--	--	--	--
Intermediari finanziari non bancari	1,2	0,2	0,2	4,3	1,1	1,7	2,7
Persone fisiche	1,0	0,7	0,7	0,2	0,7	0,8	0,2
Totale	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fonte: Archivio Consob sui prospetti informativi e Il Sole 24 Ore. Si veda la sezione Note metodologiche. ¹ Situazione al 31 dicembre riferita alle società di gestione di fondi comuni mobiliari aperti di diritto italiano. L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti.

Riquadro 4: Il risparmio gestito dagli intermediari assicurativi

Il settore delle assicurazioni sulla vita ha subito una trasformazione notevole a partire dagli anni sessanta. Circa il 50 per cento della raccolta dei premi del settore vita è ascrivibile al collocamento di prodotti a prevalente o esclusivo contenuto finanziario. Tali prodotti si pongono in competizione diretta con i prodotti tradizionali del risparmio gestito (fondi comuni, gestioni individuali, fondi pensione, etc.), rispetto ai quali presentano un elevato grado di sostituibilità.

Per effetto della citata “finanziarizzazione” dei prodotti assicurativi del ramo vita, è divenuta ormai consuetudine includere nelle statistiche del risparmio gestito la quota delle riserve del ramo vita detenute dalle assicurazioni. Le riserve del ramo vita forniscono, infatti, un’indicazione approssimativa dell’ammontare del risparmio gestito dagli intermediari assicurativi.

Tra il 1999 e il 2002, il peso del risparmio assicurativo sulla ricchezza finanziaria delle famiglie è cresciuto dal 4,9 al 7,6 per cento, mentre il peso degli investimenti in fondi comuni è sceso dal 22 al 19,7 per cento. Prendendo come riferimento invece l’intero patrimonio gestito dagli investitori istituzionali (al netto delle duplicazioni), fra il 1999 e il 2002, la quota del risparmio assicurativo è cresciuta dal 15,5 al 22,5 per cento, mentre la quota dei fondi comuni è scesa dal 59,5 al 42,6 per cento.

Nell’ambito del ramo vita, le polizze denominate “*unit linked*” e quelle denominate “*index linked*” rappresentano i prodotti assicurativi a più elevato contenuto finanziario. I rendimenti delle polizze *unit linked* sono agganciati a quelli di fondi gestiti all’interno delle compagnie di assicurazione (98 per cento dei casi), o più raramente a fondi esterni. Il numero di tali polizze commercializzate in Italia (e quindi il numero di fondi interni gestiti dalle compagnie di assicurazione) è passato, fra il 1999 e il 2002, da 291 a 1.175, superando il numero di fondi aperti di diritto italiano (pari a 1.072 a fine 2002). A fronte del collocamento di polizze *unit linked*, è parallelamente cresciuto il patrimonio gestito dalle assicurazioni, passato da 21 miliardi di euro a fine 1999 a circa 45 miliardi di euro a fine marzo 2003. Il patrimonio dei fondi interni delle assicurazioni si attestava, a

Incidenza del risparmio gestito sulle attività finanziarie delle famiglie¹
(valori percentuali)

	1999	2000	2001	2002
Fondi comuni ²	22,0	21,3	20,8	19,7
Assicurazioni ³	4,9	5,2	6,1	7,6
Fondi pensione	....	2,8	2,2	2,2
Gestioni patrimoniali ⁴	8,0	6,8	8,3	9,5
Totale	34,9	36,1	37,4	39,0

Fonte: Assogestioni. ¹ L’eventuale mancata quadratura dell’ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. ² Inclusi i fondi esteri e i fondi chiusi. ³ Riserve tecniche ramo vita al netto dell’investimento in quote di fondi comuni. ⁴ Il dato si riferisce alle gestioni patrimoniali individuali al netto dell’investimento in quote di fondi comuni.

La diffusione di prodotti assicurativi a prevalente o esclusivo contenuto finanziario continua a rappresentare un fenomeno rilevante nel mercato italiano. Nell’ambito del ramo vita, le polizze denominate *unit linked* e *index linked* si pongono in competizione con le tradizionali forme di investimento a medio e lungo termine, come i fondi comuni di investimento. Tale dato trova conferma nelle statistiche relative al peso del risparmio assicurativo sulla ricchezza finanziaria

delle famiglie che, fra il 1999 e il 2002, è quasi raddoppiato, a fronte di una diminuzione del peso degli investimenti in fondi comuni di circa 3 punti percentuali (Riquadro 4).

I servizi di investimento

Nel corso del primo semestre del 2003, come si è già ricordato, si è registrata una contrazione, rispetto allo stesso periodo del 2002,

marzo 2003, al 12,5 per cento del patrimonio gestito dai fondi comuni (pari a 360 miliardi di euro).

Le scelte di *asset allocation* delle compagnie di assicurazione sono assai più “aggressive” di quelle dei fondi comuni. A marzo 2003, i fondi interni delle assicurazioni erano investiti per oltre il 45 per cento in azioni; il dato risultava pari solo al 19 per cento per i fondi comuni.

Le polizze *index linked* offrono rendimenti parametrati a indici (spesso azionari) o panieri di strumenti finanziari e sono quindi simili a prodotti quali le obbligazioni strutturate. Le riserve a fronte di tali contratti sono cresciute da 13,0 a 35,9 miliardi di euro fra il 1999 e il 2002 e il loro peso rispetto alle obbligazioni bancarie strutturate è passato, nello stesso periodo, dal 9 al 16 per cento circa.

Al 31 dicembre 2002, il patrimonio complessivo riconducibile alle polizze *linked* (ossia all'aggregato dei prodotti *unit* e *index*) era pari a 80,3 miliardi di euro; il 35,5 per cento risultava riferibile a compagnie assicurative controllate da gruppi bancari italiani (cioè gruppi in cui l'attività prevalente è quella bancaria), il 30,6 per cento a compagnie facenti capo a gruppi italiani assicurativi (ossia gruppi in cui l'attività assicurativa è quella prevalente), e il 19,7 per cento a gruppi assicurativi e bancari esteri. La quota rimanente era riferibile essenzialmente a compagnie controllate da gruppi industriali o diversificati (italiani) e dallo Stato. I gruppi bancari italiani hanno quindi una presenza rilevante nel settore delle polizze *linked*, superiore a quella dei gruppi assicurativi italiani; in particolare, i primi cinque gruppi bancari controllano il 23 per cento circa del mercato.

Per ciò che riguarda i canali distributivi dei prodotti assicurativi a prevalente contenuto finanziario (polizze *linked* e polizze a capitalizzazione), il sistema bancario ha assunto un ruolo di assoluto predominio. Nel 2002, la raccolta riferibile a questi prodotti è riconducibile per il 65 per cento agli sportelli bancari e per il 20 per cento circa ai promotori finanziari. Agenti e *brokers* assicurativi hanno invece un ruolo assai limitato, contribuendo per il 13 per cento circa alla raccolta premi complessiva.

Polizze unit linked e fondi comuni: asset allocation a confronto¹
(valori percentuali al 31/03/2003)

Categoria	Unit linked				Fondi comuni			
	titoli di debito	azioni	altro	totale	titoli di debito	azioni	altro	totale
Azionari	10,9	81,9	7,2	100,0	0,8	84,1	15,1	100,0
Bilanciati	50,5	44,1	5,4	100,0	49,3	39,9	10,8	100,0
Obbligazionari	83,6	7,7	8,7	100,0	91,1	1,1	7,8	100,0
Monetari	64,2	0,4	35,5	100,0	76,9	0,0	23,1	100,0
Flessibili	43,5	29,0	26,5	100,0	37,6	44,8	17,6	100,0
Totale	44,9	45,1	10,0	100,0	68,0	19,0	13,0	100,0

Fonte: Elaborazione su dati ANIA e Assogestioni. ¹ L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti.

delle commissioni attive derivanti dalla prestazione dei servizi di investimento da parte di Sim e banche; sono invece cresciuti i ricavi delle Sgr (Tav. III.5).

Per le Sim, le voci di ricavo che hanno subito un calo più consistente sono quelle relative alla negoziazione titoli (-57 per cento) e all'offerta fuori sede (-60 per cento); seguono gli introiti relativi alla raccolta ordini (-36 per cento) e alla

gestione di portafogli su base individuale (-24 per cento).

Per le banche, le contrazioni maggiori si rilevano con riferimento all'offerta fuori sede e alla gestione di portafogli su base individuale (rispettivamente, -18 e -15 per cento circa); seguono il calo delle commissioni attive riferite al servizio di collocamento (-8 per cento) e di raccolta ordini (-6 per cento circa).

Commissioni da intermediazione mobiliare¹
(milioni di euro)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2002 I sem.	2003 I sem. ²
Banche									
Negoziante titoli	201	363	915	807	1.068	736	517	199	205
Collocamento	646	1.389	2.682	4.157	5.344	4.123	3.965	2.017	1.856
Gestione di patrimoni	358	559	851	1.236	1.189	1.093	1.041	521	441
Raccolta ordini	314	510	967	948	1.563	809	766	352	330
Offerta fuori sede	178	273	463	529	755	809	853	504	414
Totale	1.697	3.094	5.878	7.677	9.919	7.570	7.143	3.593	3.246
Sim³									
Negoziante titoli	283	407	654	581	925	551	640	318	137
Collocamento	107	86	149	229	409	258	372	92	93
Gestione di patrimoni	189	253	451	328	301	275	494	136	103
Raccolta ordini	29	40	67	395	253	196	216	73	47
Offerta fuori sede	582	804	1.113	980	1.133	460	310	133	53
Totale	1.190	1.590	2.434	2.513	3.021	1.740	2.033	752	433
Sgr									
Gestione di patrimoni ³	—	—	....	....	536	519	662	269	338
Banche, Sim e Sgr									
Negoziante titoli	484	770	1.569	1.388	1.993	1.287	1.158	517	342
Collocamento	753	1.475	2.831	4.386	5.753	4.380	4.338	2.109	1.949
Gestione di patrimoni	547	812	1.302	1.564	2.026	1.887	2.198	925	882
Raccolta ordini	343	550	1.034	1.343	1.816	1.005	982	425	377
Offerta fuori sede	760	1.077	1.576	1.509	1.888	1.269	1.163	637	467
Totale	2.887	4.684	8.312	10.190	13.476	9.828	9.839	4.613	4.017

Fonte: Elaborazioni su dati Banca d'Italia. ¹ L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. ² I dati sono provvisori. ³ I valori includono i dati annuali e semestrali relativi alla fine del periodo considerato. ⁴ Dati relativi alle sole gestioni individuali.

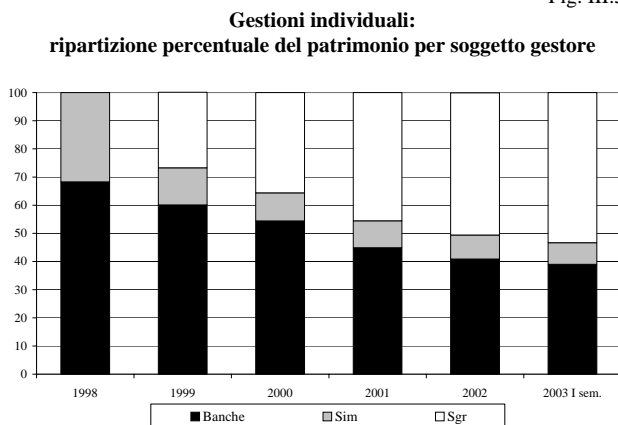
La flessione dei ricavi delle banche derivanti dalla gestione patrimoniale è un fenomeno rilevato già negli anni precedenti a fronte dell'aumento della quota di patrimonio gestita da Sgr (solitamente appartenenti allo stesso gruppo). In particolare, alla fine del primo semestre del 2003 poco più del 53 per cento del patrimonio totale delle gestioni individuali faceva capo alle Sgr, in aumento rispetto allo stesso periodo del 2002 quando si attestava al 50 per cento (Fig. III.5). Il patrimonio complessivo risultava pari a 423

miliardi di euro, in lieve crescita rispetto al primo semestre del 2002 (+5 per cento circa).

La composizione del patrimonio delle gestioni individuali non presentava, alla fine del primo semestre 2003, variazioni significative rispetto a quella registrata a fine 2002 (Tav. III.6). A fronte di una sostanziale stabilità della quota di titoli di stato (35 per cento circa), si rileva un aumento del peso delle obbligazioni italiane (passate da 9,6 a 11,5 punti percentuali); stabile anche il peso delle azioni italiane e la quota

complessiva di titoli esteri (pari a 7,9 per cento). È risultata in calo, invece, la quota di patrimonio investita in Oicr (poco più del 38 per cento) rispetto sia al valore rilevato a fine 2002, sia al valore rilevato alla fine del 2001 (rispettivamente, 40 e 47 per cento).

Fig. III.5



La disaggregazione del patrimonio gestito per soggetto gestore e per strumento finanziario conferma le differenze, già rilevate negli anni precedenti, nelle scelte di investimento di Sim e banche (Tav. aIII.4). In particolare, il peso dei titoli di stato sul patrimonio gestito è pari al 13 per cento per le Sim e al 27 per cento circa per le banche; la quota di titoli esteri (obbligazioni e azioni) e la quota di Oicr, invece, risultano maggiori per le Sim (rispettivamente, 19 e 58

per cento a fronte del 13 e del 50 per cento circa rilevati per le banche). Le gestioni individuali riferibili alle Sgr si caratterizzano per una quota più elevata dei titoli di stato (45 per cento) e per un peso inferiore delle quote di Oicr (27 per cento).

Nel corso del 2003 è continuato il processo di riduzione del numero di soggetti abilitati all'esercizio dei servizi di investimento (Tav. III.7). In particolare, il numero di Sim e fiduciarie iscritte all'albo è diminuito di circa il 17 per cento rispetto al 2002. Il fenomeno è ascrivibile soprattutto alla situazione negativa dei mercati, che ha condotto vari soggetti a concludere operazioni di concentrazione (21 cancellazioni per fusione) o a uscire volontariamente dal settore (6 cancellazioni per liquidazione volontaria; Tav. aIII.5).

Perdura anche il calo del numero di soggetti bancari abilitati all'esercizio di servizi di investimento, seppure con una dinamica meno marcata rispetto a quella rilevata per Sim e fiduciarie (-2 per cento). È significativa la riduzione del numero di banche autorizzate all'esercizio del servizio di negoziazione per conto di terzi (-12 per cento), dovuta alla rinuncia all'autorizzazione da parte di molti soggetti marginali, non operativi.

Tav. III.6

Gestioni patrimoniali individuali di banche, Sgr e Sim¹
(composizione percentuale del patrimonio)

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003 I sem
Titoli di Stato	55,1	42,5	30,2	25,0	30,2	35,9	35,2
Obbligazioni italiane	5,9	3,6	3,9	5,4	8,2	9,6	11,5
Obbligazioni estere	7,2	6,8	5,9	4,8	4,4	5,8	6,6
Azioni italiane	5,5	4,9	5,7	5,6	5,1	3,2	3,3
Azioni estere	1,6	1,6	2,7	2,5	1,9	1,5	1,3
Quote di Oicr	17,9	35,3	46,8	52,4	46,6	40,2	38,4
Liquidità e altri valori mobiliari	6,8	5,3	4,8	4,3	3,7	3,8	3,6
Totale	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fonte: Elaborazioni su dati Banca d'Italia. Si veda la sezione Note metodologiche. ¹ L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti.

Intermediari per servizi di investimento autorizzati

	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Sim						
Numero soggetti autorizzati	191	183	171	162	158	131
Negoziatore per conto proprio	69	60	55	51	45	38
Negoziatore per conto terzi	72	65	60	62	60	49
Collocamento con preventiva sottoscrizione ¹	38	37	36	34	32	23
Collocamento senza preventiva sottoscrizione ¹	106	111	109	109	112	87
Gestione su base individuale	102	99	91	85	80	70
Ricezione e trasmissione di ordini e mediazione	80	75	79	93	89	74
Numero medio di servizi per soggetto	2,4	2,3	2,5	2,7	2,6	2,6
Banche						
Numero soggetti autorizzati	806	813	781	753	725	710
Negoziatore per conto proprio	569	607	587	576	558	544
Negoziatore per conto terzi	547	544	532	519	492	434
Collocamento con preventiva sottoscrizione ¹	240	276	276	276	266	264
Collocamento senza preventiva sottoscrizione ¹	585	737	726	712	691	679
Gestione su base individuale	220	256	253	250	240	241
Ricezione e trasmissione di ordini e mediazione	805	798	766	738	710	692
Numero medio di servizi per soggetto	3,7	4,0	4,0	4,1	4,1	4,0

Fonte: Consob e Banca d'Italia. ¹ Include collocamento con acquisto a fermo, ovvero assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente.

L'attività della Consob

IV. LA VIGILANZA SULLE SOCIETÀ

La vigilanza sull'informativa societaria

Il 2003 è stato caratterizzato da un'attività di vigilanza sull'informativa societaria particolarmente intensa. La Commissione ha formulato circa 500 richieste di dati e informazioni ad amministratori di società quotate, a sindaci e a società di revisione (Tav. IV.1). Gran parte dell'attività di vigilanza ha riguardato un ristretto numero di emittenti, in particolare Cirio Finanziaria, Parmalat e Giacomelli (le cui vicende

sono illustrate in maggior dettaglio nella Sezione "Le questioni in corso e le linee di indirizzo"). Nei confronti di tali emittenti (oltre che nei confronti di Gandalf) la Commissione ha attivato i poteri di impugnativa dei bilanci di esercizio e consolidato (si veda anche il successivo paragrafo "L'informativa contabile").

Con riferimento a uno dei citati casi, la Commissione ha inviato due lettere di richiamo alle società di revisione.

Tav. IV.1

Vigilanza sull'informativa societaria, gli assetti proprietari e gli studi

	2002	2003
Richieste di informazioni ex art. 115, commi 1 e 2, del Tuf		
assunzioni di notizie da amministratori, sindaci, revisori, direttori generali, società controllanti e controllate	36	82
richieste di dati e informazioni	100	317
richieste di conferma di partecipazioni rilevanti	23	49
richieste di notizie per l'individuazione dei responsabili di adempimenti informativi per i quali viene contestata una violazione ¹	52 ¹	31
<i>Totale</i>	<i>211</i>	<i>489</i>
Richieste di informazioni a soci partecipanti ex art. 115, comma 3, del Tuf	31	33
Ispezioni	2	4
Richieste di pubblicazioni di dati e notizie ex art. 114, comma 3, del Tuf		
integrazioni di notizie da fornire in assemblea	69	18
integrazioni a documenti contabili periodici	1	--
informazioni da fornire al mercato (comunicati stampa)	25	46
informazioni periodiche mensili	9	6
integrazioni di documenti di fusione	2	1
integrazioni di documenti Opa	3	4
<i>Totale</i>	<i>109</i>	<i>75</i>
Esoneri della pubblicazione di dati e notizie ex art. 114, comma 4, del Tuf	5	10
Richieste di pubblicazione immediata di studi in presenza di rumors	3	10
Segnalazioni al tribunale ex art. 2409 c.c.	1	--
Lettere di richiamo	3	3
Impugnative di bilancio	--	4

¹ Di cui 7 sono integrazioni a richieste già effettuate.

Nel caso Parmalat, dall'esame della documentazione del bilancio al 31.12.2002 e della semestrale al 30.6.2003 sono emerse carenze informative in merito ad alcune poste finanziarie per le quali si è reso necessario un intervento da parte della Commissione finalizzato ad ampliare la disclosure sino a quel momento resa al mercato. Tenuto conto dell'assoluta rilevanza che tali poste rivestivano nelle situazioni contabili della società del gruppo e dei profili di incertezza rilevati, le società incaricate di svolgere la revisione sulla società in questione e sul gruppo sono state richiamate a prestare una particolare attenzione nello svolgimento dei lavori di revisione sulla società e sulle sue controllate, anche attraverso una costante collaborazione con il collegio sindacale.

In un altro caso una società di revisione è stata richiamata a un puntuale rispetto della disposizione dell'art. 156, comma 4, del Tuf, che prevede per il revisore l'invio tempestivo alla Consob della relazione di revisione nel caso in cui questa contenga un giudizio negativo. La società è stata quindi invitata ad adottare al proprio interno procedure idonee volte ad assicurare l'osservanza della suddetta norma.

Per quanto riguarda le cosiddette "società in crisi", nel corso del 2003 la Commissione ha assoggettato 6 emittenti quotati alla diffusione, con cadenza mensile, di un comunicato riportante aggiornamenti su aspetti definiti caso per caso, sulla base delle singole problematiche. Considerando gli analoghi interventi effettuati nell'anno precedente, alla fine del 2003 risultavano soggette a tali obblighi 15 società individuate tra quelle che avevano riportato perdite superiori a un terzo del capitale o sul cui bilancio la società di revisione aveva espresso un giudizio negativo (o si era dichiarata impossibilitata a rilasciare un giudizio).

Le richieste di pubblicazione di dati e notizie al fine di integrare l'informativa al mercato sono state 75 (contro le 109 del 2002). Su questo fronte l'attività di vigilanza ha riguardato anche gli emittenti con strumenti finanziari diffusi fra il pubblico in misura rilevante.

Nel corso del 2003 la Commissione ha provveduto all'aggiornamento semestrale dell'elenco degli emittenti strumenti finanziari diffusi, sulla base delle comunicazioni pervenute alla data del 31 luglio 2003. L'elenco comprende complessivamente 160 emittenti, di cui 117 tenuti alla piena osservanza degli obblighi informativi previsti dal Tuf e 43 invece dispensati dagli obblighi di informazione (Tav. IV.2).

Tav. IV.2

Emittenti con strumenti finanziari diffusi
(situazione al 31 luglio 2003)

Tipologia emittenti	Numero emittenti
Emittenti tenuti a fornire informazioni al mercato	117
di cui:	
emittenti azioni ¹	114
emittenti obbligazioni	1
emittenti azioni ¹ e obbligazioni	2
Emittenti esonerati dall'obbligo di fornire informazioni al mercato sulla base di istanza motivata	43
Emittenti quotati in mercati regolamentati esteri	--
<i>Totale</i>	<i>160</i>

Fonte: Consob. ¹ Il dato include anche gli emittenti obbligazioni convertibili.

Nel 2003 la Commissione si è pronunciata in 10 occasioni per il differimento di obblighi informativi a carico di società quotate. Due delle società tenute, su richiesta Consob, ad adempiere all'obbligo di comunicazione mensile di dati e notizie sull'attuazione dei piani di ristrutturazione in corso e sull'evoluzione del proprio squilibrio finanziario hanno presentato istanza di differimento dei termini per l'adempimento (ogni fine mese). In 2 occasioni, invece, la Commissione si è pronunciata su istanze relative all'esonero dalla pubblicazione di dati e informazioni.

Nel primo caso la società quotata (Cirio Finanziaria), che era stata posta in liquidazione e dichiarata insolvente in attesa di essere ammessa alla procedura di amministrazione straordinaria delle grandi imprese in crisi, ha chiesto di escludere da uno dei comunicati stampa mensili alla cui diffusione è

obbligata su richiesta della Consob alcune informazioni ritenute non più significative o di difficile reperimento alla luce della situazione in cui la società in quel momento si trovava. La Commissione ha peraltro precisato che nel suddetto comunicato la società dovesse esplicitare le motivazioni della mancata diffusione delle informazioni in oggetto.

Nel secondo caso, una società (La Doria) ha siglato un accordo per l'acquisizione di una rilevante quota del capitale di una società a sua volta detentrica della partecipazione totalitaria in altra società, per effetto della quale l'emittente quotato assumeva una posizione significativa in uno dei settori in cui lo stesso opera. La società ha fatto istanza di essere dispensata dalla pubblicazione del documento informativo previsto dall'art. 71 del Regolamento Emittenti in quanto, nonostante uno dei parametri fissati dalla Comunicazione Consob DIS/98081334 del 19 ottobre 1998 per definire significativa un'operazione ai fini della redazione di tale documento fosse sicuramente superiore al 25 per cento, l'analisi complessiva degli stessi parametri induceva la società a ritenere comunque non significativa l'acquisizione. La Commissione ha tuttavia concluso per la sussistenza dell'obbligo di redazione del succitato documento, anche alla luce delle dimensioni e della rilevanza dell'operazione in esame per l'evoluzione dell'attività della stessa società.

Particolarmente intensa è stata anche la vigilanza sulla diffusione di studi e statistiche su emittenti quotati.

Nel corso del 2003 vi sono stati 10 interventi volti a richiedere la diffusione immediata di studi e analisi in presenza di rumors sul mercato e andamenti anomali dei prezzi dei titoli delle società oggetto di studio (Tav. aIV.1). La Commissione ha anche avviato un'indagine di carattere generale per verificare il rispetto da parte degli intermediari dei termini per la diffusione degli studi e il loro invio a Borsa Italiana (e alla stessa Consob).

I dati sugli studi monografici relativi a società quotate diffusi nel 2003 rivelano un incremento dei giudizi "buy" rispetto al 2002, ma allo stesso tempo un incremento parimenti sensibile dei giudizi "hold". I

giudizi "sell" sono invece scesi dal 12,4 per cento del totale nel 2002 all'8,8 per cento nel 2003 (Tav. aIV.2). I dati sulla copertura degli studi (Tav. aIV.3) mostrano come sia cresciuto il numero di società oggetto di studi ma che, allo stesso tempo, circa il 35 per cento delle società sia oggetto di meno di quattro studi all'anno (tuttavia, tale percentuale risulta in netto aumento rispetto al 2002).

A partire dal primo gennaio 2003 è entrata in vigore la disposizione dell'art. 71 bis del Regolamento Emittenti, che impone agli emittenti quotati di mettere a disposizione del pubblico (e di trasmettere contestualmente alla Consob) un documento informativo, redatto secondo schemi prefissati dalla stessa Consob, in occasione di operazioni con parti correlate (concluse anche per il tramite di società controllate) che, per oggetto, corrispettivo, modalità o tempi di realizzazione, possono avere effetti sulla salvaguardia del patrimonio aziendale o sulla completezza e correttezza delle informazioni, anche contabili, relative all'emittente. È previsto che tale obbligo possa essere assolto anche inserendo le informazioni richieste in un comunicato stampa, oppure nel documento informativo eventualmente predisposto in occasione di operazioni di finanza straordinaria (fusioni, scissioni, aumenti di capitale mediante conferimento di beni in natura, acquisizioni e cessioni di assets).

La previsione di un regime informativo *ad hoc* per le operazioni rilevanti con parti correlate è diretta a fornire al mercato indicazioni utili per determinare il valore delle azioni degli emittenti quotati e per esprimere un giudizio sulla qualità dell'operato degli amministratori.

Sulla base di tale nuova disciplina, nel corso del 2003 sono stati predisposti 10 documenti informativi e 6 comunicati stampa (Tav. IV.3). I 10 documenti informativi (relativi a 9 società quotate) hanno avuto come oggetto in prevalenza operazioni *infra-gruppo*, quali conferimento o cessione di rami d'azienda, rapporti di finanziamento, cessioni di crediti e

trasferimento di partecipazioni azionarie. Anche le operazioni rese note al mercato tramite comunicato stampa hanno riguardato rapporti infra-gruppo fra società quotate e altre società controllate (in un caso, invece, una delle controparti era una società interamente controllata dall'azionista di maggioranza della quotata).

In materia di vigilanza sulla diffusione al pubblico di informazioni sui possessi azionari, nel corso del 2003 sono state effettuate 49 richieste di conferma di partecipazioni rilevanti (contro le 23 del 2002) e 33 richieste di indicazione nominativa dei soci a società che partecipano direttamente o indirettamente a società quotate (art. 115, comma 3, del Tuf).

Nel corso del 2003 sono state diffuse 1.030 comunicazioni relative a partecipazioni rilevanti, valore in linea con la media dei tre anni precedenti. Circa un terzo dei casi hanno riguardato un superamento della soglia del 2 per cento e un altro terzo circa una riduzione al di sotto del 2 per cento (Tav. aIV.4). Il numero maggiore di dichiarazioni è stato effettuati da società di capitali, seguite da persone fisiche e banche (Tav. aIV.5).

Nel corso del 2003 sono stati pubblicati 205 annunci di patti parasociali relativi a 163 società quotate. In 154 casi si è trattato di variazioni di patti già comunicati, mentre in 51 casi si è trattato di nuovi patti.

Tav. IV.3

Operazioni con parti correlate comunicate al mercato da società quotate nel 2003

Società	Tipologia di operazione	Controparti dell'operazione
Documenti informativi		
Unicredito	scissione parziale di rami d'azienda	società controllate e società quotata
Credito Valtellinese	cessione dell'intera rete di sportelli	società appartenenti allo stesso Gruppo bancario e controllate da comune controllante
Alerion Industries	acquisizione di partecipazione in altra società	società quotata e presidente del Cda della società quotata
Unicredito	conferimento di rami aziendali e scissione parziale	società quotata controllante e controllata
Autostrade	conferimento di compendi aziendali (e fusione per incorporazione della società quotata nella controllante)	società controllante e società controllate
Gruppo Coin	conferimento di ramo d'azienda	società quotata controllante e società interamente controllata
Schiapparelli 1824	cessione di quota di partecipazione	società quotata e società quasi interamente controllata da società controllante della quotata
Lottomatica	cessione a titolo oneroso di ramo d'azienda	società quotata controllante e controllata
Roma a.s.	rapporto di natura finanziaria basato su conto corrente fruttifero	società controllante e società quotata controllata
Credito Artigiano e Credito Valtellinese	cessione di crediti in sofferenza	società dello stesso gruppo bancario
Comunicati stampa		
Banca Antonveneta	scorporo di comparto immobiliare	società quotata e società controllata dalla società quotata
Autostrada Torino-Milano	acquisto di una partecipazione di minoranza	società quotata e società controllante la stessa quotata
Acqua Pia Antica Marcia	acquisizione di complessi immobiliari	società controllata dalla quotata e una controllata al 100 per cento dell'azionista di maggioranza della quotata
Banca Profilo	concessione di un fido bancario	società quotata e società controllata
Ipi	acquisizione di un asset e di una partecipazione in una società immobiliare	società controllata dalla quotata (acquirente) e controllante della quotata (cedente)
Gruppo banca popolare di Verona e Novara	trasferimento di una rete di sportelli	società controllate dalla stessa società quotata

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

Nel corso del 2003 la Commissione ha rilasciato il nulla osta alla pubblicazione di oltre 422 prospetti informativi legati a operazioni di appello al pubblico risparmio (di cui 268 relativi al

collocamento di Oicr e fondi pensione; Tav. IV.4). Gran parte della riduzione del numero dei prospetti esaminati rispetto al 2002 è legata alla diminuzione delle operazioni di collocamento di Oicr e fondi pensione (520 nel 2002). Risulta, invece, sostanzialmente stabile il numero di prospetti legati all'offerta di prodotti azionari e obbligazionari.

Tav. IV.4

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

Tipologia	2002	2003
Numero di prospetti informativi relativi a:		
Ammissione a quotazione di titoli azionari ¹ di cui:	14	14
- tramite offerta	6	4
Prestiti obbligazionari di cui:	21 ²	28
- sola ammissione a quotazione ³	16 ³	24
Emissione di covered warrants ⁴	102	26
Ammissione a quotazione di warrants	6	8
Altre offerte relative a titoli quotati ⁵	1	1
Offerte di titoli non quotati di emittenti italiani ⁶	3	2
Offerte ai dipendenti ⁷	39	35
Offerte in opzione ai soci ⁸	23	10
Offerte di emittenti esteri di cui:	13	3
- riconoscimento di prospetti esteri	13	3
- offerte pubbliche paneuropee	--	--
Oicr e fondi pensione ⁹	520	268
<i>Totale</i>	742	422
Numero di relazioni illustrative relative a operazioni di finanza straordinaria:		
Fusioni	43	44
Scissioni	6	10
Aumenti di capitale sociale ¹⁰	58	66
Acquisto/alienazione azioni proprie	78	93
Modifiche statutarie	81	85
Conversione azioni	1	3
Emissioni obbligazioni	5	9
Riduzione capitale sociale	8	13
<i>Totale¹¹</i>	254	323

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

Anche il numero di prospetti informativi relativi all'emissione di covered warrants ha subito una consistente riduzione (da 102 nel 2002 a 26 nel 2003); tale fenomeno è legato al fatto che gli operatori hanno maggiormente sfruttato la possibilità, introdotta nella regolamentazione Consob a partire dal 2001, di utilizzare il prospetto al solo scopo di definire le caratteristiche base del prodotto. Ciò consente di utilizzare lo stesso prospetto per emettere a date successive più serie di covered warrants rispondenti alle caratteristiche base definite nel prospetto stesso (cosiddetti programs).

Nel corso del 2003 la Consob ha rilasciato il nulla osta alla pubblicazione di quattro prospetti informativi finalizzati alla quotazione di titoli azionari sul mercato Mta gestito da Borsa Italiana. Le istruttorie che hanno condotto al rilascio dei nulla osta alla pubblicazione dei prospetti di Isagro e Trevisan hanno posto alcuni profili di criticità.

Isagro è al vertice di un gruppo di imprese operanti prevalentemente nei settori della ricerca, sviluppo, commercializzazione e distribuzione dei prodotti agrofarmaci propri e di terzi e nell'attività di produzione di formulati per conto terzi. La struttura del gruppo che si è presentato alla quotazione è il risultato di una serie di acquisizioni effettuate nel corso degli anni che hanno imposto un elevato ricorso all'indebitamento bancario. L'attività istruttoria dell'Istituto si è orientata soprattutto affinché nel prospetto fossero offerte un'adeguata evidenziazione del livello di indebitamento del gruppo e una puntuale descrizione della destinazione del ricavo dell'operazione di sollecitazione finalizzata alla quotazione. Ulteriori interventi hanno riguardato, fra l'altro, l'inserimento di dati utili al fine di individuare lo stato del capitale circolante; l'evidenziazione dei rischi di contabilizzazione connessi all'eventuale mancata commercializzazione di prodotti per i quali la società ha sostenuto costi precedentemente capitalizzati; la precisazione in ordine all'incidenza della voce "proventi straordinari" (in cui è stata iscritta una plusvalenza conseguita a seguito di una cessione di partecipazione azionaria) nella determinazione del risultato conseguito dalla società nel 2002; la descrizione degli oneri connessi alla

necessità di stipulare alleanze strategiche per far fronte al difficile contesto competitivo in cui il gruppo opera; l'individuazione dei rischi connessi alla scadenza dei principali brevetti industriali e alla revisione da parte delle autorità comunitarie delle autorizzazioni relative al commercio di agrofarmaci.

Nell'istruttoria per il nulla osta alla pubblicazione del prospetto informativo di Trevisan particolare rilievo hanno assunto le caratteristiche di un peculiare meccanismo introdotto per incentivare l'adesione all'offerta globale. La quasi totalità degli azionisti presenti prima della quotazione ha infatti proposto ai futuri azionisti l'offerta di nuove azioni (in ragione di una ogni dieci possedute) nel caso in cui non fossero stati raggiunti determinati obiettivi gestionali nel periodo 1.7.2003-30.06.2004. Al servizio di tale meccanismo di protezione è stato deliberato un aumento gratuito di capitale che presenta tratti di originalità rispetto all'ordinaria prassi degli aumenti gratuiti di capitale, in quanto esso non è a esecuzione immediata ma differita nel tempo e soggetto a condizioni sospensive negative. Le azioni rivenienti da tale aumento non sono poi assegnate in proporzione di quelle già possedute dai soci ante offerta (che rinunciano quasi totalmente a tale assegnazione), così come previsto invece dall'art. 2442 del c.c..

Al riguardo, l'intervento in sede istruttoria è stato rivolto soprattutto a garantire un'adeguata informazione sia sull'attivazione del meccanismo e sull'esecuzione dell'aumento di capitale, sia sulle valutazioni della società e dei soci proponenti in ordine alla conformità di tale aumento gratuito ai principi che reggono il diritto societario italiano. Secondo la ricostruzione operata nel prospetto, peraltro, il divieto di sottoporre a condizioni gli aumenti gratuiti di capitale, affermato in dottrina e in giurisprudenza, non sarebbe un principio assoluto e inderogabile, bensì posto a tutela esclusivamente di un diritto soggettivo dei soci e come tale suscettibile di deroga con il consenso dei soci stessi (nel caso di specie espresso con il consenso unanime di tutti i soci, anche di quelli non proponenti, alla delibera di aumento). Quanto all'assegnazione non proporzionale di nuove azioni alla quasi totalità dei soci ante offerta, anche in questo caso nel prospetto è stato evidenziato che il diritto tutelato è

un diritto soggettivo proprio di ciascun socio e come tale suscettibile di rinuncia.

In ogni caso, proprio in considerazione dei significativi tratti di originalità dell'operazione e della presenza di non pacifiche opinioni dottrinali e giurisprudenziali in merito all'ammissibilità di aumenti di capitale gratuiti condizionati e differiti, nelle avvertenze del prospetto sono stati evidenziati i rischi connessi all'eventualità che la delibera di aumento di capitale venga dichiarata invalida o inesistente a seguito di impugnazioni.

Nel corso del 2003 la Commissione è stata chiamata anche a rilasciare il nulla osta a una sollecitazione all'investimento di azioni della Cirio Finanziaria rivenienti da un aumento di capitale al servizio del piano di ristrutturazione del debito del Gruppo.

A seguito del mancato rimborso di uno dei 7 bonds emessi da società del gruppo Cirio fra il 2000 e il 2002 e regolati dal diritto inglese, con scadenza novembre 2002, il consiglio di amministrazione della società, nominato nel gennaio 2003, si è assunto il compito di delineare un piano di ristrutturazione dell'indebitamento e di riassetto delle attività societarie del gruppo decisivo per superare lo stato di crisi in atto. L'attuazione del piano era articolato nei seguenti punti essenziali riuniti in un unico e inscindibile contesto: 1) l'accollo da parte dell'emittente quotato di una porzione dei debiti relativi all'emissione delle obbligazioni e di una porzione dei debiti bancari della società controllante; 2) la sottoscrizione da parte dei portatori delle obbligazioni e delle banche creditrici di un aumento di capitale dell'emittente quotato con esclusione del diritto di opzione, da liberarsi mediante compensazione di una porzione del credito verso l'emittente; 3) la rinuncia da parte dei portatori delle obbligazioni, nei confronti dell'emittente quotato, degli emittenti e dei garanti dei prestiti obbligazionari, della porzione rimanente dei loro crediti afferenti alle obbligazioni non estintesi nell'ambito dell'operazione in oggetto; 4) la rinuncia delle banche creditrici, nei confronti dell'emittente quotato, dei debitori originari e dei garanti, della porzione rimanente dei loro crediti afferenti all'indebitamento dell'emittente e della sua

controllante non estintisi nell'ambito dell'operazione in oggetto.

Le modifiche ai prestiti obbligazionari necessarie per attuare il piano dovevano essere approvate da apposite assemblee dei portatori delle obbligazioni convocate ai sensi dei regolamenti dei suddetti prestiti.

In risposta ad apposito quesito formulato in merito alla raffigurabilità, nella fattispecie in esame, della disciplina di cui agli artt. 94 e seguenti del Tuf, la Commissione ha ritenuto che la proposta agli obbligazionisti presentava tutte le caratteristiche per poter essere qualificata come sollecitazione all'investimento ai sensi dell'art. 1, comma 1, lettera v), del Tuf, in quanto rivolta a un numero indeterminato di soggetti (i portatori di obbligazioni), portata a conoscenza dei destinatari con modalità uniformi e standardizzate e il cui contenuto era a sua volta standardizzato e passibile esclusivamente di approvazione o meno da parte degli obbligazionisti nelle assemblee appositamente convocate. In esito alla conclusione dell'operazione, peraltro, gli aderenti al progetto, rinunciando ai loro crediti, avrebbero ricevuto come corrispettivo azioni di nuova emissione rivenienti da un aumento di capitale. La Commissione ha quindi concluso nel senso che il prospetto informativo relativo all'operazione in oggetto dovesse essere pubblicato già prima che la proposta di ristrutturazione del debito fosse presentata alle assemblee dei portatori di obbligazioni per la relativa approvazione.

L'istruttoria sul prospetto si è quindi focalizzata, in particolare, sulla necessità di inserire una fitta serie di avvertenze che tenessero conto, tra l'altro, della situazione finanziaria dell'emittente, del piano di ristrutturazione, dei rapporti con parti correlate e dell'evoluzione dell'azionariato a seguito dell'eventuale approvazione del piano.

Nel corso del secondo semestre 2003, un emittente quotato al Mercato Ristretto (ora Mercato Expandi) ha richiesto alla Commissione (ai sensi dell'art. 57, comma 3, del Regolamento Emittenti) l'esenzione totale dalla redazione del prospetto di quotazione delle azioni ordinarie in

occasione del passaggio al mercato Mta. Tale richiesta era, infatti, dettata dal fatto che l'emittente era intenzionato a procedere alla quotazione delle azioni ordinarie sull'Mta e alla contestuale esclusione delle medesime dalle negoziazioni al Mercato Ristretto. Si è trattato quindi del primo caso di applicazione del nuovo art. 57 del Regolamento Emittenti che disciplina il "passaggio" da un mercato regolamentato a un altro.

Al riguardo, è stato considerato che, pur provenendo da altro mercato regolamentato, peraltro gestito dal medesimo soggetto (Borsa Italiana), il passaggio a un mercato che si caratterizza per una maggiore regolamentazione, quale la Borsa (Mta), da un lato prevede maggiori obblighi di trasparenza informativa in capo agli emittenti, dall'altro lato determina una maggiore tutela per gli investitori. Nel caso in esame, sebbene le azioni dell'emittente fossero negoziate in un mercato regolamentato da più di due anni, è stato osservato come l'ultimo prospetto informativo sottoposto alla preventiva autorizzazione della Consob e messo a disposizione del pubblico dall'emittente risalisse a due anni precedenti l'istanza di esenzione in questione. Pertanto, si è ritenuto opportuno accogliere solo parzialmente la richiesta di esonero dalla redazione del prospetto informativo, richiedendo all'emittente di predisporre un prospetto che aggiornasse il mercato sui più recenti e rilevanti accadimenti societari.

Nel primo semestre 2003 la Commissione ha rilasciato il nulla osta alla pubblicazione del prospetto informativo relativo all'offerta in opzione ai soci di azioni ordinarie emesse da una società attiva nel settore della carta (Reno de Medici).

L'operazione in questione era una sollecitazione di strumenti finanziari quotati offerti in opzione ai soci di emittenti con azioni quotate che, ai sensi dell'art. 33, comma 2, lett. a), del Regolamento Emittenti, non sarebbe subordinata al rilascio da parte della Consob del nulla osta alla pubblicazione del medesimo. Tuttavia, poiché le azioni ordinarie di questa società

erano quotate, oltre che presso l'Mta, anche in un mercato regolamentato di un paese UE, e venivano offerte in opzione contestualmente agli azionisti di entrambi i paesi, l'emittente ha richiesto alla Consob, ai sensi dell'art. 94, comma 4, del Tuf, il rilascio dell'autorizzazione alla pubblicazione del prospetto informativo per il relativo riconoscimento del prospetto da parte dell'Autorità di controllo del paese in cui le azioni risultano essere negoziate. Al termine dell'istruttoria la Consob, contestualmente al rilascio del nulla osta alla pubblicazione del prospetto informativo, ha trasmesso all'Autorità di controllo del paese estero una attestazione comunicando l'adozione del provvedimento in questione.

Nel corso del 2003, la Commissione ha esaminato oltre trecento relazioni illustrative relative a operazioni di finanza straordinaria di emittenti quotati. Le operazioni più frequenti hanno riguardato (oltre all'adozione di modifiche statutarie), l'acquisto e l'alienazione di azioni proprie, gli aumenti di capitale e le fusioni o scissioni.

Nell'ambito dell'attività avente ad oggetto l'esame del contenuto di tali relazioni illustrative, la Commissione è intervenuta 3 volte con una richiesta formale di integrazione, ai sensi dell'art. 114, comma 3, del Tuf. In particolare, in due casi relativi a società in situazione di forte crisi finanziaria la Commissione ha ritenuto necessario chiedere ulteriori informazioni da fornire in assemblea e al mercato.

In un caso, alla società è stato richiesto di integrare la relazione illustrativa 1) fornendo un'analisi della composizione della posizione finanziaria individuale e di gruppo a data recente; 2) indicando gli elementi essenziali del piano di sviluppo o lo stato di elaborazione dello stesso; 3) illustrando le linee di intervento per la copertura del fabbisogno finanziario e lo stato delle trattative per la rinegoziazione dell'indebitamento con le banche. La Commissione ha altresì richiesto che tali informazioni fossero rese in occasione dell'assemblea e che in apertura dei lavori fosse precisato che l'assemblea era convocata ai sensi

dell'art. 2446 del c.c., indicazione assente nell'avviso di convocazione.

Sempre con riferimento a un'assemblea convocata ai sensi dell'art. 2446 del c.c. previgente, a una società di calcio (S.S. Lazio) è stato richiesto di integrare la relazione illustrativa con 1) informazioni concernenti la destinazione patrimoniale degli aumenti di capitale a pagamento effettuati negli ultimi due anni; 2) elementi sulla cui base si è ritenuta non ricorrente la più grave situazione disciplinata dall'art. 2447 del c.c. previgente (riduzione del capitale sociale al di sotto del limite legale); 3) il risultato economico netto ragionevolmente prevedibile per l'esercizio in corso; 4) le misure che la società intendeva adottare per il finanziamento dei propri fabbisogni finanziari; 5) l'ammontare delle linee di credito disponibili e del loro grado di utilizzo; 6) le misure previste per l'integrazione del piano industriale e alla sua tempistica; 7) l'esposizione di un rilievo riportato nel giudizio della società di revisione in merito alla continuità aziendale; 8) le iniziative eventualmente assunte per il mantenimento degli accordi quadro con i

calcatori ove non venisse deliberato l'aumento di capitale a essi riservato; 9) l'esistenza di eventuali impegni ovvero di disponibilità manifestata dagli azionisti per la sottoscrizione dell'aumento di capitale proposto in assemblea e alle misure adottate dalla società per il buon fine di detto aumento.

Per ciò che riguarda le Opa, nel 2003 la Commissione ha rilasciato il nulla osta alla pubblicazione di 33 documenti di offerta relativi a 42 strumenti finanziari, di cui 33 strumenti azionari quotati, 6 strumenti obbligazionari e 3 strumenti azionari non quotati (Tav. IV.5).

Per ciò che riguarda in particolare le Opa relative a obbligazioni, nel corso del 2003 si sono svolte due offerte, rispettivamente di acquisto e di acquisto e scambio, aventi ad oggetto obbligazioni emesse da società argentine, promosse dagli stessi emittenti. Entrambe le offerte costituivano parte di una più ampia offerta internazionale, volte alla ristrutturazione del debito finanziario delle società.

Tav. IV.5

Strumenti finanziari oggetto di offerte pubbliche di acquisto e/o di scambio per cui è stato concesso il nulla osta nel 2003

	su azioni quotate			su obbligazioni	su azioni non quotate	Totale
	ordinarie	risparmio	privilegiate			
Volontarie	9	4	--	6	3	22
Preventive ¹	5	--	--	--	--	5
Successive	6	--	--	--	--	6
Residuali	8	--	1	--	--	9
Su azioni proprie	--	--	--	--	--	--
<i>Totale</i>	<i>28</i>	<i>4</i>	<i>1</i>	<i>6</i>	<i>3</i>	<i>42</i>

Fonte: Archivio Consob su documenti di offerta. ¹ Il numero di operazioni include le offerte concorrenti.

La prima offerta consisteva in un'offerta pubblica di acquisto effettuata da Telecom Argentina Stet - France Telecom, avente ad oggetto 8 prestiti obbligazionari e prevedeva il pagamento di un corrispettivo in denaro, unico per tutti gli aderenti all'offerta globale (avente ad oggetto anche

l'indebitamento bancario), stabilito dalla società sulla base delle quantità di strumenti finanziari conferita a differenti livelli di prezzo (nell'ambito di un range prestabilito), attraverso un meccanismo d'asta denominato Modified Dutch Auction, tenuto conto del corrispettivo massimo complessivo messo a disposizione

dell'offerta globale dalla società. Tale procedura tende a consentire all'offerente di acquistare il maggior ammontare di titoli al minor prezzo possibile, offrendo a ciascun creditore l'opportunità di determinare, all'interno del range, il prezzo al quale era disposto a vendere i propri strumenti di debito. L'offerta si è conclusa con il conferimento di obbligazioni e di crediti bancari per un ammontare nominale pari rispettivamente all'11 per cento e al 4 per cento delle obbligazioni e del debito bancario esistente e il prezzo di acquisto è stato fissato nel 55 per cento rispetto all'ammontare nominale degli strumenti finanziari apportati all'offerta. Nei primi mesi del 2004 la società ha posto in essere una procedura volta ad acquisire adesioni per l'approvazione di un Acuerdo Preventivo Extrajudicial ("accordo APE") finalizzato alla ristrutturazione dell'indebitamento residuo.

La seconda offerta è consistita in un'offerta di acquisto e scambio effettuata dal Banco Hipotecario su tutte le proprie obbligazioni emesse, nell'ambito di un progetto di ristrutturazione approvato dalla Banca Centrale Argentina. Il corrispettivo dell'offerta era rappresentato da nuove obbligazioni con scadenza 2013, contestualmente scambiabili con nuove obbligazioni garantite denominate in dollari, scadenza 2010, nella misura del 70 per cento del valore nominale delle nuove obbligazioni (convertibili, a partire da una data non anteriore al 1° gennaio 2004, con titoli di debito emessi dalla Repubblica Argentina) ovvero, in alternativa con un corrispettivo in denaro pari al 45 per cento in linea capitale del valore nominale delle nuove obbligazioni.

Nel corso del 2003, La Commissione ha riesaminato la vicenda della qualificazione dei rapporti partecipativi Pirelli/Olimpia/Olivetti anche alla luce delle complesse operazioni di finanza straordinaria che, tra la primavera e l'estate del 2003, hanno portato a una ridefinizione degli assetti societari di Olimpia e a un accorciamento della catena di controllo Olivetti/Telecom Italia. Tale questione assume rilievo ai fini degli obblighi di redazione del bilancio consolidato e, più in generale, degli obblighi informativi a carico della capogruppo.

Al riguardo, la Commissione è giunta alla conclusione che Pirelli ha esercitato ai sensi dell'art. 93 del Tuf un controllo esclusivo su Olimpia fino al 9 maggio 2003, cioè fino al giorno della fusione per incorporazione di Holy, società interamente controllata da Hopa, in Olimpia. A partire da quella data, invece, il controllo esclusivo è venuto meno in virtù delle nuove clausole statutarie di Olimpia che hanno depotenziato la partecipazione maggioritaria detenuta da Pirelli in Olimpia. In particolare, in forza di una nuova clausola statutaria sul voto di lista per la nomina degli amministratori, Pirelli, pur mantenendo la maggioranza assoluta dei diritti di voto nell'assemblea ordinaria (50,4 per cento), non poteva nominare più di cinque membri del Cda su dieci e non poteva esercitare un'influenza dominante su tale consiglio.

La Commissione, inoltre, è ritornata sulla questione della qualificazione del rapporto partecipativo tra Olimpia e Olivetti, confermando la sua precedente valutazione secondo cui Olimpia, ai sensi dell'art. 93 del Tuf, ha esercitato stabilmente il controllo di fatto su Olivetti fino al 4 agosto 2003, data di perfezionamento della fusione per incorporazione tra Olivetti e Telecom. Resta invece da accertare se a partire da quella data permanga o meno uno stabile controllo di fatto di Olimpia su Olivetti (nel frattempo ridenominata Telecom Italia). Ai fini della verifica risulterà essenziale esaminare il comportamento dei soci in occasione almeno della prossima assemblea ordinaria in cui verrà approvato il bilancio relativo all'esercizio 2003 e verrà rinnovato l'intero consiglio di amministrazione della società quotata.

L'informativa in sede assembleare

Nel 2003 la Commissione è intervenuta in più occasioni al fine di richiedere alle società quotate di integrare l'informativa resa agli azionisti in sede di assemblea ordinaria o straordinaria. In particolare, in 6 occasioni è stato richiesto a emittenti quotati di integrare l'informativa predisposta per l'assemblea di approvazione del bilancio 2002.

In 4 casi, l'esigenza di integrare l'informativa da rendere in occasione dell'assemblea di approvazione del bilancio è stata determinata dalla considerazione dello stato di grave crisi economico-finanziaria in cui versavano le società.

Per una di queste società sono state, fra l'altro, richieste informazioni in merito alle valutazioni operate circa i singoli rilievi riportati nella relazione della società di revisione al bilancio al 31.12.2002, nonché all'effettivo stato di realizzazione del piano di riordino e rafforzamento del gruppo e allo stato di recuperabilità dei crediti vantati nei confronti della società controllante.

Nei confronti di un'altra società è stato richiesto di fornire le valutazioni degli amministratori sui rilievi contenuti nelle relazioni della società di revisione al bilancio al 31.12.2002 prima a mezzo comunicato stampa, in modo da informare tempestivamente il mercato, e poi, opportunamente aggiornate, anche all'assemblea successivamente convocata per l'approvazione del suddetto bilancio.

Per le altre due società, l'integrazione delle informazioni rese in assemblea ha riguardato soprattutto le considerazioni degli amministratori in merito alla sussistenza del presupposto della continuità aziendale nonostante le significative perdite registrate nel corso dell'esercizio e la perdurante difficile situazione finanziaria, nonché l'impossibilità riscontrata dalla società di revisione di esprimere un giudizio sul bilancio 2002. Ulteriori informazioni hanno poi riguardato lo stato di attuazione del piano strategico e degli interventi previsti per il riequilibrio finanziario dei gruppi facenti capo a tali società, nonché le motivazioni industriali e finanziarie alla base dell'investimento effettuato da una di tali società, tenuto conto della situazione di particolare crisi in cui la società oggetto dell'investimento si trovava.

In un altro caso, rispondendo alla richiesta da parte di una società di un parere in merito alla contabilizzazione nel bilancio d'esercizio, fra l'altro, del disavanzo di fusione emerso a seguito dell'incorporazione di una controllata, la Commissione ha altresì richiesto alla stessa società di integrare le

informazioni contenute nel progetto di bilancio precisando gli eventi e le circostanze che avevano indotto gli amministratori al riconoscimento della necessità di operare la svalutazione del menzionato disavanzo e le assunzioni utilizzate per determinare il valore recuperabile di detto disavanzo. La conoscenza di tali motivazioni è stata considerata particolarmente importante ai fini delle valutazioni sulla tenuta economica dei valori iscritti in bilancio, soprattutto in situazioni come quella in esame in cui erano emersi plusvalori da transazioni effettuate con società correlate.

Infine, nell'ultimo caso, la richiesta di integrazione di dati è stata motivata dalla necessità di adeguare il set informativo da rendere in occasione dell'assemblea di approvazione del bilancio 2002 a quanto già indicato in un precedente documento di offerta pubblica di acquisto, in merito agli effetti economico-patrimoniali e finanziari che avrebbero potuto interessare la società a seguito di un'eventuale definitiva soccombenza della stessa in un giudizio giunto al grado d'appello.

L'informativa contabile

Nell'ambito della consueta attività di vigilanza svolta dalla Commissione sulla correttezza della documentazione contabile degli emittenti quotati, vanno segnalati, nel corso dell'anno 2003, gli interventi effettuati nei confronti di quattro emittenti quotati ai sensi dell'articolo 157, comma 2, del Tuf, concernenti l'esercizio dei poteri di impugnativa di bilancio.

La Consob ha ritenuto di attivare i poteri di impugnativa sui bilanci di esercizio e consolidato al 31 dicembre 2001 della Cirio Finanziaria, ora in amministrazione straordinaria. Le criticità emerse sui riferiti bilanci avevano riguardato la posizione finanziaria netta verso parti correlate, con particolare riferimento alla valutazione dei crediti verso le stesse parti correlate, e l'indicazione dei rischi e degli impegni connessi alle emissioni di prestiti obbligazionari.

Si tratta quindi di bilanci nei quali a giudizio della Commissione sembrerebbero essere stati violati: 1) per quanto attiene alla valutazione nel bilancio consolidato di crediti verso parti correlate, gli articoli 2423 bis, primo comma, n. 1, (principio della prudenza) e 2426, n. 8 (valutazione dei crediti al presumibile valore di realizzo) del c.c.; 2) per quanto attiene alla valutazione della partecipazione nella Bombril Holding sa, gli articoli 2423 bis, primo comma, n. 1 (principio della prudenza) e 2426, n. 3 (svalutazioni per perdite permanenti di valore) del c.c.; 3) per quanto attiene alla mancata rappresentazione dei covenants che assistono i prestiti obbligazionari emessi, gli articoli 2423, secondo e terzo comma, e 2427, n. 9) del c.c., che impongono di riportare in bilancio le informazioni necessarie a fornire la rappresentazione veritiera e corretta della situazione patrimoniale e finanziaria, nonché del risultato economico della società.

Un successivo intervento, che ha indotto la Commissione a ritenere esistenti i presupposti tecnici per l'attivazione dei medesimi poteri di cui all'art. 157 del Tuf, ha riguardato la società Giacomelli.

Anche in tale circostanza la Commissione è intervenuta rilevando che, con riferimento ai bilanci chiusi al 31 dicembre 2002, emergevano problematiche in merito alla valutazione delle partecipazioni e all'iscrizione delle imposte differite attive nei bilanci di esercizio e alla valutazione delle rimanenze di magazzino nel bilancio consolidato unitamente anche alla stessa iscrizione delle imposte differite attive. Inoltre, nei riferiti bilanci è risultata assente o addirittura carente l'informazione in merito ad alcune aree critiche quali: 1) i rischi connessi alla possibile realizzazione delle clausole di default previste per il prestito obbligazionario emesso da una controllata estera e garantito dalla stessa Giacomelli; 2) le richieste di rientro degli affidamenti bancari; 3) il contenzioso con i fornitori nonché lo stato generale di tensione economica finanziaria.

In tale circostanza le norme violate, a giudizio della Commissione, avrebbero interessato, con riferimento al bilancio consolidato: 1) il combinato disposto degli articoli 29, secondo comma, del d.lgs.

127/1991 (obbligo di fornire una rappresentazione veritiera e corretta), conforme all'art. 2423, secondo comma, del c.c.); 2) l'articolo 2423 bis, primo comma, n. 1, del c.c. (principio della prudenza); 3) con riferimento alle rimanenze di magazzino, l'articolo 2426, primo comma, n. 9, del c.c. (criteri di valutazione), come richiamato dalle norme sul bilancio consolidato contenute nel d.lgs. 127/1991; 4) per l'iscrizione delle imposte differite attive in assenza di piani finanziari attendibili, il combinato disposto degli articoli 29, secondo comma, del d.lgs. 127/1991 (obbligo di fornire una rappresentazione veritiera e corretta, conforme all'art. 2423, secondo comma, del c.c.) nonché 2423 bis, primo comma, nn. da 1) a 4), del c.c. (principio della prudenza, dell'effettiva realizzazione degli utili e della competenza) come richiamati dalle norme sul bilancio consolidato contenute nel d.lgs. 127/1991; 5) per l'omessa indicazione nella nota integrativa delle informazioni interessanti le riferite aree critiche, l'articolo 29, commi secondo e terzo, del d.lgs. 127/1991, (principio di chiarezza, obbligo di fornire una rappresentazione veritiera e corretta e di fornire informazioni complementari, conformi all'articolo 2423 del c.c.).

Con riferimento al bilancio di esercizio, le norme violate sarebbero: 1) il combinato disposto degli articoli 2423, secondo comma, del c.c. (obbligo di fornire una rappresentazione veritiera e corretta); 2) l'articolo 2423 bis, primo comma, n. 1, del c.c. (principio della prudenza); 3) per la errata valutazione delle partecipazioni delle società controllate, l'articolo 2426, primo comma, nn. 1 e 3, del c.c. (valutazione delle immobilizzazioni); 4) per l'iscrizione delle imposte differite attive in assenza di piani finanziari attendibili, il combinato disposto degli articoli 2423, secondo comma, del c.c. (obbligo di fornire una rappresentazione veritiera e corretta) e 2423 bis, primo comma, nn. 1, 2, 3 e 4 del c.c. (principi della prudenza, dell'effettiva realizzazione degli utili e della competenza); 5) per l'omessa indicazione nella nota integrativa delle informazioni interessanti le riferite aree critiche, dell'articolo 2423 del c.c., secondo e terzo comma, (principio di chiarezza, obbligo di fornire una rappresentazione veritiera e corretta e di fornire informazioni complementari).

Un ulteriore intervento d'impugnativa di cui all'articolo 157, comma 2, del Tuf ha interessato la società Gandalf nei cui confronti la Commissione ha ritenuto che i bilanci d'esercizio e consolidato della società relativi all'esercizio 2002 non fossero stati redatti in conformità delle disposizioni dettate dalla legge.

In particolare, è stata riscontrata la violazione degli articoli 2423, comma 2 (rappresentazione veritiera e corretta della situazione patrimoniale e finanziaria e del risultato economico), comma 3 (infrazioni complementari) e 2423 bis, comma 1, punto 1 (principio della prudenza) del c.c., nonché degli articoli 29 e 35 del d.lgs. 127/1991, relativi alla redazione del bilancio consolidato, che richiamano tali disposizioni del codice civile.

Un ulteriore intervento ha interessato il bilancio consolidato 2002 del gruppo Parmalat, nel quale risultano essere iscritte attività non esistenti e omesse passività facenti capo al gruppo, e il bilancio d'esercizio della Parmalat Finanziaria, poiché, nel valutare la partecipazione nella Parmalat (controllante della Bonlat), non si è tenuto conto delle insussistenze patrimoniali, fraudolentemente nascoste, facenti capo alla Bonlat.

In particolare, il bilancio d'esercizio risulta viziato per violazione dell'articolo 2423, comma 2, del c.c. mentre il bilancio consolidato sarebbe stato redatto difformemente dall'analoga disposizione dettata dall'articolo 29, comma 2, del d.lgs. 127/1991.

Va, infatti, segnalato che entrambe le norme richiedono che nel redigere i conti gli amministratori facciano emergere con chiarezza e attendibilità lo stato patrimoniale e finanziario della società e/o del gruppo nonché l'andamento economico degli stessi.

In merito ai profili di trasparenza dell'informazione finanziaria, è proseguita l'attività di richiesta a emittenti quotati in stato di crisi della messa a disposizione del pubblico degli elementi informativi di aggiornamento in merito all'evoluzione della situazione aziendale e del

gruppo. Nell'ambito dell'attività di vigilanza sulle società, la Commissione è intervenuta più volte nella richiesta di dati e informazioni agli organi sociali e di controllo delle stesse. Tali interventi si sono concretizzati in richieste agli amministratori, ai revisori e al Collegio sindacale di chiarimenti circa alcune poste valutative di bilancio.

In particolare, nel corso del 2003 la Commissione ha richiesto a 6 società quotate in Borsa (Stayer, Finpart, Giacomelli, A.S. Roma, CTO e Tecnodiffusione) di diffondere con cadenza mensile informazioni aggiornate sulle variabili critiche che caratterizzano le singole situazioni aziendali.

Tali richieste sono volte a informare il mercato con scadenze temporali ristrette su aspetti rilevanti quali la composizione dettagliata della posizione finanziaria netta, con particolare riferimento alla natura a breve, medio o lungo termine dei debiti e a eventuali rapporti con le parti correlate, la strategia industriale che l'emittente intende perseguire e lo stato dei rapporti in essere con fornitori e dipendenti, le iniziative intraprese dalle società interessate per il reperimento di risorse necessarie a risolvere le situazioni di forte crisi economico-finanziaria in cui si trovano e i fattori che influiscono significativamente sul miglioramento o peggioramento delle prospettive economico-patrimoniali.

La Commissione è, peraltro, intervenuta in due occasioni nel corso del 2003 per far integrare le informazioni da diffondere mensilmente, anche allo scopo di adeguare effettivamente lo strumento del comunicato mensile alle specifiche vicende societarie e all'effettivo andamento della situazione economico-finanziaria delle società destinatarie dell'obbligo informativo.

In un caso (Stayer), la Commissione ha richiesto che, in occasione dell'assemblea convocata in agosto per approvare un aumento di capitale destinato a sostenere il piano industriale precedentemente

approvato, fossero diffusi al mercato, in anticipo rispetto ai termini previsti nella richiesta Consob, i dati relativi al mese di luglio, in modo da fornire al mercato e agli azionisti una informazione il più possibile aggiornata e tempestiva della situazione societaria. Successivamente, in considerazione del deterioramento di tale situazione evidenziato anche dal mancato raggiungimento dei quorum assembleari in prima e seconda convocazione, la Commissione ha formulato in merito specifiche richieste ad amministratori e sindaci, anche nel senso che le stesse informazioni, insieme con i dati contenuti nella relazione semestrale 2003, fossero comunicate al pubblico in occasione della terza convocazione o, nell'ipotesi in cui il quorum non fosse raggiunto neppure allora, in apposito comunicato stampa. La vigilanza della Consob si è concretizzata in ulteriori interventi volti a monitorare l'andamento finanziario, patrimoniale e gestionale della società, soprattutto in considerazione delle difficoltà emerse in sede di deliberazione ed esecuzione del suddetto aumento di capitale in opzione ai soci che, nel frattempo, è stato approvato dall'assemblea da ultimo in ottobre.

Nel secondo caso (Finpart) la richiesta di integrazione dell'informazione mensile si è resa necessaria a seguito del peggioramento della situazione economica e finanziaria e della conseguente incertezza in merito al futuro assetto patrimoniale e finanziario della società, al fine di fornire al mercato un quadro maggiormente chiaro delle vicende societarie con particolare attenzione all'esistenza di un prestito obbligazionario garantito dalla società e in scadenza nel 2004. In quella stessa occasione è stato richiesto alla società di comunicare al mercato ulteriori informazioni in merito agli impegni finanziari assunti dalla società con riferimento ad alcune specifiche operazioni di investimento in corso.

Nel 2003 è proseguita anche l'attività di monitoraggio nei confronti delle società calcistiche quotate in Borsa.

Già nel corso del 2002 la situazione economico-finanziaria di una delle società in oggetto di vigilanza (S.S. Lazio) era stata oggetto di interventi da parte della Consob, in particolare dopo l'approvazione del progetto di bilancio al 30.06.2002, in relazione al quale

la società di revisione (Deloitte & Touche) si era dichiarata impossibilitata all'espressione di un giudizio, a causa di problematiche di continuità aziendale legate anche alla situazione di crisi finanziaria dell'azionista di controllo (Cirio Holding e Cirio Finanziaria).

La Commissione aveva quindi ritenuto di sottoporre la società a obblighi di aggiornamento mensile delle informazioni relative all'andamento gestionale. Nel 2003 la Commissione, inoltre, ha richiesto alla società, ai sensi dell'art. 114, comma 3, del Tuf, di integrare l'informativa predisposta per l'assemblea straordinaria del 24 marzo 2003, convocata per deliberare un aumento di capitale di complessivi 110 milioni di euro, fornendo aggiornamenti sulla prevista adozione di un piano industriale e di ristrutturazione del debito e precisazioni sullo stato di avanzamento delle trattative con istituzioni finanziarie e/o soci per la garanzia della sottoscrizione del suddetto aumento. È stato altresì chiesto di mettere a disposizione del pubblico la perizia utilizzata dalla società per l'applicazione dell'art. 18-bis della legge 21 febbraio 2003, n. 27 (cosiddetto "decreto salvacalcio").

Successivamente, la Commissione è ulteriormente intervenuta chiedendo, ai sensi della citata norma del Tuf, l'integrazione delle informazioni contenute nel prospetto informativo da pubblicarsi per l'esecuzione del menzionato aumento di capitale offerto in opzione ai soci (come tale non soggetto, ai sensi dell'art. 33, comma 2, lettera a), del Regolamento Emittenti a istruttoria preventiva della Consob), con specifico riferimento all'interesse economico della società al compimento di operazioni con parti correlate - e soprattutto con le società del Gruppo Cirio - al riepilogo analitico dei rapporti di credito e debito con esse e alle considerazioni sul grado di recuperabilità dei crediti verso tali controparti. In occasione, poi, dell'Assemblea straordinaria del 18/19 dicembre 2003, convocata, ai sensi dell'art. 2446 del c.c., per deliberare la copertura delle perdite maturate e un nuovo aumento di capitale destinato a supportare i fabbisogni finanziari correnti della società, la Commissione ha di nuovo chiesto un'integrazione dell'informativa da rendere in Assemblea e nel comunicato stampa a essa successivo, con riguardo, fra

l'altro: 1) all'evidenza della destinazione patrimoniale a copertura di perdite degli aumenti di capitale eseguiti negli ultimi 2 anni; 2) agli elementi che hanno fatto ritenere non sussistente la situazione di perdita di oltre un terzo del capitale disciplinata dall'art. 2447 del c.c. previgente; 3) al risultato economico netto ragionevolmente prevedibile per l'esercizio in corso; 4) all'esposizione del rilievo riportato nel giudizio di revisione sul bilancio al 30.06.2003 in merito alla continuità aziendale; 5) alle misure per la copertura dei fabbisogni finanziari gestionali; 6) alla situazione degli affidamenti bancari e al relativo grado di utilizzo; 7) al periodo in cui era prevista la conclusione dell'integrazione del piano industriale approvato sotto la nuova gestione societaria e all'entità dei risparmi di costi stimata sulla base delle misure previste; 8) alle modalità che la società intendeva perseguire per assicurare il buon esito di detto aumento. Non avendo tale assemblea straordinaria raggiunto i quorum costitutivi nelle prime due convocazioni, nelle more della terza convocazione stabilita per il 17 gennaio 2004, la Commissione ha chiesto di anticipare, nel frattempo, mediante comunicato stampa, le informazioni richieste. La società ha, quindi, provveduto con comunicato del 9 gennaio 2004.

Nel corso del 2003 anche la situazione economico-finanziaria di un'altra società calcistica (A.S. Roma) è stata oggetto di interventi da parte della Commissione.

In particolare, la società è stata sottoposta a obblighi di aggiornamento mensile delle informazioni sulla propria situazione gestionale a partire dall'approvazione del progetto di bilancio al 30.06.2003, in relazione al quale la società di revisione (Gran Thornton) si è dichiarata impossibilitata all'espressione di un giudizio per incertezze riguardo al presupposto della continuità aziendale. Successivamente, la società è stata costretta a modificare i dati della prima relazione trimestrale e del progetto di bilancio per tener conto delle maggiori sanzioni irrogate dall'Erario per debiti tributari pregressi, evidenziando in tal modo una situazione che ricade nell'ambito di applicazione dell'art. 2446 del c.c. previgente. La società ha deciso, tuttavia, di rinviare a dopo l'approvazione della relazione semestrale al

31.12.2003 la già prevista operazione di aumento di capitale da offrire in opzione agli azionisti. In proposito, richieste di informazioni per il mercato sono state avanzate dalla Consob anche nei confronti dell'azionista di controllo, soprattutto con riferimento alla tipologia di interventi finanziari che avrebbe intrapreso per ripianare la posizione debitoria della società quotata e ai tempi e alle modalità di rientro dei crediti nei suoi confronti vantati dalla Roma.

La Commissione ha esaminato, infine, anche il bilancio di esercizio al 30.06.2003 della terza società calcistica quotata (Juventus F.C.) per valutare la correttezza del trattamento contabile di un'operazione di cessione di una partecipazione minoritaria in una società che ha dato luogo all'iscrizione nel conto economico di una rilevante plusvalenza.

La Commissione ha ritenuto che non sussistessero elementi per censurare il trattamento contabile adottato ma ha richiesto alla società di rendere note al mercato, in occasione dell'approvazione della relazione semestrale al 31.12.2003, le specifiche previsioni che disciplinavano alcuni aspetti contrattuali della menzionata operazione, fornendo una valutazione sull'eventuale esistenza di rischi patrimoniali a carico della società in connessione con la citata operazione.

Le società di revisione

Le società di revisione iscritte nell'albo speciale, nell'ambito dell'attività di verifica della regolare tenuta della contabilità sociale e della rispondenza dei bilanci alle scritture contabili, nonché della conformità alle norme che lo disciplinano, nel corso del 2003 hanno esaminato 280 bilanci d'esercizio e 264 bilanci consolidati di emittenti quotati nei mercati regolamentati italiani.

In generale, i dati sui giudizi rilasciati sui bilanci 2002 mostrano un notevole incremento dei giudizi con rilievi e di quelli negativi rispetto a quanto accaduto per i bilanci 2001. I giudizi con

rilievi sono stati 14 (in 4 casi - Pagnossin, Richard Ginori, Necchi, Tecnodiffusione - nell'ambito del medesimo giudizio il revisore ha espresso più di un rilievo), mentre i giudizi negativi sono stati 10, contro i 5 del 2001 (Tav. aIV.6). In quattro di essi si è verificato che, in aggiunta all'impossibilità a esprimere un giudizio, il revisore abbia anche espresso rilievi (CTO, Gandalf, Necchi, Tecnodiffusione); in particolare, nel caso di Necchi e Tecnodiffusione, il revisore, oltre a dichiararsi impossibilitato a esprimere un giudizio per incertezze sulla continuità aziendale, ha espresso altri rilievi per incertezze sulla valutazione di specifiche poste di bilancio, oltre a dissensi rispetto ai criteri contabili (Tecnodiffusione) e limitazioni al processo di revisione (Necchi).

I giudizi con rilievi relativi a dissensi espressi dal revisore rispetto ai criteri contabili utilizzati hanno riguardato, nel caso di Tiscali, (bilancio consolidato), la contabilizzazione tra le "Altre riserve" di un incremento intervenuto nella differenza di consolidamento avente natura di avviamento. Tale importo, in base ai principi contabili di riferimento, sarebbe dovuto essere registrato direttamente a conto economico.

Nel caso della Lazio, la mancata iscrizione per competenza nell'esercizio in esame e in quelli precedenti delle sanzioni e delle passività per imposte non versate nell'ambito dei "Fondi per rischi e oneri".

Nel caso della Digital Bros, il revisore ha ritenuto che gli apporti effettuati dalla società, a copertura della perdita di una controllata, non incrementavano il valore della partecipazione, ma ne ripristinavano il valore originario. Conseguentemente tali apporti avrebbero dovuto essere contabilizzati quali costi di esercizio da classificarsi quali svalutazione della partecipazione.

Nel caso di Tecnodiffusione, la società di revisione ha espresso una serie di dissensi rispetto ai criteri contabili adottati nel bilancio quali: 1) insufficiente svalutazione di un credito per coprire perdite prevedibili sulla base delle informazioni disponibili, consistenti nelle stime formulate dai

Commissari Giudiziali sulla copertura delle passività del gruppo facente capo alla controparte del suddetto credito; 2) mancata contabilizzazione nella voce "Fondo rischi e oneri", per la quota di competenza, dell'ammontare complessivo degli oneri conosciuti alla data di predisposizione del bilancio e relativi a un piano di ristrutturazione di gruppo elaborato nel secondo semestre dell'anno.

Nel caso di Gandalf, il revisore ha formulato rilievi a causa di un fondo svalutazione crediti inferiore rispetto a quanto necessario per esporre i crediti dell'attivo circolante al presumibile valore di realizzo, e per la sottostima di un costo e il correlato debito.

Nel caso di CTO, i rilievi della società di revisione hanno riguardato la mancata evidenziazione in bilancio della perdita maturata su alcuni contratti valutari di finanza derivata non coperti da specifici rischi. Ciò in quanto, sebbene gli amministratori avessero contestato la legittimità dei suddetti contratti, il contenzioso da cui sarebbe potuto derivare l'annullamento degli effetti prodotti dagli stessi non risultava ancora avviato. Inoltre il fondo svalutazione crediti non risultava adeguato a coprire tutte le perdite prevedibili, ivi inclusa la stima delle perdite per inesigibilità latente.

Un rilievo è stato espresso in un caso di iscrizione, tra i proventi straordinari, degli effetti derivanti da una rinuncia di parte del proprio credito nei confronti della società effettuata da un azionista (Inferentia DNM). In conformità delle disposizioni contenute nei principi contabili di riferimento, la rinuncia del credito da parte dell'azionista sarebbe invece dovuta essere accreditata direttamente al patrimonio netto.

Alcuni rilievi hanno riguardato un altro caso (Richard Ginori) in cui il revisore ha ritenuto che, sulla base delle analisi effettuate sulle caratteristiche e la tipologia delle giacenze e degli indici di rotazione delle stesse, il fondo svalutazione stanziato dalla società fosse sottovalutato. La società di revisione non ha altresì ritenuto corretta la valutazione di una partecipata, in quanto il patrimonio netto della stessa includeva una plusvalenza realizzata in assenza di validi presupposti per il suo riconoscimento in bilancio.

Rilievi sono stati espressi dal revisore anche in un altro caso (Pagnossin) in relazione ai seguenti aspetti: 1) il valore di realizzo ragionevolmente attribuibile a un credito è risultato inferiore a seguito delle verifiche svolte rispetto a quanto iscritto in bilancio; 2) necessità di adeguamento del fondo di svalutazione del magazzino in assenza di ragionevoli prospettive di utilizzo e vendita di parte delle giacenze costituite da semilavorati e prodotti finiti nell'ambito del normale ciclo operativo.

I rilievi per limitazioni al procedimento di revisione hanno riguardato, nel caso di Richard Ginori, l'insufficienza e l'inadeguatezza degli elementi probativi raccolti dal revisore in ordine a un credito, riconducibile essenzialmente alla consistenza economica, patrimoniale e finanziaria del creditore e alla mancanza di idonee garanzie a presidio del credito stesso; ciò tenuto conto della natura e dell'origine del credito e della sua significatività nel contesto del bilancio, anche alla luce dei pagamenti in conto ricevuti nel corso del 2003.

Nel caso della Necchi, l'apposizione di un rilievo è dovuta alla mancata acquisizione da parte del revisore di sufficienti elementi probativi atti a dimostrare la possibilità da parte della società di recuperare l'onere derivante dall'escussione della fideiussione concessa a favore di una partecipata a seguito di iniziative giudiziarie in tal senso intraprese da un istituto bancario creditore della stessa. Il revisore non ha inoltre ricevuto risposta dal suddetto istituto di credito alla richiesta di conferma di dati e informazioni.

Per Banca Carige la limitazione al procedimento di revisione si è verificata a causa della carenza di tempo disponibile per completare le analisi ritenute necessarie per accertare gli effetti di problematiche emerse in sede di accertamenti ispettivi effettuati dall'Ente di vigilanza di una partecipata ai fini della valutazione in bilancio della stessa.

I rilievi dovuti a situazioni di incertezza hanno riguardato, per Pagnossin, l'evidenziazione di alcune situazioni da cui sarebbero potuti derivare ulteriori perdite future per la società, tra cui la circostanza che la capacità patrimoniale e finanziaria della controparte di un credito non risultava supportata da chiare evidenze e che il valore delle azioni fornite in garanzia

era esposto a rischi derivanti dalle difficoltà economiche e finanziarie dell'emittente. Tali situazioni non sono peraltro state rappresentate nella nota integrativa.

Nel caso di Tecnodiffusione, la società di revisione ha formulato incertezze in ordine: 1) alla valutazione della recuperabilità del valore di una partecipazione, tenuto anche conto delle rilevanti perdite sostenute in esercizi precedenti, in quanto i risultati economici futuri della stessa dipendono dalla sua capacità di sfruttare al meglio le opportunità del settore di attività di appartenenza. Inoltre non sussistevano sufficienti elementi probativi in ordine alla recuperabilità di un credito che si sarebbe generato a seguito della cessione della maggioranza delle azioni di tale partecipata; 2) alla valutazione della recuperabilità del valore altra partecipata in considerazione delle incertezze relative all'avverarsi delle previsioni reddituali risultanti dai piani aziendali.

Nel caso della Necchi, l'incertezza ha riguardato: 1) la mancanza di sufficienti elementi probativi, relativi all'aggiornamento del business plan di breve medio periodo, atti a giustificare il mantenimento del maggior valore di carico di una partecipazione rispetto al patrimonio netto del gruppo a essa facente capo e dei valori attribuiti ai marchi, ai brevetti e all'avviamento; 2) la mancanza di elementi sufficienti atti a valutare la recuperabilità di un credito.

Nel caso di Spoleto Credito e Servizi, l'incertezza è stata rilevata per una rettifica effettuata da un emittente su una società partecipata iscritta tra i titoli non immobilizzati al fine di adeguarla al valore di presumibile realizzo. Il revisore, avendo già manifestato nel precedente esercizio l'impossibilità di accertare la corretta valutazione di tale partecipazione, non è stato in grado di determinare la parte di svalutazione di competenza dell'ultimo esercizio.

I casi in cui la società di revisione si è dichiarata nell'impossibilità di esprimere un giudizio sul bilancio sono essenzialmente riconducibili alla sussistenza di incertezze sulla continuità aziendale; tali incertezze hanno riguardato i seguenti aspetti: 1) la mancata adesione da parte dei portatori di obbligazioni al piano di ristrutturazione predisposto dalla società che prevedeva, tra l'altro la ricapitalizzazione tramite

conversione di parte dei debiti finanziari in capitale proprio, nonché la rinuncia alla parte residuale di tali debiti (Cirio Finanziaria); 2) la mancata formalizzazione di un piano industriale da cui si potessero evincere le previste azioni future atte a generare flussi reddituali e finanziari positivi tali da garantire il mantenimento della continuità operativa, unitamente a insufficienti e inappropriati evidenze fornite al revisore per valutare la capacità di reperire nel breve adeguate risorse finanziarie per fronteggiare i previsti esborsi e garantire la continuità operativa della società e del gruppo (Necchi); 3) mancata definizione e approvazione della ricapitalizzazione e del piano di rifinanziamento da parte delle banche creditrici previsti dal business plan predisposto dalla società (CTO); 4) presupposti fortemente incerti e opinabili del piano di risanamento economico e finanziario predisposto dalla società (Stayer, Arquati, Tecnodiffusione, A.S. Roma); 5) assenza di ragionevoli presupposti in ordine alla realizzazione di operazioni di carattere straordinario e di interventi di natura finanziaria posti in essere dagli amministratori della società (Fin.part); 6) insufficiente livello di adesione all'offerta di aumento di capitale sociale e mancanza sia di evidenze in merito all'adesione degli istituti di credito alla proposta di ristrutturazione del debito, sia della compiuta definizione del piano industriale (Gandalf); 7) mancata conferma da parte degli azionisti, alla data di redazione del bilancio, dell'impegno a sostenere finanziariamente la società in presenza di perdite e di una forte tensione finanziaria della società e del gruppo (Olcese).

Al 31 dicembre 2003 le società di revisione iscritte nell'albo speciale tenuto dalla Consob erano 21, con una diminuzione di tre unità rispetto all'anno precedente. La riduzione del numero dei soggetti iscritti è attribuibile ad alcune operazioni societarie avvenute nel corso dell'anno.

Nel luglio 2003 è stata iscritta la "nuova" Deloitte & Touche spa, nata dall'integrazione tra le società di revisione Deloitte & Touche spa e Deloitte & Touche Italia spa (già Arthur Andersen spa), che sono state contemporaneamente cancellate dall'albo speciale. Nel mese di settembre è stata poi disposta la cancellazione della PKF Italia srl a seguito della fusione per incorporazione nella Neutra spa, che ha contestualmente modificato la propria denominazione sociale in PKF Italia spa. Infine, nel mese di ottobre, è stata cancellata la Horwath Italia Società di Revisione srl a seguito della cessione del ramo d'azienda relativo alle attività di revisione e di organizzazione contabile ad altra società iscritta nell'albo speciale (Consulaudit spa).

La Commissione ha effettuato 7 accertamenti ispettivi presso società di revisione e ha inviato quattro lettere di richiamo, di cui tre per fattispecie collegate a specifici eventi societari (si veda la Tav. IV.1) e una per questioni tecniche più strettamente legate allo svolgimento dei lavori di revisione (Tav. aIV.7). La Commissione ha inoltre sospeso un partner di una società di revisione (si veda il Capitolo VII, "I provvedimenti sanzionatori e cautelari").

Nel corso dell'anno la Commissione ha ricevuto la documentazione relativa agli incarichi di revisione conferiti ai sensi del Tuf. Dall'esame dei dati raccolti è emerso un ulteriore lieve incremento del numero dei soggetti sottoposti agli obblighi di revisione contabile, passato da 1.725 (audit 2001) a 1.790 (audit 2002), mentre risulta sostanzialmente immutata la distribuzione degli incarichi tra le società di revisione iscritte nell'albo speciale.

V. LA VIGILANZA SUI MERCATI

Gli abusi di mercato

Nel 2003 la Commissione ha trasmesso all'Autorità Giudiziaria 26 relazioni concernenti accertamenti su anomalie riscontrate nell'attività di controllo dei mercati (Tav. V.1). In 16 casi (altrettanti nel 2002) è stata ipotizzata la sussistenza di un illecito: 13 ipotesi di reato hanno riguardato casi di abuso di informazioni privilegiate, di cui 2 nella forma del *front running*; 3 ipotesi hanno riguardato casi di aggio. Nei rimanenti 10 casi (6 in ordine a casi di presunto abuso di informazioni privilegiate, di cui 2 nella forma del *front running*, e 4 relative a casi di presunto aggio) non sono state configurate ipotesi di reato.

Nella maggior parte dei casi, le relazioni all'Autorità Giudiziaria in materia di abuso di informazioni privilegiate si sono limitate a fornire al Pubblico Ministero l'elenco dei committenti finali che avevano operato in modo anomalo, unitamente alla descrizione dettagliata dell'operatività e all'esposizione degli elementi di anomalia. Di norma le relazioni non

riportano indicazioni, invece, circa il possesso dell'informazione privilegiata da parte dei committenti finali delle operazioni, salva la ricostruzione dei collegamenti potenziali fra i committenti stessi e le fonti dell'informazione privilegiata. I relativi accertamenti sono infatti rimessi al Pubblico Ministero che, in materia, è dotato di strumenti di indagine più efficaci di quelli a disposizione della Consob.

Le relazioni concernenti i casi di aggio, invece, sono generalmente trasmesse al Pubblico Ministero complete di ogni elemento necessario a configurare le ipotesi di reato, in quanto si è più in grado di far emergere i fenomeni delittuosi della specie a seguito di indagini tecnicamente complesse.

L'attività di accertamento è stata intensa. Complessivamente sono state effettuate 285 richieste di dati e notizie a intermediari, società quotate, pubbliche amministrazioni nonché Autorità di vigilanza estere (Tav. aV.1). Anche nel 2003 si è fatto frequentemente ricorso, fra gli strumenti di accertamento disponibili, alle audizioni (29 contro le 19 del 2002 e le 7 del 2001).

Tav. V.1

Risultanze delle indagini in materia di insider trading e aggio

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Relazione con segnalazione di ipotesi di reato ¹	19	21	30	21	18	16	16
Relazione al termine di accertamenti senza segnalazioni di ipotesi di reato ²	33	15 ³	8	5	10	9	10
<i>Totale</i>	52	36	38	26	28	25	26

¹ Per le relazioni relative al 1997 e per 10 relazioni del 1998, si fa riferimento a relazioni motivate di cui all'art. 8, comma 3, della legge 157/1991, abrogato dal Tuf. ² Con riferimento agli anni 1997, 1998 e 1999 il dato include le risultanze relative, rispettivamente, a 18, 3 e 1 indagine conclusesi senza l'invio di relazione motivata al Pubblico Ministero. A partire dall'entrata in vigore del Tuf, ai sensi dell'art. 186, la Consob è tenuta, in ogni caso, a trasmettere al Pubblico Ministero una relazione su indagini e accertamenti effettuati. ³ Di cui 9 relative ad attività di accertamento conclusesi prima dell'entrata in vigore del Tuf.

Tipologia delle informazioni privilegiate nelle segnalazioni all'Autorità Giudiziaria in cui si ipotizza il reato di insider trading

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Mutamento del controllo - Opa	7	13	13	6	9	1	5
Risultati economici - Situazione patrimoniale e finanziaria	4	1	4	1	--	1	2
Operazioni sul capitale - Fusioni - Scissioni	2	3	3	3	2	2	1
Altre	3	--	2	7	3	3	5
di cui per ipotesi di front running	--	--	--	1	2	1	2
<i>Totale</i>	<i>16</i>	<i>17</i>	<i>22</i>	<i>17</i>	<i>14</i>	<i>7</i>	<i>13</i>

La tipologia prevalente di informazione privilegiata di cui si è ipotizzato l'abuso è stata il lancio di offerte pubbliche di acquisto (5 casi su 13; Tav. V.2). Nei rimanenti casi, l'informazione privilegiata era costituita dalla fusione con una società quotata in un mercato estero, dal rimborso anticipato di due emissioni obbligazionarie, dal differimento della scadenza di un *call warrant* su azioni quotate, dal contenuto di studi e raccomandazioni da diffondere al pubblico, dalle difficoltà economico-finanziarie della società emittente (2 casi) e, infine, dagli ordini *price-sensitive* alla base di schemi di *front running* (2 casi).

I casi di aggioaggio in cui è stata prospettata all'Autorità Giudiziaria la sussistenza di un illecito sono stati 3, tutti concernenti forme di manipolazione operativa. Nel dettaglio, essi hanno avuto ad oggetto, rispettivamente, l'inserimento di proposte di negoziazione in vendita su un titolo azionario nella fase di pre-asta di chiusura e la loro successiva cancellazione prima del termine della stessa fase; schemi, ripetuti quotidianamente nell'arco di due mesi su un singolo titolo azionario, costituiti da acquisti in rapida successione, con conseguente eliminazione dal *book* delle proposte di negoziazione in vendita ai prezzi più bassi e da immediati "incroci" (cioè operazioni simulate) di grandi dimensioni effettuati a prezzi più elevati; il

sistematico, pressoché quotidiano, acquisto, nell'arco di un anno, di consistenti quantità di tre titoli azionari nell'asta di chiusura, con conseguente fissazione del relativo prezzo di chiusura e del relativo prezzo di riferimento a un livello superiore al *last price* della negoziazione continua.

I soggetti complessivamente segnalati all'Autorità Giudiziaria per ipotesi di abuso di informazioni privilegiate e di aggioaggio su strumenti finanziari sono stati rispettivamente 69 e 7, per un totale di 76 (Tav. aV.2).

L'accertamento di abusi di mercato si è avvalso anche di una procedura, affinata nel corso dell'anno, che individua i segnali di potenziali anomalie, attraverso la definizione di uno specifico modello di riferimento relativo a talune variabili finanziarie e l'analisi del relativo andamento nel tempo (Riquadro 5).

Nel corso del 2003 sono state notificate alla Commissione 16 richieste di archiviazione a conclusione delle indagini preliminari concernenti ipotesi di abuso di informazione privilegiata segnalate dalla Consob (Tav. V.3).

Nel 2003 l'Istituto è intervenuto in un procedimento penale ancora in corso alla fine dell'anno (Tav. V.4).

Riquadro 5: Il Sistema Automatico Integrato di Vigilanza sui Mercati (S.A.I.Vi.M.)

Una procedura di *Market Abuse Detection* (M.A.D.) individua, su base giornaliera, i titoli quotati con riferimento ai quali sono in corso condotte illecite riconducibili all'agiotaggio o all'abuso di informazioni privilegiate. La potenziale presenza di fenomeni di abuso di mercato viene identificata attraverso l'esame dell'andamento nel tempo di variabili finanziarie che rappresentano i flussi informativi elementari delle negoziazioni dei titoli sui mercati finanziari disponibili presso l'Autorità di vigilanza (ossia prezzi, quantità e soggetti che hanno effettuato le negoziazioni).

L'analisi dell'andamento delle variabili finanziarie richiede la definizione di un modello di riferimento per ognuna di esse; tale modello è finalizzato all'individuazione di soglie dinamiche, il cui superamento costituisce un segnale di anomalia (cosiddetto *alert*). Individuati gli *alerts*, la calibrazione di una procedura di M.A.D. consiste nella calibrazione dei modelli di riferimento degli stessi, vale a dire nella loro specificazione parametrica in chiave previsionale, e nella individuazione di un algoritmo che consenta una interpretazione congiunta dei diversi *alerts*.

La letteratura finanziaria e l'esperienza di vigilanza forniscono talune indicazioni in merito alle modalità di analisi dei prezzi di negoziazione, delle quantità negoziate e della denominazione degli agenti che hanno effettuato la transazione. Anzitutto, i prezzi di negoziazione si analizzano in termini di rendimenti, attraverso lo studio della dinamica del logaritmo del prezzo; i rendimenti dei titoli, generalmente, subiscono brusche variazioni (ad esempio, nel momento in cui viene divulgata un'informazione privilegiata), ovvero seguono andamenti non riconducibili a una dinamica di tipo *mean-reverting* (ad esempio, in presenza di fenomeni manipolativi); la presenza di rendimenti anomali viene individuata tramite una stima dei rendimenti che può essere condotta attraverso l'utilizzo di processi diffusivi; modelli autoregressivi riescono a catturare nel discreto sia la componente di *mean reversion* sia la componente di *momentum effect* dei rendimenti. Inoltre, le quantità negoziate dai singoli agenti vengono esaminate in termini di volumi di negoziazione giornalieri secondo uno schema di autocorrelazione; la denominazione degli agenti è analizzata in relazione alle quantità negoziate dagli stessi in una giornata, studiando sia la profondità del mercato, sia la presenza di operatori dominanti, sia la composizione dei diversi intermediari negoziatori. La composizione del mercato, infine, viene valutata attraverso due stadi di approfondimento: il livello di concentrazione degli intermediari, inteso come il numero degli intermediari e la relativa quota-parte dei volumi negoziati (cosiddetta concentrazione statica); l'evoluzione della concentrazione degli intermediari, ossia l'andamento della quota parte dei volumi di negoziazione di ciascun intermediario su uno specifico titolo (cosiddetta concentrazione dinamica).

Sulla base di tali indicazioni sono state, quindi, costruite quattro variabili finanziarie che rappresentano, rispettivamente, l'andamento nel tempo dei volumi di negoziazione del titolo, dei rendimenti del titolo, della concentrazione di mercato statica e della concentrazione di mercato dinamica. In particolare, la costruzione degli *alerts*, calibrata attraverso un sistema di equazioni differenziali stocastiche, è in grado di garantire alla procedura un'individuazione in tempo reale dei titoli per i quali si è in presenza di potenziali fenomeni di abuso di mercato.

Esiti delle relazioni inviate all'Autorità Giudiziaria in materia di insider trading e aggioaggio

	1991-1998	1999	2000	2001	2002	2003
Archiviazione	11	10	6	12	10	16
Archiviazione parziale	--	1	4	1	--	--
Richiesta di rinvio a giudizio	6	2	2	3 ¹	2	--
Sentenza di patteggiamento	3	1	3	2	--	--
Sentenza di condanna	2	--	--	1 ¹	2 ²	--
Sentenza di assoluzione	--	1	--	--	--	--
Sentenza di non luogo a procedere	--	1	--	--	--	--
Sentenza di estinzione del reato per prescrizione	--	--	1	--	2	1
<i>Totale</i>	<i>22</i>	<i>16</i>	<i>16</i>	<i>19</i>	<i>16</i>	<i>17</i>

¹ La sentenza di primo grado è stata impugnata. ² Alcuni imputati sono stati assolti. Una delle sentenze è stata impugnata.

Interventi dell'Istituto in procedimenti penali relativi a reati di insider trading e aggioaggio

Anni	Interventi	Reato ¹	Esito al 31 dicembre 2003
1996	1	Insider trading	patteggiamento
1997	1	Insider trading	sentenza di proscioglimento per prescrizione ³
	1	Insider trading	sentenza di assoluzione
	1	Insider trading	patteggiamento
	1 ²	Insider trading e aggioaggio	in corso; sentenza di patteggiamento per un solo soggetto
1998	1	Insider trading e aggioaggio	sentenza di proscioglimento per prescrizione
1999	1	Insider trading e aggioaggio	sentenza di patteggiamento per 4 soggetti; sentenza di condanna per 2 soggetti
2000	1	Insider trading e aggioaggio	sentenza di proscioglimento per prescrizione ⁴
	1	Aggioaggio	in corso ⁵
2001	3	Aggioaggio	1 sentenza di condanna; sentenza di patteggiamento per gli altri 2 procedimenti
	2	Insider trading	1 sentenza di condanna; 1 sentenza di proscioglimento per prescrizione
2002	2	Insider trading	1 in corso; 1 sentenza di proscioglimento per prescrizione
2003	1	Insider trading	in corso ⁶

¹ Insider trading: art. 2, legge 157/1991, ora art. 180 del Tuf; aggioaggio: art. 5, legge 157/1991, ora art. 2637 del c.c.. ² Il procedimento è stato avviato anche per il reato di ostacolo alle funzioni di vigilanza della Consob in materia di insider trading (art. 8, comma 2, legge 157/1991). ³ Il procedimento è tuttora in corso con riguardo ad altre ipotesi di reato. ⁴ 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. ⁵ In tale procedimento la Consob nel 2001 si è costituita parte civile. ⁶ Allo stato il procedimento è sospeso per giudizio incidentale di legittimità costituzionale.

La gestione dei mercati regolamentati e gli scambi organizzati

Nel 2003 la Commissione è stata impegnata in una intensa attività legata all'esame e all'approvazione di modifiche dei regolamenti dei mercati.

Nel mese di marzo, la Consob, d'intesa con la Banca d'Italia, ha deliberato la revoca dell'autorizzazione della Borsa Italiana all'esercizio del Mercato dei contratti uniformi a termine sui titoli di Stato (Mif). Il provvedimento ha fatto seguito alla chiusura del Mif, avvenuta il 31 dicembre dell'anno precedente. Con il medesimo atto, la Commissione ha provveduto a cancellare il Mif dall'elenco dei mercati regolamentati di cui all'art. 63, comma 2, del Tuf. Inoltre, la Commissione ha approvato le modifiche del Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana spa finalizzate alla chiusura del comparto Mercato dei Premi (Mpr), sulla base della decisione della società di fissare alla scadenza di aprile 2003 la non negoziabilità dei contratti a premio.

Nel corso dell'anno la Commissione, a più riprese, ha approvato, ai sensi dell'art. 63, commi 2 e 3, del Tuf, le modifiche al Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana e al Regolamento del Nuovo Mercato.

Nel mese di marzo, sono state approvate alcune modifiche relative ai requisiti di ammissione alla quotazione ufficiale di Borsa, prevedendo l'innalzamento del requisito della capitalizzazione da 5 a 20 milioni di euro per le azioni e l'obbligo di diffusione dei comunicati in lingua inglese per alcune tipologie di emittenti. In relazione al Segmento Star, sono stati allineati i requisiti di governance a quanto previsto dal nuovo Codice di Autodisciplina ed è stata prevista, per le società quotate da meno di un anno, la possibilità di accedere al segmento qualora soddisfino tutti i requisiti previsti in sede di ammissione a quotazione.

In relazione al Nuovo Mercato, sono stati modificati alcuni requisiti di listing e introdotti nuovi requisiti di governance. In particolare, sono stati previsti un patrimonio netto contabile più elevato e pari a 3 milioni di euro; la presenza di investitori istituzionali nel capitale delle società di recente costituzione; la presenza nel Consiglio di amministrazione di amministratori non esecutivi e indipendenti; la nomina di un comitato per il controllo interno e di un comitato per la remunerazione. Sono stati inoltre previsti l'incremento del flottante, nonché deroghe al lock up e agli obblighi degli specialisti.

Ulteriori modifiche al Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana e al Regolamento del Nuovo Mercato sono state in seguito approvate dalla Consob in materia di: attestazione dello sponsor relativamente ai dati previsionali sul piano industriale; requisiti di listing, con riferimento alla modifica della disciplina dei dati pro forma; requisiti di ammissione alle negoziazioni degli operatori, prevedendo che qualora un'impresa di investimento o una banca comunitaria non presti servizi di investimento in Italia è sufficiente l'autorizzazione alla prestazione del servizio di negoziazione nello Stato di origine; ammissione delle obbligazioni, prevedendo che il requisito della sufficiente diffusione possa essere realizzato anche successivamente alla quotazione mediante l'attività di uno specialista.

La Commissione ha poi comunicato il proprio assenso alle modifiche delle Istruzioni al Regolamento dei Mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana aventi ad oggetto l'esclusione dalle negoziazioni del contratto future sull'indice Midex.

Ulteriori modifiche ai regolamenti dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana hanno riguardato l'anonimato nelle negoziazioni sul Mercato Telematico Azionario e il dettaglio della disciplina delle obbligazioni strutturate.

Nel mese di novembre, la Commissione ha approvato le modifiche al Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana relative al Mercato Ristretto, ridenominato "Mercato Espandi". Le modifiche più rilevanti, oltre al cambio di denominazione, riguardano le condizioni

di ammissione sul mercato. Tra queste si segnalano la fissazione di requisiti quantitativi di profittabilità e di struttura finanziaria, la riduzione al 10 per cento del requisito minimo di diffusione dei titoli e l'individuazione di un'unica figura di riferimento per le procedure di collocamento e quotazione (*listing partner*).

*Il progetto di rivitalizzazione del Mercato Ristretto intrapreso da Borsa Italiana ha come principale obiettivo quello di affiancare agli attuali mercati regolamentati da essa gestiti un mercato adatto alle esigenze di finanziamento di strutture organizzative non complesse e poco articolate. Il progetto risponde all'esigenza, manifestata da emittenti, intermediari e investitori italiani ed esteri, di consentire la quotazione delle imprese che, pur non soddisfacendo i requisiti di ammissione agli altri mercati regolamentati gestiti da Borsa Italiana spa, detengono posizioni consolidate nei mercati di riferimento e si connotano per una sequenza di risultati economico-finanziari positivi. Facendo riferimento alle esperienze internazionali dei "secondi mercati regolamentati" (fra gli altri, il Second Marché in Francia, l'Aim in UK e il Geregelter in Germania), Borsa Italiana ha avviato il progetto configurando un mercato al quale gli emittenti di piccole e medie dimensioni possano accedere sulla base di requisiti tecnici e di bilancio individuabili ex ante dall'emittente, con benefiche ripercussioni sui tempi del processo di quotazione. Tra i punti qualificanti si ricordano: l'individuazione di un'unica figura di riferimento nella procedura di collocamento/quotazione (*listing partner*); il maggior rilievo attribuito da Borsa Italiana ai dati storici rispetto a quelli prospettici; la fissazione di requisiti quantitativi di profittabilità (risultato netto di esercizio positivo) e di struttura finanziaria (rapporto tra posizione finanziaria netta consolidata e margine operativo lordo consolidato inferiore o pari a 4); la riduzione del requisito minimo di diffusione dei titoli dal 20 al 10 per cento.*

Per quanto riguarda il Mercato dei *covered warrants*, le innovazioni più rilevanti concernono: l'introduzione di obblighi di *spread* per la quotazione degli specialisti e l'esplicitazione delle funzionalità tecniche di adempimento dell'obbligo

(*double quotation*); l'interruzione della procedura di rilascio del giudizio di ammissibilità nel caso in cui l'emittente non fornisca nei tempi fissati le informazioni richieste; l'eliminazione dell'obbligo di nominare uno sponsor per la quotazione di *covered warrants* e *certificates* (modifica che si estende anche ad altri strumenti finanziari, quali Oicr aperti indicizzati e obbligazioni); l'introduzione dell'obbligo di comunicazione, da parte dell'emittente di *covered warrants*, del venimento dell'incarico di sponsor o il conferimento dell'incarico ad altro soggetto.

Con riferimento al mercato Idem, la Commissione ha comunicato il proprio assenso alle modifiche delle Istruzioni al Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana, finalizzate ad anticipare l'orario di inizio delle negoziazioni del mercato Idem, l'orario di avvio dell'operatività dei *market makers*, nonché il termine delle negoziazioni dei contratti derivati in scadenza. Le modifiche all'orario di apertura dell'Idem fanno seguito alla variazione degli orari dei mercati azionari Mta e Nuovo Mercato, su cui sono trattati i titoli sottostanti i contratti derivati, resasi necessaria al fine di rendere omogenei gli orari di negoziazione dei mercati italiani rispetto a quelli dei principali mercati europei.

*L'innovazione comporta l'anticipazione della conclusione dell'asta di apertura e, di conseguenza, dell'inizio della fase di negoziazione continua di 20 minuti (con inizio alle 9,10 anziché alle 9,30) rispetto all'attuale tempistica prevista per i mercati azionari Mta e Nuovo Mercato. È stato quindi adeguato l'orario del termine delle negoziazioni nel giorno di scadenza dei contratti derivati negoziati sull'Idem, al fine di mantenere tale termine allineato con l'orario di inizio della fase di negoziazione continua dei titoli azionari sottostanti. Allo stesso modo, la Borsa Italiana ha anche provveduto ad adeguare ai nuovi orari l'inizio dell'operatività dei *market makers* anticipando gli obblighi di quotazione di tali operatori.*

Nel mese di maggio, Borsa Italiana ha disposto l'introduzione di un sistema a controparte centrale per i contratti aventi ad oggetto azioni, obbligazioni convertibili, *warrants* e quote o azioni di Oicr conclusi sui mercati Mta, Nuovo Mercato, Tah e TahNM, che sostituisce il fondo di garanzia dei contratti.

Nel 2003, la Commissione, d'intesa con la Banca d'Italia, 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. L'Istituto ha inoltre fornito il parere di competenza al Ministero dell'economia e delle finanze con riferimento alle modifiche regolamentari del mercato all'ingrosso di titoli di Stato e del mercato BondVision su titoli di Stato, gestiti da Mts spa.

Una significativa novità riguarda il rilascio alla società Tlx spa dell'autorizzazione all'esercizio del mercato regolamentato "Tlx". Nel mese di agosto, la Commissione ha adottato il provvedimento di autorizzazione nei confronti della società e la contestuale iscrizione del mercato Tlx nell'elenco dei mercati regolamentati, ai sensi dell'art. 63, comma 2, del Tuf. Il modello di mercato si basa essenzialmente su due principi fondamentali: la natura mutualistica dell'iniziativa e la coincidenza tra azionisti e *market makers*.

Il mercato Tlx, aperto dalle 9 alle 20,30, prevede, prima della fase di negoziazione continua, una fase di pre negoziazione della durata di 15 minuti durante la quale le proposte di negoziazione immesse sono validate ed esposte sul book senza che esse siano abbinate per la conclusione di contratti. In tale fase non è possibile immettere ordini al meglio. Diversamente da quanto previsto sui mercati azionari della Borsa Italiana, non è presente né l'asta di apertura né l'asta di chiusura. Il regolamento del mercato consente l'ammissione alla quotazione e alla negoziazione di

obbligazioni, incluse le strutturate, titoli di stato area Euro e titoli atipici, covered warrants e certificates, quote o azioni di Oicr, asset backed securities.

Nel mese di dicembre, la Commissione ha approvato alcune modifiche, di natura formale, al regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Tlx spa rese necessarie in relazione all'avvio del sistema di liquidazione Express II.

L'operatività effettiva di Tlx è iniziata il 20 ottobre 2003 con l'ammissione a negoziazione di circa 180 strumenti finanziari, in precedenza trattati sul sistema di scambi organizzati. Contestualmente all'avvio del mercato regolamentato, la società Tlx spa ha modificato la denominazione del proprio sistema di scambi organizzati in Eurotlx.

Nel corso del 2003, il comparto dei sistemi di scambi organizzati ha registrato l'ingresso di nuovi organizzatori e, in molti casi, l'ampliamento delle tipologie di strumenti finanziari offerte in negoziazione alla clientela.

In seguito all'intervento regolamentare della Commissione in materia di obblighi di trasparenza delle negoziazioni effettuate (si veda il capitolo VIII), l'attività di vigilanza sui sistemi di scambi organizzati si è sviluppata nell'implementazione di un sistema per la ricezione delle apposite comunicazioni trimestrali concernenti l'operatività effettivamente svolta.

Considerata la scadenza ravvicinata del nuovo obbligo (30 settembre 2003), rispetto alla sua entrata in vigore (luglio 2003), e considerata altresì la funzione di collaudo delle procedure di segnalazione assegnata alla trasmissione del flusso di dati, la Commissione nel corso del 2003 non ha intrapreso specifiche iniziative di vigilanza, al fine di consentire a tutti gli organizzatori di sistemi di scambi organizzati di predisporre applicazioni informatiche idonee all'assolvimento dei nuovi obblighi di trasparenza sulle negoziazioni.

I servizi di compensazione, liquidazione e gestione accentrata di strumenti finanziari

Nel corso del 2003 si è sostanzialmente concluso il processo di trasformazione dell'assetto e della struttura delle società che forniscono servizi cosiddetti di *post-trading*. Con il trasferimento del servizio di liquidazione titoli (LdT) dalla Banca d'Italia a un soggetto privato, le infrastrutture a supporto dei mercati regolamentati italiani (con la parziale esclusione dei mercati gestiti da Mts spa) sono caratterizzate dalla presenza di un unico soggetto, Monte Titoli spa, che integra verticalmente la funzione di regolamento dei titoli (liquidazione e compensazione, o *clearing and settlement* nel linguaggio anglosassone) con quella di gestione accentrata e custodia (*central security depository*, o CSD). La controparte centrale, prevista per alcuni mercati regolamentati (*central counter party*, CCP), rappresentata dalla Cassa di Compensazione e Garanzia spa, svolge un ruolo di compensazione (*clearing* o *netting*) delle posizioni che agevola e semplifica il processo di liquidazione titoli svolto da Monte Titoli.

La circostanza che Monte Titoli e Cassa di Compensazione e Garanzia siano entrambe controllate da Borsa Italiana, cioè la società di gestione dei mercati regolamentati, delinea una struttura di totale integrazione verticale fra i servizi di *trading* e *post-trading*, comunemente denominata modello "silos".

Tuttavia, nel caso degli strumenti negoziati sul mercato EuroMot gestito da Borsa Italiana spa (essenzialmente euro obbligazioni, obbligazioni di emittenti esteri e le cosiddette *asset backed securities*) e dei *covered warrants* è ammessa esplicitamente la possibilità che la liquidazione avvenga anche attraverso i servizi offerti da soggetti esteri (in particolare, Euroclear, società controllata da Euroclear plc, a sua volta controllata da un gruppo di investitori istituzionali con quote inferiori al 5 per cento, o Clearstream, ex Cedel,

ora controllata al 50 per cento da Deutsche Börse e al 50 per cento da altri intermediari e investitori internazionali). In generale, quindi, un emittente di *covered warrants* o obbligazioni quotate su un mercato gestito da Borsa Italiana può accentrare i propri titoli sui due CSD internazionali (o ICSD) che offrono sia il servizio di *clearing* e *settlement* che quello di gestione accentrata, oltre che su Monte Titoli spa.

Inoltre, la Cassa di Compensazione e Garanzia è la controparte centrale dei contratti conclusi sul Mercato Telematico dei Titoli di Stato gestito da Mts spa, ma il regolamento di tale mercato prevede la possibilità per i negozianti di liquidare anche attraverso Clearnet (società controllata all'80 per cento dal gruppo Euronext, che associa le borse di Francia, Belgio, Olanda e Portogallo); inoltre, l'utilizzo della controparte centrale è opzionale. Sui mercati regolamentati gestiti da Borsa Italiana spa dove si scambiano strumenti diversi da obbligazioni e *covered warrants*, invece, l'utilizzo della controparte centrale è obbligatorio (con la sola eccezione delle azioni negoziate sul Mercato Expandi).

La trasformazione delle strutture di *post-trading* ha formalmente preso avvio nel settembre 2003, con l'inizio dell'operatività del sistema di liquidazione Express II gestito da Monte Titoli spa. In tale occasione, la Commissione ha comunicato alla Banca d'Italia l'intesa, secondo quanto previsto dal d.lgs. 210/2001, in merito alla modifica dell'elenco dei sistemi ai quali si applicano le disposizioni contenute nel d.lgs. 210/2001 e, quindi, la definitività.

Sempre nel mese di settembre, l'Istituto ha fornito la propria intesa alla Banca d'Italia per l'approvazione del Regolamento operativo del servizio di liquidazione Express II.

Il citato Regolamento introduce una modalità operativa (cosiddetto fail) che gestisce in modo dinamico il regolamento delle operazioni che non sono

andate a buon fine per cause di natura tecnica. Tale procedura evita l'immediata insolvenza di mercato dell'inadempiente, consentendo di rinviare il regolamento delle operazioni non tempestivamente regolate ai cicli di liquidazione successivi a quello originariamente stabilito. Tali posizioni, tuttavia, non possono restare aperte indefinitamente: se l'inadempimento permane anche a seguito di un certo numero di cicli successivi di liquidazione, i gestori dei servizi di mercato chiudono le operazioni non ancora regolate ricorrendo a procedure di esecuzione coattiva ("procedure esecutive") e informano la Consob dello svolgimento di tali procedure affinché dichiarino l'insolvenza di mercato.

Nel mese di ottobre, la Commissione ha approvato le modifiche ai Regolamenti di Borsa Italiana relative alla disciplina da adottare a seguito dell'avvio di operatività del sistema di liquidazione Express II e in caso di mancata liquidazione dei contratti nel termine indicato nel Regolamento dei mercati a causa della mancata consegna dei titoli (procedura di *buy-in*) o del contante (procedura di *sell-out*).

Per i mercati assistiti da controparte centrale e in linea con quanto previsto nel Regolamento della Cassa di Compensazione e Garanzia (CCG), è prevista l'attivazione d'ufficio delle procedure di *buy-in* e *sell-out* da parte della CCG stessa. Tenuto conto che per i mercati assistiti da un sistema di garanzia a controparte centrale è la CCG che definisce modalità e tempistica della procedura di esecuzione coattiva dei contratti non regolati nei termini indicati, Borsa Italiana ha introdotto nelle Istruzioni al Regolamento dei mercati una disciplina di rinvio al regolamento della CCG. Nel caso del *buy-in*, qualora l'operazione non venga regolata entro il terzo giorno successivo alla data di liquidazione originaria, la procedura prevede l'attivazione d'ufficio della procedura da parte della CCG mediante invio di una *buy-in* notice alla controparte in fail. Da tale momento decorre un ulteriore periodo nel quale le operazioni in fail vengono riproposte nel sistema di liquidazione. Il *buy-in* viene eseguito solo se l'operazione non è regolata entro il

terzo giorno successivo all'invio della *buy-in* notice. Nel caso del *sell-out*, la procedura è attivabile dalla CCG il giorno successivo alla data di liquidazione originaria. Quest'ultimo rappresenta infatti il momento in cui il fail perde la sua caratteristica di temporanea incapacità e giustifica l'immediata esecuzione delle *sell-out* alla data di attivazione della procedura, escludendo la riproposizione dell'operazione nel sistema nei giorni successivi.

Per i mercati non assistiti da un sistema di garanzia a controparte centrale con liquidazione presso Monte Titoli (Mercato Expandi, Mercato dei covered warrants, Mot), Borsa Italiana, pur prevedendo una procedura di *buy-in/sell-out* senza intervento della CCG, predispone una disciplina che ricalca, in quanto a tempistica di svolgimento, quella prevista per i mercati assistiti da un sistema di garanzia a controparte centrale. Unico elemento di differenziazione è evidentemente quello relativo al soggetto cui è riconosciuto il potere di attivazione della procedura. In tal caso, infatti, è la controparte che, a partire dal termine del terzo giorno successivo alla data di liquidazione originaria del contratto, può assumere l'iniziativa di attivare la procedura di *buy-in*, inviando alla controparte in fail una *buy-in* notice, e intimando di provvedere al regolamento pena l'esecuzione coattiva da parte del *buy-in* agent entro il quinto giorno successivo all'invio della *buy-in* notice. Un'azione analoga è prevista per la procedura di *sell-out*.

Per i mercati non assistiti da un sistema di garanzia a controparte centrale con liquidazione presso sistemi di liquidazione esteri (EuroMot), Borsa Italiana ha optato per l'adozione di procedure in linea con quelle disciplinate dalle regole dell'International Securities Markets Association (Isma). Queste ultime prevedono comunque l'attivazione della procedura di *buy-in/sell-out* a iniziativa della controparte in bonis. Elemento distintivo è costituito dalla tempistica che prevede l'esecuzione del *buy-in* in caso di mancato regolamento entro il sesto giorno successivo all'invio della *buy-in* notice; l'invio della *buy-in* notice è previsto a partire dal sesto giorno successivo alla data di liquidazione originaria.

VI. LA VIGILANZA SUGLI INTERMEDIARI MOBILIARI

Le banche, le Sim e gli agenti di cambio

Nel corso del 2003 la Commissione è stata intensamente impegnata nell'attività di vigilanza tesa a verificare il rispetto delle norme in materia di prestazione dei servizi di investimento da parte di intermediari finanziari.

In particolare, a seguito di numerosi esposti, l'Istituto ha esaminato le caratteristiche di alcuni prodotti finanziari di struttura complessa e le cui caratteristiche in termini di rischio-rendimento potevano risultare non sufficientemente chiare o comunque potenzialmente non adeguate per investitori non professionali. Tale fenomeno spiega il notevole aumento degli esposti ricevuti dalla Commissione nel 2003 (3.177, contro 1.030 nel 2002; Tav. VI.1). Gran parte degli esposti hanno riguardato lamentele per inadeguata informativa preventiva sulle caratteristiche dei prodotti finanziari.

Gli interventi della Commissione hanno riguardato prodotti che presentavano in alcuni casi anche una componente derivata associata all'acquisto di titoli e, in altri, un piano di finanziamento accessorio all'acquisto di titoli, soprattutto del gruppo della banca collocatrice, posti poi a garanzia del finanziamento stesso. Data la complessità dell'operazione, sono stati effettuati accertamenti di vigilanza non ancora completati a fine 2003. La Commissione ha anche collaborato con l'Autorità Giudiziaria in relazione a indagini penali avviate a seguito di esposti e denunce dei risparmiatori.

Nel 2003, la Consob è stata fortemente impegnata in relazione al caso Cirio. In particolare, sono stati intrapresi accertamenti di vigilanza nei confronti di diversi intermediari al fine di valutare le modalità di trasferimento alla propria clientela di obbligazioni emesse da società del gruppo Cirio e

il rispetto delle regole di condotta in tale operatività.

Tav. VI.1

Esposti degli investitori in materia di servizi di investimento

Oggetto dell'esposto	2000	2001	2002	2003
Negoziazione e raccolta ordini				
informativa preventiva su strumenti finanziari	46	38	322	2.195
oneri commissionali	5	1	5	3
operazioni non adeguate senza preventiva conferma del cliente	26	65	53	66
esecuzione ordini	93	109	194	434
altro	68	29	72	111
Gestione di patrimoni				
informativa preventiva su caratteristiche gestione	17	27	27	44
rispetto del contratto/ regolamento di gestione	57	152	99	110
rendimenti insoddisfacenti	11	19	40	30
altro ¹	27	238	114	22
Collocamento e offerta fuori sede				
assegnazione lotto prenotato o ordinato	7	1	17	2
rappresentazione caratteristiche prodotti/servizi	22	47	40	145
esecuzione disposizioni	4	38	39	9
ipotesi di attività abusiva	1	25	1	2
altro	13	28	7	4
Totale	397	817	1.030	3.177

¹ Il dato comprende numerosi reclami pervenuti nei confronti di un unico intermediario con riferimento a una fattispecie non inquadrabile nelle altre voci della tabella.

Per quanto attiene all'area dei servizi di investimento, l'attività di vigilanza è stata avviata con una richiesta di dati e di notizie a oltre 100 intermediari, al fine di ottenere puntuali e dettagliate informazioni sul tipo di operatività posta in essere sui bonds Cirio. Alla luce delle articolate risposte pervenute e sulla base di indici quali-quantitativi, è stato selezionato un elenco di dieci soggetti che presentavano profili di maggiore criticità. Su tali soggetti si è poi concentrata l'attività di vigilanza, attraverso mirate verifiche ispettive (alcune curate

direttamente, altre richieste alla Banca d'Italia ex art. 10, comma 2, del Tuf).

La selezione degli intermediari è avvenuta individuando i maggiori venditori netti di bonds Cirio nei confronti della clientela retail e tenendo conto dell'elemento "qualitativo", consistente essenzialmente nella eventuale partecipazione diretta o mediante altra società del gruppo alle operazioni di collocamento dei prestiti. Parallelamente, sono stati acquisiti dati e notizie presso intermediari (lead manager) che avevano curato i private placement delle obbligazioni Cirio nel triennio 2000-2002.

Le obbligazioni Cirio sono state offerte secondo le usuali prassi dell'euromercato. In base a esse, essendo l'offerta dei titoli destinata a investitori professionali, non viene redatto un prospetto di sollecitazione, bensì un documento informativo (offering circular), che viene utilizzato anche come prospetto di quotazione nella Borsa Valori del Lussemburgo. È prassi poi che vi siano contrattazioni nella fase cosiddetta del grey market (dalla data di lancio dell'operazione alla data di primo regolamento), fase nella quale spesso l'offering circular non è ancora disponibile. Nello specifico caso dei bonds Cirio la data di lancio dell'emissione ha preceduto quella di regolamento di un numero di giorni più o meno ampio (da un minimo di 10 giorni a un massimo di 54 giorni).

Le obbligazioni Cirio presentavano le caratteristiche tipiche di molti corporate bonds italiani: non erano assistite da rating e avevano una dimensione media quasi sempre inferiore alla soglia minima, tale da garantire un'effettiva liquidità e suscitare l'interesse degli investitori istituzionali.

L'istruttoria ha anche evidenziato che gli intermediari che hanno operato con clientela non professionale (ove non facenti parte del consorzio di collocamento) hanno spesso acquistato in proprio i titoli dalle controparti istituzionali e li hanno venduti alla clientela fin dai primi giorni del grey market. In generale, tale operatività è risultata concentrata proprio nel periodo del grey market e si è mantenuta rilevante nei primi 120 giorni successivi alla data di primo regolamento, per poi venire progressivamente meno all'allontanarsi da tale data.

Le risultanze istruttorie hanno posto in luce un *modus operandi* in parte comune agli intermediari ispezionati. Anzitutto, l'operatività nei confronti della clientela è stata di norma qualificata come negoziazione in conto proprio. Nei fatti, tuttavia, si è trattato di interposizione fra clienti e mercato che spesso ha comportato limitati rischi di posizione: le banche, infatti, non hanno investito il proprio patrimonio nei titoli Cirio, se non in misura assai limitata. La posizione della banca nei confronti della clientela *retail* ha inoltre assunto una direzione sostanzialmente univoca: la banca si è infatti posta, di norma, in posizione di venditore nei confronti degli investitori non professionali; marginali e limitati sono stati gli acquisti dai risparmiatori. L'operatività in conto proprio delle banche è transitata talvolta all'interno di sistemi di scambi organizzati (Sso).

Tali comportamenti sono stati valutati in base alla disciplina vigente in tema di servizi di investimento. L'individuazione di eventuali casi di conflitto di interessi con la clientela, derivanti da preesistenti rapporti di finanziamento della banca con il gruppo emittente i titoli trattati, ha richiesto ulteriori indagini condotte con la collaborazione della Banca d'Italia.

Carenze procedurali sono alla base di altri casi critici che hanno coinvolto numerosi risparmiatori e che pure hanno impegnato intensamente la Commissione.

In particolare, con riferimento ai *bonds* Argentina, le verifiche si sono concentrate su taluni operatori che, sulla base di indici quantitativi e in ragione del numero e della rilevanza degli esposti degli investitori pervenuti all'Istituto, potevano risultare particolarmente rilevanti.

Le indagini sono risultate complesse anche a causa del fatto che hanno riguardato grandi intermediari che, in alcuni casi, sono stati interessati da processi di ristrutturazione aziendale e societaria nel

periodo oggetto di indagine. Talune delle istruttorie avviate sono giunte a compimento.

Fra le altre vicende di rilievo, si segnala la gestione dell'insolvenza di mercato di un agente di cambio che ha portato a iniziative di vigilanza nei confronti di altri intermediari coinvolti.

Approfondimenti sono stati effettuati in merito a forme di investimento caratterizzate dalla tutela del capitale investito, in alcuni casi associata alla previsione di un rendimento minimo. Tali investimenti, negli ultimi anni, per effetto della elevata volatilità dei mercati azionari, hanno trovato larga diffusione tra il pubblico dei risparmiatori.

In particolare, sono state esaminate alcune gestioni patrimoniali garantite offerte da un istituto bancario ad alcuni clienti, intestatari di contratti di gestione patrimoniale in fondi, finalizzate a trasferire sulla stessa banca il rischio gravante sui clienti gestiti. Il fenomeno si è realizzato in maniera non proceduralizzata ed è stato caratterizzato dall'adozione di prassi non formalizzate e comportamenti non standardizzati. Inoltre, non sono stati attivati accorgimenti per il monitoraggio e la gestione dei rischi assunti con il rilascio delle garanzie; l'assunzione di rischi non sottoposti ad adeguato controllo ha determinato il conseguimento di perdite per la banca in questione. Tali irregolarità si sono realizzate e si sono protratte nel tempo anche per effetto del contesto operativo disegnato dagli organi aziendali, caratterizzato da una inadeguata attribuzione e definizione dei compiti all'interno delle strutture societarie, nonché da un sistema di controlli interni inadeguato per il monitoraggio, da parte degli organi aziendali, delle modalità di attuazione dei poteri delegati.

Nel corso del 2003, la Commissione ha rilasciato 6 pareri alla Banca d'Italia in materia di affidamento a terzi della funzione di controllo interno delle Sim.

Secondo quanto stabilito con provvedimento del 4 agosto 2000, la Banca d'Italia si riserva di valutare, alla luce di criteri di tempestività, affidabilità ed

efficienza, ipotesi di esternalizzazione della funzione di controllo interno delle Sim, sentita la Consob per gli aspetti di competenza. In gran parte dei casi esaminati la funzione di controllo interno è stata affidata alla struttura di controllo della società capogruppo.

Intensa è stata anche la collaborazione con il Ministero dell'economia e delle finanze al quale la Commissione ha rilasciato 9 pareri in materia di iscrizione e di dimissione di agenti di cambio nel ruolo speciale tenuto presso il Ministero stesso.

Con riferimento al tema delle commissioni di movimentazione, la Commissione ha proseguito l'azione di vigilanza, iniziata nel corso dell'anno 2002, al fine di ricevere conferma dell'effettiva rimozione delle suddette commissioni e conoscere le modifiche, ove esistenti, apportate alla struttura commissionale dell'intermediario. Tutti gli intermediari interessati hanno confermato di essersi adeguati alle indicazioni fornite.

Nel corso del 2003 la Commissione è stata impegnata nella consueta attività di gestione dell'albo delle Sim e delle fiduciarie.

È continuato il processo di riduzione del numero di soggetti abilitati all'esercizio dei servizi di investimento. In particolare, il fenomeno ha interessato Sim e fiduciarie iscritte nell'albo, il cui numero è diminuito del 17 per cento rispetto al 2002 (Tav. aVI.2).

La Commissione ha autorizzato per la prima volta una impresa di investimento comunitaria alla prestazione in Italia di servizi non ammessi al mutuo riconoscimento. In particolare, la suddetta impresa è stata autorizzata a svolgere, in libera prestazione di servizi, l'attività di negoziazione in conto proprio e in conto terzi, nonché l'attività di ricezione e trasmissione di ordini aventi ad oggetto strumenti finanziari derivati su merci (*commodity derivatives*).

Poiché gli strumenti derivati su merci non sono inclusi nella lista degli strumenti finanziari allegata alla direttiva sui servizi di investimento (93/22/CEE), l'impresa di investimento comunitaria che intende

prestare servizi di investimento aventi ad oggetto i suddetti strumenti non può avvalersi del “passaporto europeo” (articoli 17 e 18 della direttiva citata), ma deve presentare apposita istanza di autorizzazione ai sensi dell’articolo 23 del Regolamento Intermediari.

Nel corso del 2003, l’Istituto ha trasmesso al Ministero dell’economia e delle finanze il parere di propria competenza circa un progetto di modifica dello statuto del Fondo nazionale di garanzia (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), approvato dal Comitato di Gestione del Fondo stesso il 15 luglio 2003. È stato reso, inoltre, il parere relativo all’aggiornamento annuale del piano per la copertura finanziaria della gestione speciale del Fondo Nazionale di Garanzia, relativa alle insolvenze anteriori al 1° febbraio 1998.

Il Fondo ha proseguito la nuova gestione avviata, ai sensi dell’art. 59 del Tuf, con riferimento alle procedure concorsuali per le quali lo stato passivo è stato depositato a far tempo dal 1° febbraio 1998 (Tav. aVI.3). In particolare, il sistema di indennizzo è intervenuto per 19 casi di insolvenza (11 Sim e 8 agenti di cambio). Tale gestione si affianca alla cosiddetta gestione speciale, alla cui copertura concorre il Ministero dell’economia e delle finanze, disciplinata dal regime anteriore al Tuf (Tav. aVI.4) e riguarda 25 insolvenze con stato passivo depositato anteriormente al 1° febbraio 1998.

Le società di gestione collettiva del risparmio

Nel corso del 2003, l’attività di vigilanza sulle Sgr si è concentrata in prevalenza sulle società di grandi e medie dimensioni, in rapporto sia alla massa di risparmio gestita che alla quantità di Oicr commercializzati.

In particolare, la Commissione ha ritenuto opportuno predisporre un’articolata azione di controllo con l’obiettivo di verificare il rispetto dei

principi di trasparenza e correttezza comportamentale in relazione all’operatività connessa all’attività gestoria posta in essere da tali intermediari. Le indagini condotte attraverso gli strumenti tipici di vigilanza informativa hanno evidenziato la presenza di problematiche concernenti le modalità di esecuzione delle operazioni di compravendita di titoli quotati sui mercati regolamentati.

Con particolare riferimento alle operazioni cosiddette “cross” tra fondi gestiti della stessa società è stato rilevato che, limitatamente ad alcuni casi, le modalità operative adottate e le variazioni del prezzo degli strumenti finanziari negoziati potevano essere potenzialmente assimilabili a tecniche di manipolazione dei prezzi. Nella maggior parte dei casi, tuttavia, è stata invece riscontrata un’operatività in cross trades coerente con le politiche d’investimento perseguite dai vari fondi esaminati e le variazioni dei prezzi rilevate non sono state tali da pregiudicare i rendimenti di alcuni fondi a vantaggio di altri.

Relativamente alle operazioni di day trading, è stato rilevato un sostanziale disallineamento dell’operatività di negoziazione giornaliera effettuata da alcuni fondi con le strategie d’investimento deliberate dagli organi sociali e gli obiettivi d’investimento delineati nella documentazione d’offerta. Prescindendo da tale aspetto, l’attività gestoria in questione non ha presentato profili di criticità in ordine ai principi di correttezza comportamentale, non essendo stati riscontrati meccanismi incentivanti l’incremento del numero necessario di negoziazioni, finalizzati ad aumentare il flusso commissionale verso i brokers (cosiddetto churning). L’attività di vigilanza ha comunque evidenziato alcune carenze in ordine alle procedure di controllo delle operazioni di tipo cross e di registrazione degli elementi essenziali delle operazioni eseguite per conto dei fondi gestiti. Carenze hanno riguardato anche la formalizzazione del processo decisionale d’investimento e l’esplicitazione, nel prospetto informativo e nel rendiconto annuale dei fondi, dello stile gestionale adottato.

Al riguardo, si è fatto ricorso allo strumento della raccomandazione al fine di indurre gli organi

sociali delle Sgr interessate a esaminare le criticità evidenziate e a individuare le risorse organizzative e procedurali atte al loro superamento. In un caso specifico, è stata inoltre deliberata una verifica ispettiva finalizzata ad accertare l'adeguatezza delle procedure, oggetto di raccomandazione, predisposte dall'intermediario.

La Commissione ha altresì intrapreso una duplice azione di monitoraggio finalizzata a verificare la conformità alla normativa primaria e regolamentare di alcune recenti tendenze del mercato. In particolare, oggetto di tali verifiche sono state le procedure di tenuta dei registri degli ordini e le operazioni di sottoscrizione e rimborso a breve termine effettuate sulle quote di fondi comuni d'investimento (cosiddetto *market timing*).

Il market timing può essere definito come la strategia posta in essere dai sottoscrittori consistente nell'eseguire operazioni di trading (investimento e successivo disinvestimento) in un arco temporale limitato con l'intento di anticipare a proprio vantaggio le tendenze rialziste o ribassiste dei mercati finanziari. Sebbene il market timing non costituisca di per sé una fattispecie illecita, esso comporta una violazione indiretta della parità di trattamento tra gli investitori, ovvero un vantaggio per i market timers a discapito degli investitori di lungo periodo.

La prima delle suddette indagini è stata effettuata selezionando un campione di 8 Sgr, alle quali è stata richiesta, ai sensi dell'art. 8, comma 1, del Tuf, la descrizione delle procedure adottate con particolare riguardo ai processi di preimputazione degli ordini, di alimentazione del registro, di gestione degli errori di alimentazione, di controllo e di gestione degli eventuali scostamenti rispetto agli standard procedurali.

Le principali carenze emerse si riferiscono essenzialmente all'attività di inserimento degli ordini nel registro, alle modalità di registrazione e conservazione degli ordini trasmessi ai negozianti via telefono, fax o e-mail, all'assenza nei registri di dati essenziali per garantirne l'affidabilità informativa. Al riguardo, è stato attivato il potere di raccomandazione onde esortare le Sgr interessate ad adeguare le proprie procedure alla best practice del mercato.

L'indagine sul fenomeno del market timing è stata invece preliminarmente fondata sull'esame dei dati mensili aggregati di vigilanza relativi a tutti i fondi comuni aperti italiani per il periodo gennaio 2002 - giugno 2003. In particolare, sono stati calcolati per l'universo degli Oicr aperti di diritto italiano (1339 fondi appartenenti a 92 Sgr) due criteri (incidenza della liquidità netta disponibile e dei flussi di sottoscrizione e rimborsi sul totale dell'attività dei fondi) che potenzialmente possono rappresentare un primo segnale dell'esistenza di fenomeni di market timing. Tale analisi ha portato a una prima selezione che, pur avendo un elevato valore segnaletico, non ha tuttavia consentito di addivenire a un giudizio fondato sull'esistenza di pratiche abusive di sottoscrizione e rimborso a breve delle quote dei fondi. La Commissione ha pertanto deliberato la prosecuzione dell'attività di monitoraggio in questione, attraverso una richiesta di dati e notizie effettuata nei confronti di 7 Sgr e avente ad oggetto i dati relativi ai flussi giornalieri di sottoscrizione e rimborso, nonché le procedure di registrazione delle suddette operazioni adottate dagli intermediari.

La Commissione ha anche prestato una specifica attenzione alle politiche di investimento delle Sgr relative ai *corporate bonds*.

Dalle indagini svolte è emerso che le obbligazioni corporate riferibili a gruppi italiani rappresentano una percentuale complessivamente marginale del patrimonio delle gestioni collettive e individuali (incluso per queste ultime anche quelle di banche e Sim; Tav. VI.2).

Infatti, il controvalore di corporate bonds riconducibili a gruppi italiani nei portafogli delle gestioni individuali e collettive di banche, Sim e Sgr era pari (al 30 giugno 2003) a circa 7 miliardi di euro, equivalente a circa l'8 per cento del totale del relativo stock di obbligazioni in circolazione; l'incidenza sulla massa gestita per le gestioni individuali è alquanto modesta (circa l'1 per cento per banche e Sim e l'1,3 per cento per le Sgr) e ancor meno rilevante per i fondi comuni (0,6 per cento). Con riguardo alle Sgr appartenenti ai primi 6 maggiori gruppi bancari i valori suindicati risultano ancora più modesti.

Tav. VI.2

Corporate bonds nel portafoglio delle gestioni individuali e collettive di banche, Sim e Sgr¹

(dati al 30 giugno 2003; valori monetari in milioni di euro)

	Gestioni individuali		OICR aperti (Sgr e Sicav)	Totale
	Banche e Sim	Sgr		
Primi 6 gruppi bancari				
controvalore	656	527	1.288	2.470
in percentuale del patrimonio gestito	0,9	0,7	0,4	0,5
Intero sistema				
controvalore ²	1.803	2.713	2.825	7.341
in percentuale del patrimonio gestito	0,9	1,3	0,6	0,8

Fonte: Elaborazioni su dati tratti dalle segnalazioni statistiche di vigilanza Consob e Banca d'Italia. Sono escluse le obbligazioni emesse da società per la cartolarizzazione dei crediti. ¹ L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. ² Il dato relativo alle gestioni individuali di banche e Sim è stimato.

Anche rapportando i possessi obbligazionari delle Sgr al totale dei debiti finanziari dei principali gruppi industriali italiani si ottengono valori che risultano sempre molto contenuti (Tav. VI.3). Nel caso del gruppo Telecom-Olivetti la quota delle obbligazioni del gruppo in portafoglio alle Sgr rappresenta l'8 per cento circa del totale dei debiti finanziari a fine 2002; nel caso del gruppo Parmalat, invece, il dato era pari al 7 per cento circa dei debiti finanziari consolidati riportati nel bilancio 2002 (sulla base delle riclassificazioni riportate nella pubblicazione R&S Mediobanca 2003).

Un altro aspetto oggetto di una particolare attività di analisi e sorveglianza ha riguardato le problematiche relative alla struttura dei consigli di amministrazione delle Sgr e ai requisiti di indipendenza degli amministratori, con riferimento particolare alle Sgr di matrice bancaria.

La centralità e l'attualità della problematica relativa all'indipendenza dell'organo amministrativo è stata recepita anche dal legislatore italiano. L'art. 9.50, introdotto dal d.lgs. 6 febbraio 2004 n. 37 (cosiddetto "decreto correttivo"), ha infatti modificato l'art. 13 del Tuf introducendo, accanto ai tradizionali requisiti di professionalità e onorabilità, l'ulteriore requisito di

"indipendenza" degli esponenti aziendali, la cui specificazione è demandata al Ministero dell'economia e delle finanze, sentita la Consob e la Banca d'Italia. Parimenti importante è il nuovo comma 3bis del medesimo articolo 13, che estende l'applicazione del rimedio sanzionatorio di decadenza dalla carica, sino a ora limitato al caso di violazione dei requisiti fissati a livello regolamentare, anche al caso di difetto dei requisiti di indipendenza autonomamente determinati in sede statutaria.

Tav. VI.3

Obbligazioni corporate dei principali gruppi quotati detenute dalle Sgr nell'ambito della gestione collettiva e individuale

(dati al 30 giugno 2003; valori monetari in milioni di euro)

Principali gruppi quotati	Consistenze		Totale (A + B)	Totale in rapporto ai debiti finanziari consolidati 2002 ¹
	Fondi comuni aperti italiani (A)	Gestioni individuali (B)		
Telecom - Olivetti	2.025	1.232	3.257	8,0
Enel	187	707	894	3,5
Parmalat	353	62	415	7,2
Fiat	117	278	395	1,2
Eni	39	198	237	1,5
Italenergia - Edison	22	99	121	1,7
Cir (Cofide)	54	49	103	6,0
Pirelli	2	67	69	2,3
Finmeccanica	11	7	18	0,8
Benetton	5	4	9	0,3
Alitalia	5	4	9	0,5
Autostrada To-Mi	..	8	8	1,3
Impregilo	2	6	8	0,5
Dal mine	5	3	8	2,4
St Microelectronics	1	--	1	..
Bulgari	1	--	1	0,5

Fonte: Elaborazioni su dati derivanti da segnalazioni statistiche di vigilanza Consob e Banca d'Italia e R&S 2003 Mediobanca. Sono escluse le obbligazioni emesse da società per la cartolarizzazione dei crediti. ¹ Dati in percentuale.

Se, dunque, in futuro sarà necessaria una fattiva collaborazione tra le Autorità per dare contenuto alla formula di indipendenza recentemente introdotta, l'intervento legislativo ha indubbiamente accentuato il ruolo dell'autodisciplina degli intermediari. Tale approccio è peraltro il medesimo già adottato dal Regolamento Intermediari, il quale demanda agli intermediari l'adozione e il rispetto di un codice interno

di autodisciplina, anche tramite rinvio ai codici di autodisciplina adottati da associazioni di categoria, nel quale, in linea con quanto previsto dal Tuf, devono trovare definizione “le regole di comportamento dei componenti gli organi amministrativi”. Sul punto, sebbene nel “Protocollo di Autonomia per le società di gestione del risparmio” elaborato da Assogestioni a inizio 2001 siano previsti i requisiti e le attribuzioni degli amministratori indipendenti, scarsa si è dimostrata sino a ora la sensibilità delle Sgr, i cui Cda rispecchiano quindi la predominante struttura proprietaria bancaria.

Analizzando, infatti, i Cda delle prime 17 Sgr di matrice bancaria (con un patrimonio gestito complessivo pari a circa 300 miliardi di euro, cioè circa il 79 per cento del totale del patrimonio gestito dei fondi armonizzati di diritto italiano) si rileva come in numerosi casi lo stesso soggetto rivesta cariche o nella banca capogruppo o in altre società del gruppo bancario (Tav. VI.4). Su 143 amministratori (in media quindi 8,4 membri per ogni Cda), solo 39 (27 per cento circa) non rivestono cariche in altre società del gruppo

di appartenenza della Sgr; in 43 casi (30 per cento del totale) i componenti del Cda ricoprono cariche nella banca capogruppo (in 7 casi di amministratore delegato o direttore generale; in 20 casi un consigliere non esecutivo è un dirigente della banca capogruppo). In 61 casi i membri del Cda della Sgr rivestono cariche in altre società del gruppo.

La figura degli “independent directors” è invece ben radicata in altri ordinamenti, quale quello statunitense, nel quale sia la normativa primaria che secondaria, ovvero l’Investment Company Act e le Rules emanate dalla Sec, concorrono a stabilire la nozione di “indipendenza” e il numero minimo di consiglieri indipendenti richiesti all’interno del Fund Board. Ancora, sulla scorta delle recenti azioni di enforcement condotte in relazione a pratiche illegali nella gestione dei fondi, la Sec ha proposto di richiedere, quale requisito minimo, la presenza di una “supermajority” (75 per cento) di independent directors, sottolineando come tale requisito potrebbe incidere sulle dinamiche decisionali del Board, modificandole nell’interesse degli investitori.

Tav. VI.4

Incroci fra i consigli di amministrazione delle Sgr e quelli delle società del gruppo

Cariche ricoperte nelle Sgr	Cariche ricoperte nella banca capogruppo					Cariche in altre società del gruppo	Senza cariche nelle società del gruppo	Totale complessivo
	presidente	amm.re delegato	consigliere	direttore generale	dirigente			
amministratore delegato					2	8	2	12
consigliere		2	7	4	20	37	16	86
consigliere esecutivo						8	4	12
consigliere indipendente						2	14	16
presidente		1	2		2	5	2	12
presidente consigliere esecutivo	1		1			1	1	4
presidente consigliere indipendente			1					1
<i>Totale</i>	<i>1</i>	<i>3</i>	<i>11</i>	<i>4</i>	<i>24</i>	<i>61</i>	<i>39</i>	<i>143</i>

Fonte: Prospetti informativi. Dati relativi alle prime 17 Sgr di matrice bancaria per patrimonio gestito (a gennaio 2004).

I promotori finanziari

L'azione di vigilanza nei confronti dei promotori ha preso impulso da esposti provenienti da investitori, dall'esito di verifiche ispettive effettuate presso gli intermediari, da comunicazioni dell'Autorità o della Polizia giudiziaria e da segnalazioni degli stessi intermediari.

Quest'ultimo tipo di segnalazioni (che gli intermediari sono peraltro tenuti obbligatoriamente a effettuare e che normalmente forniscono un importante supporto alla Commissione nello svolgimento dell'attività di vigilanza) sono stati spesso motivati dall'obiettivo di ottenere l'intervento sanzionatorio della Consob al fine di legittimare la risoluzione di rapporti di lavoro con i promotori, piuttosto che dall'esigenza di segnalare circostanze effettivamente meritevoli di un'azione di vigilanza.

Nel 2003 si è registrato un sensibile incremento delle comunicazioni con le quali sono state segnalate presunte irregolarità a carico di promotori finanziari. Il numero complessivo degli esposti ricevuti ed esaminati nel 2003 (461) è sensibilmente aumentato rispetto a quello del 2002 (332) e del 2001 (360). Dei 461 esposti esaminati nel corso dell'anno, 73 (16 per cento circa) non riguardavano, già a un primo esame, irregolarità ascrivibili ai promotori finanziari. Si trattava spesso di segnalazioni o esposti anonimi, non attinenti alle materie di competenza dell'Istituto, assolutamente generici o riguardanti fattispecie in relazione alle quali i relativi termini di prescrizione risultavano decorsi.

L'incremento del numero delle segnalazioni è presumibilmente da correlarsi alla perdurante fase di debolezza dei mercati finanziari e alla situazione congiunturale negativa, che se, da un lato, accresce il tasso di litigiosità degli investitori, dall'altro, favorisce la propensione degli operatori a tenere condotte non sempre in linea con i dettami della normativa di settore.

Nel corso del 2003 il numero degli iscritti all'albo dei promotori finanziari è lievemente diminuito rispetto all'anno precedente. Al 31 dicembre 2003, infatti, risultavano iscritti 66.554 promotori finanziari, a fronte dei 66.743 iscritti alla data del 31 dicembre 2002. Per la prima volta dall'istituzione dell'albo unico nazionale si è registrata una flessione del numero totale dei promotori iscritti all'albo (Tav. aVI.5).

Il numero delle cancellazioni (pari a 4.735) è cresciuto sensibilmente rispetto a quello dell'anno precedente (pari a 2.201). Le cancellazioni per omesso pagamento del contributo di vigilanza sono state 3.119, quelle a domanda dell'interessato 1.494, quelle per decesso del soggetto 59, quelle a seguito di radiazione 56, quelle per perdita dei requisiti 4 e 3 quelle per revoca del provvedimento di iscrizione. Il notevole aumento di talune tipologie di cancellazioni (in particolare le cancellazioni per omesso pagamento) rappresenta, unitamente al minor numero di iscritti (passati da 9.300 del 2002 a 4.530 del 2003), il dato che ha maggiormente inciso sulla diminuzione del numero totale degli iscritti all'albo. La diminuzione del numero degli iscritti risulta proporzionalmente maggiore nel centro-sud rispetto al centro-nord del paese.

VII. I PROVVEDIMENTI SANZIONATORI E CAUTELARI

I provvedimenti relativi agli intermediari e ai promotori finanziari

Nel corso del 2003 la Commissione ha concluso 17 procedimenti sanzionatori per violazioni della normativa sull'intermediazione mobiliare e sulla prestazione dei servizi di investimento (Tav. VII.1). Le proposte di sanzione hanno riguardato 215 soggetti (di cui 3 agenti di cambio) e l'importo complessivo delle sanzioni proposte è stato pari a 2,4 milioni di euro (contro i 3,2 milioni di euro nel 2002). La quota di gran lunga maggiore degli illeciti è riferibile alle banche e alle Sgr (sia in termini di numero che di importi delle sanzioni).

Tav. VII.1

Sanzioni amministrative pecuniarie proposte nei confronti di intermediari mobiliari¹
(valori monetari in migliaia di euro)

	1999	2000	2001	2002	2003
<i>N. casi</i>					
Banche	23	13	5	5	7
Sim	25	21	10	12	3
Agenti di cambio	3	14	1	5	1
Sgr	--	--	--	5	6
<i>Totale</i>	<i>51</i>	<i>48</i>	<i>16</i>	<i>27</i>	<i>17</i>
<i>N. esponenti sanzionati</i>					
Banche	71	71	31	90	114
Sim	71	88	52	161	25
Agenti di cambio	3	14	1	6	3
Sgr	--	--	--	61	73
<i>Totale</i>	<i>145</i>	<i>173</i>	<i>84</i>	<i>318</i>	<i>215</i>
<i>Importo delle sanzioni proposte</i>					
Banche	647	986	252	557	1.847
Sim	566	901	860	1.319	172
Agenti di cambio	120	100	39	136	54
Sgr	--	--	--	1.147	369
<i>Totale</i>	<i>1.333</i>	<i>1.987</i>	<i>1.151</i>	<i>3.159</i>	<i>2.441</i>

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

Nel caso delle Sim, quasi tutte le violazioni riscontrate hanno riguardato aspetti relativi alla carenza delle procedure e degli assetti organizzativi; violazioni di carattere strettamente comportamentale sono risultate invece più frequenti fra banche e Sgr, sebbene anche per questi soggetti le violazioni di carattere procedurale rimangono le più numerose (Tav. VII.2). Nel caso delle banche, la maggior parte delle violazioni ha riguardato il servizio di gestione su base individuale, seguito dalla raccolta ordini e dalla negoziazione in conto terzi; per le Sim, invece, risultano prevalenti le violazioni relative alla raccolta ordini e al collocamento. Nel caso, infine, delle Sgr le violazioni relative alla gestione collettiva sono risultate nettamente più numerose rispetto a quelle relative alla gestione su base individuale.

Con riferimento alle fattispecie di violazioni, il 19 per cento circa delle violazioni riscontrate (in termini di importo delle relative sanzioni) ha riguardato il mancato rispetto del principio che impone agli intermediari di disporre di risorse e procedure, anche di controllo interno, idonee ad assicurare un efficiente, ordinato e corretto svolgimento dei servizi (oltre che a ricostruire i tempi, le modalità e le caratteristiche dei comportamenti posti in essere) e un'adeguata vigilanza sulle attività svolte dai dipendenti e dai promotori (Tav. VII.3). Un altro 15 per cento delle violazioni si riferisce al mancato rispetto del principio che impone agli intermediari di comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza nell'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati.

Sanzioni amministrative pecuniarie proposte nei confronti di esponenti aziendali di intermediari nel 2003¹
(valori monetari in migliaia di euro)

	Sim		Banche		Agenti di cambio		Sgr	
	N.	Importi	N.	Importi	N.	Importi	N.	Importi
Esponenti aziendali								
amministratori esecutivi	4	68	25	817	1	35	22	175
amministratori non esecutivi	9	27	55	590	--	--	26	92
presidente collegio sindacale	2	15	6	117	--	--	6	34
altri sindaci	5	24	12	110	--	--	11	43
direttore generale	--	--	4	70	--	--	2	15
controller	2	11	3	46	2	19	3	7
dipendenti	3	28	9	97	--	--	3	4
<i>Totale</i>	25	172	114	1.847	3	54	73	369
Sanzioni proposte e irrogate nel 2003^{2,3}								
proposte	62	172	135	427	--	--	66	144
irrogate	62	172	135	427	--	--	66	144
Tipologia di violazione³								
procedurale	54	69	301	1.515	3	16	169	275
comportamentale	8	103	89	332	3	37	56	114
Servizio di investimento / Gestione⁴								
collocamento	30	117	84	317	—	—	—	—
raccolta ordini	33	112	210	783	6	54	—	—
negoiazione conto terzi	16	118	104	339	6	54	—	—
negoiazione conto proprio	15	93	91	353	—	—	—	—
gestione collettiva	—	—	—	—	—	—	188	303
gestione individ. e collettiva	—	—	—	—	—	—	26	49
gestione individuale	28	102	281	1.403	3	16	11	37

¹ L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. ² I dati si riferiscono esclusivamente alle sanzioni che risultavano effettivamente irrogate dal Ministero dell'economia e delle finanze alla fine del 2003. ³ Il totale differisce dai precedenti per effetto dell'applicazione del cumulo giuridico e il numero si riferisce al numero di violazioni commesse dagli esponenti aziendali. ⁴ I dati differiscono dai precedenti in quanto la stessa violazione può riferirsi a più servizi.

Con riferimento alle violazioni per tipologia di intermediario, nel caso degli agenti di cambio, il 70 per cento delle violazioni riscontrate ha riguardato il mancato rispetto delle norme sulla separazione dei patrimoni dei clienti (Tav. VII.4). Tale tipologia di violazione è stata pure quella più frequentemente riscontrata per le Sim (33 per cento del totale). Nel caso delle Sgr, la violazione più frequente è relativa alla mancanza di procedure interne idonee a ridurre al minimo il rischio di conflitti di interesse connesso a operazioni anche

di gruppo e a garantire un equo trattamento ai diversi Oicr gestiti.

Nel corso del 2003 la Commissione ha adottato 109 provvedimenti sanzionatori e 26 provvedimenti di sospensione cautelare dall'esercizio dell'attività di promotore finanziario; la Commissione ha avviato altri 107 procedimenti che si sono però conclusi con l'archiviazione. Sono state trasmesse 77 segnalazioni all'Autorità Giudiziaria relative a ipotesi di reato connesse allo svolgimento dell'attività di promotore finanziario (Tav. aVII.1).

Tav. VII.3

Principali violazioni riscontrate nell'attività di vigilanza sugli intermediari mobiliari nel 2003¹
(valori monetari in migliaia di euro)

Fattispecie di violazione	Combinato disposto	Quota ²	Importo sanzioni	Numero violazioni
Mancato rispetto di principi che impongono agli intermediari di disporre di risorse e procedure, anche di controllo interno, idonee ad assicurare l'efficiente, ordinato e corretto svolgimento dei servizi, a ricostruire le modalità, i tempi e le caratteristiche dei comportamenti posti in essere e ad assicurare un'adeguata vigilanza sulle attività svolte dal personale addetto e dai promotori finanziari	Art. 21, co. 1, lett. d), Tuf e Art. 56, co. 2, Reg. Intermediari	19,1	462	126
Mancato rispetto dei principi che impongono agli intermediari di comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza nell'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati	Art. 21, co. 1, lett. a), Tuf	14,8	364	44
Mancato rispetto dei principi che impongono agli intermediari di svolgere una gestione indipendente, sana e prudente e adottare misure idonee a salvaguardare i diritti dei clienti sui beni affidati	Art. 21, co. 1, lett. e), Tuf	9,5	233	28
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 determinato dalla non costante verifica dell'idoneità delle procedure interne ad assicurare il rispetto delle disposizioni di cui al Tuf e ai relativi regolamenti di attuazione da parte della funzione di controllo interno	Art. 21, co. 1, lett. d), Tuf e Art. 57, co. 3, lett. a), Reg. Intermediari	8,7	209	29
Mancato rispetto dei principi e delle disposizioni regolamentari che impongono agli intermediari di disporre di risorse e procedure, anche di controllo interno, idonee ad assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi	Art. 21, co. 1, lett. d), Tuf e Art. 56, Reg. Intermediari	8,5	205	39
<i>Totale</i>		<i>60,5</i>	<i>1473</i>	<i>266</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. VII.4

Principali violazioni riscontrate nell'attività di vigilanza nel 2003 per tipologia di intermediario
(valori monetari in migliaia di euro)

Categoria intermediario	Fattispecie di violazione	Combinato disposto	Quota ¹	Importo sanzioni	Numero violazioni
Sgr	Mancato rispetto delle regole di comportamento che impongono alle Sgr di organizzarsi e di dotarsi di procedure interne idonee a ridurre al minimo il rischio di conflitti di interesse connesso a operazioni anche derivanti da rapporti di gruppo o da rapporti di affari propri o di società del gruppo e di garantire in tale ambito operativo che sia comunque assicurato un equo trattamento degli Oicr	Art. 40, co. 1, lett. b), Tuf e Art. 49, co. 1, Reg. Intermediari	13,5	52	31
Agenti di cambio	Mancata separazione patrimoniale	Art. 22, Tuf	69,6	37	3
Sim	Mancata separazione patrimoniale	Art. 22, Tuf	33,3	57	6
Banche	Mancato rispetto dei principi che impongono agli intermediari di disporre di risorse e procedure, anche di controllo interno, idonee ad assicurare l'efficiente, ordinato e corretto svolgimento dei servizi, a ricostruire le modalità, i tempi e le caratteristiche dei comportamenti posti in essere e ad assicurare un'adeguata vigilanza sulle attività svolte dal personale addetto e dai promotori finanziari	Art. 21, co. 1, lett. d), Tuf e Art. 56, co. 2, Reg. Intermediari	22,4	413	92

¹ Incidenza percentuale della fattispecie di violazione sul totale degli importi monetari delle sanzioni proposte per tipologia di intermediario.

Per quanto attiene al numero dei provvedimenti sanzionatori più gravi non si registrano sostanziali variazioni rispetto al 2002 (le radiazioni sono diminuite da 58 a 56) e nella stessa linea di tendenza si pongono le sanzioni amministrative pecuniarie (passate da 6 a 5); mentre invece risultano aumentate le sospensioni sanzionatorie (da 37 a 47) e drasticamente diminuiti i richiami (da 33 a 1). La diminuzione dei provvedimenti cautelari (da 31 del 2002 a 26 del 2003) non si discosta dalla tendenza manifestatasi nel 2002, riconducibile soprattutto a una flessione dei provvedimenti di interdizione dall'attività sino a un anno.

Nell'ambito dei rapporti di reciproca collaborazione fra la Commissione e l'Autorità Giudiziaria, deve segnalarsi che i poteri e gli strumenti d'indagine attualmente a disposizione della Consob non sempre consentono all'Istituto di pervenire all'adozione di provvedimenti cautelari o sanzionatori prima dell'accertamento, da parte della magistratura, di talune ipotesi delittuose ascrivibili ai promotori finanziari.

Fattispecie quali, ad esempio, la falsificazione della firma dell'investitore o il riciclaggio richiedono, in alcuni casi, accertamenti da parte della Magistratura, in mancanza dei quali è estremamente difficile per la Commissione intervenire con l'adozione di misure sanzionatorie. Si instaurano, quindi, pur nell'autonomia tra procedimento amministrativo e processo penale e nel rispetto dei diritti e degli interessi dei soggetti coinvolti, forme di collaborazione sempre più strette fra la Commissione e l'Autorità Giudiziaria, collaborazione che consente di acquisire documentazione e informazioni rilevanti diversamente non reperibili. Alla stessa maniera, si è spesso verificato che da segnalazioni della Consob di ipotesi di fattispecie penalmente rilevanti abbiano preso le mosse indagini degli organi di Polizia giudiziaria di notevole importanza.

I provvedimenti relativi agli emittenti e alle società di revisione

Nel corso del 2003 la Consob ha formulato 31 proposte al Ministero dell'economia e delle finanze di irrogazione di sanzioni pecuniarie per violazioni della disciplina sull'appello al pubblico risparmio e sull'informativa societaria (Tav. VII.5). L'importo complessivo delle sanzioni proposte è stato pari a 1,7 milioni di euro (contro 2,1 nel 2002). La Commissione, inoltre, ha avviato 32 procedimenti che si sono conclusi nel 2003 con il pagamento in misura ridotta della sanzione (Tav. VII.6).

Tav. VII.5

Sanzioni amministrative proposte dalla Consob al Ministero dell'economia e delle finanze in materia di appello al pubblico risparmio, informativa societaria e deleghe di voto
(valori monetari in migliaia di euro)

	2001	2002	2003
N. casi			
Sollecitazione	27	14	3
Opa	--	--	1
Informativa societaria	6	12	5
Partecipazioni rilevanti e patti parasociali	3	11	22
Deleghe di voto	--	--	--
<i>Totale</i>	36	37	31
N. soggetti sanzionati			
Sollecitazione	35	24	7
Opa	--	--	5
Informativa societaria	5	18	7
Partecipazioni rilevanti e patti parasociali	4	43	13
Deleghe di voto	--	--	--
<i>Totale</i>	44	85	32
Importo delle sanzioni proposte			
Sollecitazione	545	1.404	702
Opa	--	--	464
Informativa societaria	160	400	216
Partecipazioni rilevanti e patti parasociali	238	300	359
Deleghe di voto	--	--	--
<i>Totale</i>	943	2.104	1.741

Tav. VII.6

Pagamenti in misura ridotta a fronte di contestazioni di violazioni delle norme in materia di appello al pubblico risparmio, informativa societaria e deleghe di voto
(valori monetari in migliaia di euro)

	2001	2002	2003
N. casi			
Sollecitazione	13	6	1
Opa	2	1	3
Informativa societaria	11	6	6
Partecipazioni rilevanti e patti parasociali	51	78	22
Deleghe di voto	--	--	--
<i>Totale</i>	<i>77</i>	<i>91</i>	<i>32</i>
N. soggetti sanzionati			
Sollecitazione	19	6	8
Opa	3	1	4
Informativa societaria	20	6	6
Partecipazioni rilevanti e patti parasociali	53	77	29
Deleghe di voto	--	--	--
<i>Totale</i>	<i>95</i>	<i>90</i>	<i>47</i>
Importo delle sanzioni			
Sollecitazione	344	207	83
Opa	31	103	41
Informativa societaria	258	392	155
Partecipazioni rilevanti e patti parasociali	537	845	300
Deleghe di voto	--	--	--
<i>Totale</i>	<i>1.170</i>	<i>1.547</i>	<i>579</i>

Per ciò che riguarda la disciplina della sollecitazione, gli illeciti sanzionati hanno riguardato operazioni di offerta abusiva. In questi casi, la Commissione è intervenuta anche con provvedimenti cautelari di divieto o sospensione dell'offerta (Tav. VII.7).

Tav. VII.7

Provvedimenti cautelari relativi a operazioni di sollecitazione

	2001	2002	2003
Provvedimenti di sospensione cautelare	3	2	9
Provvedimenti di divieto	3	6	2
Provvedimenti di decadenza	--	--	2
<i>Totale</i>	<i>6</i>	<i>8</i>	<i>13</i>

In particolare, la Commissione ha adottato 4 delibere di sospensione di offerte pubbliche di scambio

aventi ad oggetto obbligazioni di emittenti esteri, comunicate ai depositari italiani tramite il sistema lussemburghese di gestione accentrata Clearstream. L'insieme degli elementi raccolti ha indotto a ritenere sussistente il sospetto che le attività svolte fossero state poste in essere in violazione della normativa vigente. In particolare, le operazioni indicate sembravano rivestire le caratteristiche di un'offerta pubblica di scambio rilevanti ai sensi dell'art. 1, comma 1, lett. v), del Tuf e in relazione a esse non risultava essere stata effettuata la preventiva comunicazione alla Consob, né risultava essere stato trasmesso il documento destinato alla pubblicazione, come prescritto dall'art. 102, comma 1, del Tuf.

Con riferimento alla disciplina delle partecipazioni rilevanti, tutti i procedimenti sanzionatori (sia quelli conclusi con una proposta di sanzione al Ministero dell'economia e delle finanze sia quelli conclusi con il pagamento in misura ridotta della sanzione) hanno riguardato ritardi nella comunicazione di variazioni di quote e possessi azionari. Il numero complessivo di procedimenti sanzionatori relativi a questa fattispecie, conclusi nel 2003, risulta tuttavia in netta diminuzione rispetto ai due anni precedenti. Nel caso della disciplina Opa, invece, le violazioni hanno riguardato la mancata effettuazione di offerte obbligatorie su società quotate.

Per ciò che concerne l'informativa societaria, 10 procedimenti sanzionatori hanno riguardato violazioni degli obblighi di informazione continua e periodica. In un caso, invece, la violazione ha riguardato i sindaci di una società quotata per l'omessa tempestiva comunicazione alla Consob di una irregolarità nella redazione della relazione semestrale al 30 giugno 2002.

Con riferimento alle società di revisione, nel corso del 2003 la Commissione ha intimato alla Kpmg spa, ai sensi dell'art. 163, comma 1, lett. a), del Tuf, di non avvalersi, per un periodo di due anni, dell'attività di revisione di un partner. Il

provvedimento è stato adottato a seguito degli accertamenti eseguiti sui lavori di revisione svolti sul bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2000 e sulla relazione semestrale al 30 giugno 2001 della Bipop-Carire spa, nonché sul bilancio al 31 dicembre 2000 della società controllata Fineco-Banca ICQ spa.

In particolare, sono state accertate gravi carenze nel processo di revisione che hanno comportato la mancata valutazione della funzione di revisione interna e dei correlati effetti sulla valutazione del rischio di controllo per l'area delle gestioni patrimoniali in fondi, il mancato esame delle modalità di concessione di un'apertura di credito di importo rilevante a favore di un amministratore della banca e delle modalità di rinnovo della fideiussione concessa al medesimo soggetto, nonché l'acquisizione di non adeguati elementi probatori con riferimento alla valutazione di taluni crediti.

Le suddette carenze hanno impedito alla società di revisione di rilevare tempestivamente le anomalie che caratterizzavano il processo decisionale all'interno della Banca in occasione dell'assunzione di decisioni rilevanti, come quella del rinnovo di posizioni creditorie verso parti correlate, e quindi di riscontrare altrettanto tempestivamente l'esistenza di fatti censurabili, nonché di individuare l'esistenza di importanti rischi a carico della Banca stessa a fronte di posizioni di rilevante ammontare accese sempre nei confronti di parti correlate.

L'attività di enforcement via internet

La vigilanza via internet è giunta al quarto anno di attività e ha complessivamente riguardato, in tale arco temporale, l'analisi di più di 250 siti web; in oltre 100 casi sono state adottate azioni di enforcement. La circostanza che, nel periodo considerato, siano state riscontrate così frequenti anomalie, in rapporto al numero di siti esaminati, pone in rilievo una illegalità diffusa nei siti finanziari tale da richiedere la massima attenzione nell'azione di vigilanza.

L'esperienza di vigilanza sul web di questi quattro anni ha evidenziato l'impossibilità di individuare a priori le tipologie di irregolarità che caratterizzano l'attività tramite siti internet. L'attività di vigilanza, condotta attraverso specifici innovativi strumenti investigativi, si giova di un affinamento statistico della procedura di *web spidering*.

La Consob ha presentato la propria procedura di vigilanza e i risultati di alcune attività investigative che hanno riguardato siti con diffusione informativa su scala internazionale al Cesr (*Committee of European Securities Regulators*), dando un notevole contributo all'interazione di vigilanza tra Autorità della Comunità Europea.

I provvedimenti di *enforcement* deliberati dalla Commissione nel corso del 2003 sono stati 12 (Tav. aVII.2), rappresentati principalmente da sospensioni e divieti di sollecitazione all'investimento di strumenti finanziari, nonché nell'invio di lettere di "richiamo" ai soggetti interessati.

Lo schema generalmente sotteso alle sollecitazioni abusive colpite da tali provvedimenti è risultato riconducibile al meccanismo della cosiddetta "catena di Sant'Antonio". In altri termini, il proprietario del sito promuove un'attività, cui è sotteso l'investimento in strumenti finanziari, che prevede una possibilità di guadagno per ciascun soggetto investitore collegata al numero di ulteriori investitori che questi sarà in grado di coinvolgere. Tale meccanismo di remunerazione di tipo piramidale funziona evidentemente finché la progressione numerica con cui sopraggiungono i nuovi investitori garantisce i flussi di cassa necessari alla remunerazione dei primi investitori e soprattutto del soggetto che ha avviato l'attività (il proprietario del sito). Infatti, nel momento in cui i flussi di cassa rivenienti dai nuovi investitori risultino insufficienti il meccanismo implode su se stesso generando la perdita dell'intero capitale investito per gli ultimi soggetti che hanno partecipato al sistema. Questo schema, che comporta il rischio di coinvolgere

un numero rilevante di risparmiatori, ha talvolta configurato ipotesi di violazioni riconducibili a fattispecie penalmente rilevanti, ovvero di violazioni della disciplina sull'anti-riciclaggio, per le quali si è proceduto a inoltrare segnalazioni all'Autorità Giudiziaria ovvero all'Ufficio Italiano dei Cambi.

Un altro schema ampiamente diffuso in rete consiste nella presentazione di un'apparente attività di consulenza che in realtà sottende l'effettiva prestazione abusiva del servizio di gestione e/o di collocamento di strumenti finanziari. Anche tali casi sono stati trasmessi per il seguito di competenza all'Autorità Giudiziaria.

Le segnalazioni all'Autorità Giudiziaria, oltre alle fattispecie sopra evidenziate, hanno riguardato ipotesi di abusivismi sanzionati ai sensi del Testo Unico Bancario segnalati per competenza anche alla Banca d'Italia. Inoltre, si è fornito supporto all'Autorità Giudiziaria nell'ambito di un processo penale riveniente da una segnalazione effettuata negli anni precedenti dalla Consob sempre nell'ambito dell'attività di vigilanza sul web. Vi sono state alcune collaborazioni con la Guardia di Finanza. Sono state, infine, riscontrate

anche ipotesi di irregolarità nella prestazione dei servizi assicurativi, segnalate all'Isvap per il seguito di competenza.

Le segnalazioni alle Autorità di vigilanza estera, avvenute nell'ambito dei rispettivi protocolli di intesa, riguardano le attività illecite accertate su internet svolte nei confronti di investitori italiani che potenzialmente o effettivamente hanno coinvolto anche investitori non residenti in Italia.

Infine, è stato avviato l'esame tecnico-giuridico del d.lgs. 70/2003, emanato in recepimento della direttiva comunitaria 2000/31/CE sul Commercio Elettronico, che tra l'altro attribuisce alla Consob il potere di esigere dal soggetto che offre lo spazio ai siti web (cosiddetto *service providing*) la disabilitazione dell'accesso al fine di impedire il protrarsi delle violazioni (oscuramento del sito). Alcune delle disposizioni contenute in tale decreto sono state già applicate nel corso dei primi mesi del 2004.

VIII. L'ATTIVITÀ REGOLAMENTARE E INTERPRETATIVA E GLI SVILUPPI INTERNAZIONALI

La disciplina dell'appello al pubblico risparmio

Nell'ambito della regolamentazione dell'appello al pubblico risparmio, la novità di maggiore rilievo è rappresentata dall'entrata in vigore (il 31 dicembre 2003) della direttiva 2003/71/CE sul prospetto, che assegna agli Stati membri un termine di 18 mesi (entro il 1° luglio 2005) per adottare le disposizioni legislative, regolamentari e amministrative eventualmente necessarie per conformarsi a essa.

I principi cardine posti dalla direttiva ai fini dell'armonizzazione delle regole relative ai prospetti di sollecitazione/quotazione riguardano l'introduzione di una nozione comune di offerta al pubblico, la definizione, con procedura di comitologia, del contenuto minimo del prospetto da rispettare in tutti gli Stati membri, l'individuazione delle fattispecie di esenzione dall'obbligo del prospetto e, soprattutto, la possibilità per gli emittenti, sulla base delle regole comuni, di avvalersi del passaporto europeo sul prospetto in caso di offerte/quotazioni transfrontaliere.

Ai fini dell'adeguamento alla direttiva, dovranno essere interessate da interventi normativi la nozione di offerta al pubblico, le fattispecie di esenzione dall'obbligo di pubblicazione del prospetto, la disciplina dei casi di inapplicabilità e dei termini di rilascio dell'autorizzazione da parte dell'Autorità competente, l'obbligo di corredare il prospetto di una nota di sintesi (*summary*) e il riconoscimento della possibilità di ritenere incluse nel prospetto specifiche informazioni mediante riferimento ad altri documenti previamente o simultaneamente pubblicati e approvati

dall'Autorità competente o presso di questa depositati (*incorporation by reference*).

La direttiva ha confermato, accanto al modello tradizionale del prospetto come documento unico, la possibilità di un prospetto formato da più documenti (registration document, relativo all'emittente, securities note, sugli strumenti finanziari) e la necessità di una nota di sintesi (summary) redatta in linguaggio non tecnico e destinata a riepilogare i rischi e le caratteristiche essenziali connessi all'emittente, agli eventuali garanti e agli strumenti finanziari.

Sempre con riguardo al formato del prospetto, è stata anche confermata la possibilità di redazione di un prospetto di base, oltre che per i programmi di emittenti bancari, anche per le emissioni continue e ripetute di strumenti non di capitale (ivi inclusi i warrants) effettuate da emittenti corporate. Merita rilevare che tale formato agevola gli adempimenti informativi connessi all'operazione, consentendo la redazione di un solo prospetto (di base) per più emissioni, visto che le informazioni sulle condizioni di ogni specifica operazione sono riportate in separate note informative sugli strumenti finanziari. Gli aggiornamenti eventuali sono pubblicati in appositi supplementi e gli ultimi elementi informativi (final terms) dell'offerta possono essere pubblicati in appositi avvisi integrativi.

Per quanto attiene al controllo del prospetto, i cui termini sono contenuti in 15 giorni, fermo restando il principio dell'individuazione dell'Autorità competente in quella del paese d'origine, viene tuttavia riconosciuta una notevole libertà di scelta dell'Autorità competente per le operazioni aventi ad oggetto strumenti finanziari diversi dai titoli di capitale aventi un valore nominale di almeno 1.000 euro o strumenti derivati non emessi dall'emittente il sottostante (o da un soggetto appartenente al gruppo dell'emittente). Ai fini dell'operatività del passaporto europeo, come già previsto dalla proposta di direttiva, è stato poi confermato un regime linguistico semplificato che si sostanzia nell'obbligo di traduzione soltanto della nota

di sintesi nella lingua dei vari Stati ospitanti in cui l'operazione ha luogo.

In relazione alle materie su cui la direttiva detta principi generali, le misure di esecuzione saranno adottate con procedura di comitologia, imperniata sul lavoro svolto dal *Committee of the European Securities Regulators* (Cesr). Il Cesr ha prodotto tre pareri tecnici (Cesr/03-208, Cesr/03-300, Cesr/03-399) in materia di requisiti minimi di informazione del prospetto, di forme di pubblicazione del prospetto, di *incorporation by reference* e di annunci pubblicitari.

I primi due pareri tecnici del Cesr risultano accolti, in buona sostanza, dalla Commissione Europea, che ha pubblicato una bozza della regolamentazione relativa al prospetto, da sottoporsi al vaglio dello European Securities Committee. Con riguardo al terzo parere tecnico, che include proposte di disciplina volta ad armonizzare i principi di redazione delle informazioni finanziarie da riportare nel prospetto anche nel primo periodo di adozione del Regolamento CE 1606/2002 (sull'applicazione da parte di emittenti europei dei principi contabili internazionali Ias/Ifrs), si attendono gli ulteriori sviluppi della procedura di comitologia.

In particolare, per gli emittenti azioni (o altri strumenti di capitale) aventi sede in un paese dell'Unione Europea (domestic issuers), il Cesr ritiene auspicabile che nel periodo di prima applicazione degli Ias/Ifrs il prospetto riporti anche i bilanci degli ultimi due esercizi rettificati in conformità a detti principi contabili.

Per gli altri emittenti domestici (ossia per le offerte/quotazioni di obbligazioni, derivati, asset back securities, certificati rappresentativi di azioni) il Cesr, tenuto conto degli esiti della consultazione, ha ritenuto sufficiente prevedere che solo il bilancio dell'ultimo esercizio inserito nel prospetto risulti redatto (ovvero rettificato) secondo i principi Ias/Ifrs. In questi casi, il Cesr non ha ritenuto opportuno aggravare questi emittenti di obblighi ulteriori rispetto a quanto già previsto dal principio contabile internazionale n. 1 (Ifrs n. 1 - First Time Adoption of Ifrs), secondo il quale il primo bilancio redatto secondo gli Ias/Ifrs deve

contenere almeno un anno di informazione contabile comparativa.

Tuttavia, in considerazione dei rilevanti costi potenzialmente connessi al processo di transizione agli Ias, il Cesr ha espresso l'avviso che il descritto regime informativo non possa ritenersi applicabile relativamente ai bilanci riferiti a periodi antecedenti il 1° gennaio 2004. Inoltre, ove uno Stato membro si sia avvalso del regime transitorio previsto dall'art. 9 del Regolamento CE 1606/2002, l'obbligo di produrre nel prospetto bilanci redatti secondo gli Ias/Ifrs non potrà ritenersi operativo prima del 1° gennaio 2006.

Relativamente, invece, a emittenti non aventi sede in uno Stato comunitario che non abbiano redatto i propri bilanci in conformità agli Ias/Ifrs, il Cesr ha rappresentato l'esigenza che i bilanci da riportare nel prospetto vengano rettificati almeno secondo principi contabili equivalenti agli Ias.

In ogni caso, con riguardo agli emittenti i cui titoli sono già ammessi alle negoziazioni in un paese terzo e che, a tal fine, hanno adottato principi contabili riconosciuti internazionalmente per la redazione dei propri bilanci, in attesa del completamento del processo in atto per il riconoscimento di principi contabili accettati a livello internazionale come equivalenti agli Ias/Ifrs, il Cesr ha previsto un regime transitorio, che potrebbe estendersi sino al 2007, compatibilmente con le modalità di esercizio da parte degli Stati membri delle opzioni a essi riconosciute dall'art. 9 del Regolamento CE 1606/2002.

Per quanto attiene alla nozione di "principi contabili riconosciuti internazionalmente", il Cesr, tenuto conto di quanto previsto dall'art. 26 della proposta di direttiva in materia di trasparenza delle informazioni finanziarie del 26 marzo 2003, ha precisato che al momento essa deve intendersi riferita soltanto ai principi contabili statunitensi denominati US Gaap.

Nel marzo 2003 la Commissione ha apportato significative modifiche al Regolamento Emittenti in materia di ammissione alle negoziazioni di strumenti finanziari già ammessi alle negoziazioni in altri mercati regolamentati italiani, in assenza di domanda degli emittenti.

Il Tuf non distingue, al riguardo, fra “ammissione alle negoziazioni” e “ammissione a quotazione”, ma ciò non impedisce, in linea di principio, la possibilità di ammettere alle negoziazioni, senza il coinvolgimento dell'emittente, strumenti finanziari già quotati e ammessi alle negoziazioni in un altro mercato regolamentato italiano, a condizione che da tale nuova ammissione non derivino, in capo all'emittente medesimo, obblighi informativi aggiuntivi. Tali obblighi, infatti, sono già adempiuti in occasione dell'ammissione alle negoziazioni su base consensuale in un mercato regolamentato italiano, dovendo l'emittente pubblicare un prospetto di quotazione conforme alla direttiva comunitaria ed essendo poi costantemente tenuto ad adempiere agli obblighi informativi connessi al permanere dello *status* di emittente quotato.

La disciplina comunitaria esclude, invece, che si possa procedere a un'ammissione alle negoziazioni senza domanda dell'emittente in quei mercati regolamentati che assumono la qualifica comunitaria di borsa. Per gli strumenti finanziari quotati su altri mercati dell'Unione europea, da un lato è necessaria la procedura inevitabilmente consensuale del riconoscimento del prospetto in Italia, dall'altro, l'emittente non è soggetto ad alcun obbligo informativo nel nostro paese, né la Consob può direttamente esercitare nei suoi confronti i poteri previsti dagli artt. 114 e 115 del Tuf.

Le modifiche regolamentari introdotte nel 2003 rendono quindi attuabile, stante la compatibilità con l'ordinamento vigente, l'ammissione alle negoziazioni in un mercato regolamentato diverso dalla borsa di strumenti finanziari senza il consenso dell'emittente, nel caso in cui gli stessi strumenti finanziari siano già quotati in un mercato regolamentato italiano (e solo in un mercato regolamentato italiano).

A tal proposito, è stato introdotto nel Regolamento Emittenti il nuovo art. 64-bis che esclude espressamente la pubblicazione di un prospetto nell'ipotesi di ammissione alle negoziazioni senza domanda degli emittenti di strumenti finanziari già negoziati in un mercato regolamentato italiano, qualora tale pubblicazione sia stata già effettuata dall'emittente in occasione della precedente ammissione. Il principio è stato ribadito anche nella novella dell'art. 57, che individua alcune fattispecie di esenzione dalla redazione del prospetto nell'ambito dell'ammissione a quotazione su domanda. Nel nuovo comma 3 di tale disposizione è stata peraltro operata una distinzione fra ammissione alle negoziazioni in un mercato regolamentato diverso dalla borsa e ammissione alle negoziazioni in borsa. Nel primo caso non è richiesta la pubblicazione di un nuovo prospetto quando l'emittente vi abbia già provveduto in occasione della precedente ammissione; nel caso di ammissione alle negoziazioni in borsa, invece, è la Consob, avendo riguardo ai criteri previsti dalla disciplina comunitaria, a decidere se esonerare in tutto o in parte l'emittente dalla redazione del prospetto ove questi abbia già pubblicato un prospetto contenente informazioni equivalenti a quelle riportate nell'Allegato IB del Regolamento Emittenti.

Ulteriori modifiche sono state introdotte al fine di evitare che l'emittente quotato, già sottoposto a un'articolata serie di obblighi informativi in forza della prima quotazione, si trovi, a seguito della successiva ammissione alle negoziazioni avvenuta senza il suo coinvolgimento, soggetto ad adempimenti aggiuntivi, ad esempio nei confronti della società di gestione del mercato. Al riguardo, è stata limitata proprio la definizione di società di gestione del mercato rilevante ai fini dell'applicazione del Regolamento Emittenti, in particolare delle disposizioni che impongono agli emittenti degli obblighi nei confronti della stessa, precisando che per società di gestione del mercato si deve intendere quella che gestisce il mercato degli strumenti finanziari ammessi alle negoziazioni su domanda degli emittenti.

In tale contesto, si è ritenuto necessario apportare anche modifiche atte a consentire alla società di gestione del mercato, in cui gli strumenti finanziari sono ammessi alle negoziazioni in assenza di domanda

degli emittenti, l'esercizio di compiti di supervisione del mercato (connessi, ad esempio, alle decisioni in materia di ammissione, esclusione e sospensione dalle negoziazioni). Tale attività comporta, da una parte, che detta società, nella misura in cui non è destinataria diretta delle informazioni diffuse dagli emittenti, si attivi per acquisirle altrimenti, dall'altra, che tale acquisizione sia nel concreto resa possibile a parità di condizioni con gli altri destinatari delle informazioni medesime.

È stato quindi introdotto il nuovo art. 116-ter, relativo ai compiti della società di gestione del mercato in cui sono negoziati strumenti finanziari ammessi senza domanda degli emittenti, in cui è stabilito che tale società deve: informare gli emittenti e la società di gestione del mercato degli strumenti finanziari ammessi a domanda relativamente al giorno in cui inizieranno le negoziazioni sul proprio mercato; attivarsi per acquisire tutte le informazioni societarie trasmesse dagli emittenti ai sensi del Titolo II del Regolamento Emittenti; comunicare al pubblico la messa a disposizione da parte degli emittenti della documentazione relativa all'informazione su operazioni straordinarie e all'informazione periodica prevista dagli artt. da 70 a 83 del Regolamento Emittenti. È stato inoltre previsto che, ove la società di gestione del mercato, in cui gli strumenti finanziari sono ammessi a domanda, decida di istituire sistemi di diffusione al pubblico delle informazioni (anche elettronici) alternativi alle modalità indicate nel Regolamento Emittenti, ne sia garantito l'accesso anche alla società di gestione del mercato in cui gli strumenti sono ammessi senza domanda.

Modifiche di minor rilievo sono state effettuate per adeguare la disciplina regolamentare alla nuova definizione di borsa, introdotta nell'art. 2 del Regolamento Emittenti, che si riferisce ai mercati regolamentati, o loro comparti, nei quali l'ammissione a quotazione risponde alle condizioni fissate dalla direttiva 2001/34/CE (che raccoglie talune precedenti direttive in materia di requisiti e prospetto di quotazione). A seguito di tale modifica, sono stati eliminati dal Regolamento Emittenti i riferimenti alla quotazione in borsa e agli obblighi informativi connessi concernenti covered warrants e certificates. Tali

strumenti, infatti, non possono essere quotati, alla luce della disciplina comunitaria, su mercati regolamentati qualificabili come borsa. È stato quindi necessario riprodurre il contenuto delle disposizioni prima dettate per covered warrants e certificates quotati in borsa nel Capo V del Regolamento Emittenti, dedicato agli strumenti finanziari quotati nei mercati regolamentati diversi dalla borsa.

In ambito europeo riveste particolare rilievo l'accordo politico raggiunto sulla proposta di direttiva sulle offerte pubbliche di acquisto. Si prefigura l'obbligo di lanciare un'offerta pubblica di acquisto sulla totalità dei titoli muniti dei diritti di voto al superamento di una determinata soglia, che deve essere concretamente determinata dai singoli Stati membri. Il prezzo è quello massimo corrisposto dall'offerente per gli stessi titoli in un periodo non inferiore a sei mesi e non superiore a dodici mesi precedente l'offerta.

Specifici obblighi informativi sono previsti dalla proposta di direttiva. In primo luogo, le offerte devono essere rese pubbliche senza indugio e le Autorità di vigilanza devono essere immediatamente informate. Inoltre, si richiede agli offerenti di redigere e rendere pubblico un documento contenente le informazioni necessarie alla formazione di un'opinione circostanziata in merito all'offerta.

Si prevede, poi, l'obbligo di autorizzazione assembleare preventiva per gli atti o operazioni che possano contrastare l'offerente. Tale autorizzazione è obbligatoria almeno a partire dal momento in cui l'organo di amministrazione della società emittente riceve le informazioni sull'offerta, e finché il risultato dell'offerta non sia stato reso pubblico ovvero l'offerta stessa decada. Inoltre, quando un'offerta è stata resa pubblica, vengono neutralizzate le restrizioni al trasferimento dei titoli e al diritto di voto previste nello statuto della società emittente o in accordi contrattuali.

Con riguardo alle tecniche di difesa e alla break-through rule (inefficacia di misure volte a difendere il controllo della società, quali i patti di sindacato o i voti plurimi), significativa è la facoltà lasciata agli Stati membri di non applicare, alle società

costituite nel proprio Paese, le disposizioni a esse relative. Gli Stati membri possono, peraltro, consentire alle società oggetto di offerta di non applicare le disposizioni che limitano, nel diritto interno, l'uso di tecniche di difesa quando la società offerente non è sottoposta, nel proprio Paese, a disposizioni analoghe (che impediscono alla società oggetto di Opa di adottare misure di difesa senza il consenso degli azionisti).

Gli Stati membri possono prevedere, nelle rispettive normative nazionali, deroghe alle disposizioni contenute nella direttiva, a condizione che siano rispettati determinati principi generali stabiliti dalla proposta di direttiva: la parità di trattamento degli azionisti, la necessità che i possessori di titoli della società emittente dispongano di un lasso di tempo e di informazioni sufficienti per decidere con cognizione di causa sull'offerta, e la necessità che la società emittente non sia ostacolata nelle sue attività oltre un ragionevole lasso di tempo per effetto dell'offerta.

Tali previsioni, consentendo di rendere opzionale l'applicazione delle norme chiave della direttiva, non sembrano condurre a un'effettiva armonizzazione tra i Paesi membri. Lo scenario che così si prefigura non è diverso da quello attuale, in cui ciascun Paese o ciascuna società può scegliere il regime ritenuto più conveniente. La direttiva, inoltre, impone un obbligo di offerta pubblica a condizioni maggiormente onerose rispetto a quelle attualmente vigenti in Italia.

Per ciò che riguarda la disciplina domestica della sollecitazione e dell'Opa, la Commissione è intervenuta in numerose occasioni fornendo chiarimenti e pareri interpretativi.

Con riferimento alla materia della sollecitazione all'investimento, la Consob ha affermato l'applicabilità della relativa disciplina a un'operazione di ristrutturazione finanziaria (effettuata sulla base delle disposizioni del diritto inglese) avente ad oggetto una serie di prestiti obbligazionari (*notes*) divenuti esigibili ed emessi da società di un gruppo facente capo a un emittente quotato italiano.

L'approvazione del piano di ristrutturazione del debito era rimessa alle assemblee dei portatori delle obbligazioni, debitamente convocate tramite la pubblicazione di appositi avvisi stampa; era inoltre prevista la distribuzione, in vista delle suddette assemblee, di un Information Memorandum contenente informazioni sull'operazione e sulle società coinvolte. Il piano sottoposto al vaglio degli obbligazionisti consisteva in un'operazione complessa, strutturata in molteplici fasi, al termine della quale si sarebbe verificata, tra l'altro, l'estinzione delle notes e l'assegnazione ai portatori di queste ultime di azioni della società italiana, nell'ambito di un deliberando aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione.

Al riguardo, la Commissione ha ritenuto che l'attività che si intendeva realizzare presentasse tutti gli elementi caratteristici della sollecitazione all'investimento: si trattava infatti di un'offerta rivolta a un numero indeterminato di soggetti senz'altro superiore a 200, sebbene ricompresi in un'unica categoria rappresentata dai portatori di notes; era previsto che la proposta di ristrutturazione, che ove approvata avrebbe comportato l'assegnazione di prodotti finanziari (le azioni della quotata italiana), fosse portata a conoscenza degli interessati secondo modalità uniformi; infine, lo stesso contenuto della proposta era standardizzato e non modificabile dagli obbligazionisti convocati in assemblea.

In proposito, è stato altresì ritenuto che la suddetta conclusione non inficiasse la circostanza che le decisioni assunte dall'assemblea dei portatori di notes vincolassero anche gli assenti e dissenzienti, in quanto ciò non escludeva che, sia con riferimento alle singole manifestazioni di voto che con riferimento al risultato finale della votazione, ciascuno degli interessati esprimesse una "accettazione" o "non accettazione" della proposta.

In risposta a un quesito, l'Istituto ha escluso l'applicabilità della disciplina in materia di sollecitazione all'investimento alle operazioni di vendita di immobili in multiproprietà in cui i pur presenti connotati di tipo finanziario non risultano strutturalmente prevalenti rispetto alle finalità di

godimento della multiproprietà immobiliare acquistata.

Tale conclusione è stata affermata in occasione dell'esame di una campagna pubblicitaria avente ad oggetto la vendita di immobili in multiproprietà con l'impegno della società proponente a garantire agli acquirenti un "reddito annuo", derivante dalla locazione a terzi degli immobili medesimi: in tale fattispecie, in particolare, valutato il complesso degli elementi a disposizione, la Commissione ha ritenuto che la presenza del reddito garantito non costituisca un elemento essenziale dell'offerta di multiproprietà rispetto alle tipiche finalità di godimento di quest'ultima e che gli aspetti finanziari dell'operazione non entrassero a far parte della causa del contratto di acquisto delle quote.

L'Istituto, inoltre, ha espresso l'orientamento secondo cui la disciplina dettata dal Tuf in materia di sollecitazione all'investimento e di offerta pubblica di acquisto o di scambio può applicarsi, se coinvolge soggetti italiani, a un'operazione di ristrutturazione del debito posta in essere da un gruppo societario di diritto inglese.

Nel caso concreto si prevedeva che, sulla base di un accordo di tipo concordatario omologato dal giudice inglese e previa deliberazione favorevole di un numero di creditori rappresentativo del 75 per cento del valore complessivo dei crediti interessati alla ristrutturazione, la società emittente potesse procedere all'annullamento dei titoli obbligazionari e alla estinzione dei crediti offrendo un corrispettivo misto composto da nuove azioni, nuove obbligazioni e denaro. La Commissione ha rilevato che la diffusione in Italia della documentazione informativa relativa a detta operazione, ove rivolta a un numero di creditori o obbligazionisti superiore a duecento, era idonea a integrare una ipotesi di appello al pubblico risparmio pertanto soggetta alla disciplina dettata dal Tuf.

La Commissione, in risposta a un quesito, ha ritenuto non applicabile la disciplina dell'Opa obbligatoria di cui all'art. 109, comma 1, lett. a), del Tuf e la disciplina dei patti parasociali di cui all'art. 122 del Tuf agli accordi stipulati tra una

società calcistica e alcuni giocatori professionisti, dipendenti della società con contratto a tempo determinato; gli accordi prevedevano, fra l'altro, l'impegno da parte dei calciatori a sottoscrivere un aumento di capitale loro riservato e un impegno di lock-up sulle azioni sottoscritte.

Con specifico riguardo alla rilevanza dei citati impegni ai sensi dell'art. 122 del Tuf, la Commissione ha ritenuto che gli stessi, pur presentando elementi strutturali tipici dei patti parasociali ("patti (...) che prevedono l'acquisto delle azioni (...)” art. 122, comma 5, lett. c), del Tuf; “patti che pongono limiti al trasferimento delle relative azioni (...)” art. 122, comma 5, lett. b), del Tuf), non fossero rilevanti ai sensi della citata norma, tenuto conto delle diverse finalità perseguite rispetto a quelle tipiche dei patti parasociali.

In particolare, la Commissione ha concluso che, benché tali impegni avessero ad oggetto o per effetto quanto letteralmente previsto, rispettivamente, dall'art. 122, comma 5, lett. c) e lett. b), gli stessi non potessero essere ritenuti dei patti parasociali in quanto non ne perseguivano le finalità tipiche individuabili nello “stabilizzare gli assetti proprietari o il governo della società” (finalità ora individuate espressamente per legge dal nuovo art. 2341-bis del c.c.). Pertanto, la Commissione ha ritenuto che l'assunzione dei suddetti impegni di sottoscrizione e di lock-up, considerato che questi non configuravano dei patti parasociali rilevanti ai sensi dell'art. 122 del Tuf, non avessero determinato né per i calciatori né per alcun azionista della società quotata l'obbligo di promuovere un'Opa solidale ai sensi dell'art. 109, comma 1, lett. a), del Tuf.

La disciplina dell'informativa societaria continua

In tema di disciplina delle operazioni con parti correlate, la Commissione ha risposto al primo quesito concernente l'applicazione dell'art. 71-bis del Regolamento Emittenti, entrato in vigore il primo gennaio del 2003, e della connessa Comunicazione DEM/2064231 del 30 settembre 2002.

In particolare, una banca quotata ha posto alla Commissione i seguenti quesiti: 1) con riferimento alla fattispecie degli “aderenti in via indiretta” a patti parasociali contemplata alla lett. b) della Comunicazione Consob del 2002, se, ai fini dell’individuazione, si debba intendere esclusivamente “l’aderente al patto e le controllanti in via diretta e indiretta con esclusione delle controllate o collegate delle controllanti del paciscente”; 2) se nel novero delle operazioni prese in considerazione dall’art. 71-bis del Regolamento Emittenti rientrino anche i “rapporti non a condizioni di mercato tra società integralmente consolidate”; 3) se le soglie di rilevanza che il Consiglio di amministrazione dovesse definire ai fini dell’individuazione delle operazioni con parti correlate soggette all’applicazione del citato art. 71-bis “siano applicabili anche all’informativa da rendere in sede di bilancio, onde evitare una duplicazione di soglie e di sistemi di monitoraggio delle operazioni”.

Con riferimento al primo quesito la Commissione ha precisato che la fattispecie di cui alla lett. b) della Comunicazione va letta in combinato disposto con la lett. f) che si riferisce “ai soggetti controllati dalle persone fisiche ricomprese nelle lett. b) (...), o sui quali le persone fisiche ricomprese nelle lett. b) (...) esercitano un’influenza notevole”. Tale collegamento induce a ritenere che, laddove l’aderente al patto sia una persona fisica, nel novero delle parti correlate vadano inclusi anche i soggetti controllati da tale persona fisica o sui quali la stessa esercita un’influenza notevole.

Quanto al secondo quesito, la Commissione ha precisato che non è possibile escludere a priori che i rapporti posti in essere con società controllate consolidate integralmente possano avere, per oggetto, corrispettivo e modalità o tempi di realizzazione, effetti sulla salvaguardia del patrimonio aziendale o sulla completezza e correttezza delle informazioni (anche contabili) relative all’emittente, come previsto dall’art. 71-bis. Appare quindi opportuna una valutazione caso per caso al fine di determinare se esse rientrino o meno nel campo di applicazione della norma in oggetto.

Con riferimento, infine, al terzo quesito, la Commissione ha chiarito che le informazioni da riportare nel documento informativo o nel comunicato

stampa, ai sensi dell’art. 71-bis, si riferiscono a operazioni con parti correlate che assumono individualmente rilevanza. Nel bilancio, invece, le informazioni su operazioni con parti correlate possono essere fornite anche in forma aggregata, sempre che ciò sia sufficiente al fine di consentire la comprensione degli effetti sul bilancio di tali operazioni. Quindi, se è possibile presumere la rilevanza anche ai fini del bilancio delle operazioni oggetto di informazione ai sensi dell’art. 71-bis, non può neppure escludersi che nel bilancio non debbano essere fornite informazioni anche su ulteriori rapporti con parti correlate, eventualmente rese in forma aggregata, ad esempio quando tali rapporti, pur non avendo significativa rilevanza a livello individuale, nel loro complesso dispieghino comunque effetti rilevanti.

La Commissione ha esaminato, rispondendo a specifici quesiti, due questioni concernenti l’interpretazione della disciplina in materia di partecipazioni reciproche di cui all’art. 121 del Tuf.

In primo luogo, è stato affermato che nel caso di incrocio azionario rilevante ai sensi della suddetta disciplina, al fine di individuare il soggetto che per primo ha superato la soglia del 2 per cento, non assume alcun rilievo la conclusione di accordi da cui discendono impegni di natura meramente obbligatoria finalizzati al trasferimento di pacchetti azionari; occorre, invece, fare riferimento a un acquisto definitivo perfezionato secondo il regime civilistico.

Più specificamente, nel caso analizzato, si è ritenuto irrilevante, per stabilire la “priorità dell’acquisto”, l’esistenza di un accordo finalizzato a trasmettere, in un momento successivo, la proprietà di un pacchetto azionario. Ciò in coerenza con la ratio sottesa alla disciplina in materia di incroci azionari, individuata nell’esigenza di limitare situazioni pregiudizievoli in termini di “inquinamento del voto assembleare” e di “annacquamento del capitale” che possono derivare dall’esistenza di partecipazioni incrociate, in quanto tali situazioni non possono che venirsi a creare solo a seguito dell’effettiva titolarità delle partecipazioni e del diritto di voto a esse connesso.

In secondo luogo la Commissione, sempre in risposta a un quesito, ha ritenuto irrilevanti le modalità con le quali si perviene all'insorgere dell'incrocio azionario tra le società interessate, osservando che l'art. 121 del Tuf non prevede quale requisito per l'applicazione della relativa disciplina che il superamento del limite consegua necessariamente all'acquisizione volontaria della partecipazione eccedente; pertanto, si considera applicabile la disciplina medesima anche nei casi in cui tale superamento derivi da circostanze sopravvenute come, ad esempio, la fusione della società partecipata in una quotata.

Tale conclusione è in linea con la ratio delle previsioni in esame, volte a mantenere, sia pure con gli opportuni temperamenti, un regime rigoroso che riconnette l'esigenza di attuare le cautele predisposte dalla legge alla mera presenza del dato oggettivo costituito dall'insorgere di un incrocio rilevante. Tale regime non ammette eccezioni se non nei casi espressamente previsti dallo stesso art. 121, dal quale non emerge, secondo quanto rilevato dalla Commissione, alcun elemento che consenta di tener conto, ai fini di valutare l'applicabilità della disciplina, delle modalità con le quali si determina nel concreto l'incrocio azionario.

Un altro tema di rilievo sul quale la Commissione è intervenuta riguarda la disciplina dei titoli diffusi. Con l'entrata in vigore della riforma del diritto societario prevista dal d.lgs. 6/2003 (a partire dal 1° gennaio 2004), la qualifica di emittente con azioni diffuse assume una particolare valenza sul piano civilistico. L'art. 2325-bis, comma 1, del c.c. individua infatti la nuova categoria delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio (in cui rientrano sia le società con azioni quotate nei mercati regolamentati, sia le società con azioni diffuse tra il pubblico in maniera rilevante), assoggettandole a una diversa disciplina rispetto a quella applicabile alle società che non ricorrono al mercato del capitale di rischio.

Le società con azioni diffuse in misura rilevante, di cui al citato art. 2325-bis, sono individuate dall'art. 111-bis, comma 1, delle disposizioni di attuazione del c.c., secondo le quali “La misura rilevante di cui all'articolo 2325-bis del codice è quella stabilita a norma dell'articolo 116 del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, e risultante alla data del 1° gennaio 2004”. Anteriormente a tale data, per emittenti strumenti finanziari diffusi si intendevano “gli emittenti italiani dotati di un patrimonio netto non inferiore a cinque milioni di euro e con un numero di azionisti o obbligazionisti superiore a duecento” (art. 2, comma 1, lett. f), del Regolamento Emittenti). La nuova disciplina del c.c. ha evidenziato la necessità di una modifica della citata nozione, avvenuta in occasione dell'adozione della delibera Consob 14372 del 23 dicembre 2003 (pubblicata nella Gazzetta Ufficiale del 30 dicembre 2003 e immediatamente entrata in vigore).

La nuova definizione di emittenti azioni diffuse, contenuta nell'art. 2-bis del citato regolamento, prevede la presenza contemporanea di parametri sia quantitativi che qualitativi. Con riferimento ai criteri quantitativi devono ricorrere contestualmente i seguenti parametri: 1) un numero di azionisti, diversi dai soci di controllo, superiore a 200; 2) una percentuale minima di capitale rappresentata dagli azionisti, diversi dai soci di controllo, almeno pari al 5 per cento; 3) l'impossibilità di redigere il bilancio in forma abbreviata ex art. 2435-bis, comma 1, del c.c..

Per quanto riguarda invece i criteri qualitativi, che sono poi quelli che fanno riferimento esplicito al ricorso al mercato del capitale di rischio, si è stabilito che, oltre alla presenza dei citati limiti, le azioni devono soddisfare almeno uno dei seguenti requisiti: 1) abbiano costituito oggetto di una sollecitazione all'investimento o corrispettivo di una offerta pubblica di scambio; 2) abbiano costituito oggetto di un collocamento, in qualsiasi forma realizzato, anche rivolto ai soli investitori professionali; 3) siano negoziate su sistemi di scambi organizzati con il consenso dell'emittente o del socio di controllo; 4)

siano emesse da banche e siano acquistate o sottoscritte presso le loro sedi o dipendenze.

Al fine di limitare l'insieme dei soggetti che possono considerarsi emittenti diffusi, al comma 3 del citato articolo sono stati previsti casi di esclusione in relazione a situazioni particolari. Tali situazioni concernono gli emittenti le cui azioni sono soggette a limiti legali alla circolazione, riguardanti anche l'esercizio dei diritti aventi contenuto patrimoniale, ovvero il cui oggetto sociale preveda esclusivamente lo svolgimento di attività non lucrative di utilità sociale o volte al godimento da parte dei soci di un bene o di un servizio.

Tale nuova disciplina si applica solo alle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, ma non si applica agli emittenti che abbiano emesso soltanto titoli obbligazionari diffusi; per tali soggetti il comma 4 dell'art. 2-bis riprende la definizione contenuta nell'abrogato art. 2, comma 1, lett. f), del Regolamento Emittenti.

Per quanto riguarda gli artt. 87 e 101 del Regolamento Emittenti (comunicazioni dei capigruppo), sono state apportate modifiche all'Allegato 3F contenente "Istruzioni per la comunicazione alla Consob e la diffusione al pubblico delle informazioni dei soggetti capigruppo". Nella stessa sede sono state modificate le modalità tecniche di invio alla Consob e di diffusione di dette informazioni al pubblico.

In merito alla diffusione di studi e statistiche, nel rispondere a un quesito, la Commissione si è espressa sulla assoggettabilità agli obblighi previsti dall'art. 69 del Regolamento Emittenti per quanto riguarda analisi o schede informative redatte su società quotate e diffuse con cadenza settimanale o mensile.

La disciplina dell'informativa contabile e periodica e delle società di revisione

Sul fronte delle problematiche contabili, la Commissione, rispondendo a un quesito, si è espressa sul tema del trattamento contabile nel bilancio consolidato dell'avviamento relativo a società controllate.

In particolare, una società ha chiesto alla Commissione di indicare il trattamento contabile da adottare nel bilancio consolidato con riguardo alla valutazione dell'avviamento relativo a una controllata indiretta americana, tenuto conto che tale controllata ha svalutato l'avviamento nel bilancio d'esercizio per effetto dell'adozione di un nuovo principio contabile americano, chiudendo pertanto l'esercizio in perdita.

A parere della Commissione è possibile, in linea di principio, che, nell'ambito di un gruppo, l'avviamento inerente una partecipazione controllata indirettamente dalla capogruppo possa essere soggetto a svalutazione dalla controllante diretta (di primo livello) e mantenuto inalterato nel bilancio della capogruppo (di secondo livello) solo perché le due società inseriscono la partecipazione in una diversa Cash Generating Unit (Cgu - Principio Contabile Internazionale Ias 36). Nell'ottica della capogruppo la partecipazione cui è inerente l'avviamento potrebbe essere gestionalmente aggregata con altre partecipazioni esercenti la medesima attività e gestite unitariamente a quella da svalutare.

Normalmente, una Cgu corrisponde a un ramo d'azienda o, nel bilancio consolidato, a una partecipazione. Tuttavia non può escludersi che, nell'ambito di un gruppo, la capogruppo gestisca unitariamente più partecipazioni operanti nello stesso settore, al punto tale che i flussi di cassa che formalmente vengono percepiti da ciascuna delle partecipazioni non possono essere considerati indipendenti da quelli percepiti dalle altre.

In conclusione, la Commissione ha espresso l'avviso che, nel caso di specie, gli amministratori dovranno valutare se le sinergie esistenti tra le imprese appartenenti alla business unit e l'assoluta inscindibilità della gestione della stessa rendano

arbitraria l'attribuzione dell'avviamento in esame a una parte della stessa business unit. Ai fini della unificazione di più partecipazioni in un'unica Cgu, è stato infatti sottolineato che non è sufficiente che le stesse vengano gestite secondo indirizzi comuni di gruppo, ma è necessario che i loro risultati siano pervasivamente condizionati da una gestione unitaria, tale da rendere non significativa la redditività delle singole entità legali.

Con riguardo agli sviluppi internazionali, nell'ambito della collaborazione tra il Cesr e la Commissione Europea, sono proseguite per tutto il corso del 2003 le iniziative tese al miglioramento e all'armonizzazione dell'informazione finanziaria in sede europea. In particolare, il 21 marzo 2003 il Cesr ha approvato il primo standard sull'informazione contabile ("La vigilanza sugli standard contabili in Europa").

Lo standard, predisposto dal Cesrfin, il gruppo permanente sull'informazione finanziaria, e più specificatamente dal sottocomitato per l'enforcement (Sce), rappresenta un significativo contributo allo sviluppo e alla realizzazione di un approccio comune alla vigilanza sull'applicazione degli International Financial Reporting Standards (Ifrs). Inoltre, in attuazione del proprio piano di lavoro, il gruppo sull'enforcement ha elaborato un ulteriore documento che propone una più ampia cooperazione nelle attività di vigilanza sugli standard contabili da parte delle Autorità di controllo.

Il documento verrà sottoposto al Cesr per l'approvazione definitiva una volta completato da parte del gruppo l'esame delle lettere di commento pervenute dalle principali organizzazioni interessate, dopo la fine del periodo di consultazione avvenuta il 7 gennaio 2004.

L'altro sottogruppo facente capo al Cesrfin, il Subcommittee on International Standard Endorsement (Sise), ha approfondito, tra l'altro, le tematiche attinenti alla fase di transizione dalle regole nazionali agli Ias/Ifrs che, a norma del Regolamento CE 1606/2002, dovrebbero essere applicate in Europa dal 2005. In particolare, il sottogruppo ha predisposto una bozza di raccomandazione da inviare alle Autorità di vigilanza

europee affinché le società quotate vengano incoraggiate a fornire agli investitori e al mercato le informazioni contabili necessarie per affrontare tale periodo di transizione. Tale raccomandazione è stata emanata dal Cesr il 31 dicembre 2003.

In ambito internazionale si segnala, altresì, la partecipazione della Consob al gruppo di lavoro presso il Consiglio dell'Unione Europea sulla cosiddetta direttiva "Transparency", volta a ridisegnare gli obblighi di informazione periodica e continua delle società con titoli negoziati nei mercati regolamentati degli Stati membri dell'Unione Europea.

In materia di revisione contabile, si segnalano tre interventi di carattere generale.

Con comunicazione 3047871 del 18 luglio 2003 la Commissione ha introdotto una nuova disciplina degli obblighi di informazione periodica, ai sensi dell'art. 162, comma 2, lett. a), del Tuf, a cui sono tenute le società di revisione iscritte nell'albo speciale e ha abrogato la precedente comunicazione dell'aprile 1991. La rivisitazione della disciplina degli obblighi di informazione periodica fa parte di un più ampio progetto finalizzato ad attuare la raccomandazione emanata dalla Commissione Europea in data 15 novembre 2000 in materia di controllo di qualità sulle società di revisione.

La comunicazione ridefinisce gli obblighi informativi delle società di revisione ed è destinata ad alimentare in via periodica un flusso di informazioni che consentirà alla Consob di disporre di un patrimonio conoscitivo strumentale all'attuazione di controlli sistematici sull'attività delle società di revisione. In tale contesto, la nuova comunicazione richiama l'osservanza del principio n. 220 sul controllo di qualità del lavoro di revisione contabile, ricompreso nel nuovo corpo dei principi di revisione raccomandato con delibera Consob 13809 del 30 ottobre 2002.

Successivamente, con delibera 14186 del 30 luglio 2003, la Commissione ha raccomandato alle società di revisione iscritte nell'albo speciale di

adottare un nuovo principio di revisione contabile emanato dal Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e dal Consiglio Nazionale dei Ragionieri e dei Periti Commerciali in materia di revisione dei gruppi e ha abrogato le precedenti comunicazioni del 22 dicembre 1986 e del 15 febbraio 1995.

Il nuovo principio di revisione, basato sui contenuti del principio internazionale Isa 600, a cui sono stati apportati i necessari adattamenti alla realtà italiana, riguarda le modalità di svolgimento della revisione sul bilancio d'esercizio e consolidato nei casi in cui il revisore principale utilizzi il lavoro di altre società di revisione.

La novità fondamentale del nuovo principio consiste nel chiarire in maniera più puntuale rispetto al passato la portata della responsabilità del revisore principale e dei revisori secondari. Il revisore principale, infatti, è responsabile dell'espressione del giudizio sull'intero bilancio e tale responsabilità attiene alle valutazioni di fondo sottostanti all'approccio complessivo di revisione del bilancio d'esercizio e consolidato. In altre parole, il nuovo principio prevede che il revisore principale debba effettuare una valutazione complessiva dei rischi di revisione di tutte le componenti del gruppo e della competenza professionale di tutti i revisori coinvolti e che, essendo il suo status di revisore principale fondato su condizioni non solo quantitative ma anche qualitative, egli assuma comunque la responsabilità del lavoro di revisione (svolgendolo direttamente o rivedendo approfonditamente il lavoro svolto da altri) per le componenti del bilancio a rischio elevato e quelle per le quali non sia soddisfatto della competenza professionale del revisore secondario.

Per quanto riguarda la rappresentazione nella relazione di revisione del lavoro svolto dagli altri revisori, il nuovo principio prevede che sia indicata la circostanza che anche altri soggetti hanno partecipato allo svolgimento dei lavori e che di questi lavori essi sono direttamente responsabili; ciò ferma restando, comunque, in capo al revisore principale la responsabilità complessiva sul bilancio.

Nel dicembre 2003 la Commissione ha raccomandato l'adozione del principio di revisione "Comunicazione di fatti e circostanze attinenti la revisione ai responsabili dell'attività di *governance*", mutuato con gli opportuni adattamenti dal principio internazionale Isa 260. Il nuovo principio fornisce una guida in merito alle comunicazioni tra le società di revisione e i responsabili delle attività di *governance* delle società sottoposte a revisione in relazione a fatti o circostanze emersi nel corso dei lavori di revisione e d'interesse per lo svolgimento delle attività di *governance*.

La disciplina dei mercati e degli scambi organizzati

Nel corso del 2003 la Commissione ha approvato tre delibere apportanti modifiche e integrazioni al Regolamento Mercati.

La prima, contestualmente all'approvazione delle modifiche al Regolamento Emittenti, ha riguardato l'introduzione della possibilità per i mercati regolamentati di ammettere alle negoziazioni strumenti finanziari in assenza di domanda dell'emittente purché già ammessi a negoziazione su altri mercati regolamentati italiani.

In relazione a tale possibilità, le modifiche hanno riguardato: (a) la generalizzazione della definizione di "mercati regolamentati" (che in precedenza, invece, faceva esplicito riferimento ai mercati gestiti da Borsa Italiana spa); (b) la qualificazione di un ordine come "blocco" volta a prevedere che, nel caso di strumenti finanziari contestualmente negoziati in due o più mercati regolamentati italiani, il calcolo del controvalore giornaliero medio utile alla individuazione della soglia tiene conto degli scambi complessivamente effettuati su tutti i mercati; (c) la previsione secondo cui ciascuna società di gestione comunica i dati necessari al calcolo del controvalore degli scambi direttamente alla Consob e quest'ultima provvede al loro consolidamento e alla

loro diffusione; (d) l'introduzione di "orario di operatività dei mercati regolamentati" (periodo di tempo in cui risulta aperto almeno uno dei mercati regolamentati in cui ciascuno strumento finanziario è negoziato) e di "orario giornaliero di funzionamento" (orario nel quale gli intermediari autorizzati possono stabilire una connessione con il sistema di negoziazione di un mercato regolamentato). In merito agli obblighi di segnalazione delle operazioni fuori mercato, è stato previsto, da un lato, che gli intermediari ammessi alle negoziazioni in un mercato regolamentato segnalino le operazioni eseguite fuori mercato alla società di gestione del mercato in cui gli stessi sono ammessi, anche quando ciò comporti il rinvio della segnalazione al momento in cui detto mercato è funzionante e, dall'altro, che gli intermediari non aderenti ad alcun mercato regolamentato effettuino la segnalazione alla società di gestione di uno dei mercati regolamentati nei quali lo strumento finanziario è negoziato.

Con la seconda delibera, sono state apportate modifiche e integrazioni in materia di insolvenze di mercato.

La finalità delle modifiche regolamentari è stata quella di: rendere più rapida la riesecuzione sul mercato delle posizioni non compensate, anticipando alcuni adempimenti in precedenza di esclusiva competenza del commissario; adeguare le norme regolamentari alla nuova disciplina dei sistemi di garanzia, con particolare riferimento alla possibilità per i mercati non derivati di introdurre un servizio di controparte centrale; prevedere esplicitamente la possibile esistenza, su un medesimo strumento finanziario, di più sistemi di garanzia.

L'introduzione della controparte centrale nei mercati gestiti da Borsa Italiana ha offerto l'occasione per un'ampia revisione dell'intera disciplina regolamentare dell'insolvenza di mercato. In particolare, sono state aggiunte le definizioni di controparte centrale, sistemi di riscontro e rettifica giornalieri (RRG), sistemi di garanzia e operazioni definitive. Inoltre, è stata modificata la definizione di "servizio di liquidazione", al fine di includere anche il servizio di liquidazione su base lorda, cosicché anche le operazioni regolate su base lorda (servizio Express)

saranno soggette alla procedura dell'insolvenza di mercato.

Nell'ambito dei presupposti dell'insolvenza di mercato, la modifica tende a generalizzare i presupposti dell'insolvenza per gli aderenti alle controparti centrali, aggiungendo al caso di mancato versamento dei margini quello di mancato versamento delle contribuzioni al default fund.

Nell'ambito dell'accertamento dell'insolvenza, si è fra le altre cose richiamato "il mancato regolamento finale delle posizioni contrattuali da parte dell'aderente". Infatti, il regolamento finale delle posizioni contrattuali nel sistema a controparte centrale è effettuato nell'ambito del servizio di compensazione e liquidazione. Esso include il regolamento per differenziale tipico dei derivati e il regolamento con consegna dei titoli derivante dall'esercizio delle opzioni e dalle transazioni cash garantite dalla controparte centrale. Il mancato regolamento finale delle posizioni contrattuali implica dunque la mancata copertura dei saldi debitori nell'ambito del predetto servizio di compensazione e liquidazione, che rappresenta un presupposto dell'insolvenza di mercato. Esso è, d'altra parte, un presupposto di inadempimento per i partecipanti al sistema a controparte centrale, ai sensi della disciplina dei sistemi di garanzia. Il richiamo al "mancato regolamento finale delle posizioni contrattuali da parte dell'aderente" è dunque funzionale al riconoscimento, da parte della disciplina dell'insolvenza di mercato, anche di tale fattispecie di inadempimento, oltre a quelle previste dall'articolo 15, comma 2, lett. b), del Regolamento Mercati, quali presupposti dell'insolvenza di mercato.

Per ciò che riguarda la procedura di liquidazione dell'insolvenza di mercato, sono state ampliate le fattispecie per le quali la procedura di liquidazione si applica solo parzialmente. Inoltre, sono state individuate delle fattispecie che, non facendo parte della liquidazione vera e propria (riservata ai commissari), sono da considerarsi attività propedeutiche "all'immediata liquidazione dei contratti dell'insolvente". Sotto questo profilo viene attribuito ai gestori dei servizi di liquidazione il compito di escludere le operazioni stipulate dall'insolvente che, sia pur definitive, non possono essere regolate per

manca del contante o degli strumenti finanziari; inoltre, ai gestori dei sistemi di riscontro e rettifica viene dato il compito di escludere le operazioni non definitive stipulate dall'insolvente e alle controparti dell'insolvente viene data la facoltà di esercitare i premi e di rieseguire le posizioni in strumenti finanziari non compensate. La ratio di questa disposizione è di velocizzare il processo di liquidazione dell'insolvenza di mercato. Tanto più lento è tale processo quanto più elevato è il rischio di mercato, ossia l'ampiezza della perdita potenziale per le controparti dell'insolvente derivante dalla necessità di riacquistare (rivendere) a un prezzo più alto (basso), nel caso di posizione netta a credito (debito).

Ai fini della limitazione dell'impatto sul mercato delle operazioni di riesecuzione, viene attribuita alle controparti dell'insolvente la facoltà, da esercitarsi entro determinati termini, di optare, anche parzialmente, per una liquidazione per differenziale sulla base di un prezzo di regolamento calcolato come media ponderata dei prezzi delle transazioni concluse sui mercati regolamentati, ovvero, a discrezione del commissario, dei prezzi ufficiali rilevati dalle società di gestione degli stessi mercati, il giorno di scadenza dei medesimi termini. Se una controparte decide di avvalersi di questa facoltà, non dovrà rieseguire l'operazione, ma le verrà attribuito, per le differenze a suo credito, un certificato di credito pari alla differenza tra il prezzo medio di negoziazione e il prezzo di regolamento, moltiplicato per la posizione netta, o per la parte di essa per la quale la controparte ha optato per la liquidazione per differenziale.

Infine, con la terza delibera, si è armonizzata la disciplina della liquidazione delle insolvenze di mercato con le procedure esecutive stabilite dai gestori dei servizi di mercato nel quadro del sistema di liquidazione Express II gestito da Monte Titoli spa.

Con riferimento all'art. 14 del Regolamento Mercati, la definizione di "sistemi di garanzia della liquidazione" è stata sostituita con quella di "procedure esecutive". La prima definizione risulta superata dal fatto che, a seguito dell'avvio di Express II, viene eliminato il Fondo di Garanzia della

Liquidazione. La definizione di "procedure esecutive" si è resa necessaria proprio al fine di contemplare quelle procedure attraverso le quali i gestori dei servizi di mercato, a seguito del fail, chiudono le operazioni non ancora regolate ricorrendo alla loro esecuzione coattiva. Tali procedure sono definite dai regolamenti adottati dai gestori di mercato come buy-in qualora l'inadempimento riguardi il venditore (la procedura consiste nell'acquisto coattivo degli strumenti finanziari non consegnati in liquidazione), oppure come sell-out qualora l'inadempimento riguardi il compratore (la procedura consiste nella vendita coattiva degli strumenti finanziari consegnati a titolo di corrispettivo del prezzo non pagato). Nella definizione, peraltro, si contemplano analoghe procedure esecutive non definite dai regolamenti di mercato ma stabilite consensualmente dagli operatori.

È stata introdotta la possibilità di gestire dinamicamente, nell'ambito del fail, situazioni di momentaneo inadempimento in sede di liquidazione dovute a motivi di natura tecnica: ciò comporta il venir meno dell'immediato nesso tra la mancata copertura dei saldi debitori e la dichiarazione dell'insolvenza di mercato. Affinché tale inadempimento possa determinare l'insolvenza di mercato, infatti, occorre che lo stesso si sia protratto nel corso di successivi cicli di liquidazione, che la posizione sia stata pertanto chiusa coattivamente tramite il ricorso alle procedure esecutive di "buy-in" o di "sell-out" e che l'inadempiente non abbia provveduto a saldare l'eventuale debito risultante dalla differenza tra quanto originariamente dovuto e il ricavato della procedura esecutiva. In tal caso, risulta evidente che l'inadempimento non è dipeso da motivi tecnici ma dall'impossibilità di far fronte alle proprie obbligazioni di mercato ed è pertanto logico presumere l'insolvenza di mercato.

Il rapido sviluppo dei mercati, il continuo evolversi della normativa internazionale e l'esperienza maturata nel settore hanno fatto emergere l'esigenza di rivedere e valutare l'adeguatezza della disciplina in tema di sistemi di scambi organizzati (Sso).

Il primo problema affrontato in questa prospettiva ha riguardato il disallineamento della definizione degli Sso italiani rispetto a quella adottata in ambito europeo (dove il fenomeno è circoscritto ai soli sistemi di *trading* multilaterali). È sembrato opportuno che dalla formulazione della definizione risultasse evidente l'esclusione di tutti i sistemi i cui partecipanti si limitino a entrare in contatto tra loro per poi proseguire le negoziazioni e concludere i contratti fuori dal sistema; nello stesso tempo si è deciso di introdurre per la prima volta una distinzione definitoria fra "sistemi multilaterali" e "sistemi bilaterali".

Pertanto, si è stabilito che sono da considerarsi multilaterali (order driven o quote driven) i sistemi nei quali operi una molteplicità di negoziatori in concorrenza tra loro, mentre vanno definiti bilaterali i sistemi in cui un singolo market maker espone le proprie proposte che possono essere applicate da altri operatori. Ciò allo scopo, appunto, di distinguere più nettamente gli Sso gestiti da intermediari ammessi al mutuo riconoscimento, che rispondono ai requisiti del Cesr e perciò sono dotati di passaporto UE (sistemi multilaterali gestiti da intermediari autorizzati in Italia), da quelli che pur non ricadendo nella fattispecie degli standard, assumono comunque rilievo sul piano degli obblighi di trasparenza (sistemi bilaterali).

Tali obblighi corrispondono infatti alla sempre più avvertita esigenza di far conoscere alla generalità degli investitori i prezzi e le quantità degli scambi effettuati in qualsiasi sistema di trading (dunque anche in quelli bilaterali). Ciò, da un lato, è il presupposto di una maggiore trasparenza nell'attività di quotazione dei prezzi e, dall'altro, costituisce un passo intermedio nella prospettiva della concentrazione informativa sugli scambi quale forma di tutela degli investitori, alternativa alla concentrazione degli scambi nei mercati regolamentati.

In linea con l'attenzione e la sensibilità rivolte all'attività svolta dai sistemi bilaterali, è stato quindi stabilito di mantenere fermi tutti gli obblighi di trasparenza precedentemente fissati nonché quelli derivabili dalla revisione delle norme. L'opportunità di tale impostazione discende, con ogni evidenza, dalla

circostanza che nei sistemi di scambi organizzati sono spesso trattati strumenti finanziari atipici di cui, come è noto, non sono reperibili sul mercato informazioni sufficienti per consentire un fondato giudizio sulle caratteristiche dell'emittente e degli strumenti finanziari offerti.

Assume particolare rilievo, in questo contesto, la prescrizione di inviare trimestralmente alla Consob precise informazioni circa il numero dei contratti conclusi, le quantità complessivamente trattate e il relativo controvalore scambiato, il prezzo minimo, massimo e medio ponderato, nonché il prezzo, la quantità e la data dell'ultimo contratto concluso.

Si è inteso favorire, così, non solo l'aggregazione dei dati sugli scambi in modo da renderne confrontabili prezzi e quantità, quanto soprattutto la possibilità di conoscere e monitorare l'attività effettivamente svolta dai sistemi considerati singolarmente ma anche nel loro complesso. Ciò corrisponde alla consapevolezza dell'importante contributo che può essere dato dai sistemi di scambi organizzati alla migliore trasparenza e liquidità, soprattutto nel settore obbligazionario.

Per perseguire un maggiore allineamento della disciplina degli Sso agli standard Cesr, è stato deciso di accrescere il numero e la precisione delle notizie di carattere strutturale da fornire in sede di prima segnalazione alla Consob. A tale fine sono state introdotte nuove tipologie informative; esse concernono le forme di vigilanza implementate per sorvegliare il rispetto delle regole di funzionamento del sistema, le iniziative da intraprendere nell'eventualità che tali regole non vengano rispettate, le modalità e i termini di regolamento dei contratti conclusi. Il tutto è rafforzato dall'obbligo di trasmettere copia dei contratti "quadro" che disciplinano i rapporti instauratisi con gli operatori e gli emittenti.

Con riferimento agli sviluppi regolamentari in ambito internazionale relativi alla disciplina degli abusi di mercato, è da segnalare che sta per essere completata l'emanazione della disciplina di dettaglio di Livello 2 secondo la cosiddetta procedura Lamfalussy (si ricorda in proposito che la direttiva 2003/6/CE sugli abusi di mercato era

stata definitivamente approvata agli inizi del 2003).

Il primo gruppo di misure implementative proposto dal Cesr nel dicembre 2002 è stato accolto dalla Commissione Europea nel dicembre 2003 in un corpo di due direttive (2003/124/CE e 2003/125/CE) e un regolamento (2273/2003). Rispetto a quanto inizialmente proposto dal Cesr (per maggiori dettagli si veda il riquadro “*La direttiva sugli abusi di mercato: i lavori preparatori e le misure di implementazione proposte dal Cesr*” nella Relazione Annuale Consob per l’anno 2002), i testi approvati dalla Commissione Europea presentano alcune modifiche con riferimento all’interpretazione della definizione di informazione privilegiata, il cui “carattere preciso” viene espresso in modo più flessibile, e alla disciplina della produzione e diffusione di studi o altre informazioni nelle quali si raccomandano o suggeriscono strategie di investimento (dalla cui applicazione sono state escluse le società di *rating* e i giornalisti, qualora già sottoposti a equivalente regolamentazione).

Il secondo gruppo di misure implementative è stato presentato dalla Commissione Europea nel novembre 2003 (*Working Document Esc 38/2003*) sulla base dei pareri che il Cesr le ha fornito nell’agosto 2003 ed è stato rivisto il 27 gennaio 2004 per tener conto dei pareri dello *European Securities Committee* (Esc) e delle osservazioni ricevute nella fase di pubblica consultazione (Riquadro 6).

La disciplina degli intermediari

Nel corso del 2003 è stato avviato un articolato processo di revisione del Regolamento Intermediari e una fase di consultazione con le associazioni di categoria degli intermediari e dei consumatori.

Le proposte di modifica del regolamento in oggetto tendono per gran parte al recepimento nell’ordinamento interno degli standard comuni elaborati dal Cesr in tema di regole di condotta degli intermediari, nonché al rafforzamento dei presidi informativi a tutela degli investitori nei rapporti con gli intermediari.

Gli standard del Cesr mirano al raggiungimento di un livello di armonizzazione ampio fra le discipline di settore dei diversi Stati membri dell’Unione Europea. L’armonizzazione delle norme di “dettaglio”, dopo quella dei principi generali realizzata dall’art. 11 della direttiva 93/22/CEE (*Investment Services Directive*, Isd), è vista infatti come momento imprescindibile della effettiva creazione di un mercato europeo unico dei servizi finanziari, in un contesto di tutela degli investitori e di incoraggiamento alla concorrenza degli operatori.

I principi e le regole armonizzate spesso riflettono disposizioni già presenti nell’ordinamento italiano; pur tuttavia, residuano aree in cui per recepire pienamente le disposizioni elaborate dal Cesr occorre aggiornare il Regolamento Intermediari al fine di tenere conto delle prescrizioni, a volte più analitiche, elaborate a livello internazionale. Contestualmente, l’esperienza di vigilanza ha consigliato un aggiornamento delle regole finalizzato a richiamare gli intermediari a un rispetto sostanziale degli interessi sottesi alla disciplina (interesse degli investitori e integrità dei mercati), evitando la possibilità di una adesione meramente formale alle regole di condotta. Tale risultato è perseguito, in particolare, con una maggiore specificità della disciplina relativa ai profili “procedurali” dell’attività degli intermediari e una maggiore enfasi a essa attribuita.

Riquadro 6: La direttiva sugli abusi di mercato e le misure di implementazione in corso di definizione

Le misure di implementazione presentate dalla Commissione Europea nel novembre 2003 riguardano: a) le linee guida che l'autorità competente deve seguire per identificare e ammettere le prassi di mercato; b) la definizione di informazione privilegiata nel mercato dei derivati su merci; c) i criteri che le società emittenti e i soggetti che lavorano per conto di tali società devono adottare per istituire e aggiornare il registro dei soggetti che hanno accesso a informazioni privilegiate; d) l'obbligo per coloro che esercitano responsabilità di direzione all'interno di una società emittente e per le persone a essi strettamente legate di notificare all'autorità competente le operazioni che effettuano sugli strumenti finanziari emessi dalla società (cosiddetto *insider dealing*); e) l'obbligo per quanti compiono professionalmente operazioni su strumenti finanziari di segnalare all'autorità competente le operazioni sulle quali si hanno ragionevoli motivi per sospettare che costituiscano abusi di mercato (cosiddette operazioni sospette).

Per ciò che riguarda le prassi di mercato ammesse, la disciplina di carattere generale contenuta nella direttiva consente che quanti pongono in essere operazioni che producono gli effetti tipici delle manipolazioni operative siano esenti da sanzione se dimostrano che le motivazioni sottostanti alle operazioni sono legittime e che le medesime operazioni sono conformi alle prassi di mercato ammesse. La stessa direttiva definisce "*prassi di mercato ammesse*" quelle di cui è ragionevole attendersi l'esistenza in uno o più mercati finanziari e ammesse dalla competente autorità in conformità alle linee direttrici adottate a Livello 2.

Al riguardo, le norme di livello 2 allo studio da parte della Commissione Europea stabiliscono che le autorità competenti tengano conto almeno dei seguenti criteri nell'individuare le prassi ammesse: a) il grado di trasparenza della prassi; b) la necessità di salvaguardare il gioco delle forze di mercato e la regolare interazione fra l'offerta e la domanda; c) l'impatto della prassi sulla liquidità e sull'efficienza del mercato; d) la misura in cui la prassi tiene conto dei meccanismi di negoziazione; e) i rischi per l'integrità del mercato; f) le caratteristiche strutturali del mercato interessato, quali il carattere di mercato regolamentato o non regolamentato, il tipo di strumenti finanziari negoziati e il tipo di operatori ammessi.

Viene inoltre specificato che l'autorità competente non deve ritenere inammissibili le prassi di mercato nuove o emergenti soltanto perché non le ha già ammesse e deve sottoporre a continuo controllo le prassi ammesse, tenendo conto dell'evoluzione strutturale e regolamentare del mercato. L'autorità competente deve altresì istituire procedure di consultazione con le categorie di partecipanti al mercato e con le autorità competenti estere. È infine richiesta la trasparenza delle motivazioni sottostanti all'autorizzazione della prassi, specie nel caso in cui sussistano differenze con decisioni prese da altre autorità comunitarie.

Passando invece al tema dei derivati su merci, la direttiva, con riferimento a tali strumenti finanziari, adotta una definizione di informazione privilegiata diversa da quella generale: invece di richiedere che sia *price-sensitive*, viene richiesto che si tratti di un'informazione che gli operatori "*si aspetterebbero di ricevere conformemente a prassi di mercato ammesse in tali mercati*". Posto che per prassi di mercato ammessa vale quanto sopra indicato, a Livello 2 viene comunque aggiunto che le suddette informazioni sono quelle di solito messe a disposizione dei partecipanti al mercato e quelle che vengono obbligatoriamente divulgate in base a disposizioni legislative, regolamentari, contrattuali o a usi di tali mercati o dei relativi mercati sottostanti.

Nella versione vigente, il regolamento contiene, infatti, una pluralità di regole di comportamento (informazioni da rendere agli investitori, know your customer, suitability,...) "accompagnate" da un'unica disposizione generale in tema di "procedure" (art. 56).

Rimanendo in sostanza immutati nelle linee generali i risultati che gli intermediari devono

garantire, si è ritenuto utile assicurare una più puntuale precettività delle procedure attraverso cui realizzare il perseguimento di quei risultati. A tal fine, sono stati di volta in volta tratteggiati i presidi minimi e i contenuti che le procedure interne dell'intermediario devono prendere in considerazione (secondo modalità e termini concreti lasciati all'autonomia imprenditoriale e alla

Un'altra questione affrontata nella normativa di Livello 2 riguarda l'istituzione (da parte degli emittenti e dei loro consulenti) del registro delle persone che hanno accesso a informazioni privilegiate. Le proposte della Commissione Europea prevedono che tale registro indichi le persone che hanno accesso a informazioni privilegiate sia in via regolare sia in via occasionale. Il registro deve riportare almeno le seguenti informazioni: l'identità della persona, la ragione per cui la persona è iscritta nel registro e la data in cui il registro è istituito e aggiornato. Viene inoltre richiesto di provvedere affinché le persone che sono indicate nella lista siano rese consapevoli degli obblighi giuridici e regolamentari che derivano dall'aver accesso a informazioni privilegiate e delle possibili sanzioni in caso di abuso o di diffusione non autorizzata delle informazioni cui hanno accesso.

Riguardo al cosiddetto *insider dealing*, le norme di Livello 2 individuano dettagliatamente i destinatari degli obblighi di *disclosure* delle transazioni (indicati invece in modo generale nella direttiva), stabilendo che ricadono nella definizione di “*persona che esercita responsabilità di direzione all'interno di un emittente*” i membri degli organi di amministrazione, direzione o sorveglianza dell'emittente o i dirigenti che, senza essere membri degli organi citati, abbiano regolare accesso a informazioni privilegiate nonché il potere di assumere decisioni di gestione sull'evoluzione futura e sulle strategie d'impresa della società. Per “*persona strettamente legata*” alla persona che esercita responsabilità di direzione si deve invece intendere il coniuge o altro *partner* equiparato al coniuge a norma del diritto nazionale, il figlio a carico, il parente che convive da almeno un anno, nonché qualunque persona giuridica controllata o di cui siano esercitate responsabilità di direzione. Diversamente da quanto proposto dal Cesr, la Commissione Europea ha introdotto una soglia sul controvalore minimo delle operazioni che devono essere notificate, pari a cinquemila euro. È stato altresì allungato il termine per la segnalazione fino al quinto giorno successivo a quello di esecuzione.

Da ultimo, le norme di Livello 2 dettano una disciplina dettagliata circa l'obbligo, per quanti effettuano professionalmente operazioni su strumenti finanziari, di segnalare all'autorità competente le cosiddette operazioni sospette. Data la complessità della materia e la possibilità di interpretazioni difformi sia tra operatori sia tra giurisdizioni (con i conseguenti rischi di perdita di quote di mercato per chi pone in essere comportamenti virtuosi), oltre a intervenire nella normativa di Livello 2, la Commissione Europea ha ritenuto auspicabile fornire a Livello 3 ulteriori elementi per l'individuazione delle operazioni sospette, prevedendo per i destinatari dell'obbligo alcune linee guida per l'implementazione di specifiche procedure organizzative sufficienti a evitare che si venga sanzionati in caso di mancata segnalazione.

A Livello 2 viene comunque precisato che il momento in cui sorge l'obbligo di segnalazione di una operazione è quello in cui si viene a conoscenza di fatti o informazioni che forniscono ragionevoli motivi per sospettare che l'operazione costituisca un abuso. La notifica all'autorità competente può avvenire per posta, posta elettronica, fax o telefono. In quest'ultimo caso, se l'autorità competente lo richiede, la segnalazione deve essere seguita da una conferma scritta. Dopo la fase di consultazione, la Commissione Europea ha introdotto una nuova disposizione in cui si esplicita che la segnalazione non espone il soggetto segnalante ad alcuna responsabilità nei confronti dei committenti delle operazioni segnalate (peraltro le autorità competenti hanno l'obbligo di non rivelare a tali committenti l'identità del soggetto segnalante).

concorrenza sulla qualità del servizio). L'esperienza di vigilanza, oltre ad avere ispirato l'approccio “procedurale” sopra tratteggiato, ha consigliato di porre particolare cura nel perseguimento dei seguenti principali obiettivi: l'effettività della disciplina del conflitto di interessi, nel senso che la trasparenza circa la situazione di conflitto non deve far venir meno il

dovere dell'intermediario di non pregiudicare l'interesse dell'investitore; la comprensibilità e chiarezza delle informazioni da fornire agli investitori, specie sui rischi sottesi alle operazioni, con particolare riguardo ai prodotti o servizi combinati o collegati; l'effettività dell'obbligo di acquisire comunque le

informazioni sul cliente (know your customer rule) e di mantenerle aggiornate.

Tali modifiche tendono a rafforzare l'effettività del controllo di adeguatezza, rispetto al profilo dell'investitore, di ogni operazione disposta. Sempre in questa prospettiva, è stato, inoltre, riconosciuto un più ampio contenuto informativo al contratto con il cliente e si è dato un maggiore ambito di operatività della regola di best execution. Infine, è stata data una maggiore articolazione e tempestività ai doveri di attestazione, registrazione e rendicontazione.

Nel corso del 2003, terminato il processo di consultazione con le associazioni di categoria, la Commissione ha emanato la delibera 14015 che ha operato la revisione delle "Disposizioni concernenti gli obblighi di comunicazione di dati e notizie e la trasmissione di atti e documenti da parte dei soggetti abilitati e degli agenti di cambio", semplificando le incombenze gravanti sugli intermediari anche mediante l'implementazione di un sistema di trasmissione elettronica delle informazioni che consente di eliminare, una volta a regime, l'utilizzo di supporti cartacei nel flusso documentale obbligatorio.

In tema di risparmio gestito, sono da segnalare le modificazioni apportate al Tuf in recepimento della direttiva 2001/107/CE che introducono il cosiddetto "passaporto europeo", ovvero la possibilità per le società che gestiscono (anche) gli Oicr armonizzati di prestare la propria attività in ciascun paese comunitario sulla base dell'autorizzazione ricevuta nel paese d'origine.

A seguito di tale innovazione, analoga a quella introdotta per le imprese d'investimento in attuazione della Isd, alle società di gestione italiane si affiancano le società di gestione cosiddette armonizzate, le quali possono operare in Italia sia tramite lo stabilimento di succursali, sia in regime di libera prestazione del servizio. Analogamente, la licenza unica è fruibile alle medesime condizioni

dalle Sgr nazionali che vogliono accedere a mercati esteri.

Seppure il riconoscimento dell'autorizzazione rilasciata nell'home country rappresenti un passaggio necessario nell'ambito del processo di integrazione dei mercati, esso non è però da solo sufficiente a garantire una completa omogeneità sul territorio comunitario, così da neutralizzare i possibili tentativi di arbitraggio normativo. Un simile obiettivo può raggiungersi soltanto compiendo l'ulteriore passaggio consistente nell'armonizzazione delle regole di condotta. In questo senso sono infatti diretti i principi fissati dal Cesr in materia di servizi d'investimento (inclusa la gestione individuale) e recepiti nella proposta di modifica del Regolamento Intermediari attualmente in fase di consultazione.

Ancora da venire è invece l'armonizzazione delle norme comportamentali nella prestazione del servizio di gestione collettiva, sebbene il tema sia tra quelli che il Cesr si è prefisso di affrontare prossimamente. Resta quindi da valutare il rischio che la licenza unica possa indurre fenomeni di concentrazione degli operatori nei paesi con gli standard di regolamentazione e vigilanza comportamentale più bassi, a discapito di paesi in cui l'attenzione delle Autorità sul rispetto delle regole di condotta è più forte. Al riguardo, deve rilevarsi come il legislatore italiano abbia optato per l'assoluta equiparazione tra le Sgr nazionali e le società comunitarie: queste ultime, sia nel caso di stabilimento in Italia di succursali che in quello di libera prestazione del servizio, sono infatti tenute al rispetto delle regole di condotta fissate dall'art. 40 del Tuf. Di contro, rimangono ancora da verificare le determinazioni degli altri Paesi europei in punto di estensione delle norme di condotta nazionali, ancora non armonizzate tra i vari paesi, agli operatori esteri.

Le differenze negli standard di disclosure derivanti dalla disomogeneità delle regole di redazione del prospetto informativo verranno presto superate con il recepimento della nuova disciplina comunitaria sul prospetto. Al riguardo, il legislatore comunitario ha dimostrato di tenere in conto la multiforme composizione della domanda, costituita da investitori con diversi gradi di

competenza tecnica, nonché degli effetti negativi derivanti dal fenomeno di cosiddetto *overflow of information*. Sono stati infatti distinti due prospetti informativi, il *simplified* e il *full prospectus*, allo scopo di calibrare il tipo, la quantità e la tecnica di comunicazione delle informazioni rispetto al tipo di investitore cui sono rivolte.

I limitati contenuti informativi del simplified prospectus sono specificamente identificati nella direttiva (Allegato C) e per tale documento il grado di armonizzazione è totale; non è consentito introdurre informazioni ulteriori o diverse rispetto a quelle fissate dal legislatore comunitario. Un approccio opposto è invece adottato con riguardo al full prospectus: le informazioni che esso dovrà contenere potranno essere implementate dai legislatori nazionali, in aggiunta a quelle fissate dalla direttiva. Un'ulteriore differenza tra i due documenti informativi è rinvenibile nella circostanza, non di poco conto, che la consegna del prospetto semplificato, al quale non devono essere allegati altri documenti, è obbligatoria; mentre il prospetto completo è consegnato solo su richiesta dell'investitore e deve essere accompagnato dal regolamento di gestione o dai documenti costitutivi dell'Oicvm.

In conclusione, il simplified prospectus, autorizzato dalle competenti Autorità nazionali, costituirà uno strumento di commercializzazione unico ed esclusivo in tutto l'ambito comunitario, così eliminando in radice la possibilità, già concretamente verificatasi, di concentrazione dell'offerta nei paesi con regole di disclosure meno stringenti.

Sul fronte della normativa secondaria domestica, assumono particolare rilievo alcune novità in tema di gestione del risparmio contenute nelle proposte di modifica del Regolamento Intermediari.

In particolare, è stata prevista una più dettagliata definizione della prestazione richiesta al gestore, cioè l'esplicitazione degli obiettivi d'investimento, del parametro oggettivo di riferimento (benchmark), dello stile di gestione e del grado di

rischio. Con ciò si è inteso individuare in maniera dettagliata il perimetro operativo entro il quale i gestori devono attuare il processo di allocazione degli assets gestiti, nel presupposto che gli spazi di discrezionalità connaturati al mandato gestorio debbano essere vincolati agli impegni assunti nei documenti contrattuali o d'offerta. Sono state esplicitate le "fasi" essenziali in cui si estrinseca l'attività di asset management, quali la ricerca ed elaborazione delle informazioni micro e macro economiche, la definizione delle strategie generali di investimento e la traduzione di tali strategie in conseguenti scelte operative. In sostanza, si è voluto affermare con chiarezza come ogni decisione d'investimento debba essere assunta nell'ambito di una strategia previamente deliberata dagli organi della società di gestione del risparmio a ciò preposti e in conformità a un processo decisionale preventivamente definito. Si è altresì introdotto l'obbligo di monitorare ex post gli investimenti effettuati mediante una procedura idonea a valutare su base continuativa il rischio delle singole posizioni e la coerenza di queste al profilo di rischio/rendimento dell'intera gestione, così da assicurare la rispondenza alle specifiche esigenze dei singoli investitori, nel caso di gestione su base individuale, e agli obiettivi d'investimento dell'Oicr, nel caso di gestione collettiva.

In relazione alla problematica dei conflitti d'interesse, è stato introdotto l'obbligo di gestire le situazioni di conflitto, previamente identificate, in modo tale da non recare danno agli investitori. Particolare attenzione è stata posta sui compensation del gestore, considerati una particolare manifestazione di potenziali conflitti d'interesse; al riguardo è stata introdotta una differenziazione tra quei meccanismi retributivi dai quali possa derivare un vantaggio per gli investitori (cosiddette soft commissions) e quelli che, invece, risultano a esclusivo beneficio del gestore (cosiddette hard commissions). Mentre i primi sono generalmente ammissibili purché sia rispettato l'obbligo di disclosure, i secondi richiedono un atteggiamento più severo, tale da incidere direttamente sulla correttezza comportamentale, ovvero un divieto alle retrocessioni commissionali da cui non derivi beneficio alcuno per il patrimonio in gestione.

IX. LE RELAZIONI INTERNAZIONALI

La cooperazione internazionale

Nel 2003 la Commissione ha proseguito l'intensa attività di collaborazione con Autorità di vigilanza estere, alle quali ha inoltrato 51 richieste; l'Istituto ha inoltre ricevuto richieste di cooperazione in relazione a 94 indagini (Tav. IX.1). Per quanto riguarda l'attività internazionale relativa a sospetti casi di *insider trading*, si rileva una diminuzione delle richieste inoltrate dall'Istituto (passate da 24 nel 2002 a 11 nel 2003) e una lieve crescita del numero delle richieste da parte di Autorità estere (da 13 a 17). Le 6 richieste di cooperazione inoltrate dalla Consob relativamente all'informativa societaria sono collegate ai casi Cirio e Parmalat, in relazione ai quali la Commissione è stata fortemente impegnata

nell'ultima parte del 2003. Sempre elevato si mantiene il numero di richieste relative allo scambio di informazioni tra l'Istituto e le Autorità estere relativamente ai requisiti di professionalità e onorabilità dei dirigenti delle imprese di investimento (21 richieste formulate e 70 ricevute).

L'analisi della distribuzione regionale delle richieste di cooperazione inoltrate dalla Consob ad Autorità estere rivela come tali richieste siano indirizzate in prevalenza ad Autorità dei paesi dell'Unione Europea (40 richieste su 51; Tav. aIX.1). Un fenomeno analogo si riscontra, peraltro, per ciò che riguarda le richieste di cooperazione ricevute dalla Commissione (provenienti in 81 casi su 94 da Autorità di paesi dell'Unione Europea).

Tav. IX.1

Cooperazione internazionale (richieste di collaborazione)

Oggetto	1998	1999	2000	2001	2002	2003
<i>Dalla Consob ad Autorità estere</i>						
Insider trading	17	43	32	24	24	11
Manipolazione dei prezzi di valori mobiliari	2	--	1	4	--	4
Sollecitazione e attività di intermediazione abusive	7	4	3	10	9	5
Trasparenza e informativa societaria	--	--	1	--	--	6
Partecipazioni rilevanti al capitale di società quotate e di intermediari autorizzati	--	--	--	1	1	3
Requisiti di onorabilità e professionalità	12	10	19	14	34	21
Violazione regole di condotta	--	--	2	--	--	1
<i>Totale</i>	38	57	58	53	68	51
<i>Da Autorità estere alla Consob</i>						
Insider trading	2	3	5	20	13	17
Manipolazione dei prezzi di valori mobiliari	1	3	--	1	1	2
Sollecitazione e attività di intermediazione abusive	3	3	1	2	7	4
Trasparenza e informativa societaria	1	--	2	--	--	--
Partecipazioni rilevanti al capitale di società quotate e di intermediari autorizzati	--	--	--	--	2	1
Requisiti di onorabilità e professionalità	30	44	53	49	80	70
Violazione regole di condotta	--	--	--	--	--	--
<i>Totale</i>	37	53	61	72	103	94

L'attività internazionale dell'Istituto è coincisa, nel secondo semestre del 2003, con la presidenza di turno italiana del Consiglio dell'Unione Europea. Per il settore dei servizi finanziari, il calendario includeva una serie di interventi di particolare rilevanza concernenti le offerte pubbliche di acquisto, la trasparenza degli emittenti quotati, i servizi di investimento e i mercati regolamentati sui quali si sono registrati progressi significativi.

In particolare, è stato adottato un orientamento generale sulla proposta di direttiva in materia di trasparenza degli emittenti quotati (25 novembre 2003); il Consiglio è pervenuto a una posizione comune sulla proposta di direttiva sui mercati di strumenti finanziari (8 dicembre 2003); è stato raggiunto, infine, l'accordo politico sulla proposta di direttiva concernente le offerte pubbliche di acquisto (22 dicembre 2003).

Le iniziative normative indicate si iscrivono nel quadro di completamento del programma contenuto nella Comunicazione della Commissione Europea per il Piano d'Azione per i servizi finanziari.

L'obiettivo del Piano d'Azione è quello di favorire la creazione di un mercato interno pienamente integrato fondato sul principio del controllo del paese di origine; uno dei presupposti è l'esistenza di Autorità di controllo in grado di assicurare, da parte dei soggetti vigilati, il rispetto della normativa nonché di fornire la cooperazione alle controparti degli altri Stati membri.

Nel quadro delle direttive redatte secondo il modello *Lamfalussy*, e in particolare delle iniziative normative portate a conclusione nel semestre di Presidenza italiana, assume notevole rilievo la tematica dei poteri delle Autorità competenti.

In particolare, la direttiva sugli abusi di mercato 2003/6/CE, già in vigore e da recepirsi entro ottobre 2004, prevede una lista di poteri minimi di cui le Autorità competenti devono essere dotate dagli Stati membri.

La posizione comune sulla proposta di direttiva concernente i mercati di strumenti finanziari si allinea alla direttiva 2003/6/CE, stabilendo una lista dei poteri minimi da attribuirsi all'Autorità amministrativa.

Nel dettaglio, con riferimento all'abusivismo nella prestazione di servizi di investimento, si prevede che l'Autorità competente sia dotata di penetranti poteri di indagine nonché di attivazione di misure cautelari sia nei confronti dei soggetti vigilati sia nei confronti dei soggetti non sottoposti a vigilanza. Le innovazioni rispetto ai poteri conferiti alla Consob dall'ordinamento vigente sono significative. Si fa riferimento, in particolare, al potere di acquisire qualsiasi documento e riceverne copia, di chiedere informazioni a chiunque prevedendo, se necessario, convocazioni e specifiche audizioni, di eseguire ispezioni, di chiedere le registrazioni riguardanti le comunicazioni telefoniche e la documentazione relativa ai dati scambiati per via telematica. Si definiscono anche i poteri di natura inibitoria, cautelare e ingiuntiva, con particolare riguardo al potere di far cessare qualsiasi pratica contraria alle disposizioni adottate in attuazione della direttiva, di richiedere il blocco e/o il sequestro dei beni e, infine, di richiedere la temporanea interdizione dall'esercizio dell'attività professionale.

Il tema dei poteri delle Autorità competenti è stato, altresì, affrontato anche nel più ampio contesto delle relazioni multilaterali. Al riguardo, assume importanza l'Accordo di Cooperazione Multilaterale in ambito Iosco, soprattutto per le previsioni relative ai poteri di vigilanza e di indagine che devono essere attivati a fronte di richiesta di cooperazione delle Autorità, e al regime di utilizzo delle informazioni e di riservatezza al quale le predette informazioni scambiate devono essere soggette.

Il contenuto dell'Accordo si discosta dai testi normalmente utilizzati nel caso di accordi bilaterali, in quanto prevede una valutazione sui poteri di cooperazione e pone l'accento sulle informazioni necessarie all'identificazione del beneficiario finale

nelle transazioni finanziarie o nelle partecipazioni in società ed enti. Detto Accordo è stato utilizzato in occasione delle indagini relative al caso Parmalat.

L'ambito di applicabilità dell'Accordo include l'enforcement riguardante l'insider dealing e la manipolazione, l'omissione o non esatta indicazione di informazioni rilevanti e tutte le altre pratiche fraudolente relative a valori mobiliari o prodotti derivati, la registrazione, l'emissione, l'offerta o la vendita di valori mobiliari o prodotti derivati e gli obblighi di informazione a essi connessi, gli intermediari, gli organismi di investimento collettivo del risparmio, i mediatori, i raccoglitori di ordini, i mercati, le borse valori e gli organismi di clearing e settlement.

Con l'Accordo viene stabilito il contenuto minimo degli obblighi di cooperazione per i firmatari e viene introdotto, per la prima volta, un meccanismo di controllo sulla capacità degli aderenti di far fronte agli adempimenti assunti. Si passa, in sostanza, da mere dichiarazioni di intenti a un vero e proprio impegno a prestare un'effettiva cooperazione. Questo aspetto assume particolare rilevanza in quanto, per corrispondere pienamente alle previsioni dell'Accordo, i poteri attribuiti alla Commissione dalla legislazione vigente devono essere incrementati.

L'obiettivo di dotare la Consob di maggiori poteri di indagine potrebbe essere raggiunto non solo in sede di recepimento della direttiva sugli abusi di mercato, che attribuisce alle Autorità competenti penetranti poteri di indagine nonché stringenti obblighi di cooperazione, ma anche in sede di recepimento delle altre iniziative normative comunitarie che sanciscono poteri minimi di intervento da parte delle Autorità competenti.

È proseguita nel corso del 2003 l'attività dell'Istituto tesa ad ampliare i contatti a livello bilaterale con altre Autorità di vigilanza. In particolare, sono stati stipulati i *Memoranda of Understanding* (MoU) con le Autorità di Jersey, della Malesia, del Principato di Monaco, della

Repubblica di San Marino, della Repubblica Slovacca e della Romania.

A tutt'oggi la Consob ha sottoscritto trenta accordi bilaterali di cooperazione e un'intesa per il mantenimento della confidenzialità delle informazioni scambiate, oltre al Memorandum multilaterale tra i paesi dello Spazio Economico Europeo che aderiscono al Cesr e al MoU siglato in sede Iosco. Sono in corso, peraltro, trattative con le Autorità di altri Stati per addivenire alla stipula di analoghi accordi.

È proseguita anche l'attività di cooperazione fornita dalla Commissione nell'ambito dei programmi di gemellaggio *Phare*. Il 25 novembre si è concluso, in particolare, il programma di gemellaggio con la Commissione Nazionale di Valori Mobiliari rumena (Cnvm).

La suddetta iniziativa, che si è svolta con la collaborazione della Banca d'Italia, della Borsa Italiana spa e della Montetitoli spa, è stata realizzata nel quadro dei programmi previsti dall'Unione Europea al fine di fornire supporto ai paesi candidati all'ingresso nell'Unione Europea. Il gemellaggio ha avuto come finalità quella di favorire il recepimento nella normativa rumena dell'acquis comunitario in materia di valori mobiliari, il rafforzamento delle capacità amministrative della Commissione di valori rumena, la predisposizione di un piano d'azione a medio termine per lo sviluppo dei mercati finanziari rumeni e il controllo in tempo reale dei mercati. Un funzionario della Consob è stato distaccato per un periodo di un anno presso la Commissione rumena e numerose attività seminariali e di formazione, sia in Romania che in Italia, sono state svolte da un consistente numero di funzionari della Consob.

Il gemellaggio ha raggiunto gli obiettivi prefissati nel programma, ossia la predisposizione di un progetto di legge sul mercato mobiliare, in linea con l'acquis comunitario e attualmente all'esame del Parlamento rumeno, nonché la costituzione di un sistema elettronico di monitoraggio delle transazioni sui mercati di borsa rumeni.

A partire dal mese di settembre, l'Istituto ha cominciato a prestare la propria cooperazione in un

analogo programma di gemellaggio tra la Commissione di Valori della Repubblica Ceca e il Ministero dell'economia e delle finanze.

Anche in questo caso gli obiettivi del progetto sono il pieno recepimento dell'acquis comunitario in materia di mercati di capitali e il rafforzamento delle capacità amministrative delle Autorità ceche coinvolte (Commissione di vigilanza sul mercato di valori mobiliari e Ministero delle finanze). La cooperazione della Consob si sta realizzando mediante l'invio di funzionari nella Repubblica Ceca al fine di svolgere attività seminariali e/o di formazione e mediante l'accoglimento di funzionari della Commissione di valori ceca per brevi stages presso la Consob.

L'attività dell'Unione Europea

Nel 2003 è proseguita l'attività della Commissione Europea, del Consiglio Europeo e del Parlamento Europeo volta a dare attuazione agli obiettivi indicati nel Piano d'Azione relativi alla realizzazione di un mercato di servizi finanziari pienamente integrato entro il 2005.

Tra le iniziative normative oggetto dell'attività dell'Unione Europea si segnala la direttiva sul prospetto di offerta che introduce il passaporto europeo per gli emittenti. È previsto un meccanismo per il quale il prospetto, approvato dall'Autorità dello Stato membro di origine, è valido per l'offerta al pubblico e/o l'ammissione alle negoziazioni su mercati regolamentati in tutto il territorio dell'Unione Europea.

Il passaporto europeo per gli emittenti accentuerà verosimilmente la delocalizzazione delle emissioni di titoli diversi dai titoli partecipativi (non-equity securities) di valore nominale superiore ai 1000 euro nei paesi con minori controlli. Questo sarà possibile dal momento che la direttiva consente all'emittente di scegliere il paese di origine tra quello in cui l'emittente ha la propria sede sociale e il paese in cui il titolo viene offerto al pubblico e/o ammesso alle negoziazioni su mercati regolamentati. Una volta ottenuta l'approvazione del prospetto da parte

dell'Autorità del paese prescelto, i titoli potranno essere collocati su tutto il territorio dell'Unione senza che l'Autorità del paese ospitante possa chiedere ulteriori informazioni o imporre condizioni specifiche. La direttiva, diversamente dal passato, prevede l'obbligo di pubblicazione del prospetto da parte degli emittenti creditizi nell'effettuazione delle operazioni di raccolta; l'obbligo del prospetto vige per tutti i tipi di offerta di titoli di capitale e/o di debito collocati presso il pubblico dei risparmiatori, con l'eccezione di quelli emessi da Stati sovrani e dalle banche centrali. Il collocamento presso investitori istituzionali o investitori qualificati come professionali non è soggetto agli obblighi di predisposizione del prospetto. Tuttavia, in casi di rivendita a investitori diversi da quelli qualificati (in particolare ai clienti degli intermediari), è richiesta la predisposizione del prospetto.

Il Cesr ha fornito, nel corso dell'anno, un parere alla Commissione Europea sugli schemi (semplificati per ciò che riguarda le emissioni da parte di istituti di credito di strumenti finanziari non di capitale) e i meccanismi di pubblicità del prospetto. Sulla base di detto parere, la Commissione Europea ha predisposto una bozza di regolamento attualmente oggetto di consultazione; una volta adottato, esso diventerà immediatamente applicabile senza necessità di recepimento sostituendo la disciplina regolamentare della Consob attualmente in vigore.

La direttiva sul prospetto va considerata congiuntamente a quella sulla trasparenza che prevede obblighi di informativa continua. La proposta di direttiva sulla trasparenza degli emittenti quotati ha come obiettivo la modernizzazione della disciplina vigente per le società quotate sui mercati di borsa. Il nucleo principale della direttiva è costituito dagli obblighi di informativa periodica imposti agli emittenti nel corso dell'esercizio finanziario.

In particolare essi consistono, secondo il testo attuale dell'orientamento generale del Consiglio, nella pubblicazione di una relazione finanziaria annuale, comprendente attestazioni da parte delle persone

responsabili presso l'emittente certificanti che le informazioni contenute nella relazione annuale rappresentano in modo veritiero e corretto la posizione finanziaria, i profitti o le perdite dell'emittente; nella pubblicazione di una relazione semestrale redatta secondo i criteri previsti nello standard Ias 34, e infine nella pubblicazione di una relazione infrasemestrale dei membri del consiglio di amministrazione, in un periodo compreso tra dieci settimane dopo l'inizio e sei settimane prima della fine del semestre di riferimento. Tale relazione comprende, in particolare, una descrizione dei fatti e delle transazioni che hanno avuto luogo durante il periodo di riferimento e del loro impatto sulla posizione finanziaria dell'emittente e delle sue controllate, nonché una generale descrizione della posizione finanziaria e dell'andamento dell'emittente e delle sue controllate durante il periodo di riferimento.

Una parte importante della disciplina riguarda le modalità di diffusione dell'informazione. Gli Stati membri devono prevedere almeno un *officially appointed mechanism* per la raccolta centralizzata delle informazioni regolamentate; deve essere inoltre garantita la diffusione delle informazioni in tutto il territorio dell'Unione Europea.

Sono previste altresì disposizioni in materia di trasparenza degli assetti proprietari, che innovano la disciplina vigente ai sensi della direttiva 2001/34/CE.

In primo luogo è differente la percentuale dei diritti di voto raggiunta la quale interviene l'obbligo di comunicazione iniziale (5 e non più 10 per cento); in secondo luogo è sancito l'obbligo di comunicare le partecipazioni potenziali, cioè quelle partecipazioni che danno titolo ad acquistare azioni, nonché quello di dichiarare il superamento passivo della soglia per fatti indipendenti dalla volontà del possessore di titoli.

Una delle novità della proposta di direttiva riguarda il controllo che le Autorità competenti (che possono essere diverse dalle Autorità che approvano il prospetto) devono svolgere sull'informativa periodica incentrata sui dati contabili.

A tal fine, dette Autorità devono essere dotate di rilevanti poteri quali quello di richiedere informazioni e documenti ai revisori, agli emittenti, ai possessori di azioni o altri strumenti finanziari; di richiedere all'emittente di fornire informazioni al pubblico; di richiedere agli amministratori degli emittenti di notificare le informazioni previste dalla direttiva; di sospendere la negoziazione dei titoli se vi è sospetto che le previsioni della direttiva siano state violate dall'emittente; di vietare detta negoziazione se vi è la prova che le norme della direttiva siano state violate; di effettuare ispezioni sul proprio territorio. Si tratta di disposizioni largamente già recepite a livello nazionale ma non armonizzate in precedenza a livello comunitario.

La proposta di direttiva sui mercati di strumenti finanziari, come risulta dalla posizione comune del Consiglio, presenta significative novità rispetto al quadro normativo vigente nel nostro ordinamento.

Viene rimosso il principio della concentrazione degli scambi nei mercati regolamentati così da favorire la competizione tra sistemi di negoziazione (mercati regolamentati, sistemi di scambi organizzati multilaterali e intermediari internalizzatori). Viene, poi, introdotto un regime armonizzato di regole di condotta (best execution e disciplina dei conflitti di interesse), al fine di consentire il passaggio delle responsabilità di vigilanza al paese di origine dell'intermediario. I servizi di consulenza (oggi compresi tra i servizi accessori) e i servizi aventi ad oggetto strumenti finanziari derivati su merci vengono specificamente disciplinati e a essi è esteso il passaporto europeo. Infine, è istituzionalizzata la figura dell'agente collegato (tied agent) operante in regime di monomandato e si prevede un regime speciale per i servizi di execution only.

Per quanto riguarda la proposta di direttiva sulle offerte pubbliche di acquisto, si prefigura l'obbligo di lanciare un'offerta pubblica di acquisto sulla totalità dei titoli muniti dei diritti di voto al superamento di una determinata soglia, che deve essere determinata dai singoli Stati membri.

Sono previsti specifici obblighi informativi. Le offerte devono essere rese pubbliche senza indugio e le Autorità di vigilanza devono essere immediatamente informate. Gli offerenti devono redigere e rendere pubblico un documento contenente le informazioni necessarie alla formazione di un'opinione circostanziata in merito all'offerta. Si prospetta, inoltre, l'obbligo di autorizzazione assembleare preventiva per gli atti o le operazioni che possano contrastare l'offerente, dal momento in cui l'organo di amministrazione della società emittente riceve le informazioni sull'offerta e finché il risultato dell'offerta non sia stato reso pubblico ovvero l'offerta stessa decada (su tali questioni si veda anche il paragrafo "La disciplina dell'appello al pubblico risparmio" del capitolo VIII).

Per ciò che riguarda le iniziative normative di recente presentazione, si segnala la proposta di regolamento della Commissione Europea sulla cooperazione tra Autorità amministrative, a tutela dei consumatori, che richiede alle Autorità competenti (incluse quelle competenti per la vendita dei servizi e prodotti finanziari a distanza) di cooperare nei casi in cui un consumatore abbia presentato un reclamo in un altro Stato membro.

Le Autorità devono cooperare avvalendosi dei propri poteri (individuati a livello minimo nel testo del Consiglio) che corrispondono largamente a quelli previsti nella direttiva sugli abusi di mercato (inclusa la possibilità di adottare misure cautelari sui beni).

Sono state adottate le decisioni istitutive dei Comitati di Autorità di Vigilanza per il settore banche e assicurazioni (omologhi del Cesr) e dei Comitati dei Rappresentanti dei Ministri Finanziari (che svolgeranno compiti analoghi a quello assicurato dal *Securities Committee*). Con una proposta di direttiva della Commissione Europea, ai nuovi Comitati vengono trasferite le competenze precedentemente attribuite ai Comitati di Contatto Banche e Assicurazioni, nonché quelle attribuite al Comitato di Contatto fondi comuni. I Comitati diverranno pienamente operanti una volta adottata la proposta di direttiva.

L'attività in sede europea, nel corso del 2004, dovrebbe continuare a ritmi sostenuti al fine di consentire la conclusione delle proposte attualmente allo stadio di posizione comune o di accordo politico e per le quali si attende che il Parlamento si pronunci prima della scadenza del mandato. Nel caso in cui non fosse possibile completare la procedura di decisione comune, lo scioglimento del Parlamento avrà come effetto l'obbligo di iniziare *ex novo*, con una nuova proposta di direttiva della Commissione, l'iter dei provvedimenti legislativi sopra menzionati.

A seguito della vicenda Parmalat, la Commissione Europea ha annunciato l'intenzione di procedere in tempi rapidi alla presentazione di misure di armonizzazione atte a evitare che casi simili si verifichino in futuro sul mercato europeo, ridefinendo le priorità già concordate dalla Commissione medesima.

Nel corso del 2003, la Commissione Europea ha pubblicato un "Piano d'Azione per il Diritto Societario". Il piano prevede una serie di iniziative da realizzarsi a breve termine (entro il periodo 2003-2005), a medio termine (entro il periodo 2006-2008) e a lungo termine (dal 2009 in poi).

Accanto alla già preannunciata proposta di direttiva sulla revisione legale dei conti, la Commissione Europea ha dichiarato di voler procedere quanto prima all'adozione di misure in materia di "*corporate governance*" (con particolare riguardo agli amministratori indipendenti e alle responsabilità degli amministratori) e di utilizzo dei cosiddetti "*off-shore Special Purpose Vehicles*".

La Commissione Europea ha, altresì, annunciato l'intenzione di adottare rapidamente misure sui conflitti di interesse degli analisti finanziari e di voler riconsiderare gli orientamenti precedentemente assunti in materia di agenzie di

“rating”. Infine, verrà presentata una proposta di terza direttiva in materia di anti-riciclaggio che conterrà norme speciali per quanto attiene ai centri finanziari “off-shore”.

Dovrebbero essere presentate formalmente, nel corso del 2004, la proposta di direttiva di modifica della seconda direttiva sul capitale sociale, quella sui trasferimenti transfrontalieri di sede, nonché quella di modifica dell’ottava direttiva in materia di controllo legale dei conti. Inoltre, potrebbe essere presentata una proposta di direttiva in materia di *clearing* e *settlement*.

L’attività dell’International Organization of Securities Commissions (Iosco)

La Consob è stata particolarmente attiva nell’ambito della Iosco *Implementation Task Force*, che nel corso dell’anno ha lavorato per la predisposizione del documento “*Assessment Methodology*” da utilizzare per valutare la rispondenza di ciascun paese agli Iosco *Objectives and Principles for Securities Supervision* adottati nel 1998. Detti Principi, come noto, costituiscono un *benchmark* utilizzato da parte delle IFIs (Fondo Monetario Internazionale e Banca Mondiale) per il settore dei valori mobiliari. Essi verranno impiegati dal Fondo Monetario Internazionale nell’ambito del Programma FSAP (*Financial Sector Assessment Program*), cui l’Italia sarà sottoposta analogamente a quanto già avvenuto per i principali paesi europei (Regno Unito, Francia, Germania), che rivestirà particolare importanza alla luce degli eventi verificatisi nel corso del 2003 sul mercato dei valori mobiliari. La Commissione ha inoltre risposto ai sei questionari di “*self-assessment*” approvati dalla Iosco al fine di valutare il grado di adesione ai predetti principi da parte dell’ordinamento interno.

Nel corso della Conferenza Annuale di Seoul, tenutasi nel mese di ottobre 2003, il

Comitato dei Presidenti ha formalmente approvato i documenti relativi alla metodologia per la valutazione della rispondenza della regolamentazione nazionale ai Principi e Obiettivi per la regolamentazione dei mercati mobiliari e ai principi in materia di supervisione sugli *auditors* e sull’indipendenza degli *auditors*, già approvati dal Comitato Tecnico nell’ottobre 2002 e predisposti da un gruppo di lavoro cui partecipava la Consob.

La Iosco ha già iniziato, tramite il Comitato Tecnico, un’attività di indagine circa l’attuazione dei predetti principi ed è attivamente coinvolta nel processo di istituzione, da parte dell’International Federation of Accountants (Ifac), del Public Interest Oversight Board (Piob) che avrà il compito di controllare il funzionamento dell’Ifac sia per l’attività di emanazione dei principi di revisione sia per l’elaborazione di norme (cosiddette “etiche”) e per quanto attiene all’indipendenza dei revisori.

Il Comitato dei Presidenti ha, inoltre, approvato i documenti relativi ai principi in materia di obblighi di trasparenza di eventi rilevanti da parte di società quotate (*Statements of Principles on Ongoing Disclosure and Material Development Reporting by Listed Entities*), anch’essi redatti dalla speciale *task force* e approvati dal Comitato Tecnico nell’ottobre 2002.

Il Comitato Tecnico ha approvato due importanti documenti recanti principi in materia di analisti finanziari e società di *rating*. Per quanto attiene agli analisti finanziari, particolare rilevanza assume la problematica dei conflitti di interesse in considerazione del fatto che la maggior parte di essi opera nell’ambito di gruppi finanziari polifunzionali (*sell-side analysts*). Accanto ai conflitti di interesse, due sono le principali aree di intervento individuate dalla Iosco: l’integrità, competenza e correttezza degli analisti, da un lato, l’attività di *investor education*, volta a rendere gli investitori consapevoli dei rischi e dell’esistenza di potenziali conflitti di interesse, dall’altro.

In materia di società di rating grande importanza è stata data all'esigenza di garantire agli investitori la possibilità di avvalersi delle indicazioni contenute nei giudizi e nelle opinioni delle rating agencies. Viene, pertanto, sottolineata l'importanza di assicurare la fondatezza dell'attività di analisi e la trasparenza delle metodologie adottate e delle modalità e procedure di informazione del mercato. I principi considerano (sebbene con rilievo minore rispetto a quanto previsto per gli analisti) i profili attinenti ai potenziali conflitti

di interesse che possono influenzare l'indipendenza di giudizio della società di rating.

Recentemente, a seguito del caso Parmalat, è stato costituito dal Comitato Tecnico della Iosco un'apposita *Task Force*, co-presieduta dalla Consob e dalla Sec, per studiare eventuali misure da adottare al fine di impedire il verificarsi di situazioni analoghe in futuro.

X. I CONTROLLI GIURISDIZIONALI SULL'ATTIVITÀ DELLA CONSOB

Il contenzioso sui provvedimenti in materia di vigilanza

Nel corso del 2003, sono stati instaurati 33 giudizi avanti al giudice amministrativo per l'annullamento di provvedimenti adottati dalla Commissione nell'esercizio delle proprie potestà di vigilanza e sanzionatorie (40 nel 2002); le opposizioni al giudice ordinario hanno avuto un incremento passando da 40 nel 2002 a 61 nel 2003 (Tav. X.1). Pressoché tutte le impugnazioni di tal specie sono state presentate (ai sensi dell'art. 195 del Tuf) avanti alle competenti Corti d'Appello e hanno avuto ad oggetto sanzioni amministrative pecuniarie adottate dal Ministero dell'economia e delle finanze su proposta dell'Istituto (Tav. aX.1)

Tra le più significative decisioni giurisprudenziali adottate nel corso del 2003 si segnala, innanzitutto, la sentenza della Prima Sezione della Corte di Cassazione n. 16608, pubblicata il 2 luglio 2003, nella quale la Suprema

Corte è nuovamente intervenuta sul tema della decorrenza del termine per la contestazione degli estremi della violazione al trasgressore fissato, dall'art. 14 della legge 689/1981, in novanta giorni "dall'accertamento". La Suprema Corte ha inoltre sottolineato la responsabilità del collegio sindacale nel caso di irregolarità organizzative e procedurali commesse da intermediari mobiliari.

La Suprema Corte, sul punto, ha ribadito che "l'attività di accertamento deve essere ritenuta comprensiva anche del tempo necessario alla valutazione degli elementi acquisiti, al fine del riscontro della loro idoneità a integrare gli estremi (oggettivi e soggettivi) di comportamenti sanzionati come illeciti amministrativi dalle norme che regolano l'attività degli intermediari"; tutto ciò con la conseguenza che il termine di cui all'art. 14 della legge 689/1981 non può iniziare a decorrere prima che la Commissione, in composizione collegiale, sia investita del risultato delle indagini e sia chiamata a decidere sulla ravvisabilità di illeciti amministrativi da contestare.

Tav. X.1

Ricorsi contro atti proposti o adottati dall'Istituto¹
(esiti al 31 dicembre 2003)

	Giudice amministrativo ²			Giudice ordinario ³		
	2001	2002	2003	2001	2002	2003
Accolti ⁴	7	1	--	13	10	35
Respinti	3	5	--	26	25	12
In corso	24	34	33	1	5	14
di cui ⁵ :						
Accolta sospensiva	2	1	1	--	--	--
Respinta sospensiva	12	14	13	--	--	--
<i>Totale ricorsi</i>	<i>34</i>	<i>40</i>	<i>33</i>	<i>40</i>	<i>40</i>	<i>61</i>

¹ I ricorsi sono riportati per anno di presentazione. ² La voce comprende i ricorsi al Tar e al Consiglio di Stato, nonché ricorsi straordinari al Capo dello Stato. ³ Tribunali e Corti d'Appello. ⁴ Anche parzialmente. ⁵ Comprende i soli ricorsi per i quali è stata presentata l'istanza di sospensiva.

La medesima decisione si apprezza anche per aver specificato come, nelle carenze di carattere generale nell'assetto organizzativo e procedurale degli intermediari mobiliari, possano essere chiamati a rispondere i componenti del collegio sindacale degli intermediari medesimi. Secondo la Suprema Corte, il collegio sindacale, "quale organo istituzionalmente tenuto a vigilare (anche nell'interesse di terzi) sull'osservanza della legge nell'amministrazione della società e nello svolgimento dell'attività sociale (...)", non può non essere responsabile di siffatte irregolarità "quando si riflettano (...) sulla puntuale osservanza delle norme dirette a disciplinare l'attività di intermediazione".

Anche la Corte d'Appello di Milano, nel decreto 15-23.10.2003, ha parlato del collegio sindacale quale "organo interno che è tenuto a vigilare - precipuamente secondo i parametri procedurali dettati dalla normativa regolamentare Consob, posta a garanzia degli investitori - dell'operare della Sim, quale intermediatrice finanziaria".

La Corte milanese, respingendo l'opposizione presentata dai sindaci di una Sim avverso un decreto ministeriale irrogativo di sanzioni per violazione delle disposizioni in materia di sistemi di scambi organizzati (art. 78 del Tuf), ha affermato che gli obblighi di trasparenza sui quantitativi e i prezzi degli strumenti finanziari scambiati nel sistema, in quanto necessari alla valutazione della corretta formazione dei prezzi dei titoli, sono "indispensabili per la tutela degli investitori", di talché della loro inosservanza possono essere responsabili anche i componenti l'organo di controllo.

Gli amministratori delle Sim sono altresì titolari di un generale obbligo di supervisione sull'andamento societario, come ha statuito la medesima Corte d'Appello di Milano in altro decreto.

In particolare, la Corte ha giudicato non condivisibile l'assunto per cui solo l'amministratore delegato, preposto alla struttura organizzativa deputata alla prestazione di servizi di investimento, può

considerarsi responsabile dell'inosservanza della disciplina di settore, correlandosi la responsabilità degli amministratori "non solo a specifici fatti commissivi direttamente posti in essere, ma anche alla violazione di un dovere di vigilanza sul generale andamento della società, e ciò a prescindere dalla sussistenza di specifiche deleghe".

In una ulteriore pronuncia, la Corte di Cassazione è intervenuta nella dibattuta questione della conformità alle disposizioni comunitarie della nozione di gestione patrimoniale contenuta nel Tuf; sulla questione era intervenuta la Corte di Giustizia delle Comunità Europee con la sentenza 21 novembre 2002.

La Corte di Cassazione, pur negando che nella fattispecie concreta taluni promotori finanziari avessero effettivamente svolto un'attività di gestione patrimoniale, ha tuttavia ritenuto insussistente qualsivoglia difformità tra la nozione "interna" ("Gestione su base individuale di portafogli di investimento per conto terzi") e quella comunitaria ("Gestione, su base discrezionale e individualizzata, di portafogli di investimento nell'ambito di un mandato conferito dagli investitori") di gestione; ciò in base all'assunto per cui "non può esservi dubbio sulla presenza nel concetto stesso di gestione di patrimoni dell'elemento del mandato e del carattere della discrezionalità, essendo l'uno e l'altro 'l'in sé' della gestione".

In materia di emittenti, una rilevante pronuncia in tema di controlli della Commissione sull'operato dei collegi sindacali è stata emessa dalla Corte d'Appello di Milano lo scorso giugno, nell'ambito dei giudizi di opposizione instaurati dai sindaci di una società con azioni quotate avverso le sanzioni pecuniarie irrogate dal Ministero dell'economia e delle finanze per la violazione dell'art. 149, comma 3, del Tuf (norma che impone ai collegi sindacali di comunicare "senza indugio alla Consob le irregolarità riscontrate nell'attività di vigilanza" e di trasmettere alla stessa "i relativi verbali delle

riunioni e degli accertamenti svolti e ogni altra utile documentazione”).

La questione interpretativa dedotta in giudizio verteva sulla portata dell’obbligo di segnalare le irregolarità riscontrate dai sindaci. La Commissione aveva assegnato una valenza sostanziale a tale obbligo, ritenendo che fra le “irregolarità riscontrate” non rientrassero solo quelle che i sindaci abbiano effettivamente rilevato, ma anche quelle che, facendo uso della diligenza a essi richiesta, avrebbero dovuto riscontrare nell’attuazione dei compiti loro istituzionalmente demandati.

Tale ricostruzione non è stata accolta dalla Corte, che - prendendo le mosse dai principi generali in materia di diritto punitivo contenuti in diverse norme dell’ordinamento - ha evidenziato come “sotto il profilo della condotta e dell’evento sia del tutto diversa la omessa vigilanza rispetto alla omessa comunicazione delle irregolarità riscontrate nell’esercizio di tale attività di controllo” e che, pur riconoscendo l’idoneità della previsione a colpire anche comportamenti di tipo “elusivo” con i quali i sindaci “pur resisi edotti delle irregolarità (da essi conosciute e apprezzate come tali), cerchino di non apparire all’esterno consapevoli, onde poter così giustificare l’omessa violazione”, spetta alla Consob l’onere di provare la malafede dei sindaci medesimi.

Nei confronti del decreto emesso dai giudici di Milano la Commissione ha deliberato di presentare ricorso per Cassazione.

Nel corso del 2003 si è chiusa la vicenda originata, l’anno precedente, dal ricorso al Tar del Lazio di un fondo di investimento estero, azionista di una società quotata, per l’annullamento della determinazione con cui la Commissione, nel maggio 2002, aveva ritenuto non più sussistente il patto parasociale ravvisato nell’agosto del 2001 sulle azioni della quotata (con il conseguente venir meno dell’obbligo di Opa solidale a carico di entrambi i paciscenti) e per il risarcimento dei danni subiti dal fondo per effetto della pronuncia della Commissione (Tav. aX.2).

Il Consiglio di Stato, chiamato a pronunciarsi sulla sentenza con cui il Tar nel 2002 (pur negando l’esistenza dei presupposti per il risarcimento) aveva annullato la decisione della Consob, nel maggio del 2003 ha respinto il ricorso proposto in appello dal fondo estero (confermando l’insussistenza dei presupposti per il risarcimento). Ha inoltre dichiarato l’improcedibilità, per sopravvenuta carenza d’interesse, degli ulteriori ricorsi proposti avverso la pronuncia di primo grado (ivi incluso quello presentato in via incidentale dalla stessa Consob), anche in considerazione delle determinazioni assunte dalla Commissione nella seduta del 18 dicembre 2002, che superavano, in base a nuove evidenze, quelle risalenti al mese di maggio, ravvisando tra l’altro la persistenza del patto già rilevato nell’agosto del 2001.

In numerosi giudizi, instaurati ai sensi dell’art. 195 del Tuf, è stata dedotta l’illegittimità del provvedimento sanzionatorio impugnato per inosservanza del termine, decorrente dalla notifica delle contestazioni, entro il quale l’Amministrazione deve formulare l’eventuale proposta sanzionatoria: termine fissato dal Regolamento Consob 12697/2000 (attuativo della legge 241/1990) in 180 giorni. Le decisioni delle varie Corti d’Appello, investite di siffatta questione, non sono uniformi.

Sulla posizione più rigida è attestata la Corte d’Appello di Milano che, in sette decisioni adottate nel corso del 2003, ha giudicato illegittimi altrettanti decreti ministeriali applicativi di sanzioni pecuniarie avendo riscontrato il superamento del riferito termine di 180 giorni. La Corte milanese ha infatti riconosciuto che “l’intempestività (...) determina la mancanza di un requisito di legittimità della fattispecie tipica prefigurata dalla legge (...) ciò comporta che il provvedimento intempestivamente emesso non è inesistente, ma illegittimo, in quanto viziato da violazione di legge e, pertanto, invalido e annullabile” (così il decreto 25.6/2.7.2003).

Siffatto orientamento è stato affermato dalla Corte d’Appello di Milano anche in casi nei quali il termine di 180 giorni è stato superato solo per pochi giorni; analogamente ha operato la Corte anche in

fattispecie nelle quali la fase procedimentale da concludersi entro il termine di 180 giorni ha avuto inizio, con la notifica delle contestazioni agli interessati, prima dell'entrata in vigore del citato Regolamento n. 12697; secondo i giudici milanesi, infatti, "quando nel corso di una procedura amministrativa intervenga una qualche innovazione normativa, questa deve trovare applicazione nella fase procedimentale in corso".

Avverso le riferite pronunce, la Commissione ha deliberato la proposizione di ricorso per Cassazione.

Altre Corti d'Appello investite della medesima questione hanno, diversamente da quella milanese, respinto l'eccezione di illegittimità dei decreti sanzionatori adottati a seguito di proposte dell'Istituto intervenute successivamente al 180° giorno dalla notifica delle contestazioni agli interessati. In due decisioni, la Corte d'Appello di Roma ha negato efficacia invalidante al superamento di tale termine, osservando "come la non perentorietà dei termini sia ispirata proprio all'esigenza del buon andamento e della celerità dell'attività amministrativa: diversamente il decorso del termine porrebbe automaticamente nel nulla (per motivi meramente formali) l'azione della pubblica amministrazione, sostanzialmente legittima" (così il decreto 17.3/15.4.2003).

Parimenti, la Corte d'Appello di Genova (decreto 2.7/26.9.2003), in base alla giurisprudenza della Corte di Cassazione e dei giudici amministrativi che ha riconosciuto la natura acceleratoria dei termini per la definizione dei provvedimenti amministrativi, ha affermato che "nessuna decadenza dalla potestà amministrativa od illegittimità del provvedimento sanzionatorio possono scaturire dalla (...) violazione" del termine di 180 giorni in parola.

Ugualmente, la Corte d'Appello di Torino (decreto 21/27.2.2003) ha precisato che i termini in questione "devono ritenersi (...) di carattere puramente ordinatorio, sicché la loro eventuale violazione non comporta decadenza dalla potestà sanzionatoria né si riflette sulla validità dell'atto emesso".

Inoltre, tre diverse Corti d'Appello (Lecce, Roma e L'Aquila) hanno accolto, contrariamente

all'orientamento espresso, anche recentemente, dalla Corte d'Appello di Milano, l'eccezione di carenza di legittimazione degli esponenti aziendali, sollevata dalla Consob nell'ambito di opposizioni avverso provvedimenti di irrogazione di sanzioni amministrative pecuniarie relative a emittenti o a loro esponenti, emanati dal Ministero dell'economia su proposta della Commissione.

In tutti e tre i casi (rispettivamente, decreti 6.12/22.2.2003, 11.9.2003 e 14/28.2.2003), le Corti d'Appello hanno osservato che il provvedimento sanzionatorio del Ministero, stante la sua formulazione, non conteneva alcuna ingiunzione di pagamento nei confronti degli esponenti aziendali, bensì nei confronti della sola persona giuridica o le altre società a cui gli stessi appartengono, coobbligate solidali per il pagamento. Ad esempio, la Corte d'Appello di Lecce ha conseguentemente rilevato che "è insegnamento costante della Suprema Corte che la legittimazione a proporre opposizione contro l'ordinanza-ingiunzione, irrogativa di sanzione amministrativa deriva non già dall'interesse di fatto che il soggetto ricorrente può avere alla rimozione del provvedimento (quale quello di sottrarsi all'esercizio dell'eventuale azione di regresso), bensì dall'interesse giuridico all'eliminazione di un provvedimento di cui egli sia destinatario. Né il vincolo di solidarietà che esiste tra la persona giuridica e il proprio rappresentante comporta che quest'ultimo possa considerarsi "interessato" a proporre opposizione avverso l'ordinanza-ingiunzione emessa a carico della sola persona giuridica (...): ciò stante l'autonomia delle posizioni dei soggetti obbligati in solido sulla base di diversi titoli di responsabilità e nei confronti dei quali non sussiste litisconsorzio necessario".

La verifica in sede giurisdizionale dell'attività dell'Istituto

Nel 2003, degna di nota è stata l'ordinanza n. 6719 del 16 gennaio 2003, depositata l'1 maggio, con cui le Sezioni Unite della Corte di Cassazione si sono pronunciate, in sede di regolamento preventivo di giurisdizione, nell'ambito di un giudizio promosso avanti il Tar

nei confronti, tra gli altri, della Commissione da taluni risparmiatori che avevano chiesto la condanna dell'Istituto al risarcimento dei danni per negligente esercizio dell'attività di vigilanza su un agente di cambio e una società di intermediazione mobiliare (Tav. aX.3). La questione prospettata è stata risolta dalla Suprema Corte facendo applicazione degli artt. 33 e 35 del d.lgs. 80/1998, nel testo modificato dall'art. 7 della legge 205/2000, che hanno devoluto alla giurisdizione esclusiva del giudice amministrativo "tutte le controversie in materia di pubblici servizi, ivi compresi quelli afferenti alla vigilanza sul credito, sulle assicurazioni e sul mercato mobiliare" e le cause di risarcimento del danno ingiusto.

La Suprema Corte, pur avendo ritenuto che al complesso delle funzioni attribuite alla Consob e alla Banca d'Italia a fini di vigilanza sul mercato mobiliare e sul credito debba essere riferita la qualificazione di pubblico servizio, ha tuttavia rilevato che tra le controversie espressamente escluse dalla cognizione del giudice amministrativo dalla lettera del citato art. 33, comma 2, lett. e), figurano le "controversie meramente risarcitorie che riguardano il danno alla

persona o a cose". Ha perciò statuito che, in applicazione di tale ultima previsione, le cause risarcitorie proposte dai risparmiatori nei confronti dell'Istituto per omesso e/o negligente esercizio dell'attività di vigilanza rimangono devolute alla giurisdizione del giudice ordinario.

La Corte di Appello di Milano con la sentenza n. 2841 del 24 settembre 2003, depositata il 21 ottobre 2003, ha condannato la Consob, in solido con il Ministero dell'economia e altri soggetti, ex componenti della Commissione, al pagamento a favore degli appellanti di una somma di denaro a titolo di risarcimento del danno.

La sentenza è stata emessa a conclusione del giudizio di rinvio instaurato a seguito della nota pronuncia della Corte di Cassazione n. 3132/2002 da taluni risparmiatori, che hanno fatto valere la responsabilità della Consob per omesso controllo su un prospetto informativo concernente un'operazione di offerta al pubblico di valori mobiliari posta in essere nel 1983. La medesima sentenza verrà impugnata con ricorso per cassazione, attesa la ritenuta errata applicazione da parte del giudice di rinvio di taluno dei principi di diritto enunciati dalla Suprema Corte nella precitata pronuncia.

XI. LA GESTIONE INTERNA E LE RELAZIONI CON L'ESTERNO

La gestione organizzativa

Nel corso del 2003 sono stati ulteriormente affinati gli strumenti di controllo della gestione e di pianificazione delle attività. Tali strumenti assumono rilevanza sempre maggiore anche in funzione della rapida evoluzione del quadro esterno di riferimento.

Relativamente agli aspetti logistici sulla piazza di Milano, i lavori di restauro e risanamento conservativo di palazzo Carmagnola, in via Broletto n. 7, presso il quale è previsto il trasferimento degli uffici milanesi dell'Istituto, hanno subito negli ultimi mesi dell'anno un rallentamento rispetto ai tempi programmati in conseguenza della necessità di effettuare, su disposizione della Soprintendenza per i Beni Archeologici di Milano, scavi di tipo archeologico.

Nel settore informatico dell'Istituto, nel corso del 2003 è continuata l'attività di adeguamento alla nuova piattaforma *hardware/software*, introdotta nell'anno 2002, dell'insieme delle applicazioni sia prodotte internamente, sia acquisite dall'esterno. Si è inoltre avviata l'attività di consolidamento degli apparati *hardware*.

Si è provveduto al potenziamento del hardware necessario alla Intranet dell'Istituto, acquisendo un elaboratore dotato di componenti principali per realizzare un certo livello di fault tolerance e di capacità di calcolo circa 10 volte superiori a quelle dell'attuale server.

In materia di telecomunicazioni, si è provveduto a ristrutturare il collegamento interno fra le sedi di Roma e di Milano, utilizzando a tal fine la convenzione stipulata tra Consip e Telecom-Italia per la telefonia fissa per la Pubblica Amministrazione. Tramite tale convenzione si è

provveduto alla realizzazione di un nuovo collegamento fra le due sedi, interamente dedicato alla trasmissione dei dati (a circa 8 Mbit/sec), separando così il flusso telefonico e di videoconferenza (rimasto sulla rete RUPA-Rete Unitaria Pubblica Amministrazione- a 2 Mbit/sec) da quello dati.

Inoltre, si è cominciato a utilizzare Internet come veicolo di trasmissione delle informazioni che i soggetti vigilati sono tenuti a inoltrare.

In quest'ambito si è provveduto a realizzare, utilizzando la Java Two Platform Enterprise Edition (J2EE), un apposito software denominato "Nuova Teleraccolta".

Tra le applicazioni di maggior rilievo, rese operative nel corso del 2003, si segnala quella dedicata alla segnalazione di eventuali casi di *market abuse*; infatti, il Sistema Integrato di Vigilanza sui Mercati (Saivim) individua giornalmente i titoli sui quali potrebbero essere state effettuate illecite operazioni di compra-vendita (si veda il capitolo V "La vigilanza sui mercati").

Per la gestione delle dichiarazioni rilasciate in base all'art. 120 del Tuf (possessi azionari relativi alle società quotate) è stata prodotta una nuova versione di *software* rispondente agli attuali *standard* di sviluppo delle applicazioni. Il nuovo sistema si caratterizza per la produzione di tutta la documentazione in formato XML, che rende i risultati dell'elaborazione immediatamente pubblicabili sul sito Internet dell'Istituto.

È stata, inoltre, migliorata la fruibilità, da parte degli utenti, dei modelli di analisi di vigilanza sugli intermediari finanziari ed è stato altresì realizzato il primo prototipo dei modelli di analisi degli Oicr.

La gestione finanziaria

Nell'esercizio 2003, le entrate sono risultate nel complesso pari a 79,7 milioni di euro (Tav. XI.1), di cui 40,8 relative a entrate contributive (pari al 51,2 per cento del totale). La quota maggiore delle entrate contributive è riferita ai contributi da emittenti, intermediari e promotori finanziari (Tav. aXI.1).

Dal lato delle spese, si è registrato un aumento nelle spese correnti correlato

essenzialmente alla spesa per il personale e per l'acquisizione di beni di consumo e servizi. Le spese in conto capitale 2003 (4,3 milioni di euro in complesso) registrano anch'esse un aumento dovuto essenzialmente agli stanziamenti relativi alla realizzazione di una nuova biblioteca presso la sede romana dell'Istituto e a oneri afferenti la ristrutturazione dell'immobile dato in concessione dal Comune di Milano nel 1999, da destinare alla sede milanese dell'Istituto.

Tav. XI.1

Schema riassuntivo entrate e spese
(milioni di euro)

Voci	1997 ¹	1998 ¹	1999 ¹	2000 ¹	2001 ¹	2002 ¹	2003 ²
Entrate							
Avanzo di amministrazione ³	4,4	16,7	18,9	50,7	74,0	12,3	11,6
Fondo a carico dello Stato	30,2	25,8	28,4	31,0	31,0	23,7	23,3
Entrate proprie:							
- entrate da corrispettivi istruttori	1,3	2,5	3,7	3,0	1,5	0,0	—
- entrate da corrispettivi per partecipazione a esami	0,6	1,4	2,1	3,0	1,5	0,0	—
- entrate da contributi di vigilanza	21,7	20,3	39,8	31,8	27,4	39,9	40,8
- entrate da contributi sulle negoziazioni	—	—	3,9	5,2	3,6	0,0	—
- entrate diverse	2,4	2,0	2,6	4,2	11,6	3,8	4,0
<i>Totale entrate</i>	<i>60,6</i>	<i>68,7</i>	<i>99,4</i>	<i>128,9</i>	<i>150,6</i>	<i>79,7</i>	<i>79,7</i>
Spese							
Spese correnti:							
- spese per i componenti la commissione	1,2	1,2	1,2	1,2	1,4	1,4	1,4
- spese per il personale	33,4	32,6	31,1	33,7	45,8	42,2	45,9
- spese per acquisizione di beni e servizi	10,9	12,5	12,1	14,2	16,4	18,7	22,2
- oneri per ripristino e ampliamento immobilizzazioni	1,0	1,2	1,8	2,4	3,8	4,7	5,0
- spese non classificabili	1,5	0,2	0,8	0,1	4,9	1,1	0,9
<i>Totale spese correnti</i>	<i>48,0</i>	<i>47,7</i>	<i>47,0</i>	<i>51,6</i>	<i>72,3</i>	<i>68,1</i>	<i>75,4</i>
Spese in conto capitale	0,5	2,4	2,4	3,6	66,8	2,8	4,3
<i>Totale spese</i>	<i>48,5</i>	<i>50,1</i>	<i>49,4</i>	<i>55,2</i>	<i>139,1</i>	<i>70,9</i>	<i>79,7</i>

¹ Dati consuntivi. ² Dati di preventivo definitivo. ³ L'avanzo è dato dalla differenza tra il totale delle entrate e il totale delle spese, e dalle differenze derivanti dalla gestione dei residui e dalle rettifiche di valore delle disponibilità investite, non indicate nella tavola. L'avanzo 2002 è riportato tra le entrate 2003.

Nel mese di dicembre è stato approvato il bilancio di previsione per il 2004. Le entrate previste per l'esercizio assommano in complesso a 76,4 milioni di euro e derivano per 27,7 milioni dal «Trasferimento da parte dello Stato» per tale anno, per 46 milioni dalle «Entrate contributive» e per 2,7 milioni da «Altre Entrate» dell'Istituto. Si aggiunge per 10,2 milioni di euro il complessivo «Avanzo di amministrazione presunto dell'esercizio 2003»; quest'ultimo è ripartito nelle separate componenti di «Avanzo di amministrazione disponibile» per la copertura finanziaria di spese programmate per l'esercizio 2004 (9,2 milioni di euro) e «Avanzo di amministrazione generato da prenotazioni di impegno 2003 trasferite all'esercizio 2004 ai sensi dell'art. 19 del Regolamento di contabilità» (1 milione di euro) riconnesso per intero al differimento della citata realizzazione di una nuova biblioteca presso la sede romana.

La previsione effettiva della spesa complessiva per l'esercizio 2004 (considerata al netto delle suddette prenotazioni di impegno trasferite dall'esercizio 2003 ricomprese nelle spese in conto capitale) ammonta a 85,6 milioni di euro, di cui 81,8 per «Spese correnti» e 3,8 per «Spese in conto capitale». La previsione di spesa corrente per il 2004 registra un incremento rispetto all'omologo dato di previsione definitiva 2003 pari a 6,4 milioni di euro per effetto essenzialmente della crescita prevista della spesa per il personale. La previsione di spesa 2004 in conto capitale riflette essenzialmente la prosecuzione del programma di ammodernamento del sistema informatico, il programma allestimento di una nuova biblioteca nella sede romana dell'Istituto, di cui si è già detto sopra, e lo stanziamento correlato all'acquisto di mobili e arredi per la nuova sede di via Broletto in Milano.

A dicembre 2003, la Commissione ha definito il regime contributivo valevole per l'anno 2004 individuando, in base a quanto previsto dall'art. 40 della legge 724/1994, le categorie di soggetti vigilati tenuti al pagamento della contribuzione e la misura dei contributi medesimi.

I relativi provvedimenti riflettono l'invarianza del quadro normativo di riferimento; essi di conseguenza prevedono un contributo di

vigilanza annuale a carico delle medesime categorie di soggetti vigilati contemplate nel regime contributivo 2003 e contengono, quale unica modifica, l'assoggettamento a contribuzione di Tlx spa, società autorizzata nel corso del 2003 alla gestione di mercati regolamentati.

La gestione delle risorse umane

Nel 2003 sono state assunte a ruolo 19 risorse (di cui 2 già dipendenti dell'Istituto e risultati vincitori di un concorso pubblico) e 3 risorse con contratto di lavoro a tempo determinato, generando così l'entrata nell'organico di 20 nuovi dipendenti. Nello stesso anno sono cessati dal servizio 19 dipendenti di ruolo (17 dei quali per dimissioni volontarie, 1 per collocamento a riposo e 1 per decesso) e 1 dipendente per risoluzione del contratto di lavoro a tempo determinato. La pianta organica dell'Istituto, pari a 408 unità, è rimasta quindi invariata (Tavv. XI.2 e aXI.2).

Tav. XI.2

Il personale¹

Anni	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

Si veda la sezione Note metodologiche. ¹ Dati di fine anno.

Nel corso dell'anno sono state portate a termine alcune procedure concorsuali.

In particolare è stato espletato un concorso pubblico a 1 posto di funzionario di 20, per la sede di Roma da destinarsi all'Ufficio Amministrazione del Personale, e un concorso interno a 5 posti di funzionario di 20, che ha consentito il passaggio alla carriera direttiva di cinque dipendenti con la qualifica di coadiutore.

Nel corso del 2003, sono state effettuate assunzioni di personale a ruolo utilizzando graduatorie di concorsi pubblici svoltesi nel 2002.

Sono stati assunti 1 funzionario di 20 per la sede di Roma (Ufficio Amministrazione), 8 coadiutori per la sede di Milano, 3 coadiutori per la sede di Roma, 5 vice assistenti per la sede di Milano e 2 vice assistenti per la sede di Roma.

Utilizzando la facoltà prevista dall'art. 3, comma 2, della Normativa generale dei contratti di lavoro subordinato a tempo determinato, approvata con delibera n. 11412/1998, sono state altresì effettuate assunzioni di personale a contratto per la sede di Roma.

In particolare sono state assunte 3 risorse equiparate, rispettivamente, alla qualifica di coadiutore, di assistente e di operatore.

Nell'anno 2003 è entrato in vigore il nuovo Regolamento del personale Consob, adottato dalla Commissione con delibera 13859 del 4 dicembre 2002 e reso esecutivo con decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri del 30 dicembre 2002; sono stati sottoscritti gli accordi negoziali concernenti la «Copertura delle spese sanitarie del personale» e l'accordo quadro finalizzato all'istituzione di un fondo complementare per il personale assunto a far data dal 28 aprile 1993.

Per quanto riguarda le attività di formazione e addestramento del personale le ore erogate nel corso dell'anno sono state complessivamente 16.775 (27.407 nel 2002), per una media *pro-capite* di circa 41 ore (67 nel 2002).

In termini di contenuti, notevole impulso è stato dato alle attività riconducibili ai corsi di tipo tecnico-professionale; tale segmento di attività, infatti, ha assorbito il 24 per cento delle ore-uomo erogate. Inoltre, allo scopo di accrescere il livello della produttività individuale mediante l'utilizzo di nuovi prodotti informatici, è proseguita la formazione attraverso un corso di addestramento all'uso del wordprocessor e del foglio elettronico.

Le relazioni con l'esterno e l'attività di investor education

Nel corso del 2003, la Consob ha profuso il consueto impegno nell'attività di comunicazione verso l'esterno e, in particolare, verso gli investitori e gli operatori del mercato.

Relativamente agli investitori, l'Istituto ha mantenuto alta l'attenzione verso i temi dell'*investor education*. È un'attività, questa, il cui sviluppo da tempo rientra fra gli obiettivi strategici della Consob, nella convinzione che la tutela del risparmiatore sia efficacemente perseguita non solo con i tradizionali compiti di vigilanza, ma anche con lo sviluppo di attività finalizzate ad aumentare la capacità del singolo di autotutelarsi attraverso l'acquisizione, da un lato, di più ampie conoscenze e, dall'altro, di indicazioni e metodi per sfruttare al meglio queste conoscenze.

Di rilievo, nell'anno, è stato lo sviluppo dell'attività dedicata ai fondi comuni di investimento. La materia era stata già affrontata nel corso del 2002 con la pubblicazione, sia attraverso il sito istituzionale che attraverso la stampa di opuscoli, di una guida all'investimento in fondi comuni. L'iniziativa è stata ora integrata con altre due guide, dedicate al prospetto informativo e ai documenti contabili dei fondi. L'obiettivo delle guide è duplice: attirare l'attenzione dei risparmiatori su questi documenti fornendo, al contempo, delle "chiavi di lettura" dei dati e delle informazioni in essi contenute utili per una loro lettura ragionata. Una lettura attenta di questi documenti, infatti, può sicuramente fornire al risparmiatore

elementi indispensabili per effettuare investimenti adatti alle proprie caratteristiche di rischio/rendimento.

Di rilievo è stata anche la pubblicazione integrale, attraverso il sito, dei documenti (prospetti, supplementi e avvisi) relativi alle operazioni di ammissione a quotazione e di sollecitazione all'investimento (con riguardo a queste ultime, non sono stati pubblicati i documenti relativi alle offerte che rientrano nella disciplina cosiddetta di "esenzione parziale" o che riguardano quote di Oicr). Con questa iniziativa i risparmiatori possono disporre, agevolmente e in ogni momento, di tutte le informazioni necessarie per le proprie decisioni di investimento.

Anche gli operatori possono trarre vantaggi, in termini di conoscenza del mercato, dalla disponibilità di dati e informazioni sulle operazioni di sollecitazione e sui titoli quotati nei mercati finanziari. Infatti, obiettivo costante della Consob è rendere disponibili agli operatori del mercato strumenti di lavoro affidabili e tempestivi nel fornire le informazioni e i riferimenti normativi necessari per operare nel rispetto dei principi e delle disposizioni fissati dall'ordinamento.

In quest'ottica, è tutt'ora in corso un progetto di riordino di tutti gli atti dell'Istituto (comunicazioni, raccomandazioni e risposte a quesiti), non aventi natura regolamentare e in massima parte emanati su richiesta degli operatori; si tratta infatti di atti volti a offrire un'interpretazione delle norme primarie e secondarie, o a indicare i criteri che verranno seguiti nell'ambito dell'attività di vigilanza, ovvero a segnalare l'opportunità di determinati comportamenti o di iniziative di autoregolamentazione. Nell'ambito di questo progetto, nel corso del 2003, sono state pubblicate via internet alcune raccolte di massime che sintetizzano i contenuti degli atti relativi ad alcune materie di rilevante interesse per gli utenti del sito ("Soggetti abilitati all'esercizio dei servizi di investimento", "Servizi di investimento" e "Promotori finanziari"), ferma restando la possibilità di accedere all'atto nella sua interezza per una completa conoscenza. Scopo dell'iniziativa, che verrà progressivamente estesa agli atti relativi a tutte le materie di competenza della Consob, è quello di fornire

un mezzo rapido di conoscenza e di consultazione degli orientamenti diffusi dalla Consob nello svolgimento dei suoi compiti istituzionali.

L'attenzione nei confronti degli operatori è testimoniata anche dalla creazione di un'apposita sezione del sito, a loro dedicata, intesa a facilitare i rapporti con la Consob attraverso la diffusione di informazioni e la predisposizione di canali di comunicazione on-line per l'adempimento di obblighi informativi verso l'Istituto.

In considerazione della centralità che il sito web va assumendo come strumento di comunicazione e di dialogo con la Consob, nel corso del 2003, si è dato avvio anche a un progetto, che verrà completato nel 2004, di ridefinizione della sua struttura e della sua veste grafica onde migliorarne l'utilizzo presso il pubblico in vista delle esigenze non solo degli operatori professionali ma anche dei risparmiatori. Nella Tav. XI.3 sono riportati i dati relativi agli accessi registrati nel 2003, che confermano un trend crescente nell'uso del sito.

Tav. XI.3

Accessi alle pagine del sito internet

Pagine	2002	2003
Home Page (Novità)	829.385	953.900
Per i risparmiatori	102.159	144.333
Per gli operatori ¹	—	70.573
La Consob	121.688	118.407
Società	1.014.943	2.214.855
Intermediari e mercati	262.218	189.417
Decisioni della Consob	416.423	387.879
Regolamentazione	555.583	430.937
Pubblicazioni e comunicati	438.993	451.318
Altri siti	30.148	27.122
Motore di ricerca unico	242.315	223.459
Aiuto e mappa del sito	63.927	64.543
Versione in lingua inglese	200.237	132.605

¹ Sezione inserita nel corso dell'anno 2003.

Ovviamente, l'attività di comunicazione della Consob si è avvalsa anche di strumenti più

tradizionali, quali il Bollettino ufficiale e il periodico Consob Informa.

Fra le altre iniziative assunte nel corso del 2003, si evidenzia la rinnovata partecipazione al Forum della Pubblica Amministrazione. Anche quest'anno la manifestazione ha rappresentato un'occasione di contatto diretto con i risparmiatori, utile sia per far conoscere le funzioni svolte dall'Istituto e i relativi strumenti utilizzati, sia per acquisire indicazioni sulle aspettative e sui bisogni informativi del pubblico.

È proseguita, infine, la consueta attività di risposta alle richieste che quotidianamente pervengono all'Istituto (Tav. aXI.3).

A fronte di una sostanziale stabilità delle richieste di informazioni e dati, vi è stata una rilevante diminuzione delle richieste di documenti (leggi, regolamenti, delibere, comunicazioni, ecc.). Si tratta di un trend da mettere in relazione al crescente numero di accessi al sito internet istituzionale il quale, con la gran mole di informazioni e documenti offerti e "scaricabili", si dimostra, sempre di più, uno strumento capace di soddisfare le esigenze informative degli utenti.

Occorre, infine, segnalare un'intensa attività svolta dallo "sportello telefonico", quotidianamente impegnato a soddisfare le esigenze più diverse del pubblico dei risparmiatori e degli operatori del mercato.

Appendice statistica

INDICE DELLE TAVOLE STATISTICHE

I.	IL GOVERNO DELLE SOCIETÀ QUOTATE	209
Tav. aI.1	Concentrazione proprietaria delle società quotate in Borsa e sul Nuovo Mercato	
Tav. aI.2	Modelli di controllo delle società quotate in Borsa e sul Nuovo Mercato	
Tav. aI.3	Tipologia dei patti di sindacato in società quotate	
Tav. aI.4	Patti di sindacato in società quotate	
Tav. aI.5	Patti di sindacato che controllano società quotate	
Tav. aI.6	Partecipazioni rilevanti nelle società quotate in Borsa e sul Nuovo Mercato	
Tav. aI.7	Offerte pubbliche di acquisto e/o di scambio su titoli di società quotate	
Tav. aI.8	Offerte pubbliche di acquisto realizzate nel 2003 su azioni di società quotate	
Tav. aI.9	Adesioni alle offerte pubbliche di acquisto realizzate nel 2003 su azioni di società quotate	
Tav. aI.10	Numero medio di amministratori per settore di attività delle società quotate in Borsa	
Tav. aI.11	Cumulo delle cariche nei consigli di amministrazione delle società quotate in Borsa	
II.	I MERCATI E LE IMPRESE	217
Tav. aII.1	Indicatori dei mercati azionari gestiti da Borsa Italiana spa	
Tav. aII.2	Scambi di titoli obbligazionari su mercati regolamentati italiani	
Tav. aII.3	Struttura proprietaria delle società ammesse a quotazione in Borsa (Mta) e sul Mercato Expandi	
Tav. aII.4	Società ammesse a quotazione: esiti delle offerte	
Tav. aII.5	Attività di investment banking nelle offerte finalizzate alla quotazione	
Tav. aII.6	Collocamento di azioni e obbligazioni convertibili di società quotate	
Tav. aII.7	Cessioni di partecipazioni pubbliche in società quotate effettuate tramite offerta pubblica e collocamento istituzionale	
Tav. aII.8	Cessioni di partecipazioni di società quotate a controllo pubblico tramite trattativa diretta	

<i>III.</i>	<i>L'INTERMEDIAZIONE MOBILIARE</i>	223
Tav. aIII.1	Patrimonio gestito da fondi comuni di investimento nei paesi dell'Unione Europea e negli Stati Uniti	
Tav. aIII.2	Struttura del mercato degli Oicr in Italia: operatori di diritto nazionale	
Tav. aIII.3	Struttura del mercato degli Oicr in Italia: operatori di diritto estero	
Tav. aIII.4	Composizione dei patrimoni delle gestioni individuali	
Tav. aIII.5	Sim: cancellazioni dall'albo	
<i>IV.</i>	<i>LA VIGILANZA SULLE SOCIETÀ</i>	227
Tav. aIV.1	Vigilanza sull'informativa societaria, gli assetti proprietari e gli studi degli analisti	
Tav. aIV.2	Distribuzione degli studi monografici per tipologia di consiglio operativo	
Tav. aIV.3	Distribuzione delle società oggetto di studi monografici per classe di frequenza	
Tav. aIV.4	Comunicazione di partecipazioni rilevanti ai sensi dell'art. 120 del Tuf	
Tav. aIV.5	Distribuzione delle comunicazioni di partecipazioni rilevanti per tipologia di soggetto dichiarante e per tipologia di operazione nel 2003	
Tav. aIV.6	Attività delle società di revisione sui bilanci di esercizio e consolidati delle società quotate nei mercati regolamentati italiani	
Tav. aIV.7	Controlli sulle società di revisione	
<i>V.</i>	<i>LA VIGILANZA SUI MERCATI</i>	229
Tav. aV.1	Richieste di dati e notizie in materia di insider trading e aggioaggio	
Tav. aV.2	Soggetti coinvolti in ipotesi di insider trading e aggioaggio segnalate all'Autorità Giudiziaria	
<i>VI.</i>	<i>LA VIGILANZA SUGLI INTERMEDIARI MOBILIARI</i>	231
Tav. aVI.1	Attività ispettiva nei confronti di intermediari e società quotate	
Tav. aVI.2	Sim: iscrizioni e cancellazioni dall'albo	
Tav. aVI.3	Interventi del Fondo nazionale di garanzia	
Tav. aVI.4	Gestione speciale del Fondo nazionale di garanzia	
Tav. aVI.5	Iscrizioni e cancellazioni dall'albo dei promotori	

<i>VII.</i>	<i>I PROVVEDIMENTI SANZIONATORI E CAUTELARI</i>	235
	Tav. aVII.1 Provvedimenti nei confronti dei promotori e segnalazioni all'Autorità Giudiziaria	
	Tav. aVII.2 Attività di vigilanza e di enforcement via internet	
<i>IX.</i>	<i>LE RELAZIONI INTERNAZIONALI</i>	237
	Tav. aIX.1 Cooperazione internazionale	
<i>X.</i>	<i>I CONTROLLI GIURISDIZIONALI SULL'ATTIVITÀ DELLA CONSOB</i>	239
	Tav. aX.1 Impugnazioni di sanzioni amministrative proposte o adottate dalla Consob presentate avanti al giudice ordinario negli anni 2001-2003	
	Tav. aX.2 Ricorsi presentati avanti al giudice amministrativo contro i provvedimenti della Consob e del Ministro dell'economia e delle finanze su proposta dell'Istituto negli anni 2001-2003	
	Tav. aX.3 Azioni contro la Consob per il risarcimento dei danni	
<i>XI.</i>	<i>LA GESTIONE INTERNA E LE RELAZIONI CON L'ESTERNO</i>	245
	Tav. aXI.1 Contribuzioni dai soggetti vigilati al finanziamento della Consob	
	Tav. aXI.2 Distribuzione del personale per qualifica e per unità organizzativa	
	Tav. aXI.3 Richieste di documentazione e informazioni sull'attività dell'Istituto	

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

	Concentrazione		
	primo azionista	altri azionisti rilevanti	mercato
Borsa			
1996	50,4	10,7	38,9
1997	38,7	8,4	52,9
1998	33,8	9,7	56,5
1999	44,2	8,2	47,6
2000	44,0	9,4	46,6
2001	42,2	9,2	48,6
2002	40,7	8,0	51,2
2003	33,5	11,6	54,9
Nuovo Mercato			
2000	44,8	25,9	29,3
2001	41,8	23,7	34,5
2002	41,0	21,8	38,2
2003	36,2	19,4	44,4

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

Modelli di controllo delle società quotate in Borsa e sul Nuovo Mercato¹
(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
Borsa										
1996	130	66,8	26	12,2	26	4,8	26	16,2	208	100,0
1997	122	48,1	28	12,4	27	6,3	28	33,2	205	100,0
1998	128	32,3	31	21,7	24	7,4	35	38,6	218	100,0
1999	148	55,0	31	16,7	29	10,8	32	17,5	240	100,0
2000	141	51,4	34	18,5	24	9,6	38	20,5	237	100,0
2001	135	49,7	37	22,5	21	11,4	39	16,4	232	100,0
2002	142	46,0	37	28,4	20	10,2	32	15,4	231	100,0
2003	130	40,2	25	25,5	28	15,3	36	19,0	219	100,0
Nuovo Mercato										
2000	14	51,1	8	32,4	13	14,6	4	1,9	39	100,0
2001	15	42,0	7	36,3	9	12,7	13	9,0	44	100,0
2002	12	43,4	9	33,2	10	13,3	12	10,1	43	100,0
2003	10	18,5	10	33,3	3	2,0	18	46,3	41	100,0

Fonte: Archivio Consob sulla trasparenza proprietaria. Si veda la sezione Note metodologiche. ¹ L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. ² Rapporto in percentuale tra la capitalizzazione del capitale ordinario delle società riferibili a ciascun modello di controllo e capitalizzazione del capitale ordinario di tutte le società quotate in Borsa e sul Nuovo Mercato.

Tipologia dei patti di sindacato in società quotate
(situazione al 31 dicembre 2003)

Tipo patto	Nuovo Mercato			Borsa		
	Numero patti	Capitale sociale sindacato ¹	Numero società ²	Numero patti	Capitale sociale sindacato ¹	Numero società ²
Blocco	6	30,7	6	8	39,0	8
Voto	--	--	--	11	41,9	9
Globale ³	4	44,8	4	36	46,9	34
<i>Totale</i>	<i>10</i>	<i>36,3</i>	<i>9</i>	<i>55</i>	<i>44,8</i>	<i>47</i>

Fonte: Comunicazioni ai sensi dell'art. 122 del Tuf. Si veda la sezione Note metodologiche. ¹ In percentuale sul totale del capitale ordinario. Valori medi. ² Il totale non corrisponde alla somma delle singole voci in quanto in alcuni casi diversi patti di sindacato riguardano una stessa società. ³ Comprendono sia clausole di blocco che di voto.

Patti di sindacato in società quotate
(situazione al 31 dicembre 2003)

Società oggetto	Tipo patto	Scadenza	Quota sindacata ¹	Numero partecipanti
Acegas - aps	globale	22/12/06	67,9	2
Actelios	blocco	17/09/06	75,9	2
Alerion industries	globale	19/03/06	57,3	22
Art'e ²	blocco	30/10/04	14,7	2
Assicurazioni generali	voto	13/09/04	8,4	3
Astaldi	voto	14/05/05	69,1	5
Banca antoniana popolare veneta	voto	15/04/05	30,8	60
	blocco	15/04/04	30,8	60
Banca carige	globale	30/06/04	5,5	2
Banca intesa	globale	15/04/05	38,9	26
Banca lombarda e piemontese	globale	31/12/04	45,0	319
Banca nazionale del lavoro	globale	24/12/05	7,8	2
Banca popolare di spoletto	globale	09/07/04	78,1	2
Banco di sardegna	globale	30/03/04	100,0	2
Bipielle investimenti	voto	indeterminata	71,8	4
	voto	31/07/05	74,6	2
Bulgari	globale	17/07/04	54,1	3
Buongiorno vitaminic	blocco	16/07/04	36,2	6
Capitalia	blocco	07/03/06	6,6	3
	globale	22/10/06	29,6	18
Cassa di risparmio di firenze	globale	13/01/05	43,0	3
Chl - centro hl distribuzione	blocco	13/06/04	11,8	2
Cit	globale	indeterminata	58,0	3
	globale	06/09/05	43,0	3
Csp ³	globale	15/06/07	50,2	7

- Segue Tav. al.4 -

Società oggetto	Tipo patto	Scadenza	Quota sindacata ¹	Numero partecipanti
Dada	globale	05/02/05	28,1	3
	blocco	indeterminata	15,4	2
Davide campari - milano	voto	scadenza cda	51,0	2
Digital bros	globale	17/10/05	58,1	3
El.en.	globale	10/12/06	52,0	8
Eplanet	blocco	31/07/05	55,8	27
Esprinet	blocco	25/07/04	50,4	6
Euphon	globale	07/06/06	40,9	3
Fiat	voto	18/06/05	16,9	4
Filatura di pollone	globale	bilancio 2003	50,2	16
Gabetti holding	blocco	25/07/06	21,5	2
Gemina	globale	bilancio 2003	43,4	11
Gim	globale	31/12/06	48,1	22
Hera	voto	26/06/06	55,4	131
	blocco	26/06/06	51,1	131
	voto	06/11/06	5,9	4
I.m.a.	blocco	indeterminata	61,0	3
Interpump group	globale	bilancio 2004	14,8	9
Ipi	globale	15/03/06	10,0	2
La doria	globale	30/06/04	70,0	7
La gaiana	globale	bilancio 2005	75,6	4
Linificio e canapificio nazionale	globale	01/11/06	67,8	2
Manuli rubber industries	globale	bilancio 2003	44,1	6
	globale	10/06/06	91,9	8
Marcolin	globale	24/07/05	63,7	6
	globale	31/07/05	12,7	7
Marzotto	globale	31/05/06	27,1	18
Mediobanca	globale	01/07/04	56,7	44
Mediolanum	globale	14/09/04	51,1	7
Permasteelisa	globale	30/08/05	29,9	5
Pirelli & c.	globale	15/04/04	42,0	10
Premuda	globale	31/12/04	45,0	3
Rcs mediagroup	globale	01/07/04	44,9	12
Saes getters	globale	15/12/05	57,3	35
Sanpaolo imi	globale	bilancio 2003	16,2	5
	voto	indeterminata	15,0	3
Seat pagine gialle	voto	20/09/06	62,6	3
Smi	blocco	31/12/04	50,1	2
Socotherm	globale	11/12/05	75,0	4
Targetti sankey	blocco	27/09/04	15,3	2
Trevisan	globale	05/11/06	42,6	6
Zignago	globale	31/12/04	32,3	8

Si veda la sezione Note metodologiche. ¹ In percentuale del capitale sociale ordinario. ² Dal 30 aprile 2004 la quota sindacata scenderà al 9,8 per cento. ³ Al 31 dicembre 2003 non è stata notificata dalle parti la volontà di recedere; pertanto il patto risulta già rinnovato di un ulteriore triennio.

Patti di sindacato in società che controllano società quotate
(situazione al 31 dicembre 2003)

Società quotata	Società controllante oggetto del patto	Tipo patto	Scadenza	Quota sindacata ¹	Numero partecipanti
Autostrade	Schemaventotto	globale	31/01/05	100,0	6
Credito Emiliano ²	Credito Emiliano Holding	blocco	20/07/07	72,3	226
Datalogic	Hydra	globale	14/02/04	100,0	4
Ducati Motor Holding ³	TPG Advisors	globale	indeterminata	100,0	4
Edison	Italenergia bis	globale	25/07/06	37,4	3
Gruppo Coin	Finanziaria Coin	globale	31/12/05	100,0	6
Immsi ⁴	Omniapartecipazioni	globale	15/11/05	100,0	3
	Omniainvest	voto	06/11/05	100,0	4
Intek	Quattrodue holding	voto	30/06/04	100,0	4
Isagro ⁵	Holdisa	globale	30/06/05	100,0	8
	Manisa	globale	02/12/04	100,0	12
Mariella Burani F.G. ⁶	Burani Designer Holding	globale	22/07/06	100,0	5
Navigazione Montanari	G. & A. Montanari & co.	globale	26/05/06	98,2	10
Nts	July Twenty	globale	04/10/05	100,0	3
Sabaf	Giuseppe Saleri	globale	20/10/06	96,0	3
Seat Pagine Gialle ⁷	Societe de participations Silver sa	globale	08/08/06	99,5	32
Sirti	Wiretel International	globale	30/05/06	100,0	9
Snai	Snai Servizi	globale	30/06/04	29,3	68
Snia	Bios	globale	28/07/05	100,0	13
Telecom Italia	Olimpia ^{8,9}	globale	07/10/04	67,2	2
		globale	05/10/04	67,2	3
		globale	28/02/06	100,0	6
		globale	09/05/06	100,0	6
Trevi Fin. Industriale	Trevi Holding	voto	31/12/04	8,0	2
Unipol	Finsoe	globale	06/02/06	90,0	2
Vemer Siber Group	Hopa ⁹	globale	20/02/06	54,4	15

Si veda la sezione Note metodologiche. ¹ In percentuale del capitale sociale ordinario. ² Al 31 dicembre 2003 non è stata notificata dalle parti la volontà di recedere; pertanto il patto risulta già rinnovato di un ulteriore triennio. ³ Tgp Advisors, pur non detenendo una partecipazione di controllo (33,5 per cento), esercita un'influenza dominante sulla società quotata. ⁴ Il controllo sulla società è detenuto da Roberto Colaninno, tramite Omniaholding, che controlla Omniainvest, che a sua volta controlla Omniapartecipazioni. ⁵ Il controllo sulla società è detenuto da Giorgio Basile, tramite Manisa che controlla Holdisa. ⁶ Il controllo sulla società è detenuto da Walter Burani, con una partecipazione diretta e tramite Burani Designer Holding. ⁷ Il patto contiene anche accordi sulla società quotata. ⁸ Il patto con scadenza 9 maggio 2006 contiene anche accordi sulle società quotate del gruppo Telecom Italia. ⁹ Patti comunicati ai sensi dell'art. 122 del Tuf anche se al momento della comunicazione la società riteneva di non controllare la società quotata.

Partecipazioni rilevanti nelle società quotate in Borsa e sul Nuovo Mercato¹
(situazione al 31 dicembre)

	Soggetto dichiarante								totale
	soggetti esteri	assicurazioni	banche	fondazioni	investitori istituzionali	società di capitali	stato e enti locali	persone fisiche	
Borsa									
1996	4,5	1,9	4,3	3,8	0,8	8,2	32,5	5,5	61,5
1997	5,0	2,2	5,1	3,1	0,1	14,4	12,1	4,8	46,8
1998	5,9	2,5	4,8	5,2	0,1	12,6	8,8	3,8	43,6
1999	6,2	1,5	5,3	4,5	0,2	19,4	10,6	4,5	52,2
2000	6,5	3,2	5,9	5,0	0,3	17,2	10,2	4,9	53,1
2001	5,6	1,8	4,4	4,9	0,1	18,2	11,1	5,0	51,1
2002	4,9	1,1	3,4	4,5	0,7	16,8	12,3	5,1	48,8
2003	6,7	1,2	3,9	3,6	--	12,3	11,2	6,2	45,1
Nuovo Mercato									
2000	14,2	--	0,7	--	1,1	4,2	--	50,4	70,7
2001	16,7	--	0,6	0,1	0,5	4,8	--	42,7	65,5
2002	12,1	--	0,3	0,2	0,8	4,8	--	43,6	61,8
2003	7,7	--	1,0	--	0,2	4,8	--	41,7	55,6

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

Offerte pubbliche di acquisto e/o di scambio su titoli di società quotate¹
(valori monetari in milioni di euro)

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Numero operazioni												
Volontarie	5	2	2	4	6	5	2	4	7	4	10	8
Preventive ²	--	2	1	--	2	2	2	8	8	2	4	4
Incrementali ³	--	--	--	--	1	1	1	--	--	--	--	--
Successive	2	3	11	8	9	7	6	8	6	7	4	6
Residuali	--	5	6	9	10	8	3	2	7	11	5	8
Su azioni proprie	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	1	--
<i>Totale</i>	7	12	20	21	28	23	14	22	28	24	24	26
Controvalore												
Volontarie	611	850	72	75	264	378	96	631	4.299	171	3.724	5.837
Preventive ²	--	543	1.947	--	213	234	1.658	53.292	4.878	726	809	7.359
Incrementali ³	--	--	--	--	53	4	126	--	--	--	--	--
Successive	11	12	832	975	161	376	102	640	2.734	5.573	26	174
Residuali	--	7	23	24	14	27	23	5	218	196	44	356
Su azioni proprie	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	709	--
<i>Totale</i>	622	1.412	2.874	1.074	705	1.019	2.005	54.568	12.129	6.666	5.312	13.726

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.

Offerte pubbliche di acquisto realizzate nel 2003 su azioni di società quotate

Società offerente	Azioni oggetto dell'offerta	Natura dell'offerta	Prezzo offerto ¹	Titoli richiesti ²	Durata Offerta
Schemaventotto (newco28)	Autostrade ord	preventiva	10,00	70,3	20.01-21.02
Eurofind	La rinascente ord	residuale	4,45	6,9	03.02-28.02
	La rinascente priv		4,45	28,1	
	La rinascente rnc		4,15	3,8	
Banca Antonveneta	Interbanca ord	volontaria	20,50	36,5	17.02-14.03
	Interbanca ocv		19,50	4,3	
Bracco Biomed	Esaote ord	residuale	5,19	2,4	21.02-13.03
Newco Laser	Prima Industrie ord	preventiva	7,50	100,0	10.03-11.04
Bipielle Retail	Banco di Chiavari ord	successiva	7,00	30,4	17.03-04.04
Palio	Savino del Bene ord	preventiva	2,50	74,6	18.03-23.04
Cortiplast	Saiag ord	volontaria	3,80	26,7	09.04-09.05
	Saiag rnc		2,55	81,0	
Ibi nv	Alerion Industries ord	successiva	0,39	40,4	14.04-08.05
Risanamento Napoli	Ipi ord	successiva	4,32	44,1	05.05-23.05
Deutsche Lufthansa ag	Air Dolomiti ord	successiva	14,68	48,1	26.05-27.06
San Paolo Imi	Bca Pop dell'Adriatico ord	volontaria	7,26	28,2	28.05-18.06
Wide Design	Italdesign Giugiaro ord	preventiva	4,40	100,0	03.06-23.06
Banca Antonveneta	Interbanca ord	residuale	19,50	21,4	03.06-07.07
	Interbanca ocv		19,50	2,3	
Palio	Savino del Bene ord	residuale	2,50	5,9	16.06-11.07
Tenaris	Dalmine ord	residuale	0,17	10,0	23.06-11.07
Olivetti	Telecom Italia ord	volontaria	8,01	17,3	23.06-18.07
	Telecom Italia rnc		4,82	17,3	
Finm	Manuli Rubber Ind ord	volontaria	1,90	25,8	01.07-25.07
Wiretel 2	Sirti ord	volontaria	1,20	20,0	04.07-24.07
Unicredito Italiano	Locat ord	volontaria	0,90	12,7	07.07-05.08
Silver	Seat Pagine Gialle ord	successiva	0,60	37,5	01.09-19.09
Wide Design	Italdesign Giugiaro ord	residuale	4,40	7,0	29.09-17.10
Roland Corporation	Roland Europe ord	volontaria	1,40	43,4	30.09-29.10
Arena Holding	Roncadin ord	successiva	0,34	68,3	13.10-31.10
Banca Popolare di Lodi	Banca Pop di Cremona ord	preventiva	20,00	100,0	20.10-21.11
Cortiplast	Saiag ord	residuale	4,01	6,4	27.10-21.11
	Saiag rnc		2,70	14,3	
Finm	Manuli Rubber Ind ord	residuale	2,22	8,1	30.12-23.01

Fonte: Archivio Consob sui documenti di offerta. ¹ Prezzo offerto per azione in euro. Nel caso di offerte di scambio, salvo quanto esplicitamente indicato nel documento d'offerta, il corrispettivo in titoli è valutato al prezzo di mercato del giorno antecedente l'annuncio d'offerta. ² In percentuale dei titoli emessi della stessa categoria.

Adesioni alle offerte pubbliche di acquisto realizzate nel 2003 su azioni di società quotate
(valori monetari in milioni di euro)

Società offerente	Azioni oggetto dell'offerta	Titoli acquistati ¹	Quota posseduta dall'offerente ²	Valore offerta ³
Schemaventotto (newco28)	Autostrade ord	77,0	83,8	6.458,8
Eurofind	La rinascente ord	52,5	96,7	47,9
	La rinascente priv	55,5	87,5	2,2
	La rinascente rnc	67,2	98,8	10,8
Banca Antonveneta	Interbanca ord	87,0	95,3	330,9
	Interbanca ocv	97,7	98,4	8,1
Bracco Biomed	Esaote ord	62,3	99,1	3,6
Newco Laser	Prima Industrie ord	--	--	--
Bipielle Retail	Banco di Chiavari ord	71,2	91,2	105,9
Palio	Savino del Bene ord	78,6	94,2	53,8
Cortiplast	Saiag ord	57,6	88,7	10,2
	Saiag rnc	69,0	74,9	13,9
Ibi nv	Alerion Industries ord	13,8	65,2	8,6
Risanamento Napoli	Ipi ord	43,0	74,9	33,3
Deutsche Lufthansa ag	Air Dolomiti ord	43,1	98,8	25,3
San Paolo Imi	Bca Pop dell'Adriatico ord	93,4	98,1	74,1
Wide Design	Italdesign Giugiaro ord	92,0	92,0	209,7
Banca Antonveneta	Interbanca ord	93,7	99,4	244,9
	Interbanca ocv	54,6	99,0	0,1
Palio	Savino del Bene ord	57,9	98,5	3,1
Tenaris	Dalmine ord	68,1	96,8	13,6
Olivetti	Telecom Italia ord	56,4	64,7	4.103,4
	Telecom Italia rnc	68,5	11,8	1.171,0
Finm	Manuli Rubber Ind ord	64,9	90,9	26,6
Wiretel 2	Sirti ord	100,0	20,0	52,8
Unicredito Italiano	Locat ord	61,9	95,2	38,5
Silver	Seat Pagine Gialle ord	0,1	62,5	1,3
Wide Design	Italdesign Giugiaro ord	71,7	98,1	11,4
Roland Corporation	Roland Europe ord	54,2	80,6	7,3
Arena Holding	Roncadin ord	0,0	31,7	0,0
Banca Popolare di Lodi	Banca Pop di Cremona ord	94,8	94,8	636,9
Cortiplast	Saiag ord	83,1	84,8	3,7
	Saiag rnc	40,4	86,0	1,5
Finm	Manuli Rubber Ind ord	88,8	99,1	13,4

Fonte: Avvisi della Borsa Italiana spa. ¹ In percentuale dei titoli richiesti. ² Dopo l'Opa, in percentuale del capitale sociale. ³ Il valore dell'offerta è calcolato sulla base del numero dei titoli effettivamente acquistati. Nel caso di offerte di scambio, salvo quanto esplicitamente indicato nel documento d'offerta, il corrispettivo in titoli è valutato al prezzo di mercato del giorno antecedente l'annuncio dell'offerta.

Numero medio di amministratori per settore di attività società quotate in Borsa¹

	2001			2002			2003		
	Esecutivi	Non esecutivi	Totale	Esecutivi	Non esecutivi	Totale	Esecutivi	Non esecutivi	Totale
Assicurativo	5,6	11,3	16,9	4,7	11,2	15,9	5,0	10,8	15,8
Bancario	6,2	8,4	14,6	6,3	8,7	15,0	6,3	9,0	15,3
Finanziario	3,0	6,2	9,2	3,0	6,2	9,1	3,3	6,9	10,2
Industriale	3,0	5,5	8,5	2,9	5,7	8,6	3,0	5,7	8,7
Servizi	3,3	7,0	10,3	2,8	7,4	10,2	2,9	7,4	10,3
<i>Totale</i>	<i>3,6</i>	<i>6,6</i>	<i>10,2</i>	<i>3,5</i>	<i>6,8</i>	<i>10,3</i>	<i>3,6</i>	<i>6,9</i>	<i>10,5</i>

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

Cumulo delle cariche nei consigli di amministrazione delle società quotate in Borsa

	2001			2002			2003		
	Numero	Cariche ricoperte		Numero	Cariche ricoperte		Numero	Cariche ricoperte	
		nel gruppo	in altro gruppo		nel gruppo	in altro gruppo		nel gruppo	in altro gruppo
Amministratori con una sola carica	1.574	1.574	--	1.580	1.580	--	1.465	1.465	--
Amministratori con più cariche	299	292	493	302	278	499	359	259	582
di cui:									
- 2 cariche	196	142	250	210	128	292	251	124	318
- da 3 a 5 cariche	94	116	214	79	102	168	96	99	222
- più di 5 cariche	9	34	29	13	41	48	12	36	42

Indicatori dei mercati azionari gestiti da Borsa Italiana spa
(valori monetari in miliardi di euro)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Borsa (Mta)								
Capitalizzazione ¹	199	310	484	714	790	575	447	475
- in percentuale del pil	20,3	30,2	44,8	64,4	67,8	47,3	35,7	36,6
Scambi di titoli azionari	81	174	423	503	839	637	562	567
Numero di società quotate (domestiche)	213	209	219	241	237	232	231	219
Numero di società neoquotate (domestiche)	14	14	25	28	16	13	11	9
Numero di società cancellate (domestiche)	18	18	15	6	20	18	12	21
Variazione del MIB storico ²	13,1	58,2	41,0	22,3	5,4	-25,1	-23,7	14,9
Rapporto dividendi - prezzi ²	2,1	1,7	1,6	1,5	2,1	2,8	3,8	3,4
Rapporto utili - prezzi ²	6,9	4,6	3,9	3,4	4,5	6,0	5,9	6,4
Mercato Expandi								
Capitalizzazione ¹	3	5	4	5	6	5	5	5
Scambi di titoli azionari	..	1	2	1	1	..	..	..
Numero di società quotate	31	26	20	17	15	12	13	11
Nuovo Mercato								
Capitalizzazione ¹	—	—	—	7	22	13	6	8
Scambi di titoli azionari	—	—	—	4	30	21	10	14
Numero di società quotate (domestiche)	—	—	—	6	39	44	44	41
Variazione dell'indice NM ²	—	—	—	536 ³	-25,5	-45,6	-50,1	27,3

Fonte: Borsa Italiana spa, Consob, Thomson Financial. ¹ Il dato sulla capitalizzazione è riferito alle società domestiche. ² Valori in percentuale rilevati a fine anno. ³ Dal 17 giugno 1999 al 30 dicembre 1999.

Scambi di titoli obbligazionari su mercati regolamentati italiani¹
(miliardi di euro)

	2000	2001	2002	2003
Mts	2.020	2.324	2.205	2.160
Bondvision	—	18	100	176
Mercato all'ingrosso delle obbligazioni non governative	..	12	24	23
Mot	154	136	159	142
Euro Mot	..	1	2	4
Tlx ²	—	—	—	2
<i>Totale</i>	<i>2.174</i>	<i>2.491</i>	<i>2.490</i>	<i>2.507</i>

Fonte: Elaborazione su dati Mts spa e Borsa Italiana spa. ¹ L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. ² Mercato attivo dal 20 ottobre 2003.

Struttura proprietaria delle società ammesse a quotazione in Borsa (Mta) e sul Mercato Expandi
(quote percentuali del capitale sociale con diritto di voto)

Società	Prima dell'offerta		Dopo l'offerta	
	Azionisti di controllo	Azionisti con più del 2 per cento	Azionisti di controllo	Azionisti con più del 2 per cento
<i>Media 1995</i>	79,0	96,3	55,6	63,3
<i>Media 1996</i>	78,3	94,7	52,8	61,2
<i>Media 1997</i>	81,2	90,8	55,6	61,3
<i>Media 1998</i>	89,7	98,6	57,8	60,1
<i>Media 1999</i>	91,9	98,5	57,8	59,9
<i>Media 2000</i>	80,3	94,9	56,7	66,0
<i>Media 2001</i>	87,7	97,8	58,8	63,0
<i>Media 2002</i>	83,3	98,9	57,8	67,3
2003				
Meta	75,0	92,5	57,7	70,4
Hera	99,6	75,5	53,7	42,3
Isagro	81,6	98,4	61,2	72,1
Trevisan	91,9	96,7	45,1	48,1
<i>Media 2003</i>	87,0	90,8	54,5	58,2

Si veda la sezione Note metodologiche.

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
Borsa (Mta) e Mercato Expandi						
1995	42,3	16,3	41,4	—	3,2	6,8
1996	40,5	24,3	35,2	—	6,3	9,4
1997	31,4	24,5	44,1	—	10,8	12,2
1998	44,4	27,3	28,3	—	7,7	13,9
1999	44,6	23,6	31,8	--	11,1	9,8
2000	48,7	26,4	24,8	0,1	2,2	4,5
2001	29,0	36,1	34,5	0,4	1,2	2,3
2002	27,7	50,4	20,3	1,6	1,1	1,1
2003 ⁴	39,8	45,0	14,5	0,6	1,8	1,6
Nuovo Mercato						
1999	27,3	32,5	40,2	..	38,1	16,6
2000 ⁵	27,2	25,7	44,9	2,0	27,1	13,3
2001	25,0	58,5	14,4	2,1	1,0	1,4
2002	--	--	--	--	--	--
2003	--	--	--	--	--	--

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

Attività di investment banking nelle offerte finalizzate alla quotazione¹
(concentrazione del mercato; valori monetari in milioni di euro)

	primo soggetto ²	primi tre soggetti ²	primi cinque soggetti ²	numero operazioni	valore operazioni
<i>Global coordinator³</i>					
1995	27,7	72,3	91,5	11	3.671
1996	64,3	88,9	93,9	12	1.666
1997	36,8	71,0	89,0	10	833
1998	20,6	59,6	74,4	16	1.845
1999	25,9	71,7	81,2	26	5.032
2000 ⁴	18,1	45,0	59,7	43	6.728
2001	16,3	42,9	62,5	17	1.732
2002	30,0	65,0	83,1	6	1.062
2003	29,2	81,8	100,0	4	550
<i>Lead manager⁵</i>					
1995	43,1	77,4	96,9	11	1.264
1996	69,0	90,2	94,2	12	675
1997	57,0	79,0	91,4	10	261
1998	58,3	87,3	92,2	16	818
1999	45,9	74,2	84,5	26	2.196
2000	33,7	65,0	79,7	44	2.418
2001	23,6	59,9	83,5	17	497
2002	32,7	84,7	100,0	6	294
2003 ⁶	45,1	95,5	100,0	4	219

Fonte: Elaborazioni Consob su prospetti informativi. Si veda la sezione Note metodologiche. ¹ Gli indicatori di concentrazione sono basati sul controvalore delle offerte realizzate in Borsa, sul Mercato Expandi e sul Nuovo Mercato. I dati relativi alla Borsa non comprendono l'offerta dell'Eni nel 1995, dell'Enel nel 1999 e della Snam Rete Gas nel 2001. ² Valori in percentuale. ³ Dati riferiti alle offerte globali. ⁴ Un'operazione è stata esclusa in quanto comprende la sola offerta pubblica in Italia. ⁵ Dati riferiti alle sole offerte pubbliche in Italia. ⁶ Le offerte al pubblico svolte nel 2003 sono state gestite solo da quattro soggetti.

Collocamento di azioni e obbligazioni convertibili di società quotate¹
(milioni di euro)

Destinatari dell'offerta	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Emissioni di nuovi titoli									
Pubblico	165	516	1.122	392	413	1.827	798	416	785
Investitori istituzionali	103	193	226	1.090	802	4.846	2.080	577	51
Dipendenti	6	25	104	319	221	37	8	9	4
Azionisti	4.103	1.572	4.172	7.341	21.736	2.737	7.793	3.290	9.007
Altri	....	....	....	....	....	78	9	491	21
<i>Totale</i>	<i>4.377</i>	<i>2.306</i>	<i>5.624</i>	<i>9.142</i>	<i>23.172</i>	<i>9.525</i>	<i>10.688</i>	<i>4.783</i>	<i>9.868</i>
Offerte di titoli già in circolazione									
Pubblico	1.649	2.342	11.616	7.054	14.433	4.995	692	248	179
Investitori istituzionali	1.588	2.965	5.422	3.774	10.478	2.492	3.750	1.778	2.469
Dipendenti	159	301	1.389	446	884	118	15	2	8
Azionisti	--	3	--	--	--	--	--	--	--
Altri	....	....	....	....	....	10	..	18	--
<i>Totale</i>	<i>3.396</i>	<i>5.611</i>	<i>18.427</i>	<i>11.274</i>	<i>25.795</i>	<i>7.615</i>	<i>4.457</i>	<i>2.046</i>	<i>2.656</i>
Totale									
Pubblico	1.814	2.858	12.738	7.446	14.846	6.822	1.490	664	964
Investitori istituzionali	1.691	3.158	5.648	4.864	11.280	7.338	5.830	2.355	2.520
Dipendenti	165	326	1.493	765	1.105	155	23	11	12
Azionisti	4.103	1.575	4.172	7.341	21.736	2.737	7.793	3.290	9.007
Altri	....	....	....	....	....	88	9	509	21
<i>Totale</i>	<i>7.773</i>	<i>7.917</i>	<i>24.051</i>	<i>20.416</i>	<i>48.967</i>	<i>17.140</i>	<i>15.145</i>	<i>6.829</i>	<i>12.524</i>

Fonte: Archivio Consob sui prospetti informativi e avvisi della Borsa Italiana spa. Si veda la sezione Note metodologiche. ¹ Dati relativi alle società quotate in Borsa (Mta); sono incluse le operazioni relative alle società quotate sul Mercato Expandi e sul Nuovo Mercato. Per il 2002 il dato comprende l'offerta pubblica di quote di un fondo immobiliare chiuso finalizzata all'ammissione a quotazione. L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti.

Cessioni di partecipazioni pubbliche in società quotate effettuate tramite offerta pubblica e collocamento istituzionale¹
(1993-2003; valori monetari in milioni di euro)

Società	Data	Ctv1 ²	Cedente	Quota ceduta ³	Destinatari dell'offerta ⁴			
					Pubblico ⁵	Dipendenti	Estera	Inv. Istituz.
Credit ord	4.12.93	886	Iri	63,1	36,3	—	—	26,8
Credit risp	4.12.93	44	Iri	17,4	—	17,4	—	—
Imi	31.01.94	1.231	Tesoro e altri	36,5	14,8	0,8	—	20,9
Comit	26.02.94	1.493	Iri spa	51,9	26,9	3,5	—	21,5
Ina	27.06.94	2.340	Tesoro	47,2	31,6	0,6	—	15,0
Eni	21.11.95	3.254	Tesoro	15,0	4,3	0,7	3,3	6,7
Imi	7.07.96	259	Tesoro	6,9	—	—	—	6,9
Amga	7.10.96	107	Comune di genova	49,0	17,6	0,8	—	30,6
Eni	21.10.96	4.582	Tesoro	15,8	8,0	0,8	2,0	5,0
Montefibre	08.07.96	94	Enichem	66,4	8,2	—	—	58,2
Ist. Banc. S Paolo	19.05.97	1.374	Gruppo banc. S.Paolo, Tesoro e altri	31,0	12,3	2,4	—	16,3
Eni	23.06.97	6.805	Tesoro	17,6	9,9	0,8	2,3	4,6
Aeroporti di Roma	15.07.97	307	Iri	45,0	15,5	0,9	—	28,6
Telecom	20.10.97	9.778	Tesoro	32,9	24,3	3,3	1,1	4,2
Banca di Roma	24.11.97	1.379	Iri	36,6 ⁶	26,7	2,4	—	7,5
Saipem	17.03.98	383	Eni	17,1	—	—	—	17,1
Alitalia	22.05.98	406	Iri	18,4	—	—	—	18,4
Eni	22.06.98	6.594	Tesoro	14,0	10,5	0,6	—	2,8
Aem	14.07.98	761	Comune di milano	49,0	28,9	0,5	—	19,6
Bnl	16.11.98	2.620	Tesoro	64,7	34,8	3,6	—	26,3
Banca Monte Paschi	18.06.99	2.217	Fond. Monte Paschi	21,2	7,6	2,0	—	11,6
Acea	09.07.99	934	Comune di Roma	49,0	15,7	10,5	—	22,9
Acsm	20.10.99	18	Comune di Como	25,0	13,5	1,4	—	10,1
Enel	29.10.99	16.550	Tesoro	31,7	18,5	1,5	....	14,5 ⁷
Autostrade	03.12.99	3.805	Iri	48,0	41,0	0,7	—	6,2
Finmeccanica ⁸	29.05.00	6.570	Iri	44,0	33,7	0,7	—	10,7
Aeroporto di Firenze	03.07.00	18	Enti vari	29,0	10,5	—	—	18,5
Cassa Resp. di Firenze	10.07.00	320	Ente Cassa Resp. di Firenze	25,0	15,0	1,7	—	9,8
Aem Torino	22.11.00	112	Comune di Torino	14,6	6,3	—	—	8,3
Acsm	29.11.00	42	Comune di Como	24,0	18,3	0,4	—	5,4
Eni	15.02.01	2.721	Tesoro	5,0	—	—	—	5,0
Ac.e.ga.s.	19.02.01	174	Comune di Trieste	46,8	16,0	0,8	—	30,0
Snam rete gas	26.11.01	942	Snam (Eni)	22,4	11,1	0,3	—	11,0
Fiera Milano	02.12.02	41	Ente Aut. Fiera Internaz. di Milano	22,9 ⁹	—	—	—	13,7
Telecom Italia ¹⁰	09.12.02	1.434	Ministero dell'economia	3,5	—	—	—	3,5
Meta	17.03.03	39	Comune di Modena e altri	14,9	—	—	—	14,9
Hera	16.06.03	435	Comune di Bologna e altri	44,5	18,5	0,9	—	25,1

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 *green shoe* effettivamente esercitata. ⁴ Valori in percentuale sul capitale sociale ante offerta. I dati tengono conto dell'intera sovrallocazione o *green shoe* utilizzata. ⁵ Comprende le quote riservate ad altri soggetti (a esclusione dei dipendenti) nell'ambito della *tranche* pubblica. ⁶ Dato calcolato sul capitale sociale post offerta. ⁷ Il dato include l'offerta pubblica estera. ⁸ Il controvalore della cessione include l'emissione di obbligazioni convertibili per 0,9 miliardi di euro. ⁹ Il dato comprende anche il collocamento privato riservato agli organizzatori e alla Camera di Commercio, pari al 9,2 per cento. ¹⁰ Il controvalore della cessione include la vendita di azioni di risparmio per 68 milioni di euro.

Cessioni di partecipazioni di società quotate a controllo pubblico tramite trattativa diretta
(1996 - 2003; valori monetari in milioni di euro)

Società	Acquirente	Data di completamento della cessione	Quota ceduta ¹	Controvalore complessivo	Data dell'Opa successiva ²
Dalmine	Techint, Siderca	27.02.96	84,1	156	9.04.96
Seat	Abn-amro, Bain capital, Comit, Bc partners, Cvc capital partner, Investitori ass., De Agostini, Sofipa	25.11.97	61,3 ³	849	—
Banco di Napoli ⁴	Ina-Bnl	11.06.97	60,0	32	—
San Paolo ⁵	Ifi/Ifil, Imi, Banco Santander, Reale Mutua Assic., Monte Paschi, Kredietbank	23.04.97	19,0	594	—
	Altri ⁶ (Ina, Hdi, Credit Loc. France, Credit Comm. Belgique)	24.04.97	3,0	134	—
Telecom ^{5,7}	At&t, Unisource, Imi, Credit, Credit Suisse, Ass. Generali, Compagnia S.Paolo, Ifil, Comit, Monte Paschi, Fondaz. Cariplo, Ina, Alleanza Ass., Rolo Banca	29-30.09.97	9,0	2.040	—
Banca di Roma ⁵	Toro ⁸	09.12.97	4,1	155	—
	Altri ⁶	09.12.97	15,1	639	—
Bnl ⁵	Banco Bilbao Vizcaya, Ina, Bca Pop Vicentina	29.09.98	25,0	1.335	—
Autostrade	Edizione Holding spa, Fond. Cassa Risp. Torino, Autopistas Conc. Espanola sa, Ina, Unicredit, Brisa Autostrade de Portugal sa	09.03.00	30,0	2.516	—
Aeroporti di Roma	Consorzio Leonardo (Gemina, Falck, Italt Petroli, Impregilo)	31.07.00	51,2	1.327	25.09.00
Beni Stabili ⁹	Banca Imi	06/01	0,3	2	—
S. Paolo Imi ⁹	Banca Imi	06/01	0,3	80	—
Bnl ⁹	Banca Imi	27.12.01	1,3	77	—
Generali ^{9,10}	Banca Imi	04/02	1,1 ¹¹	76	—
Enel ⁹	Morgan Stanley & Co. Int. ltd	30.10.03	6,6	2.173	—

Fonte: Consob e Ministero dell'economia e delle finanze. Si veda la sezione Note metodologiche. ¹ In percentuale sul capitale ordinario. ² Data di inizio dell'Opa. ³ La cessione ha riguardato anche lo 0,8 per cento del capitale rappresentato da azioni di risparmio. ⁴ Operazione effettuata mediante asta competitiva. ⁵ La data è relativa alla stipula dell'accordo. Dati riferiti al nucleo stabile. ⁶ Azionisti non facenti parte del nucleo stabile. ⁷ Il controvalore della cessione non comprende il corrispettivo della vendita dell'1,2 per cento di azioni ordinarie ad AT&T e Unisource, subordinata alla conclusione di alleanze strategiche con Telecom. ⁸ Il dato non include la cessione di obbligazioni convertibili per 172 milioni di euro. ⁹ Operazioni avvenute tramite cessione della partecipazione a un intermediario, che ha successivamente provveduto a collocare gradualmente le relative azioni presso investitori istituzionali. ¹⁰ Il controvalore della cessione comprende anche gli introiti della cessione di una tranche di azioni Ina, avvenuta nel periodo maggio-giugno 2001. ¹¹ Il dato si riferisce alla quota detenuta dal Ministero dell'economia e delle finanze nel capitale dell'Ina prima della fusione per incorporazione di quest'ultima in Generali spa, avvenuta con effetto a decorrere dal 1° dicembre 2001.

Patrimonio gestito da fondi comuni di investimento nei paesi dell'Unione Europea e negli Stati Uniti¹
(valori percentuali)

	2000	2001	2002	2003
Austria	1,8	1,8	2,0	1,9
Belgio	2,2	2,2	2,2	2,2
Danimarca	1,0	1,1	1,0	1,1
Finlandia	0,4	0,4	0,5	0,7
Francia	22,4	23,2	25,3	25,3
Germania	7,4	7,0	6,3	6,1
Grecia	0,9	0,8	0,8	0,8
Irlanda	4,3	6,2	7,5	7,9
Italia	13,2	11,7	11,3	10,5
Lussemburgo	23,2	24,7	24,1	24,3
Olanda ²	2,9	2,6	2,5	2,2
Portogallo	0,5	0,5	0,6	0,6
Regno Unito	12,2	10,4	8,7	8,7
Spagna	5,4	5,2	5,4	5,6
Svezia	2,4	2,1	1,7	1,9
<i>Totale</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>
Patrimonio gestito Unione Europea ³	3.419	3.444	3.179	3.595
Patrimonio gestito Usa ³	7.390	7.824	6.482	5.963

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.

Struttura del mercato degli Oicr in Italia: operatori di diritto nazionale¹
(situazione al 31 dicembre; valori monetari in miliardi di euro)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Numero società di gestione	53	53	59	54	55	61	57	55
Numero fondi operativi								
azionari	235	277	321	356	435	492	515	474
bilanciati	57	53	57	61	82	85	88	84
obbligazionari	239	296	325	337	382	396	382	360
di liquidità	—	—	—	33	35	37	38	39
flessibili	—	—	—	29	33	49	49	55
<i>Totale</i>	<i>531</i>	<i>626</i>	<i>703</i>	<i>816</i>	<i>967</i>	<i>1.059</i>	<i>1.072</i>	<i>1.012</i>
Raccolta netta								
azionari	-1	16	24	32	39	-19	-9	-5
bilanciati	-1	3	12	16	17	-16	-10	-5
obbligazionari	33	55	125	4	-69	-7	-20	2
di liquidità	—	—	—	7	-1	22	27	13
flessibili	—	—	—	3	5	-1	-1	1
<i>Totale</i>	<i>32</i>	<i>74</i>	<i>162</i>	<i>61</i>	<i>-8</i>	<i>-21</i>	<i>-13</i>	<i>7</i>
Patrimonio								
azionari	18	40	74	140	156	111	73	75
bilanciati	7	11	29	51	73	52	36	32
obbligazionari	77	138	269	257	191	189	172	170
di liquidità	—	—	—	21	23	47	76	96
flessibili	—	—	—	6	8	6	4	6
<i>Totale</i>	<i>102</i>	<i>190</i>	<i>372</i>	<i>475</i>	<i>450</i>	<i>404</i>	<i>361</i>	<i>379</i>

Fonte: Assogestioni. Si veda la sezione Note metodologiche. ¹ I dati riportati comprendono i fondi comuni di investimento mobiliari aperti e le Sicav. L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti.

Struttura del mercato degli Oicr in Italia: operatori di diritto estero
(situazione al 31 dicembre 2003)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Società di diritto estero¹								
di cui con sede legale in:								
Lussemburgo	53	65	86	104	105	127	159	158
Irlanda	1	1	4	5	7	12	15	31
Francia	9	9	9	10	8	7	7	8
Germania	1	1	1	1	1	1	2	1
Austria	--	--	--	1	1	1	1	1
Gran Bretagna	--	--	--	--	--	1	2	1
Belgio	--	2	2	2	2	--	--	1
<i>Totale</i>	<i>64</i>	<i>78</i>	<i>102</i>	<i>123</i>	<i>124</i>	<i>149</i>	<i>186</i>	<i>201</i>
Fondi/comparti commercializzati in Italia	446	603	833	1.134	1.534	2.132	2.730	2.791

Fonte: Archivio Consob sui prospetti informativi e archivio Luxor - FI.DATA. ¹ Società che offrono al pubblico in Italia parti di organismi di investimento collettivo rientranti nell'ambito di applicazione delle direttive comunitarie.

Composizione dei patrimoni delle gestioni individuali¹
(valori in percentuale)

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003 ²
Banche							
Titoli di Stato	58,7	43,7	30,0	20,0	22,4	26,2	26,9
Obbligazioni italiane	5,4	3,0	2,2	2,2	2,0	2,4	3,6
Obbligazioni estere	5,7	5,9	5,9	5,7	6,8	9,8	11,4
Azioni italiane	4,3	4,4	4,7	4,1	3,6	2,1	2,2
Azioni estere	0,2	0,5	2,1	2,1	1,7	2,0	1,7
Quote di Oicr	18,4	36,2	50,0	61,4	58,9	53,1	49,7
Liquidità e altri valori mobiliari	7,2	6,3	5,1	4,4	4,7	4,4	4,5
<i>Totale</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>
Sim³							
Titoli di Stato	47,0	39,7	22,6	20,9	16,8	19,3	13,4
Obbligazioni italiane	6,9	5,0	3,3	2,5	1,8	2,4	2,8
Obbligazioni estere	10,4	8,6	6,0	6,6	6,1	13,3	17,4
Azioni italiane	8,4	5,8	6,6	5,6	3,6	2,7	2,7
Azioni estere	4,6	4,1	5,2	3,1	2,5	2,1	1,9
Quote di Oicr	17,0	33,4	52,1	57,5	65,2	55,1	58,0
Liquidità e altri valori mobiliari	5,6	3,4	4,1	3,8	4,1	5,2	3,8
<i>Totale</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>
Sgr⁴							
Titoli di Stato	—	....	34,5	33,6	40,8	46,6	44,9
Obbligazioni italiane	—	....	8,5	11,0	15,6	16,7	18,9
Obbligazioni estere	—	....	5,8	3,0	1,7	1,3	1,3
Azioni italiane	—	....	7,7	7,9	7,0	4,1	4,3
Azioni estere	—	....	3,1	2,9	2,0	1,0	0,8
Quote di Oicr	—	....	36,0	37,4	30,4	27,2	26,9
Liquidità e altri valori mobiliari	—	....	4,5	4,1	2,5	3,1	2,9
<i>Totale</i>	<i>—</i>	<i>....</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>

Fonte: Elaborazioni su dati Banca d'Italia. ¹ L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. ² Dati relativi alla fine del primo semestre. ³ Sono incluse le società fiduciarie. ⁴ La suddivisione fra titoli italiani e titoli esteri si riferisce a quella fra titoli denominati in euro e titoli denominati in altre valute.

Sim: cancellazioni dall'albo¹

Motivazioni	1992-1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Crisi dell'intermediario ²	37	2	1	1	1	--	2
Fusioni e scissioni	29	7	9 ³	3	3	3	21
Liquidazione volontaria	49	11	4	9	2	5	6
Variazione dell'attività	51	5	--	2	4	--	2
Trasformazione in banca	5	4	--	3	10 ⁴	4	1
Trasformazione in Sgr	—	--	4	7	3 ⁵	--	1
Trasformazione da fiduciaria a Sim	2	--	2	1	--	1	--
Non operativa ⁶	38	—	—	—	—	—	—
Mancato esercizio servizi autorizzati	--	1	--	1	--	2	--
<i>Totale</i>	<i>211</i>	<i>30</i>	<i>20</i>	<i>27</i>	<i>23</i>	<i>15</i>	<i>33</i>

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. aIV.1

Vigilanza sull'informativa societaria, gli assetti proprietari e gli studi degli analisti

	2000	2001	2002	2003
Richieste informazioni ex art. 115, commi 1 e 2, Tuf	89	397	211	489
Richieste ex art. 115, comma 3, Tuf (soci partecipanti)	68	52	31	33
Ispezioni	--	4	2	4
Richieste di pubblicazioni di dati e notizie ex art. 114, comma 3 Tuf	17	40	109	75
Richiesta pubblicazione studi su società quotate	—	—	3	10
Segnalazioni al tribunale ex art. 2409 c.c.	2	—	1	--
Lettere di richiamo	12	5	3	3
Impugnative di bilancio	1	1	--	4

Tav. aIV.2

Distribuzione degli studi monografici per tipologia di consiglio operativo
(valori percentuali)

Consiglio operativo	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Buy	59,1	57,5	58,2	48,3	46,7	51,1
Hold	25,5	26,7	26,1	33,6	29,2	36,2
Notizie importanti	9,9	9,1	9,6	9,0	11,7	3,9
Sell	5,5	6,6	6,1	9,1	12,4	8,8
<i>Numero totale di studi</i>	<i>2.288</i>	<i>2.260</i>	<i>2.368</i>	<i>5.912</i>	<i>5.351</i>	<i>5.141</i>

Tav. aIV.3

Distribuzione delle società oggetto di studi monografici per classe di frequenza

Anni	N. di società oggetto di studi monografici ¹	Ripartizione delle società oggetto di studi per n. di studi prodotti ²					totale
		≥ 51	25 - 50	13 - 24	5 - 12	≤ 4	
1998	179	4,5	10,1	21,2	25,1	39,1	100,0
1999	146	4,9	8,9	16,4	27,4	42,4	100,0
2000	261	9,9	9,3	15,6	27,4	37,8	100,0
2001	217	7,8	17,5	14,7	24,4	35,6	100,0
2002	198	9,4	19,1	20,8	22,6	28,1	100,0
2003	255	8,4	15,5	17,4	23,9	34,5	100,0

¹ Società quotate su mercati regolamentati gestiti da Borsa Italiana spa. ² Dati in percentuale.

Tav. aIV.4

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

	1999	2000	2001	2002	2003
Superamento della soglia del 2%	397	398	337	303	309
Variazione di partecipazione rilevante già detenuta	353	404	403	502	464
Riduzione entro il 2%	248	379	313	308	257
<i>Totale</i>	<i>998</i>	<i>1.181</i>	<i>1.053</i>	<i>1.113</i>	<i>1.030</i>

Tav. aIV.5

Distribuzione delle comunicazioni di partecipazioni rilevanti per tipologia di soggetto dichiarante e per tipologia di operazione nel 2003

Tipologia soggetto dichiarante	Tipo di operazione comunicata			
	variazione modalità di detenzione	vendite	acquisti	totale complessivo
Assicurazioni	3	10	15	28
Banche	1	104	113	218
Fondazioni	4	40	17	61
Investitori istituzionali italiani	--	31	17	48
Investitori istituzionali esteri	--	65	59	124
Persone fisiche	5	103	116	224
Società di capitali	20	141	158	319
Stato	--	4	4	8
<i>Totale</i>	<i>33</i>	<i>498</i>	<i>499</i>	<i>1.030</i>

Tav. aIV.6

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

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

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

Tav. aIV.7

Controlli sulle società di revisione

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

Richieste di dati e notizie in materia di insider trading e aggio

	Soggetti destinatari delle richieste					
	intermediari autorizzati ¹	società quotate e loro controllanti o controllate	soggetti privati	pubbliche amministrazioni	autorità estere	<i>totale</i>
1997	220	37	49	22	11	339
1998	324	14	50	10	17	415
1999	416	22	48	--	21	507
2000	492	33	11	4	30	570
2001	247	30	93 ²	10	33	413 ⁴
2002	154	28	52 ³	1	24	259 ⁵
2003	185	15	55 ⁶	3	27	285 ⁷

¹ Banche, Sim, Sgr e agenti di cambio. ² Il dato include 7 audizioni. ³ Il dato include 19 audizioni. ⁴ Di cui 156 per conto di Autorità estere. ⁵ Di cui 36 per conto di Autorità estere. ⁶ Il dato include 29 audizioni. ⁷ Di cui 38 per conto di Autorità estere.

Soggetti coinvolti in ipotesi di insider trading e aggio segnalate all'Autorità Giudiziaria

	intermediari autorizzati ¹	insiders istituzionali ²	altri soggetti ³	operatori esteri	<i>totale</i>
Insider trading					
1997	11	12	41	17	81
1998	17	31	34	32	114
1999	21	26	56	48	151
2000	24	11	149	34	218
2001	20	6	53	30	109
2002	14	1	69	21	105
2003	2	12	35	20	69
Aggio					
1997	3	21	--	--	24
1998	7	2	--	2	11
1999	10	5	34	2	51
2000	1	2	1	1	5
2001	4	1	1	2	8
2002	18	2	--	4	24
2003	6	--	1	--	7

¹ Banche, Sim, Sgr e agenti di cambio. ² Soci, amministratori e dirigenti di società quotate. ³ Si tratta dei cosiddetti *insiders* secondari e dei *tippees* (ex art. 180, comma 2, del Tuf).

Tav. aVI.1

Attività ispettiva nei confronti di intermediari e società quotate

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Accertamenti ispettivi							
Deliberati	16	24	21	18	8	9	14
Iniziati	25	20	23	19	9	13	14
Conclusi	31	22	24	18	13 ²	12	18
Accertamenti iniziati nei confronti di:							
Sim ¹	12 ³	6	8	5	2	5	1
Banche	5	9 ⁴	--	1	2	2	9
Sgr/Sicav	1	--	--	6	2	3	--
Agenti di cambio	6	3	3	6	3	1	--
Promotori finanziari	1	--	11	1	--	--	--
Società quotate	--	2 ⁵	1	--	--	2 ⁸	4
<i>Totale</i>	25	20	23	19	9	13	14
Accertamenti conclusi nei confronti di:							
Sim ¹	17	9 ³	8	5	4 ⁶	4	5
Banche	9	8 ⁴	2	2	1 ⁷	3	8
Sgr/Sicav	--	--	--	1	5	4	1
Agenti di cambio	4	3	2	9	3	1	--
Promotori finanziari	1	--	11	1	--	--	--
Società quotate	--	2 ⁵	1	--	--	--	4
<i>Totale</i>	31	22	24	18	13	12	18

¹ Sono incluse le società fiduciarie. ² Di cui 2 accertamenti sospesi. ³ Di cui un' impresa di investimento comunitaria. ⁴ Di cui 6 accertamenti ai sensi dell'art. 8, l. 157/1991. ⁵ Di cui un accertamento ai sensi dell'art. 8, l. 157/1991 e uno ai sensi dell'art. 185 del Tuf. ⁶ Di cui un accertamento sospeso. ⁷ Accertamento sospeso. ⁸ Di cui uno relativo a una società che ha promosso un'Opa nei confronti di una società quotata.

Tav. aVI.2

Sim: iscrizioni e cancellazioni dall'albo¹
(1991-2003)

Anni	Sim iscritte all'albo	Entrate	Uscite
1991	255	255	—
1992	356	110	9
1993	326	19	49
1994	289	12	49
1995	284	20	25
1996	236	4	52
1997	212	3	27
1998	191	9	30
1999	183	12	20
2000	171	15	27
2001	162	15	24
2002	158	11	15
2003	131	6	33

¹ Sono incluse le società fiduciarie.

Interventi del Fondo nazionale di garanzia
(situazione al 31 dicembre 2003; valori monetari in migliaia di euro)

	Sim	Agenti di cambio	Totale
Insolvenze¹			
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
<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>7</i>	<i>18</i>
Numero creditori ammessi	1.145	854	1.999
Importo crediti ammessi ²	29.280	25.090	54.370
Interventi del fondo ³	7.439	10.347	17.786

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.

Gestione speciale del Fondo nazionale di garanzia
(situazione al 30 giugno 2003¹; valori monetari in milioni di euro)

Voci	Sim	Agenti di cambio	Fiduciarie	Totale
Insolvenze²				
1992	1	--	--	1
1993	5	1	3	9
1994	4	--	--	4
1995	3	1	--	4
1996	4	2	--	6
1997	1	--	--	1
<i>Totale insolvenze</i>	<i>18</i>	<i>4</i>	<i>3</i>	<i>25</i>
Numero totale creditori ammessi	7.089	2.236	304	9.629
Importo totale crediti ammessi ³	186	173	12	371
Numero istanze pervenute al fondo	4.405	1.262	208	5.875
Importo crediti istanze pervenute al fondo ³	168	125	12	305
Indennizzi relativi alle istanze pervenute ³	42	31	3	75
indennizzi impegnati a fronte del patrimonio disponibile	42	31	3	75
residui indennizzi da impegnare	--	--	--	--

Fonte: Elaborazioni su dati Fondo nazionale di garanzia. ¹ Data dell'ultimo aggiornamento del piano per la copertura finanziaria della gestione speciale, predisposto dal Fondo e approvato dal Ministero dell'economia e delle finanze. ² Il cui stato passivo sia stato depositato anteriormente al 1° febbraio 1998. ³ Valori al netto dei riparti parziali effettuati dagli organi delle procedure concorsuali.

Iscrizioni e cancellazioni dall'albo dei promotori

Anni	Promotori iscritti all'albo ¹	Entrate ²	Uscite ²	Turnover ³
1995	25.902	4.512	1.344	14,8
1996	27.105	3.236	1.443	6,9
1997	27.994	2.922	1.961	3,5
1998	33.063	6.358	1.402	17,7
1999	42.810	10.383 ⁴	1.278	27,5
2000	49.856	8.774	1.085	18,0
2001	59.610	11.001 ⁵	1.182	19,7
2002	66.743	9.300	2.201	11,9
2003	66.554	4.530	4.735	-0,3

¹ Al 31 dicembre di ogni anno. ² Nel dato non sono considerati i provvedimenti di revoca di precedenti delibere di iscrizione e cancellazione. ³ Rapporto tra le nuove iscrizioni all'albo al netto delle cancellazioni e il totale degli iscritti all'albo nell'anno precedente. Valori in percentuale. ⁴ Di cui 1.800 iscritti di diritto ai sensi dell'art. 3 del d.m. 322/1997. ⁵ Di cui 2.100 iscritti di diritto ai sensi dell'art. 3 del d.m. 472/1998.

Tav. aVII.1

Provvedimenti nei confronti dei promotori e segnalazioni all'Autorità Giudiziaria

Tipo di provvedimento	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Sanzioni							
Richiamo	8	11	2	21	29	33	1
Radiazione dall'albo	39	86	70	49	36	58	56
Sospensione dall'albo a tempo determinato	5	73	51	73	48	37	47
Sanzione amministrativa pecuniaria	--	--	4	26	15	6	5
<i>Totale</i>	<i>52</i>	<i>170</i>	<i>127</i>	<i>169</i>	<i>128</i>	<i>134</i>	<i>109</i>
Provvedimenti cautelari							
Sospensione dell'attività a tempo determinato ¹	64	76	74	39	50	31	26
Segnalazioni all'Autorità Giudiziaria	58	137	106	134	72	72	77

¹ Per gli anni 1997 e 1998 il dato include i provvedimenti adottati ai sensi dell'art. 45, comma 4, del d.lgs. 415/1996 e, a far tempo dal 1° luglio 1998, ai sensi dell'art. 55 del Tuf.

Tav. aVII.2

Attività di vigilanza e di enforcement via internet

	2000	2001	2002	2003
N. siti ispezionati per				
Web spidering	105	32	21	27
Rassegna stampa	1	--	2	1
Segnalazioni Uffici operativi Consob	1	3	26	42
<i>Totale</i>	<i>107</i>	<i>35</i>	<i>49</i>	<i>70</i>
Azioni di enforcement				
Provvedimenti sanzionatori e cautelari	9	4	4	12
Segnalazioni ad altre autorità				
Autorità Giudiziaria	5	6	20	6
Guardia di Finanza	1	2	2	3
Banca d'Italia	2	3	0	1
Uic	1	3	10	2
Isvap	--	--	--	2
Autorità Estere	4	4	2	2
<i>Totale</i>	<i>13</i>	<i>18</i>	<i>34</i>	<i>16</i>

Cooperazione internazionale
(richieste di collaborazione per area geografica - 2003)

Oggetto	Paese	dalla Consob ad Autorità estere	da Autorità estere alla Consob
Insider trading	UE	7	14
	USA	1	1
	Altri	3	2
Manipolazione dei prezzi di valori mobiliari	UE	3	2
	USA	1	--
	Altri	--	--
Sollecitazione e attività di intermediazione abusive	UE	4	3
	USA	--	--
	Altri	1	1
Trasparenza e informativa societaria	UE	3	--
	USA	2	--
	Altri	1	--
Partecipazioni rilevanti al capitale di società quotate e di intermediari autorizzati	UE	2	--
	USA	--	1
	Altri	1	--
Requisiti di onorabilità e professionalità	UE	20	62
	USA	--	1
	Altri	1	7
Violazione regole di condotta	UE	1	--
	USA	--	--
	Altri	--	--
<i>Totale</i>		<i>51</i>	<i>94</i>

Impugnazioni di sanzioni amministrative proposte o adottate dalla Consob presentate avanti al giudice ordinario negli anni 2001 - 2003

Tipologia ricorrenti	Ricorsi	Autorità adita	Tipologia sanzione	Esito al 31 dicembre 2003	
				Primo grado	Ricorso in cassazione
ANNO 2001					
Promotori	6	tribunale (6)	pecuniaria (2)	accolto (1) respinto (1)	
			sospensione sanzionatoria (2)	respinto (2)	in corso (1)
			diniego iscrizione all'albo (1)	respinto (1)	
			accertamento requisiti di professionalità (1)	in corso (1)	
Banche	1	corte d'appello (1)	pecuniaria (1)	respinto (1)	
Responsabile del collocamento	4	corte d'appello (4)	pecuniaria (4)	accolto (3) accolto parzialmente (1)	
Sim	6	corte d'appello (6)	pecuniaria (6)	accolto (2) respinto (4) ¹	
Esponenti aziendali sim ²	15	corte d'appello (15)	pecuniaria (15)	respinto (9)	in corso (2)
				accolto (5)	in corso (1)
				accolto parzialmente (1)	
Esponenti aziendali banche ³	5	corte d'appello (5)	pecuniaria (5)	respinto (5)	in corso (5)
Partecipanti società quotate	2	corte d'appello (2)	pecuniaria (2)	respinto (2) ⁴	
Altri ⁵	1	corte d'appello (1)	pecuniaria (1)	respinto (1)	
<i>Totale</i>	40				
ANNO 2002					
Promotori	4	tribunale (4)	pecuniaria (1)	respinto (1)	
			radiazione (2)	respinto (2)	
			sospensione sanzionatoria (1)	in corso (1)	
Sim	2	corte d'appello (2)	pecuniaria (2)	accolto (1) respinto (1)	in corso (1)
Esponenti aziendali sim ⁶	6	corte d'appello (6)	pecuniaria (6)	accolto (4) respinto (2)	in corso (2) in corso (1)
Esponenti aziendali banche	5	corte d'appello (5)	pecuniaria (5)	respinto (5)	in corso (4)
Agenti di cambio ⁷	3	corte d'appello (3)	pecuniaria (3)	respinto (2) accolto parzialmente (1)	
Dipendenti agenti di cambio	1	corte d'appello (1)	pecuniaria (1)	respinto (1)	
Esponenti gestori di sistemi di scambi organizzati	1	corte d'appello (1)	pecuniaria (1)	respinto (1)	
Esponenti soc quotate e società quotate	9	corte d'appello (9)	pecuniaria (9)	respinto (7) accolto (2)	
Esponenti ente locale e ente locale	1	corte d'appello (1)	pecuniaria (1)	accolto parzialmente (1)	
Responsabile del collocamento	1	corte d'appello (1)	pecuniaria (1)	respinto (1)	
Esponenti società non quotate e società non quotate	5	corte d'appello (5)	pecuniaria (5)	respinto (1) in corso(4) ⁸	
Società quotata	1	corte d'appello (1)	pecuniaria (1)	cessata materia del contendere (1)	
Partecipanti società quotata	1	corte d'appello (1)	pecuniaria (1)	accolto (1)	
<i>Totale</i>	40				

- Segue Tav. aX.1 -

Tipologia ricorrenti	Ricorsi	Autorità adita	Tipologia sanzione	Esito al 31 dicembre 2003	
				Primo grado	Ricorso in cassazione
ANNO 2003					
Promotori	1	tribunale (1)	pecuniaria (1)	respinto (1)	
Sim ⁹	3	corte d'appello (3)	pecuniaria (3)	accolto (1)	
				respinto (1)	
				in corso (1)	
Esponenti aziendali sim ¹⁰	8	corte d'appello (8)	pecuniaria (8)	accolto (3)	in corso (2)
				respinto (1)	
				in corso (4)	
Banche	1	corte d'appello (1)	pecuniaria (1)	accolto (1)	
Esponenti aziendali banche ¹¹	19	corte d'appello (19)	pecuniaria (19)	accolto (15)	
				in corso (4)	
Agenti di cambio	1	corte d'appello (1)	pecuniaria (1)	in corso (1)	
Sgr	3	corte d'appello (3)	pecuniaria (3)	accolto (2)	
				in corso (1)	
Esponenti Sgr ¹²	5	corte d'appello (5)	pecuniaria (5)	accolto (3)	
				accolto parzialmente (2)	
Esponenti gestori dei sistemi di scambi organizzati ¹³	3	corte d'appello (3)	pecuniaria (3)	respinto (3)	
Società non quotate	6	corte d'appello (6)	pecuniaria (6)	respinto (5)	
				in corso (1)	
Partecipanti società quotate	3	corte d'appello (3)	pecuniaria (3)	respinto (1)	
				in corso (2)	
Esponenti società quotate e società quotate ¹⁴	8	corte d'appello (8)	pecuniaria (8)	accolto (8)	
<i>Totale</i>	<i>61</i>				

¹ In un caso, la sanzione è stata irrogata per violazione della disciplina in materia di sollecitazione all'investimento. ² Gli oppositori sono in totale 18. In 2 casi, gli oppositori hanno anche presentato ricorso al Tar. ³ Gli oppositori sono in totale 18. In un caso, l'opponente ha presentato anche ricorso al Tar. ⁴ In un caso, l'ammontare della sanzione è stato ridotto. ⁵ L'opposizione, presentata da una società e da 7 suoi esponenti aziendali, concerne una sanzione pecuniaria irrogata per violazione dell'art. 188 del Tuf. L'opposizione è stata respinta con riferimento alle sanzioni irrogate agli amministratori della società e non anche con riguardo alle sanzioni applicate ai sindaci. ⁶ Gli oppositori sono in totale 11. ⁷ In un caso, il ricorso è stato presentato da 4 agenti di cambio in associazione amministrativa. ⁸ 4 ricorsi sono attualmente sospesi perché sollevata questione di giurisdizione. ⁹ Una Sim ha impugnato il medesimo provvedimento sanzionatorio anche avanti al Tar. ¹⁰ Gli oppositori sono in totale 55. Un'impugnazione è stata presentata congiuntamente da 29 esponenti di una Sim e da quest'ultima. 3 opposizioni sono state presentate dai sindaci di una medesima Sim. In 1 caso l'impugnazione è stata presentata, con autonomo atto, anche dalla Sim di appartenenza degli oppositori. In 2 casi, la medesima impugnazione è stata presentata anche avanti al Tar. ¹¹ Gli oppositori sono in totale 42. 3 opposizioni sono state presentate, complessivamente, da 25 esponenti di una medesima banca, costituitasi in tutti e tre i giudizi. In altri 2 casi, l'impugnazione è stata presentata, in unico atto, anche dall'intermediario di appartenenza degli oppositori. 15 opposizioni sono state individualmente presentate da altrettanti esponenti di un istituto di credito, anch'esso autore di una autonoma impugnazione. ¹² Gli oppositori sono in totale 27. In 1 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. 2 opposizioni sono state presentate da altrettanti esponenti di una medesima Sgr. ¹³ Le 3 opposizioni sono state presentate dai sindaci di un medesimo intermediario gestore di un sistema di scambi organizzati. ¹⁴ In 7 casi, l'impugnazione è stata presentata anche al Tar.

Ricorsi presentati avanti al giudice amministrativo contro i provvedimenti della Consob e del Ministro dell'economia e delle finanze su proposta dell'Istituto negli anni 2001-2003

Tipologia ricorrenti	Ricorsi	Oggetto atto	Esito al 31 dicembre 2003	
			Ricorso al Tar	Appello al Consiglio di Stato
ANNO 2001				
Promotori ¹	1	radiazione	respinta sospensiva (1)	
Promotori	6	sospensione sanzionatoria	respinta sospensiva (3) in corso (3)	
Promotori ²	5	sospensione cautelare	accolta sospensiva (1) respinta sospensiva (2) accolto (2)	respinto appello Consob (2)
Promotori	3	cancellazione dall'albo	accolta sospensiva (1) respinta sospensiva (2)	respinto appello ricorrente (2)
Promotori ³	2	diniego iscrizione	respinta sospensiva (1) in corso (1)	
Promotori ⁴	1	sanzione pecuniaria	in corso (1)	
Sim	1	diniego iscrizione all'albo	accolto (1)	in corso (1)
Esponenti banche	1	sanzione pecuniaria	in corso (1)	
Esponenti sim ⁵	2	sanzione pecuniaria	respinto (1) respinta sospensiva (1)	in corso (1)
Agenti di cambio	1	cancellazione dal ruolo	respinta sospensiva (1)	
Società di revisione	2	diniego accesso atti	respinto (2)	in corso (1) ⁶
Società quotate	2	contestazioni ex art. 195 tuf	in corso (2)	
Società quotate	2	nulla osta al prospetto informativo	accolto (2)	
Società non quotata	1	nulla osta al prospetto informativo	accolto (1)	
Società non quotata	1	divieto sollecitazione	respinta sospensiva (1)	respinto appello ricorrente (1)
Altri	3	mancato avvio procedimento sanzionatorio diniego accesso atti sospensione scambi organizzati	in corso (1) in corso (1) accolto (1)	respinto appello Consob (1)
<i>Totale</i>	<i>34</i>			
ANNO 2002				
Promotori ⁷	4	radiazione	respinta sospensiva (2) in corso (2)	
Promotori	2	sospensione sanzionatoria	respinta sospensiva (1) in corso (1)	
Promotori	2	sospensione cautelare	respinta sospensiva (2)	
Promotori	2	cancellazione	accolta sospensiva (1) rinunciato (1)	
Promotori	2	diniego iscrizione	in corso (1) cessata materia del contendere (1)	
Sim	1	sanzione pecuniaria	in corso (1)	
Esponenti aziendali banche ⁸	6	sanzione pecuniaria	respinta sospensiva (3) in corso (3)	
Agenti di cambio	2	sanzione pecuniaria	respinta sospensiva (1) respinto (1)	in corso (1)
Agenti di cambio	3	sospensione cautelare	respinta sospensiva (1) in corso (2)	respinto appello ricorrente (1)
Dipendenti agenti di cambio	1	sanzione pecuniaria	in corso (1)	
Gestori di sistemi di scambi organizzati	1	divieto di scambi	respinta sospensiva (1)	

RELAZIONE PER L'ANNO 2003

- Segue Tav. aX.2 -

Tipologia ricorrenti	Ricorsi	Oggetto atto	Esito al 31 dicembre 2003	
			Ricorso al Tar	Appello al Consiglio di Stato
Azionista soc. quotata	1	parere su opa e risarcimento danni	accolto parzialmente (1)	dichiarato improcedibile appello controinteressato (1)
Esponenti soc. quotate e società quotate	4	sanzione pecuniaria	in corso (4)	
Esponenti società non quotate e società non quotate	3	sanzione pecuniaria	respinta sospensiva (2)	
			in corso (1)	
Sindacato azionisti	1	risposta a esposto su opa	respinta sospensiva (1)	
Società di revisione	2	intimazione di non avvalersi di socio	in corso (2)	
Altri	1	archiviazione esposto	in corso (1)	
<i>Totale</i>	<i>38</i>			
ANNO 2003				
Promotori	5	radiazione	respinta sospensiva (3)	
			in corso (2)	
Promotori	2	sospensione sanzionatoria	in corso (2)	
Promotori	1	sospensione cautelare	accolta sospensiva (1)	
Promotori	1	cancellazione	respinta sospensiva (1)	
Sim ⁹	2	sanzione pecuniaria	respinta sospensiva (1)	
			in corso (1)	
Esponenti aziendali sim ¹⁰	3	sanzione pecuniaria	respinta sospensiva (1)	
			in corso (2)	
Agenti di cambio	1	cancellazione dal ruolo	in corso (1)	
Società di gestione mercato reg. ¹¹	1	approvazione regolamento di mercato	in corso (1)	
Società quotata	2	delibera consob su patto di sindacato	in corso (2)	
Partecipanti soc. quotata	1	diniego accesso atti	in corso (1)	
Partecipanti soc. quotata e società quotata	2	risposta a quesito su esercizio del diritto di voto	in corso (2)	
Partecipanti soc. quotata e società quotata	1	diniego accesso atti	in corso (1)	
Esponente soc. quotata ¹²	7	contestazioni ex art. 195 tuf	respinta sospensiva (7)	
Società non quotata	1	divieto sollecitazione	in corso (1)	
Altri	1	cancellazione contratti fib30	in corso (1)	
<i>Totale</i>	<i>31</i>			
Ricorso straordinario al Capo dello Stato				
Promotori	1	radiazione	respinto (1)	
Spa	1	divieto svolgimento sollecitazione	respinto (1)	
<i>Totale</i>	<i>2</i>			

¹ In 3 casi, il ricorso è stato presentato anche avanti al Pretore. ² In un caso, il ricorso è stato presentato avanti a un Tar dichiarato incompetente per il territorio; il giudizio è stato riassunto avanti al Tar del Lazio ed è attualmente in attesa di trattazione nel merito. ³ In un caso, la Consob - alla quale è stato notificato il ricorso - non si è costituita, in quanto l'impugnazione ha a oggetto il provvedimento di diniego adottato dalla Commissione del Lazio per l'albo dei promotori finanziari. Nell'altro caso, il ricorso è stato presentato avanti a un Tar dichiarato incompetente per territorio; il giudizio è stato riassunto avanti al Tar del Lazio ed è attualmente in attesa di trattazione nel merito. ⁴ Il ricorso è stato presentato avanti a un Tar dichiarato incompetente per territorio; il giudizio è stato riassunto avanti al Tar del Lazio ed è attualmente in attesa di trattazione nel merito. ⁵ Uno dei 2 ricorsi è stato presentato congiuntamente da 9 esponenti di una Sim. ⁶ Sollevata questione di legittimità costituzionale dell'art. 4, comma 10, del Tuf. ⁷ In un caso, il ricorso è stato presentato anche avanti al Pretore. ⁸ Trattasi di 6 ricorsi presentati, complessivamente, da 21 esponenti di una medesima banca. Essi hanno presentato anche opposizione alla Corte d'Appello avverso il medesimo provvedimento sanzionatorio. ⁹ Una Sim ha impugnato il medesimo provvedimento sanzionatorio anche avanti alla competente Corte d'Appello ai sensi dell'art. 195 del Tuf. ¹⁰ I ricorrenti sono in totale 22. In un caso, il ricorso - relativamente al quale è stata successivamente depositata istanza di rinuncia - è stata presentata, con autonomo atto, anche dalla Sim di appartenenza dei ricorrenti. In 2 casi la medesima impugnazione è stata presentata anche avanti alla competente Corte d'Appello ai sensi dell'art. 195 del Tuf. ¹¹ Successivamente all'instaurazione del giudizio è stata depositata istanza di rinuncia agli atti. ¹² Si tratta di 7 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 Tuf.

Azioni contro la Consob per il risarcimento dei danni¹

Tipologia ricorrenti	1996	1997	1998	1999	2000 ²	2001	2002	2003 ³	Motivi	Esito al 31 dicembre 2003
Cliente sim	1	1	4	9	1	--	--	29	omissione attività di controllo	in corso. Respinta domanda di risarcimento in primo grado; proposto appello
	--	1	--	--	--	2	--	--	omissione attività di controllo - citazione ex art. 185, comma 2, c.p.	in corso ⁴
	--	--	--	1	--	--	--	--	omissione attività di controllo - citazione ex art. 185, comma 2, c.p.	estromissione consob dal procedimento penale
Fallimento sim	--	2	--	--	--	--	--	--	diffamazione	in corso
	--	1	--	--	--	--	--	--	omissione attività di controllo	sospeso
Sim	--	1	--	--	--	--	--	--	omissione attività di controllo - chiamata in causa ex art. 106, c.p.c.	in corso
	--	1	--	--	--	--	--	--	diniego estensione autorizzazione	in corso; respinta domanda in primo grado; proposto appello
	--	--	--	--	1	1	--	--	comportamento illegittimo nell'attività di vigilanza	1 sentenza favorevole; 1 processo estinto
Azionista società quotata	1	--	--	--	--	--	--	--	illegittimità dell'esonero consob dall'obbligo di promuovere opa	in corso
	1	--	--	--	--	2	1	--	omissione attività di controllo	in corso ⁵
Cliente agente di cambio	1	--	--	--	--	--	--	--	fatto illecito dipendente - citazione ex art. 185 comma 2, c.p.	respinta domanda di risarcimento in secondo grado - proposto ricorso in Cassazione
	--	--	--	3	1	--	--	--	omissione attività di controllo	in corso
Fallimento ag. di cambio	--	--	--	--	--	--	--	1		in corso
Cliente agente di cambio e sim	1	--	--	--	--	--	--	--	omissione attività di controllo	in corso
Comitato azionisti	--	--	1	--	--	--	--	--	interdizione attività di abusiva sollecitazione	in corso
Cliente società fiduciaria	--	--	--	2	--	1	--	--	omissione attività di controllo	in corso; respinta una domanda di risarcimento
Clients promotori	--	--	--	--	--	--	5	--	omissione attività di controllo	in corso; respinta una domanda di risarcimento
Promotori	--	--	--	--	--	1	1	--	illegittima cancellazione	in corso
<i>Totale</i>	<i>5</i>	<i>7</i>	<i>5</i>	<i>15</i>	<i>3</i>	<i>7</i>	<i>7</i>	<i>30</i>		

¹ Alle azioni riportate si aggiunge un ricorso ex art. 700 c.p.c. promosso da un intermediario al fine di ottenere l'inibitoria dell'attività sanzionatoria avviata dalla Consob. Inoltre, nel corso del 1999, è stato proposto appello avverso 3 sentenze che hanno respinto 3 domande di risarcimento proposte nel 1994 e nel 1995 da clienti di intermediari. ² Con riferimento a un contenzioso sorto nel 2000 innanzi al giudice amministrativo le Sezioni Unite della Cassazione hanno dichiarato il difetto di giurisdizione del giudice adito e la giurisdizione del giudice ordinario. ³ Nel corso del 2003 la Cassazione ha respinto il ricorso presentato avverso la favorevole sentenza emessa nel 2000 dalla Corte d'Appello di Milano, che aveva rigettato un'azione di risarcimento danni formulata nel 1994 dal cliente di una Sim. ⁴ In un caso la Consob si è a sua volta costituita parte civile nei confronti degli imputati. ⁵ Due delle domande presentate nei confronti della Consob nel corso del 2002 non contengono richieste di risarcimento, bensì formulano al giudice civile una richiesta di condanna dell'Istituto, ad un facere, consistente nell'adozione di provvedimenti amministrativi. Sempre nel corso del 2002 è stato proposto appello avverso 2 sentenze che hanno respinto altrettante domande di risarcimento proposte, rispettivamente nel 1996 - da un intermediario - e nel 1997 - dai clienti di un intermediario.

Tav. aXI.1

Contribuzioni dai soggetti vigilati al finanziamento della Consob
(milioni di euro)

Categorie di operatori	1997 ¹	1998 ¹	1999 ¹	2000 ¹	2001 ¹	2002 ¹	2003 ²
Intermediari							
Sim e agenti di cambio	0,7	0,6	0,6	0,5	0,5	1,2	1,0
Banche	2,8	2,8	2,8	2,9	2,8	7,5	7,1
Società di revisione	2,3	2,3	2,1	2,3	2,1	2,0	2,7
Promotori di servizi finanziari	5,3	7,6	8,9	10,3	8,7	6,4	8,0
Organismi di mercato ³	1,2	1,2	1,3	1,2	1,4	2,8	3,1
Emittenti	6,1	5,5	6,5	8,4	7,9	8,9	9,2
Oicr ⁴	1,3	1,7	2,4	3,0	3,1	5,3	5,3
Soggetti che sollecitano il pubblico risparmio	3,6	2,4	21,1	9,2	3,5	4,9	3,2
Negoziatori titoli quotati su mta/mercato expandi	—	—	3,9	5,2	3,6	—	—
Altri	0,2	0,2	0,0	0,0	0,4	0,9	1,2
<i>Totale entrate contributive</i>	<i>23,5</i>	<i>24,3</i>	<i>49,6</i>	<i>43,0</i>	<i>34,0</i>	<i>39,9</i>	<i>40,8</i>

¹ Dati consuntivi. ² Dati di preventivo definitivo. ³ In tale categoria sono ricompresi Borsa Italiana spa, Mts spa, Cassa di compensazione e garanzia spa e Monte Titoli spa. ⁴ Incluso il contributo di vigilanza per le gestioni individuali svolte dalle Sgr.

Tav. aXI.2

Distribuzione del personale per qualifica e per unità organizzativa¹

	Carriera direttiva		Carriera operativa	Carriera dei servizi generali	Totale
	superiore	inferiore			
Divisioni					
Emittenti	8	30	35	--	73
Intermediari	4	16	60	--	80
Mercati e consulenza economica	5	19	28	--	52
Amministrazione e finanza	5	6	36	16	63
Consulenza legale	3	6	14	--	23
Relazioni esterne	4	6	7	--	17
Risorse	3	4	21	--	28
Altri uffici ²	10	13	49	--	72
<i>Totale</i>	<i>42</i>	<i>100</i>	<i>250</i>	<i>16</i>	<i>408</i>

Si veda la sezione Note metodologiche. ¹ Dati al 31 dicembre 2003. I contrattisti sono distribuiti secondo la loro equiparazione. ² Comprende gli uffici non coordinati nell'ambito delle Divisioni.

Richieste di documentazione e informazioni sull'attività dell'Istituto

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
<i>Soggetti</i>							
Investitori e operatori istituzionali	673	597	540	1.460	782	655	365
Risparmiatori, studenti e altri soggetti	441	448	475	1.158	1.407	922	1.114
<i>Totale</i>	<i>1.114</i>	<i>1.045</i>	<i>1.015</i>	<i>2.618</i>	<i>2.189</i>	<i>1.577</i>	<i>1.479</i>
<i>Oggetto della richiesta</i>							
Delibere, comunicazioni, prospetti	451	427	310	588	365	182	149
Testi integrati di leggi e regolamenti	367	300	290	379	112	79	6
Dati e informazioni	286	300	300	1.261	1.259	1.092	1.007
Altro	10	18	115	390	453	224	317
<i>Totale</i>	<i>1.114</i>	<i>1.045</i>	<i>1.015</i>	<i>2.618</i>	<i>2.189</i>	<i>1.577</i>	<i>1.479</i>

NOTE METODOLOGICHE

Avvertenze

Nelle tavole della Relazione e dell'Appendice sono adoperati i seguenti segni convenzionali:

- rilevazione quantitativa nulla;
- fenomeno non esistente;
- ... fenomeno esistente ma dati non noti;
- .. i dati non raggiungono la cifra significativa dell'ordine minimo considerato.

L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra dei valori di alcune tavole è dovuta agli arrotondamenti.

Fonte dei dati: ove non espressamente citata si intende la provenienza da Archivi Consob

IL GOVERNO DELLE SOCIETÀ QUOTATE

Tavv. I.1, I.2, I.3 e aI.1, aI.2, aI.6

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.

Tavv. I.1, I.3 e aI.2

La definizione dei modelli di controllo è la seguente:

- di diritto: si ha quando un singolo azionista detiene più del 50 per cento dei diritti di voto esercitabili in assemblea ordinaria;
- di fatto: si ha quando un soggetto, che non controlla di diritto la società, è in grado di esercitare un'influenza dominante sull'assemblea ordinaria;
- patto di sindacato: si ha quando la quota aggregata dei diritti di voto detenuta dagli aderenti ad un patto di sindacato di voto è superiore al 50 per cento dei diritti di voto esercitabili in assemblea ordinaria o consente di esercitare un controllo di fatto.

Tavv. aI.3, aI.4 e aI.5

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.

I MERCATI E LE IMPRESE

Tavv. II.7, II.8, II.9, II.10 e Tavv. aII.3, aII.4, aII.5, aII.6

Per la trattazione delle offerte finalizzate all'ammissione a quotazione vengono adottati i seguenti criteri:

- non vengono considerate le offerte effettuate da parte di società estere;
- i dati relativi all'ammontare delle offerte sono riferiti agli esiti dei collocamenti comprensivi delle azioni eventualmente allocate agli investitori istituzionali, alla chiusura dell'offerta, nell'ambito dell'*over allotment*. Si prescinde, pertanto, dalla circostanza che nei 30 giorni successivi all'offerta, in seguito all'esercizio dell'attività di stabilizzazione da parte dei collocatori, la *green shoe* possa non essere esercitata, del tutto o in parte;
- i dati relativi all'evoluzione della struttura proprietaria sono tratti dai prospetti informativi e tengono conto dell'esito dell'offerta comprensivo dell'eventuale effettivo esercizio della *green shoe*; nel caso di riduzione del numero di azioni offerte in vendita rispetto alla previsione contenuta nel prospetto informativo, e in mancanza di specifica indicazione in merito, il computo delle quote *post* offerta di ogni singolo azionista venditore viene effettuato operando una ripartizione della vendita risultante proporzionale a quella prevista;
- la determinazione delle quote dell'azionista di controllo segue un criterio di natura sostanziale che tiene conto di tutte le azioni detenute dai membri di uno stesso nucleo familiare, delle azioni detenute da diverse società facenti capo a un unico soggetto, delle azioni non conferite in eventuali patti di sindacato da parte di soggetti aderenti ai relativi patti; in mancanza di un azionista di controllo, alla voce azionista di controllo viene indicato il primo azionista;
- le azioni proprie vengono detratte dal capitale sociale dell'emittente ai fini del calcolo delle quote degli azionisti rilevanti e della capitalizzazione.

Tav. II.9

Sono compresi anche i rapporti creditizi e partecipativi esistenti alla data dell'offerta fra le società ammesse a quotazione e i soggetti controllanti o controllati dagli sponsor o dai soggetti collocatori che hanno curato l'operazione.

Nell'ambito dei rapporti creditizi non si considerano le operazioni relative a banche commerciali, nonché quelle in cui non è stato possibile determinare la quota dei finanziamenti erogati; solo in alcuni casi, particolarmente rilevanti, si è tenuto conto del dato relativo agli affidamenti.

Non si considerano le opzioni per l'acquisto o la sottoscrizione di azioni detenute dai predetti soggetti ai fini della rilevazione dei rapporti partecipativi.

Tav. aII.6

Le elaborazioni hanno riguardato esclusivamente le offerte di titoli quotati o emessi da società quotate e le offerte finalizzate alla quotazione. La classificazione temporale delle operazioni di collocamento è effettuata in funzione della data di inizio dell'operazione.

Nel campione non sono incluse le operazioni finalizzate alla ristrutturazione del debito della società emittente e riservate alle banche creditrici, né gli aumenti di capitale con conferimento in natura, mentre sono inclusi gli aumenti di capitale asserviti alla conversione di azioni con conguaglio in denaro. I dati relativi alle offerte destinate al pubblico comprendono l'offerta in borsa dei diritti inoptati e le eventuali quote riservate ai clienti o agli utenti della società emittente; la voce "Altri" comprende i titoli acquistati da membri del consorzio e il collocamento riservato a soggetti nominativamente individuati. In alcune offerte pubbliche di vendita e sottoscrizione, in cui non è nota la ripartizione

dell'offerta tra vendita di titoli già esistenti e sottoscrizione di nuovi titoli per tipologia di destinatario, la ripartizione è stata effettuata in proporzione al numero complessivo di titoli assegnati a ogni categoria.

Tav. aII.5

I dati si riferiscono agli intermediari finanziari che svolgono il ruolo di coordinatore dell'offerta globale e di capofila dell'offerta pubblica nelle offerte finalizzate all'ammissione a quotazione.

Nel caso in cui un soggetto partecipi a più operazioni, il dato in tabella è rappresentato dalla somma delle relative offerte rispetto al totale del mercato (costituito, a seconda dei casi, dal totale delle offerte globali o delle offerte pubbliche avvenute nell'anno). Inoltre, qualora per un'operazione vi siano più *global coordinators* e/o *lead managers*, il valore della relativa offerta viene diviso per il numero di soggetti e la quota di mercato di ognuno è calcolata sulla base degli importi così ottenuti.

Tav. aII.8

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.

L'INTERMEDIAZIONE MOBILIARE

Tavv. III.1, III.3, III.6 e Tav. aIII.2

Per gestione individuale si intende quanto disposto dall'art. 1, comma 5, lettera d, del Tuf. Per Oicr si intendono gli organismi di investimento collettivo del risparmio. Il dato relativo ai fondi comprende anche le Sicav.

Tav. III.4

L'analisi degli assetti proprietari è stata effettuata considerando non solo gli azionisti diretti delle società di gestione, ma risalendo al detentore ultimo delle partecipazioni rilevanti; è stato utilizzato, nella classificazione del soggetto controllante, un criterio di "attività prevalente".

Per le società di gestione che non sono caratterizzate né da un controllo di diritto, né da un accordo parasociale, si è cercato di individuare l'eventuale esistenza di relazioni "di coalizione" che, pur non sfociando in accordi parasociali, permettano comunque di attribuire il controllo a un determinato gruppo di soggetti, caratterizzati da un'elevata omogeneità sia per quanto riguarda la natura o forma giuridica, sia per quanto riguarda l'attività svolta.

Per "*joint venture*" si intende una società in cui l'azionariato sia diviso in due quote, del 50 per cento ciascuna, detenute da soggetti non omogenei.

Per "intermediari finanziari non bancari" si intende una categoria residuale, che riguarda il caso in cui il controllo sia esercitato da una società finanziaria non quotata, che non svolga attività né bancaria né assicurativa, e per la quale non sia possibile risalire a una persona fisica.

Tav. aIII.2

Le categorie dei fondi sono state individuate sulla base delle classificazioni Assogestioni vigenti alle date di riferimento.

LA VIGILANZA SULLE SOCIETÀ

Tav. aIV.6

Le tipologie di giudizio che possono essere rilasciate dalla società di revisione sono riportate di seguito.

- Giudizio con rilievi

Il revisore esprime un giudizio con rilievi qualora accerti: significative mancanze di conformità alle norme che disciplinano il bilancio; significativi disaccordi con gli amministratori rispetto ai criteri contabili, errori nella loro applicazione o inadeguatezza dell'informazione; significative limitazioni al procedimento di revisione per impedimenti tecnici o restrizioni imposte dagli amministratori; in presenza di una situazione di incertezza significativa non adeguatamente descritta in bilancio o laddove le azioni poste in essere dagli amministratori appaiano non condivisibili.

- Giudizio negativo

Il revisore esprime un giudizio negativo qualora gli effetti dei rilievi concernenti significative mancanze di conformità alle norme che disciplinano il bilancio, ovvero significativi disaccordi con gli amministratori rispetto ai criteri contabili, errori nella loro applicazione o inadeguatezza dell'informazione sono così rilevanti da compromettere l'attendibilità e la capacità informativa del bilancio considerato nel suo insieme.

- Impossibilità a esprimere il giudizio per gravi limitazioni

Il revisore si dichiara impossibilitato a esprimere un giudizio qualora i possibili effetti delle limitazioni alle procedure di revisione sono così rilevanti da far mancare gli elementi indispensabili per un giudizio.

- Impossibilità a esprimere un giudizio per incertezze

In presenza di più situazioni di incertezza o di un'incertezza che pone in discussione l'attendibilità complessiva del bilancio o la continuità aziendale, il revisore dichiara l'impossibilità di esprimere un giudizio quando ritiene che le azioni intraprese dagli amministratori si basino su presupposti fortemente opinabili.

LA GESTIONE INTERNA E LE RELAZIONI CON L'ESTERNO

Tav. XI.2 e Tav. aXI.2

La carriera direttiva superiore comprende le qualifiche di Direttore generale, Funzionario generale, Condirettore centrale, Direttore principale, Direttore e Condirettore. La carriera direttiva inferiore comprende le qualifiche di Primo funzionario, Funzionario di 10, Funzionario di 20. La carriera operativa comprende la qualifica di Coadiutore principale, Coadiutore, Assistente superiore, Assistente e vice Assistente.