



**CONSOB**

COMMISSIONE NAZIONALE  
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

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

ROMA, 31 MARZO 2007

COMMISSIONE NAZIONALE  
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

*Presidente*

**Lamberto CARDIA**

*Componenti*

**Carla RABITTI BEDOGNI**

**Paolo DI BENEDETTO**

**Vittorio CONTI**

**Michele PEZZINGA**

*Direttore Generale*

**Massimo TEZZON**



## INDICE GENERALE

### **Discorso del Presidente della Consob al mercato finanziario 1**

1.	<i>L'evoluzione del quadro normativo e di mercato</i> .....	4
2.	<i>Verso un assetto stabile e condiviso del sistema di regolazione del mercato in Europa e in Italia</i> .....	7
3.	<i>Il ruolo della Consob in un contesto in rapida evoluzione</i> .....	9
4.	<i>L'integrità del mercato</i> .....	11
5.	<i>Il governo societario e la dinamica della proprietà e del controllo delle società quotate</i> .....	15
6.	<i>La tutela degli investitori nel nuovo quadro della MiFID</i> .....	20
	<i>Conclusioni</i> .....	23
	<i>NOTE DEL DISCORSO</i> .....	28

### **Relazione al Ministro dell'Economia e delle Finanze 31**

#### **A. LE QUESTIONI IN CORSO E LE LINEE DI INDIRIZZO 33**

I.	<b>IL CONTESTO ECONOMICO E ISTITUZIONALE</b> .....	35
1.	<i>L'evoluzione del quadro normativo</i> .....	35
1.1.	<i>Il nuovo scenario delle regole alla luce delle riforme legislative</i> .....	35
1.2.	<i>La riforma delle Autorità di vigilanza</i> .....	39
1.3.	<i>Lo scenario europeo e il coordinamento internazionale</i> .....	41
1.4.	<i>La competitività della Piazza finanziaria italiana</i> .....	51
2.	<i>I principali elementi di evoluzione del quadro economico</i> .....	54
2.1.	<i>L'andamento dei mercati finanziari</i> .....	54
2.2.	<i>Le condizioni di stabilità finanziaria e i principali fattori di rischio</i> .....	58
2.3.	<i>L'evoluzione degli assetti istituzionali e proprietari delle società di gestione dei mercati regolamentati</i> .....	62

<b>II.</b>	<b>I SETTORI DI ATTIVITÀ DELLA CONSOB</b> .....	<b>64</b>
1.	<i>L'attività di vigilanza in relazione alle vicende di maggior rilievo del 2006</i> .....	64
2.	<i>La vigilanza sull'informazione periodica e sulla sollecitazione del pubblico risparmio</i> .....	73
3.	<i>La vigilanza sugli intermediari</i> .....	78
4.	<i>I rapporti con l'Autorità Giudiziaria e il contenzioso</i> .....	82
4.1.	<i>La collaborazione informativa con l'Autorità Giudiziaria</i> .....	82
4.2.	<i>Il contenzioso</i> .....	83
<b>III.</b>	<b>LE LINEE DI INDIRIZZO DELL' ATTIVITÀ DELLA CONSOB</b> .....	<b>86</b>
1.	<i>I regolamenti attuativi della riforma del risparmio</i> .....	88
2.	<i>Le linee di sviluppo della strategia di vigilanza nelle aree istituzionali</i> .....	92
2.1.	<i>La vigilanza sugli intermediari</i> .....	92
2.2.	<i>La vigilanza sugli emittenti</i> .....	95
2.3.	<i>La vigilanza sui mercati</i> .....	99
2.4.	<i>L'organizzazione interna e il potenziamento delle risorse umane</i> .....	102
	<b>NOTE</b> .....	<b>106</b>

---

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

---

<b>I.</b>	<b>LE SOCIETÀ</b>	
1.	<i>La struttura finanziaria e la redditività</i> .....	115
2.	<i>I flussi finanziari</i> .....	121
3.	<i>La qualità del credito</i> .....	122
4.	<i>La raccolta di capitale di rischio e le quotazioni in borsa</i> .....	125
5.	<i>Le operazioni di acquisizione e fusione</i> .....	129
6.	<i>Gli assetti proprietari e gli organi societari</i> .....	132
<b>II.</b>	<b>I MERCATI</b>	
1.	<i>La congiuntura economica e i mercati azionari</i> .....	136
2.	<i>Il mercato degli strumenti finanziari derivati</i> .....	142
3.	<i>Il mercato dei covered warrants e dei certificates</i> .....	146

4.	<i>Il mercato obbligazionario</i> .....	148
5.	<i>Il mercato delle asset backed securities e dei covered bonds</i> .....	154

**III. GLI INTERMEDIARI E LE FAMIGLIE**

1.	<i>La struttura del settore dell'intermediazione mobiliare</i> .....	157
2.	<i>I principali gruppi bancari</i> .....	158
3.	<i>Gli investitori istituzionali</i> .....	165
4.	<i>Le famiglie</i> .....	171

---

**C. L'ATTIVITÀ DELLA CONSOB** **173**

---

**I. LA VIGILANZA SULLE SOCIETÀ**

1.	<i>L'informativa societaria</i> .....	175
2.	<i>L'informativa nelle operazioni di appello al pubblico risparmio e finanza straordinaria</i> .....	178
3.	<i>L'informativa in sede assembleare</i> .....	186
4.	<i>L'informativa contabile</i> .....	187
5.	<i>Le società di revisione</i> .....	189

**II. LA VIGILANZA SUI MERCATI**

1.	<i>Gli abusi di mercato</i> .....	193
2.	<i>La gestione di mercati regolamentati e gli scambi organizzati</i> .....	199
3.	<i>I servizi di compensazione, liquidazione e gestione accentrata di strumenti finanziari</i> .....	201

**III. LA VIGILANZA SUGLI INTERMEDIARI**

1.	<i>Banche, Sim e agenti di cambio</i> .....	202
2.	<i>Le società di gestione del risparmio</i> .....	208
3.	<i>I promotori finanziari</i> .....	214

**IV. I PROVVEDIMENTI SANZIONATORI E CAUTELARI**

1.	<i>I provvedimenti relativi agli intermediari e ai promotori finanziari</i> .....	215
2.	<i>I provvedimenti relativi agli emittenti e alle società di revisione</i> .....	217
3.	<i>L'attività di enforcement su internet</i> .....	221

V.	L'ATTIVITÀ REGOLAMENTARE E INTERPRETATIVA E GLI SVILUPPI INTERNAZIONALI	
1.	<i>La disciplina dell'appello al pubblico risparmio</i> .....	223
2.	<i>La disciplina dell'informativa societaria continua</i> .....	225
3.	<i>La disciplina dell'informativa contabile e periodica e delle società di revisione</i> .....	226
4.	<i>La disciplina dei mercati</i> .....	227
5.	<i>La disciplina degli intermediari e del risparmio gestito</i> .....	230
VI.	LE RELAZIONI INTERNAZIONALI	
1.	<i>La cooperazione internazionale</i> .....	233
2.	<i>L'attività nell'ambito dell'Unione Europea</i> .....	234
3.	<i>L'attività nell'ambito del Committee of the European Securities Regulators (Cesr)</i> .....	235
4.	<i>L'attività nell'ambito dell'International Organization of Securities Commissions (Iosco) e in altre sedi internazionali</i> .....	238
VII.	I CONTROLLI GIURISDIZIONALI SULL'ATTIVITÀ DELLA CONSOB	
1.	<i>Il contenzioso sui provvedimenti in materia di vigilanza</i> .....	240
2.	<i>La verifica in sede giurisdizionale dell'attività dell'Istituto</i> .....	244
VIII.	LA GESTIONE INTERNA E LE RELAZIONI CON L'ESTERNO	
1.	<i>La gestione finanziaria</i> .....	246
2.	<i>La gestione delle risorse umane</i> .....	248
3.	<i>Le relazioni con l'esterno e l'attività di investor education</i> .....	250
4.	<i>Lo sviluppo del sistema informativo</i> .....	252

---

<b>D.</b>	<b>APPENDICE E NOTE METODOLOGICHE</b>	<b>253</b>
-----------	---------------------------------------	------------

---

<i>Indice delle tavole</i> .....	255
<i>Tavole statistiche</i> .....	257
<i>Note metodologiche</i> .....	275

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

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





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

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

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

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

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

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

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

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

## *1. L'evoluzione del quadro normativo e di mercato*

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



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

#### 4. *L'integrità del mercato*

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

È interesse di tutti che produca gli effetti ricercati.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## **6. La tutela degli investitori nel nuovo quadro della MiFID**

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

### *Conclusioni*

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Le Autorità sono chiamate a vigilare sulle scelte compiute.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



*Signor Ministro, Autorità, Signore e Signori,*

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## NOTE DEL DISCORSO

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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