



CONSOB
COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETA' E LA BORSA

*INCONTRO ANNUALE
CON IL MERCATO FINANZIARIO*

DISCORSO DEL PRESIDENTE LAMBERTO CARDIA

MILANO, 9 LUGLIO 2007

Sig. Ministro dell'Economia e delle Finanze, Autorità, Signore e Signori,

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

Ad 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 ad operare in un cantiere normativo ancora aperto.

In particolare, le norme delegate di recepimento della direttiva in materia di mercati e servizi finanziari (MiFID¹) 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 Opa²), 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 quotazioni³.

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 scambi⁴.

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 complementarità favorisce sinergie e guadagni di efficienza che dovrebbero tradursi in minori costi per operatori e investitori e in più elevate condizioni di liquidità.

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

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

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

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

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

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

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

Rimangono tuttora sottratti ad una reale equivalenza i regimi sanzionatori⁶. 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 origine⁷. Il contenuto del prospetto risponde ad 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 indipendenti⁸ 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 Cifr, può costituire utile sede di confronto degli indirizzi operativi delle Autorità di vigilanza del mercato finanziario⁹.

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 internazionali¹⁰.

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 separazione 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 estere¹¹.

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 mercato¹². 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, ad 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 ad 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 ad 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

enfaticamente dai mezzi di informazione, soprattutto per eventi che coinvolgono società ritenute centrali per gli equilibri generali del sistema.

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

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

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

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

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

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

È responsabilità di tutti i soggetti coinvolti adottare comportamenti coerenti con le regole e con le migliori prassi, assicurando adeguata riservatezza alle trattative in corso, evitando la comunicazione di segnali fuorvianti o

prematuri, riconducendo nelle sedi proprie la definizione e il confronto su eventuali scelte di indirizzo politico.

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

È interesse di tutti che produca gli effetti ricercati.

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

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

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

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

Il ricorso agli strumenti derivati rappresenta un fenomeno di crescente diffusione ed è oggetto di attenzione da parte delle Autorità di vigilanza per gli

effetti sul livello complessivo di rischio per il sistema e la sua distribuzione tra i singoli utilizzatori.¹³

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

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

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

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

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

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

Sanzioni pecuniarie sono state anche comminate con riferimento all'accertata violazione degli obblighi di informativa in materia di patti parasociali

conclusi in occasione del tentativo di scalata della Banca Nazionale del Lavoro (BNL) da parte di Unipol.

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

La maggior parte delle ipotesi di abuso infatti assume rilevanza in entrambi gli ambiti. È, dunque, opportuno assicurare omogeneità nell'identificazione delle concrete fattispecie. Il sistema normativo attribuisce alla Consob, in considerazione dell'esperienza acquisita e della conoscenza delle pratiche di mercato, una funzione tecnica nella valutazione delle ipotesi di reato. I tempi e le modalità di interazione tra Autorità Giudiziaria e Consob sono essenziali per valorizzare tale funzione.

Le modifiche introdotte nel Tuf dalla L. 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 ad 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 ad 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 ed 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 2007¹⁴.

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 bancarie¹⁵.

La presenza dei gruppi piramidali è diventata meno diffusa¹⁶. Il grado di complessità e la profondità di tali gruppi si sono drasticamente ridotti¹⁷. 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 capitale¹⁸.

Significativa è la riduzione del valore dei principali indicatori che misurano il disfavore del mercato verso gli strumenti di separazione tra proprietà e controllo¹⁹. 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 maggiore²⁰.

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 ad 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 multiplo²¹.

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 ad 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 mercato²².

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 innovative. 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, ad oggi – ha approvato oltre 1.000 prospetti. Altri 350 prospetti sono stati già depositati e sono in fase di approvazione²³.

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 mercato²⁴. 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 operare²⁵.

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 ad 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.

Sig. 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 ad 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.

Ad 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 ad 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, ad 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

¹ (in riferimento a pag. 2) Direttiva n. 2004/39/CE, *Markets in Financial Instruments Directive*.

² (in riferimento a pag. 2) Direttiva n. 2004/25/CE, *Takeover bids Directive*.

³ (in riferimento a pag. 4) Nel primo semestre 2007 l'indice generale Mibtel è cresciuto del 3,1 per cento, mentre l'indice *Standard & Poor's Mib* delle maggiori società è cresciuto dell'1,3 per cento.

⁴ (in riferimento a pag. 4) La capitalizzazione delle società quotate italiane è cresciuta da 676 miliardi di euro di fine 2005 a 778 miliardi di euro di fine 2006. A fine giugno 2007 la capitalizzazione era pari a 814 miliardi di euro. Il volume degli scambi è passato da 894 miliardi di euro del 2005 a 1078 del 2006. Nel primo semestre 2007 si sono avuti scambi per 797 miliardi di euro.

⁵ (in riferimento a pag. 5) Perno delle raccomandazioni del Rapporto *Lamfalussy* è la distinzione tra normativa di primo livello, recante principi generali, e normativa di secondo livello, contenente norme attuative adottate dalla Commissione Europea, con il parere tecnico del *Committee of European Securities Regulators* (Cesr), al quale la Consob partecipa con una attiva presenza. Ai primi due si aggiungono un terzo livello, nel quale il Cesr definisce *standard* applicativi comuni, e un quarto che prevede la verifica della corretta attuazione della normativa da parte degli Stati membri. Sono concepite secondo il modello *Lamfalussy* le direttive sugli abusi di mercato 2003/6/CE, sui prospetti informativi 2003/71/CE, sui mercati e i servizi finanziari (MiFID) 2004/39/CE, sugli obblighi di trasparenza degli emittenti titoli quotati (*Transparency*) 2004/109/CE.

⁶ (in riferimento a pag. 6) Tutte le direttive relative al mercato finanziario richiedono l'irrogazione di sanzioni amministrative efficaci e dissuasive, ma nessuna di esse stabilisce parametri per determinarne l'ammontare.

⁷ (in riferimento a pag. 6) Si tratta della *D'Amico International Shipping Sa* con sede in Lussemburgo, quotata sul segmento Star di Borsa Italiana Spa dal 3 maggio 2007.

⁸ (in riferimento a pag. 7) Il disegno di legge governativo recante "*Disposizioni in materia di regolazione e vigilanza sui mercati e di funzionamento delle Autorità Indipendenti preposte ai medesimi*" (Atto Senato n. 1366)

⁹ (in riferimento a pag. 7) È previsto che il Comitato per la Stabilità Finanziaria sia composto dal Ministro dell'Economia e delle Finanze, che lo presiede, dal Governatore della Banca d'Italia e dal Presidente della Consob. Il Presidente del Comitato può invitare a intervenire a singole riunioni il Presidente dell'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato, altri ministri e altri soggetti dei quali sia opportuna la consultazione.

¹⁰ (in riferimento a pag. 7) I Principi internazionali posti dall'Iosco (*International Organization of Securities Commissions*) richiedono che le Autorità esercitino le proprie funzioni in un contesto di piena indipendenza, anche operativa. Anche il Fondo Monetario Internazionale, nei programmi periodici di valutazione degli ordinamenti finanziari, attribuisce fondamentale importanza all'autonomia e all'indipendenza delle Autorità nella realizzazione della vigilanza e nell'irrogazione delle conseguenti sanzioni.

¹¹ (in riferimento a pag. 7) 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 ad essa.

¹² (in riferimento a pag. 8) Per il 2007 il gettito contributivo a carico del mercato è rimasto sostanzialmente stabile rispetto all'anno precedente, pur in presenza di una riduzione del trasferimento statale di circa due milioni di euro.

¹³ (in riferimento a pag. 13) L'esposizione delle banche italiane su strumenti finanziari derivati è cresciuta in misura considerevole negli ultimi anni: il controvalore nozionale delle posizioni in derivati, a fine 2006, era pari ad oltre 6.000 miliardi di euro, concentrato quasi interamente sui primi dieci gruppi bancari. Anche le imprese quotate non finanziarie hanno fortemente accresciuto il ricorso a strumenti derivati per la gestione dei rischi finanziari e commerciali; il controvalore nozionale di tali posizioni in derivati è stimabile, a fine 2006, in oltre 100 miliardi di euro ed è detenuto essenzialmente per finalità di copertura dei rischi di tasso d'interesse e di cambio.

¹⁴ (in riferimento a pag. 16) L'attività di vigilanza sugli intermediari ha portato all'applicazione di sanzioni amministrative per un importo di 1,8 milioni di euro relativo a 96 esponenti aziendali, nel corso del 2006, e per un importo di 900 mila euro nei confronti di 69 esponenti, nei primi sei mesi del 2007. Nel 2006 sanzioni sono state applicate anche nei confronti di 82 promotori finanziari, di cui 49

radiazioni dall'albo. Nei primi sei mesi del 2007 le sanzioni sono state 61, di cui 32 radiazioni.

¹⁵ (in riferimento a pag. 16) La quota media del primo azionista delle società quotate, ponderata per la capitalizzazione, si è ridotta dal 47,9 per cento nel 1990 al 42 per cento nel 2001 al 27,6 per cento nel 2006. La riduzione della quota del primo azionista è molto minore se si considerano le medie semplici (passata dal 54,7 per cento del 1990 al 45,4 per cento del 2001 al 44 per cento del 2006), indicando che il fenomeno ha riguardato soprattutto le società di maggiori dimensioni. Per le banche quotate la riduzione è stata particolarmente rilevante: la quota media del primo azionista si è ridotta infatti sia considerando i valori ponderati per la capitalizzazione (dal 54,3 per cento nel 1990 al 28,3 per cento nel 2001 al 14,9 per cento nel 2006) sia i valori non ponderati (dal 64,7 per cento del 1990 al 34,3 per cento del 2001 al 31,3 per cento del 2006).

¹⁶ (in riferimento a pag. 17) Una recente ricerca effettuata per conto della Commissione Europea, che dichiara una presenza delle piramidi societarie maggiore in Italia che negli altri paesi europei, utilizza una definizione di "piramide" che non considera l'aspetto qualificante ai fini di una compiuta rappresentazione del fenomeno, cioè la presenza di più di una società quotata ai diversi livelli della catena partecipativa. Una volta adottato questo criterio, la presenza di piramidi nel campione di società italiane quotate considerate nello studio si riduce dal 45 al 25 per cento.

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

¹⁸ (in riferimento a pag. 17) 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 % del 1997. Il peso medio delle azioni di risparmio sul capitale delle società che le hanno emesse è anche diminuito dal 19,3 per cento del 1997 al 17,1 del 2001 all'11,1 del 2006.

¹⁹ (in riferimento a pag. 17) Il premio per il voto, calcolato come differenza tra il prezzo delle azioni ordinarie e quello delle azioni di risparmio, si è ridotto progressivamente negli ultimi 10 anni sia nei valori medi (da circa il 55,9 per

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

²⁰ (in riferimento a pag. 17) 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 (in riferimento a pag. 19) La possibilità di emettere azioni con voto multiplo è prevista negli Stati Uniti, Regno Unito, Giappone, Francia, Svezia, Irlanda e Finlandia.

²² (in riferimento a pag. 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 (in riferimento a pag. 25) 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 (in riferimento a pag. 26) 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 (in riferimento a pag. 27) 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.



CONSOB

COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

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

ROMA, 31 MARZO 2007

COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

Presidente

Lamberto CARDIA

Componenti

Carla RABITTI BEDOGNI

Paolo DI BENEDETTO

Vittorio CONTI

Michele PEZZINGA

Direttore Generale

Massimo TEZZON

Indice dei riquadri

1. *Utilizzo degli strumenti derivati da parte delle principali società italiane non finanziarie quotate in borsa* 6
2. *La concentrazione nel settore dei servizi di investimento* 93
3. *Liquidazione, incorporazione e istituzione di nuovi fondi comuni aperti di diritto italiano nel periodo 2002-2005* 97
4. *Il rischio dell'investimento in fondi flessibili* 101
5. *Le misure di esecuzione della direttiva 2004/39/CE in materia di mercati* 116
6. *Le misure di esecuzione della direttiva 2004/39/CE in materia di intermediari* 119

INDICE GENERALE

A. L'EVOLUZIONE DEL QUADRO DI RIFERIMENTO 1

I.	LE SOCIETÀ	
1.	<i>La struttura finanziaria e la redditività</i>	3
2.	<i>I flussi finanziari</i>	9
3.	<i>La qualità del credito</i>	10
4.	<i>La raccolta di capitale di rischio e le quotazioni in borsa</i>	13
5.	<i>Le operazioni di acquisizione e fusione</i>	17
6.	<i>Gli assetti proprietari e gli organi societari</i>	20
II.	I MERCATI	
1.	<i>La congiuntura economica e i mercati azionari</i>	24
2.	<i>Il mercato degli strumenti finanziari derivati</i>	30
3.	<i>Il mercato dei covered warrants e dei certificates</i>	34
4.	<i>Il mercato obbligazionario</i>	36
5.	<i>Il mercato delle asset backed securities e dei covered bonds</i>	42
III.	GLI INTERMEDIARI E LE FAMIGLIE	
1.	<i>La struttura del settore dell'intermediazione mobiliare</i>	45
2.	<i>I principali gruppi bancari</i>	46
3.	<i>Gli investitori istituzionali</i>	53
4.	<i>Le famiglie</i>	59

B. L'ATTIVITÀ DELLA CONSOB 61

I.	LA VIGILANZA SULLE SOCIETÀ	
1.	<i>L'informativa societaria</i>	63
2.	<i>L'informativa nelle operazioni di appello al pubblico risparmio e finanza straordinaria</i>	66
3.	<i>L'informativa in sede assembleare</i>	74
4.	<i>L'informativa contabile</i>	75
5.	<i>Le società di revisione</i>	77

II.	LA VIGILANZA SUI MERCATI	
1.	<i>Gli abusi di mercato</i>	81
2.	<i>La gestione di mercati regolamentati e gli scambi organizzati</i>	87
3.	<i>I servizi di compensazione, liquidazione e gestione accentrata di strumenti finanziari</i>	89
III.	LA VIGILANZA SUGLI INTERMEDIARI	
1.	<i>Banche, Sim e agenti di cambio</i>	90
2.	<i>Le società di gestione del risparmio</i>	96
3.	<i>I promotori finanziari</i>	102
IV.	I PROVVEDIMENTI SANZIONATORI E CAUTELARI	
1.	<i>I provvedimenti relativi agli intermediari e ai promotori finanziari</i>	103
2.	<i>I provvedimenti relativi agli emittenti e alle società di revisione</i>	105
3.	<i>L'attività di enforcement su internet</i>	109
V.	L'ATTIVITÀ REGOLAMENTARE E INTERPRETATIVA E GLI SVILUPPI INTERNAZIONALI	
1.	<i>La disciplina dell'appello al pubblico risparmio</i>	111
2.	<i>La disciplina dell'informativa societaria continua</i>	113
3.	<i>La disciplina dell'informativa contabile e periodica e delle società di revisione</i>	114
4.	<i>La disciplina dei mercati</i>	115
5.	<i>La disciplina degli intermediari e del risparmio gestito</i>	118
VI.	LE RELAZIONI INTERNAZIONALI	
1.	<i>La cooperazione internazionale</i>	121
2.	<i>L'attività nell'ambito dell'Unione Europea</i>	122
3.	<i>L'attività nell'ambito del Committee of the European Securities Regulators (Cesr)</i>	123
4.	<i>L'attività nell'ambito dell'International Organization of Securities Commissions (Iosco) e in altre sedi internazionali</i>	126
VII.	I CONTROLLI GIURISDIZIONALI SULL'ATTIVITÀ DELLA CONSOB	
1.	<i>Il contenzioso sui provvedimenti in materia di vigilanza</i>	128
2.	<i>La verifica in sede giurisdizionale dell'attività dell'Istituto</i>	132

VIII. LA GESTIONE INTERNA E LE RELAZIONI CON L'ESTERNO

1. <i>La gestione finanziaria</i>	134
2. <i>La gestione delle risorse umane</i>	136
3. <i>Le relazioni con l'esterno e l'attività di investor education</i>	138
4. <i>Lo sviluppo del sistema informativo</i>	140

C. APPENDICE E NOTE METODOLOGICHE	141
--	------------

<i>Indice delle tavole</i>	143
<i>Tavole statistiche</i>	145
<i>Note metodologiche</i>	163

A

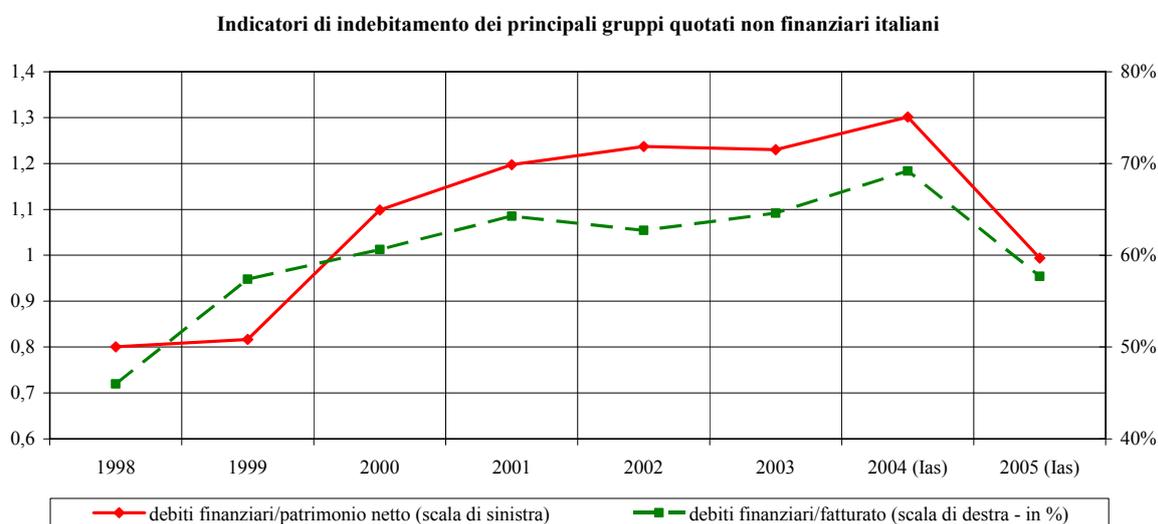
***L'EVOLUZIONE
DEL QUADRO DI RIFERIMENTO***

I – LE SOCIETÀ

1. La struttura finanziaria e la redditività

Nel 2005 si è registrata una sensibile riduzione del livello di indebitamento dei principali gruppi quotati non finanziari: la leva finanziaria (rapporto fra debiti finanziari e patrimonio netto) calcolata sulla base degli Ias/Ifrs è scesa da 1,3 a circa 1 fra il 2004 e il 2005, mentre il rapporto fra debiti finanziari e fatturato è sceso dal 70 al 58% circa (Fig. 1). I debiti finanziari aggregati si sono ridotti di circa il 4% (-7 miliardi di euro in valore assoluto), mentre il patrimonio netto aggregato è cresciuto del 26% (+ 33 miliardi di euro circa).

Fig. 1

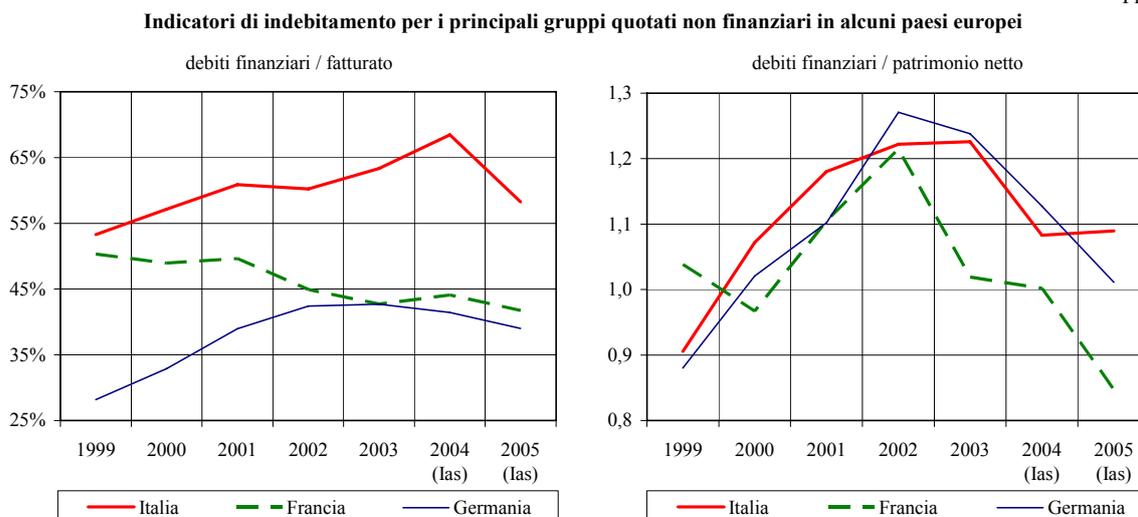


Fonte: elaborazioni su bilanci riclassificati R&S. Confronta Note metodologiche.

Il confronto con le principali imprese non finanziarie quotate in Francia e Germania indica che il livello di indebitamento dei grandi gruppi quotati italiani, ancorché in diminuzione, rimane elevato. Il rapporto debiti su fatturato dei gruppi italiani supera di circa 15 punti percentuali quello delle imprese francesi e tedesche; la leva finanziaria dei gruppi italiani è largamente superiore a quella dei gruppi francesi, mentre il divario rispetto alle imprese tedesche è più contenuto (Fig. 2).

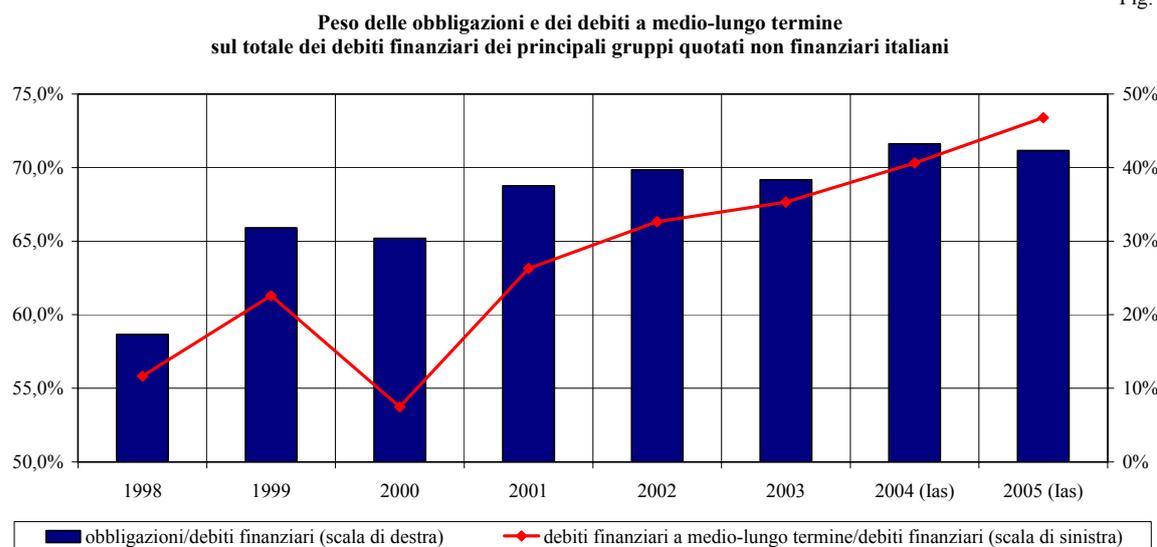
Il peso delle obbligazioni sul totale dei debiti finanziari risulta stabile intorno al 40% circa, mentre la quota dei debiti a medio e lungo termine sul totale dei debiti finanziari è cresciuta dal 70 al 74% circa (Fig. 3).

Fig. 2



Fonte: elaborazioni su dati Worldscope. Confronta Note metodologiche.

Fig. 3

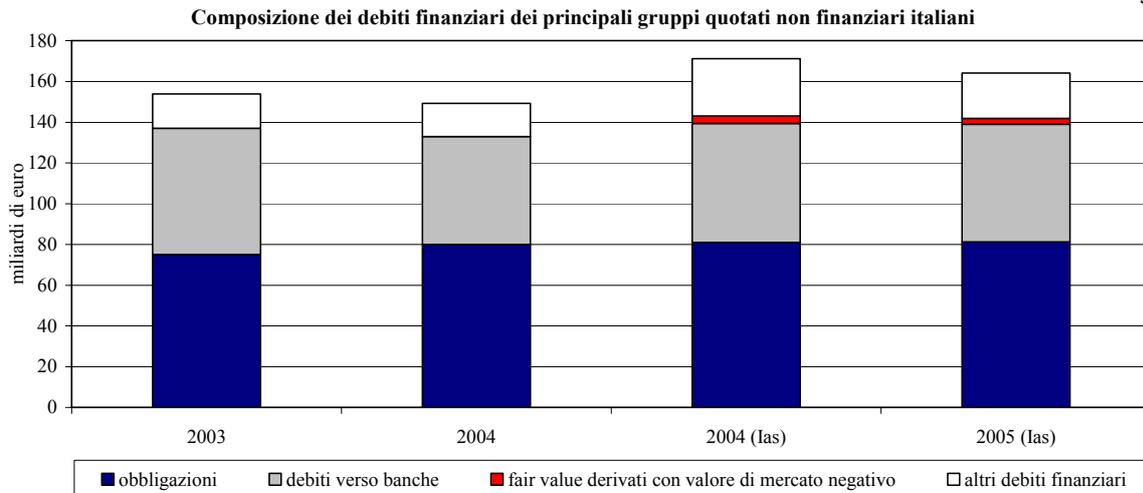


Fonte: elaborazioni su bilanci riclassificati R&S. Confronta Note metodologiche.

La composizione dei debiti finanziari dei principali gruppi quotati italiani non ha subito modificazioni di rilievo. Fra il 2004 e il 2005 i debiti bancari e l'indebitamento obbligazionario sono rimasti praticamente invariati in valore assoluto, mentre vi è stata una sensibile riduzione della voce "altri debiti finanziari" (diminuita di circa 6 miliardi di euro; -21% circa) (Fig. 4).

I dati di flusso sul periodo 2003-2005 rivelano una tendenza dei gruppi quotati a ridurre l'indebitamento bancario (-4 miliardi di euro circa) e sostituirlo in parte con il debito obbligazionario (+6 miliardi di euro circa), mentre la dinamica degli altri debiti finanziari riflette le nuove modalità di valorizzazione di alcune poste di bilancio introdotte dagli Ias/Ifrs.

Fig. 4



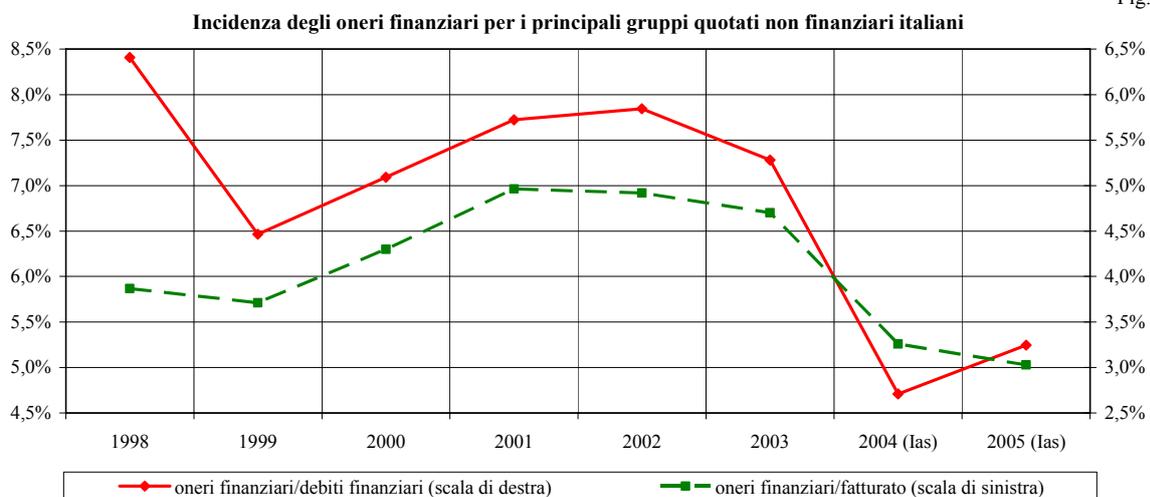
Fonte: elaborazione su bilanci consolidati. Confronta Note metodologiche.

Ancorché vi sia una chiara tendenza alla riduzione dell'indebitamento bancario, un'analisi condotta da Mediobanca sui bilanci 2004 delle grandi multinazionali segnala che i grandi gruppi quotati italiani presentano un'esposizione verso il sistema bancario che rimane nettamente superiore rispetto a quella dei grandi gruppi dei principali paesi europei.

Sebbene il valore di mercato dei derivati iscritti in bilancio sia modesto (in particolare, quelli con valore di mercato negativo pesavano per il 2% del totale dei debiti finanziari a fine 2005), l'utilizzo dei derivati ha assunto ormai un ruolo di rilievo nella gestione finanziaria dei gruppi quotati (Riquadro 1).

Nonostante la riduzione dell'indebitamento, nel 2005 si è registrata una sensibile crescita del rapporto fra oneri finanziari e debiti finanziari (dal 4,7 al 5,2%), mentre l'incidenza degli oneri finanziari sul fatturato si è lievemente ridotta (dal 3,2 al 3%) (Fig. 5).

Fig. 5



Fonte: elaborazioni su bilanci riclassificati R&S. Confronta Note metodologiche.

Riquadro 1

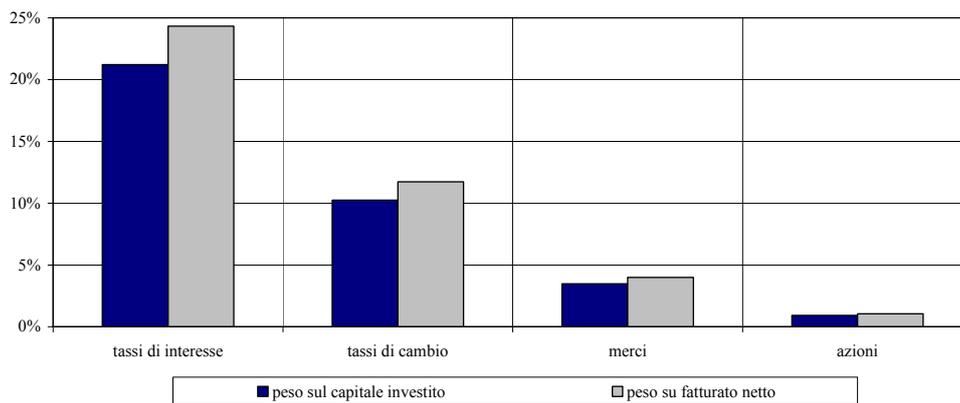
Utilizzo degli strumenti derivati da parte delle principali società italiane non finanziarie quotate in borsa

Con l'entrata in vigore degli Ias/Ifrs i bilanci 2005 presentano per la prima volta informazioni analitiche sugli strumenti finanziari derivati e ne evidenziano un utilizzo molto diffuso fra le società quotate non finanziarie (circa il 92% delle imprese ha una posizione in derivati).

Il controvalore nozionale complessivo delle posizioni in derivati a fine 2005 delle principali società quotate non finanziarie risultava pari a circa 110 miliardi di euro, imputabile per il 59% a derivati su tassi di interesse, per il 29% a derivati su tassi di cambio, per il 10% a derivati su merci e per il 3% a derivati su azioni. In rapporto al capitale investito e al fatturato netto il valore nozionale delle posizioni in derivati risultava pari, rispettivamente, al 36 e al 41%.

Per ciò che riguarda, invece, i valori di mercato (*fair value*) è possibile disaggregare i dati fra le posizioni in perdita (cioè con *fair value* negativo) e quelle in attivo (cioè con *fair value* positivo). Il *fair value* dei derivati con valore di mercato positivo risultava pari a circa 1,4 miliardi di euro, mentre il *fair value* dei derivati con valore negativo risultava pari a circa 2,4 miliardi di euro; il valore di mercato netto delle posizioni in derivati era dunque negativo per un miliardo di euro. Ai derivati su tassi di interesse è imputabile il valore di mercato netto più consistente (-790 milioni di euro, dato dal saldo fra -1.399 milioni di euro e +608 milioni di euro), seguiti dai derivati su cambi (-415 milioni di euro, dato dal saldo fra -698 milioni di euro e +282 milioni di euro); i derivati su merci presentano, invece, un valore di mercato netto positivo per 213 milioni di euro.

Valore nozionale dei derivati detenuti dalle principali società quotate non finanziarie italiane per tipologia di sottostante in rapporto al capitale investito e al fatturato netto



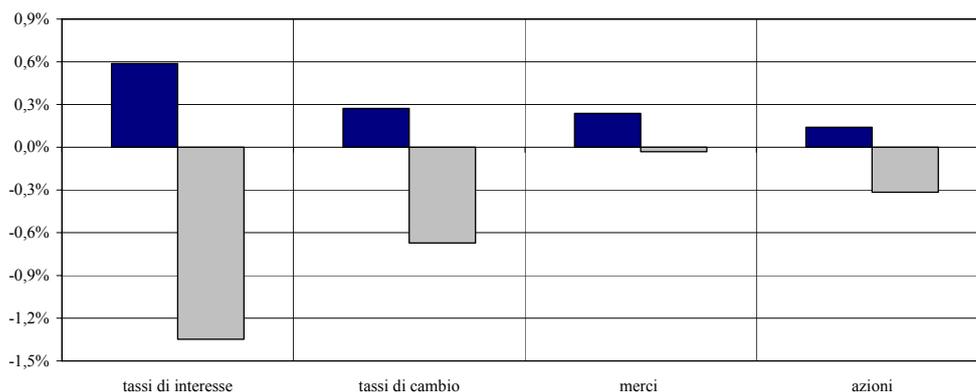
Fonte: elaborazioni su bilanci 2005. Il capitale investito è dato dalla somma del patrimonio netto e dei debiti finanziari.

Nonostante i valori assoluti siano consistenti, a livello aggregato l'incidenza del valore di mercato delle posizioni in derivati sulle principali grandezze economico-finanziarie è modesta. I valori di mercato lordo e netto dei derivati sono pari, rispettivamente, al 3,7 e all'1% della posizione finanziaria netta. Il *fair value* dei derivati sui tassi di interesse iscritti tra le passività finanziarie rappresenta l'1,3% della posizione finanziaria netta, mentre per le altre tipologie di derivati i valori di mercato attivi o passivi rappresentano una quota sempre inferiore all'1% della posizione finanziaria netta.

Tutte le società dichiarano di possedere derivati per scopi di copertura dei rischi finanziari. I derivati su tassi di interesse vengono utilizzati prevalentemente per trasformare i debiti da tasso variabile a tasso fisso, o viceversa. Per ciò che riguarda, invece, i derivati su cambi, gli oggetti di copertura sono rappresentati principalmente da finanziamenti e da crediti o debiti commerciali in valute diverse dall'euro (risultanti a volte dal consolidamento di controllate residenti in Paesi extra-UE). I derivati su merci sono utilizzati prevalentemente da società del settore delle *public utilities* per coprirsi da oscillazioni sfavorevoli del prezzo di alcune materie prime (in particolare elettricità, petrolio, carbone e gas), ovvero da società del settore dei trasporti e di quello metallurgico/petroliero. Infine, alcune società utilizzano derivati su azioni proprie (opzioni *call* oppure *equity swap*) per coprirsi dai rischi connessi con l'emissione di piani di *stock options* a favore dei dipendenti.

Sebbene quasi tutte le società detengano derivati "di copertura", sono numerose le imprese che detengono derivati formalmente classificati "di *trading*", anche se non acquisiti per scopi speculativi. Le imprese sostengono, infatti, di non poter contabilizzare parte dei propri derivati come strumenti di copertura poiché i test di verifica dell'efficacia della copertura, previsti dai principi Ias/Ifrs, non danno esiti favorevoli durante i vari controlli periodici. In termini di valore di mercato lordo, le posizioni in derivati di *trading* rappresentano circa il 34% delle posizioni complessive in derivati.

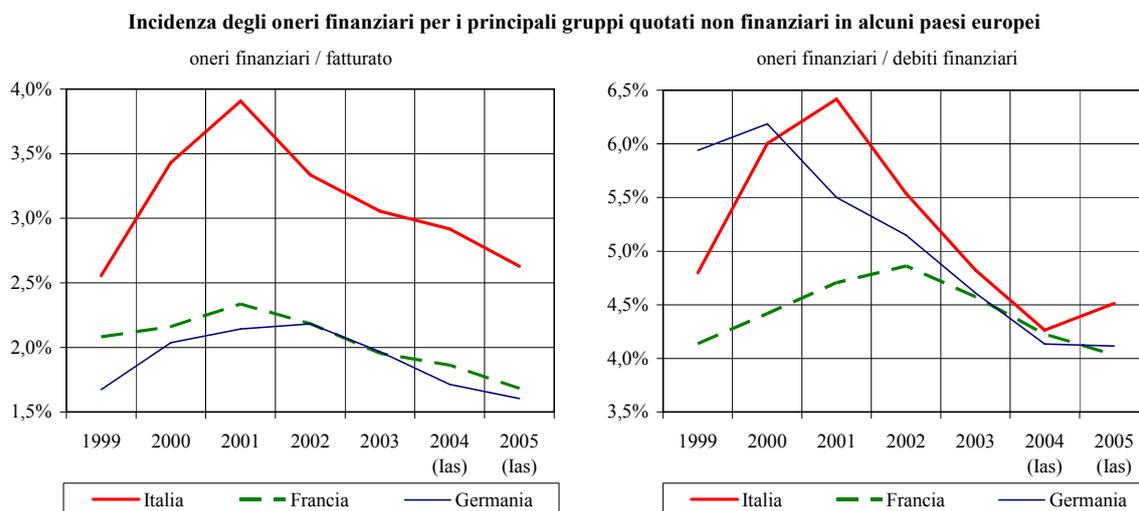
Valore di mercato (*fair value*) lordo delle posizioni in derivati delle principali società quotate non finanziarie per tipologia di sottostante in percentuale della posizione finanziaria netta



Fonte: elaborazioni su bilanci 2005. La posizione finanziaria netta è data dalla differenza fra le passività finanziarie e le attività finanziarie e le disponibilità liquide.

Rispetto alle principali imprese non finanziarie quotate in Francia e Germania i gruppi italiani presentano una maggiore onerosità dell'indebitamento. Il rapporto fra oneri finanziari e debiti finanziari è superiore di circa 50 punti base rispetto alle imprese tedesche e francesi, mentre l'incidenza degli oneri finanziari sul fatturato è superiore di circa 1,5 punti percentuali (Fig. 6).

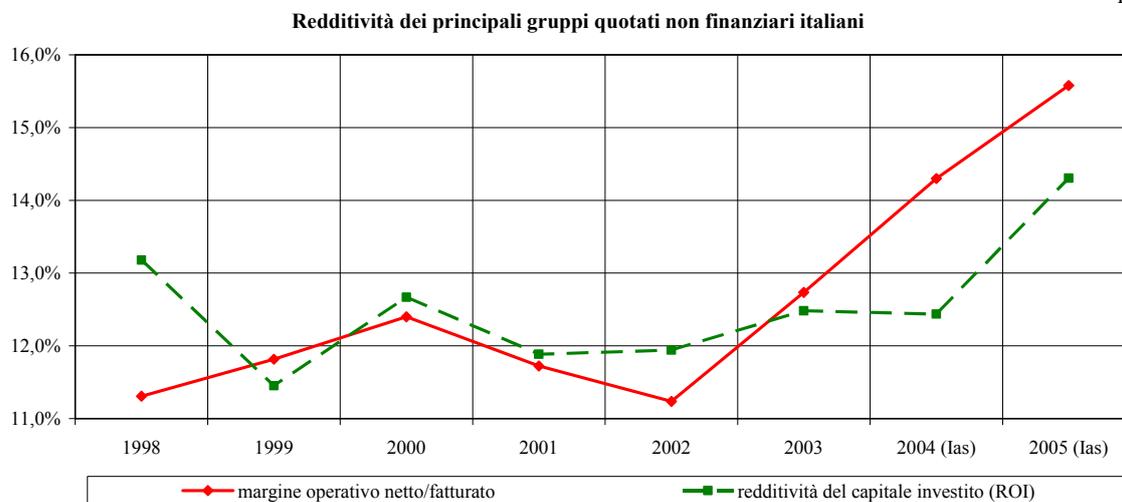
Fig. 6



Fonte: elaborazioni su dati Worldscope. Confronta Note metodologiche.

Nel 2005 si è registrato un forte aumento della redditività dei principali gruppi quotati (non ascrivibile all'effetto dell'applicazione degli Ias/Ifrs, poiché i dati 2004 e 2005 sono omogenei sotto questo profilo). Il rapporto fra margine operativo netto e fatturato è passato dal 14,3 al 15,5%, mentre la redditività del capitale investito (*return on investments* o ROI) è passata dal 12,4 al 14,3% (Fig. 7). Rispetto a un campione di circa 2.000 grandi imprese italiane, i principali gruppi quotati presentano livelli di redditività nettamente più elevati, mentre rispetto alle multinazionali europee presentano una minore redditività del capitale investito.

Fig. 7

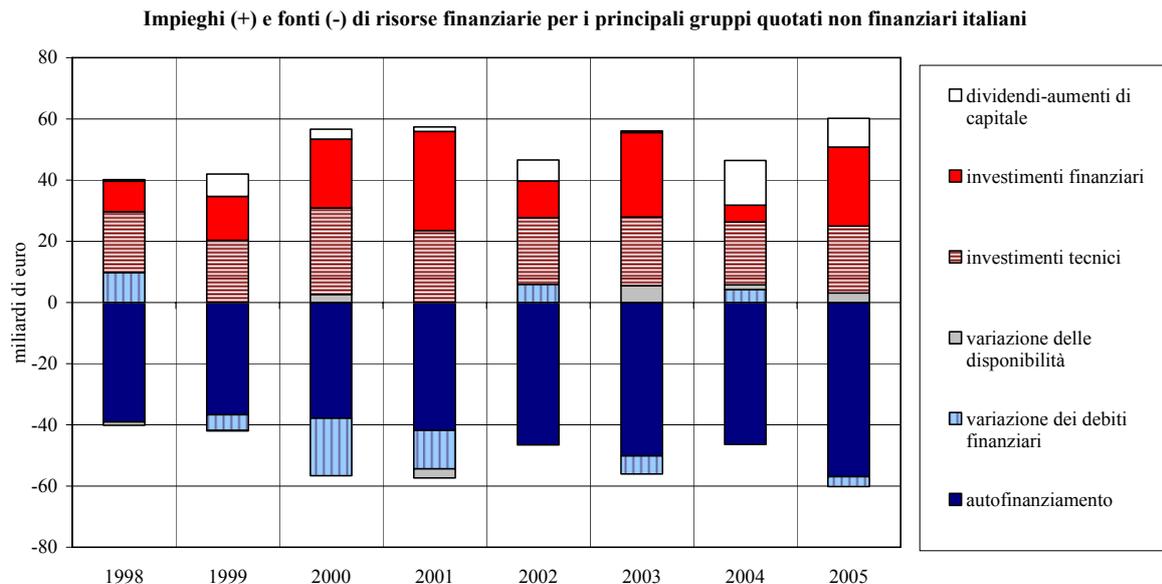


Fonte: elaborazioni su bilanci riclassificati R&S. Confronta Note metodologiche.

2. I flussi finanziari

I dati dei rendiconti finanziari 2005 dei principali gruppi quotati non finanziari italiani segnalano una forte crescita dell'autofinanziamento (57 miliardi di euro, contro 46 miliardi di euro circa nel 2004; +23%) (Fig. 8), legato all'aumento dei margini e della redditività (si veda il precedente §1).

Fig. 8

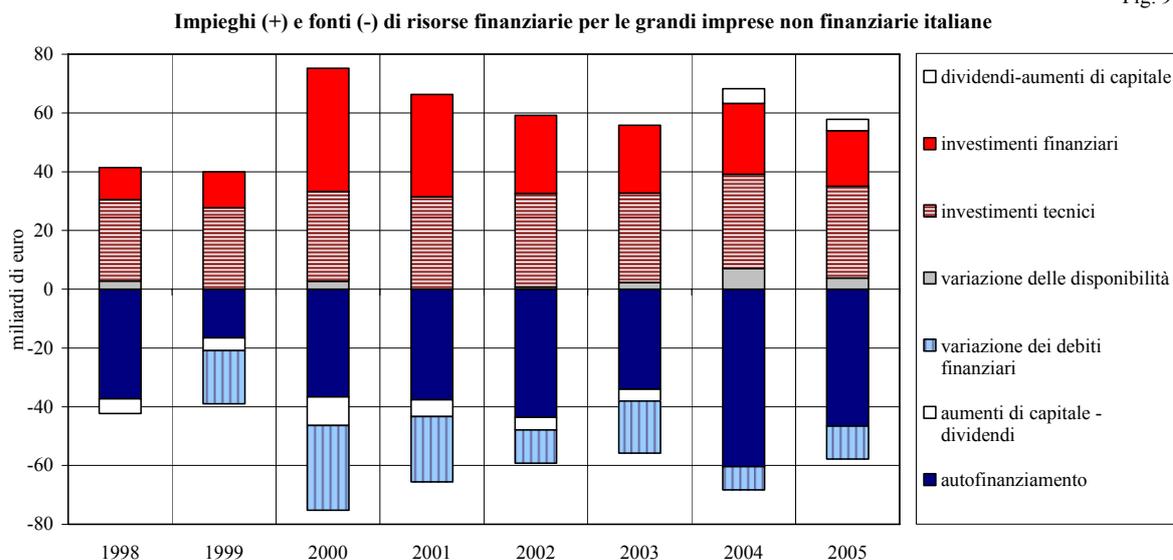


Fonte: elaborazioni su rendiconti finanziari e dati R&S. L'autofinanziamento è al netto degli investimenti in capitale circolante netto. Confronta Note metodologiche.

I gruppi quotati hanno ripreso a effettuare investimenti finanziari, il cui ammontare si è quasi quintuplicato rispetto al 2004. Le risorse finanziarie restituite agli azionisti (dividendi meno aumenti di capitale) sono rimaste cospicue, sebbene in diminuzione rispetto al 2004 (9 miliardi di euro, contro 15 miliardi di euro circa del 2004). Gli investimenti tecnici in impianti e attrezzature rimangono, invece, stabili.

I dati relativi a un campione più ampio costituito da circa 2.000 grandi imprese italiane segnalano una dinamica in parte diversa, che vede una riduzione dell'autofinanziamento e una forte crescita dei debiti finanziari; dal lato degli impieghi emerge invece una contrazione degli investimenti finanziari (Fig. 9).

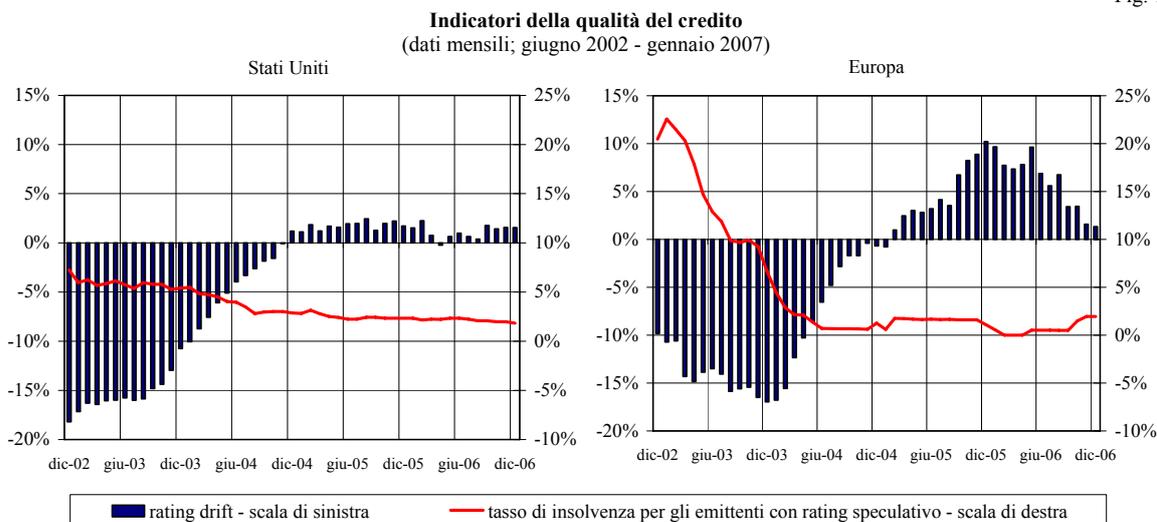
Fig. 9



3. La qualità del credito

Indicatori basati sui dati dell'attività delle agenzie di rating segnalano che nel 2006 è continuato il ciclo positivo che, a partire dal 2005, aveva caratterizzato la dinamica del rischio di credito nel settore *corporate*. Negli Stati Uniti il numero degli *upgrades* è stato generalmente superiore a quello dei *downgrades* (solo nel mese di aprile la differenza è stata di segno negativo) e il tasso di insolvenza per gli emittenti con rating speculativo è sceso dal 2,3% a fine 2005 all'1,8% a dicembre 2006; in Europa il saldo fra *upgrades* e *downgrades* è stato più consistente rispetto agli Stati Uniti, ma si è ridotto in misura consistente nell'ultimo trimestre del 2006 (Fig. 10).

Fig. 10

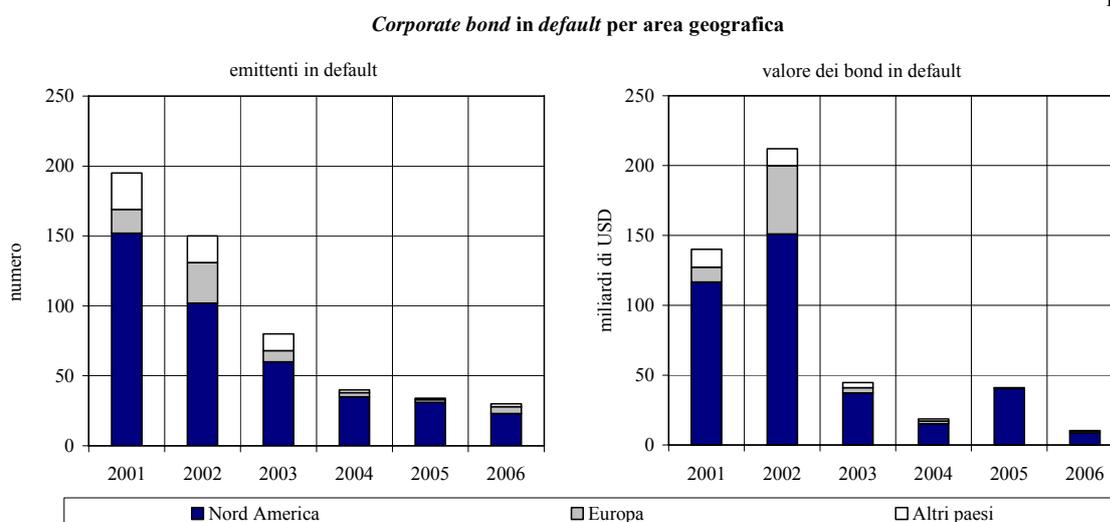


Fonte: Moody's. Il *rating drift* è dato dal rapporto fra la differenza fra numero di *upgrades* e *downgrades* e il numero di società con rating. Il tasso di insolvenza per gli emittenti con rating speculativo è dato dal rapporto fra il numero di società in *default* nei 12 mesi che terminano con quello di riferimento e il numero totale di società con rating speculativo nello stesso mese.

Il miglioramento della qualità del credito è confermato dalla diminuzione del numero degli emittenti obbligazionari classificati in *default*, sceso da 34 nel 2005 a 30 nel 2006 (Fig. 11). Il valore dei bond dichiarati in *default* si è pure ridotto rispetto al 2005, passando da 41 a 10 miliardi di dollari circa (-75%).

Gli emittenti dichiarati in default nel 2006 continuano a essere concentrati prevalentemente negli Stati Uniti (23 casi su 30); si sono verificati 3 casi di default nel Regno Unito e un caso in Francia, Germania, Brasile e Argentina. Il controvalore dei bond in default ha subito una rilevante riduzione negli Stati Uniti (da 40 miliardi di dollari a 9 miliardi di dollari; -79%), mentre in Europa è quasi quadruplicato (da 0,4 a 1,6 miliardi di dollari circa).

Fig. 11



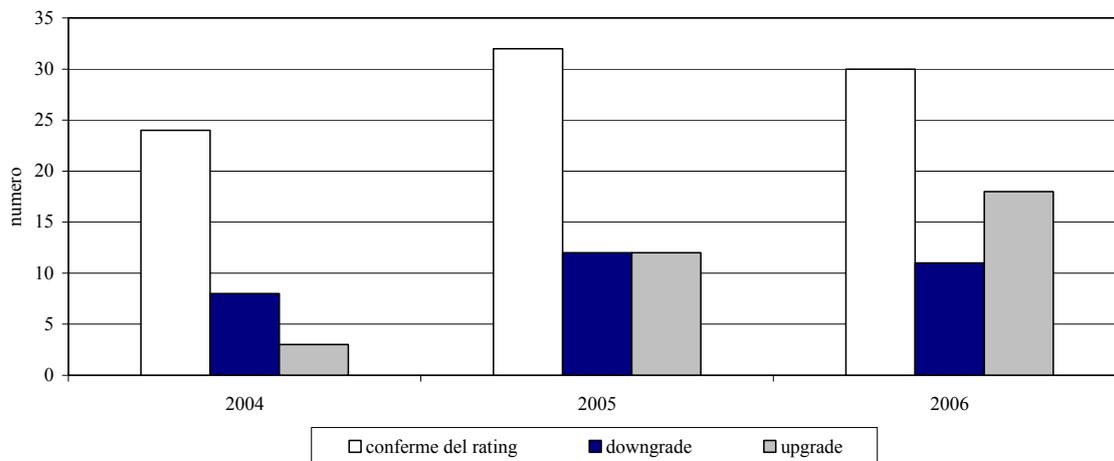
Fonte: Moody's.

Gli indicatori della qualità del credito rimangono positivi anche per gli emittenti quotati italiani. L'attività delle agenzie di rating è stata intensa anche nel 2006 e in molti casi ha portato alla conferma del rating precedente (30 casi; 32 nel 2005). Per ciò che riguarda, invece, le vere e proprie variazioni di rating, si sono registrati 11 declassamenti (*downgrade*) che hanno avuto ad oggetto 7 emittenti quotati (di cui 5 società non finanziarie e 2 banche) e 18 miglioramenti del rating (*upgrade*) relativi a 12 emittenti (di cui 9 banche e 3 società non finanziarie) (Fig. 12). A fine 2006 vi erano 2 emittenti quotati inseriti in liste di sorveglianza con implicazioni negative (cioè per i quali è probabile un peggioramento del rating) e due con implicazioni positive (per i quali, invece, è prevedibile un miglioramento del rating).

A fine 2006 vi erano tuttavia 15 società quotate (18 a fine 2005), di cui 14 di piccole o medie dimensioni e una di grandi dimensioni, in situazioni di crisi o di tensione finanziaria non temporanea. Complessivamente, tali società, tutte prive di rating, rappresentavano circa lo 0,3% della capitalizzazione di borsa a fine 2006. La Consob ha assoggettato tali imprese a specifici obblighi informativi (si veda il §4 del Capitolo I "La vigilanza sulle società" della Sezione B).

Fig. 12

Conferme e variazioni di rating su emittenti quotati italiani

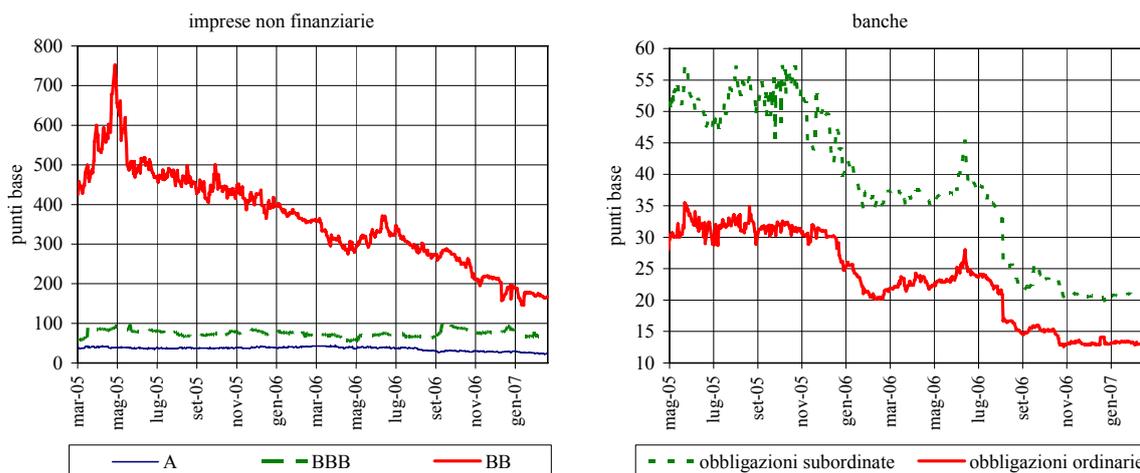


Fonte:elaborazioni su dati Moody's, Fitch e S&P

Indicazioni positive sull'evoluzione della qualità del credito provengono anche dall'analisi delle quotazioni sui derivati sul rischio di credito. Si sono, infatti, ridotte le quotazioni medie dei *credit default swap* (Cds) sugli emittenti quotati con rating più basso, mentre le quotazioni medie dei contratti sulle società con rating *investment grade* sono rimaste stabili. Le quotazioni che riflettono, invece, il rischio di *default* per un campione di grandi gruppi bancari italiani sono diminuite di oltre 10 punti base per le obbligazioni ordinarie e di circa 20 punti base per quelle subordinate (Fig. 13).

Fig. 13

Quotazioni dei contratti di *credit default swap* con scadenza a 10 anni su emittenti quotati italiani

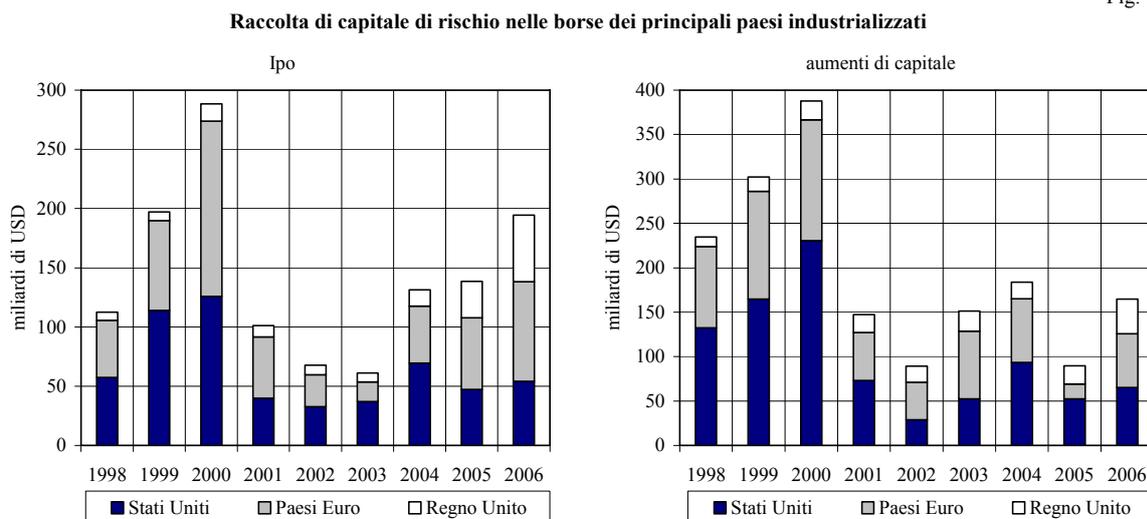


Fonte: elaborazioni su dati Datastream. Per le imprese non finanziarie i dati sono calcolati come medie delle quotazioni giornaliere dei *credit default swap* per campioni di imprese con uguale rating, mentre per le banche i dati sono medie delle quotazioni giornaliere di un campione di intermediari formato da Unicredit Italiano, Banca Intesa, BNL, MPS e Capitalia. Una quotazione pari, ad esempio, a 100 punti base indica che l'acquirente del contratto (cioè chi acquista protezione dal rischio credito) deve pagare ogni anno al venditore della protezione l'1% del valore nominale dell'obbligazione o del credito per coprirsi dal rischio di *default*.

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

Nel 2006 si è registrata una decisa ripresa della raccolta di capitale di rischio sulle borse dei principali paesi industrializzati. Gli aumenti di capitale da parte delle società già quotate sono più che triplicati sulle borse dell'area dell'euro (da 17 a 60 miliardi di dollari USA), mentre sono quasi raddoppiati nel Regno Unito (da 20 a 39 miliardi di dollari USA); negli Stati Uniti la crescita è stata, invece, meno accentuata (da 52 a 65 miliardi di dollari USA; +25%) (Fig. 14).

Fig. 14



Fonte: elaborazioni su dati World Federation of Stock Exchanges. La voce "Ipo" si riferisce alle risorse raccolte dalle società di nuova quotazione, mentre la voce "aumenti di capitale" si riferisce alle risorse raccolte dalle società che risultavano già quotate nell'anno di riferimento. I dati relativi agli Stati Uniti si riferiscono alle società quotate al Nyse e al Nasdaq.

Nell'area dell'euro è proseguito il *trend* positivo per le operazioni di nuova quotazione, che hanno permesso alle imprese di raccogliere mezzi freschi per circa 84 miliardi di dollari USA (+39% rispetto al 2005); la crescita dei mezzi raccolti attraverso Ipo è stata ancora più marcata nel Regno Unito (da 31 a 56 miliardi di dollari USA nel 2006; +84%). Negli Stati Uniti il volume degli Ipo è cresciuto del 15% circa (da 47 a 54 miliardi di dollari).

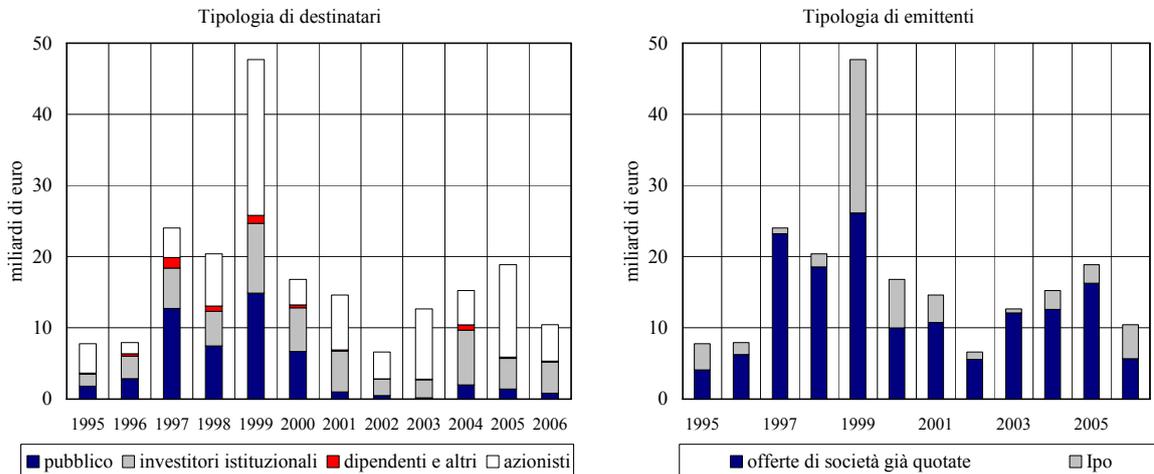
Diversi osservatori ricollegano il modesto tasso di crescita degli Ipo sul mercato Usa, nonostante il ciclo borsistico positivo, all'aumento dei costi di quotazione legati sia alle più alte commissioni di collocamento sia ai maggiori oneri di compliance derivanti dall'introduzione del Sarbanes-Oxley Act.

In Italia i collocamenti complessivi di titoli azionari (raccolta di nuovo capitale di rischio e offerte pubbliche di titoli già in circolazione) si sono quasi dimezzati (da circa 18,9 miliardi di euro nel 2005 a circa 10,4 miliardi di euro nel 2006; Fig. 15). Tale riduzione è imputabile principalmente al calo degli aumenti di capitale delle società già quotate (scesi da 12 miliardi di euro circa nel 2005 a 5 miliardi di euro circa nel 2006;

-58%); è aumentato, invece, l'ammontare di risorse raccolte dalle società di nuova quotazione (da 1,4 a 3,7 miliardi di euro circa) (Fig. 16).

Fig. 15

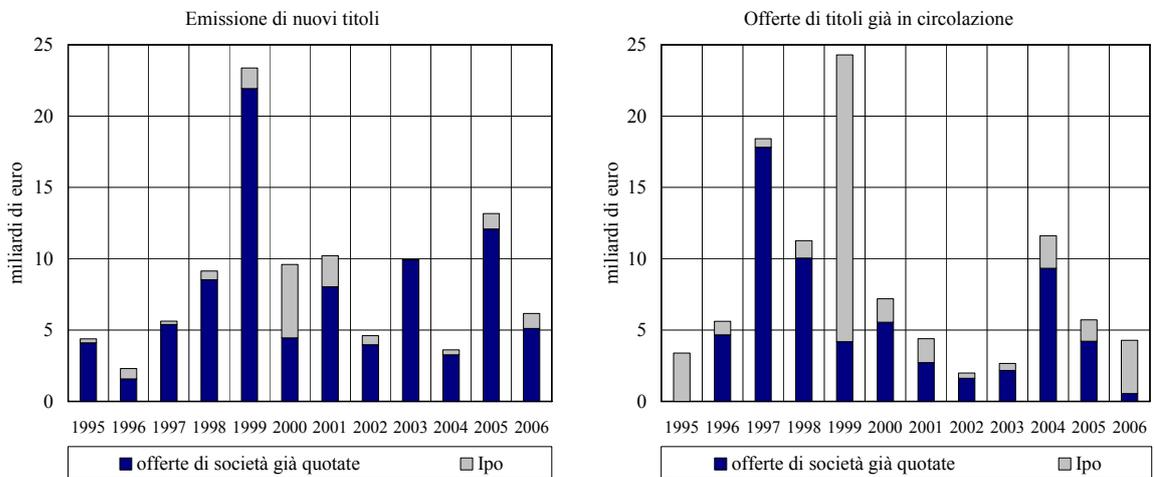
Collocamenti complessivi di azioni e obbligazioni convertibili di società quotate italiane
(emissioni di nuovi titoli e offerte di titoli già in circolazione)



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

Fig. 16

Tipologia di offerte di azioni e obbligazioni convertibili di società quotate italiane



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

Nel 2006 sono entrate in borsa 21 nuove società (15 nel 2005). La capitalizzazione *ante* offerta complessiva delle società di nuova quotazione è stata pari a circa 11,7 milioni di euro, mentre la capitalizzazione *ante* offerta è cresciuta del 43% rispetto al 2005 (da 390 a 560 milioni di euro circa) (Tav. 1).

In circa la metà delle società di nuova quotazione erano presenti nell'azionariato investitori istituzionali; la loro quota media ante offerta era pari a circa il 24% del capitale sociale e, dopo il collocamento, a circa il 12% (Tav. 2).

Tav. 1

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

	Numero società	Capitalizzazione ante offerta ¹	Controvalore offerta			Peso sulla capitalizzazione post offerta ²
			Sottoscrizione	Vendita	Totale	
1995	11	22.675	274	3.396	3.670	33,1
1996	12	5.550	721	945	1.666	26,6
1997	10	2.126	227	606	833	35,4
1998	16	3.844	614	1.231	1.845	41,7
1999	27	65.788	1.414	21.606	23.020	33,2
2000	44	28.308	4.970	1.933	6.903	20,7
2001	18	8.193	2.199	1.736	3.935	35,2
2002	6	2.504	638	424	1.062	33,8
2003	4	1.340	67	483	550	39,1
2004	8	5.406	351	2.300	2.651	39,7
2005	15	5.874	1.088	1.608	2.696	34,5
2006	21	11.736	1.053	3.977	5.030	39,3

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

Tav. 2

Investitori istituzionali nell'azionariato delle società neoquotate italiane¹

	Società		Numero medio investitori istituzionali ⁴	Quota media ante offerta ⁵	Quota media post offerta ⁶
	Numero ²	Quota sul totale ³			
1995	6	54,5	2,3	27,7	8,5
1996	6	50,0	3,7	47,3	23,2
1997	2	20,0	1,5	40,9	7,1
1998	4	25,0	4,3	48,3	18,9
1999	9	33,3	2,0	27,5	10,2
2000	18	40,9	2,7	25,9	16,2
2001	6	33,3	1,5	28,0	13,1
2002	2	33,3	2,5	27,1	15,2
2003	3	75,0	2,0	22,0	10,1
2004	4	50,0	2,3	28,5	9,5
2005	6	40,0	3,2	20,6	4,1
2006	11	52,4	1,8	23,7	11,8

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

Gli assetti proprietari delle società di nuova quotazione mostrano i tratti caratteristici tipici di quelli delle società entrate in borsa negli anni passati: la quota media dei diritti di voto dell'azionista di controllo prima dell'offerta è pari all'82%, mentre dopo l'offerta scende al 54%; solo in cinque casi la quota post-offerta dell'azionista di controllo risulta inferiore al 50% (Appendice, Tav. A.1).

I titoli delle società di nuova quotazione sono stati allocati prevalentemente presso investitori esteri (62% nel 2006, contro il 47% nel 2005) e il rapporto fra domanda e offerta, sia nel collocamento pubblico che in quello istituzionale, è cresciuto raggiungendo il valore più elevato dal 2001 (Tav. 3).

Tav. 3

Società italiane ammesse a quotazione: esiti delle offerte¹

	Quota assegnata				Rapporto domanda/offerta ²	
	Pubblico	Investitori istituzionali italiani	Investitori istituzionali esteri	Altri soggetti ³	Offerta pubblica	Offerta istituzionale
1995	42,3	16,3	41,4	—	3,2	6,8
1996	40,5	24,3	35,2	—	6,3	9,4
1997	31,4	24,5	44,1	—	10,8	12,2
1998	44,4	27,3	28,3	—	7,7	13,9
1999	43,7	24,1	32,3	..	12,6	10,2
2000 ⁴	35,0	26,0	37,6	1,3	18,5	10,2
2001	28,7	37,8	33,0	0,5	1,2	2,2
2002	27,7	50,4	20,3	1,6	1,1	1,1
2003 ⁵	39,8	45,0	14,5	0,6	1,8	1,6
2004	20,9	26,2	52,9	..	2,0	3,1
2005	24,7	26,7	47,0	1,6	3,8	3,9
2006	19,3	18,7	61,9	0,1	5,3	5,4

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

Rimangono frequenti i rapporti creditizi e partecipativi fra le società di nuova quotazione e gli intermediari collocatori o gli sponsor; circa la metà delle società entrate in borsa nel 2006 aveva rapporti creditizi con collocatori o sponsor e i debiti finanziari contratti con tali soggetti rappresentano in media il 36% circa dell'indebitamento totale (24% nel 2005), mentre un quarto circa delle società aveva legami di natura partecipativa (Tav. 4).

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

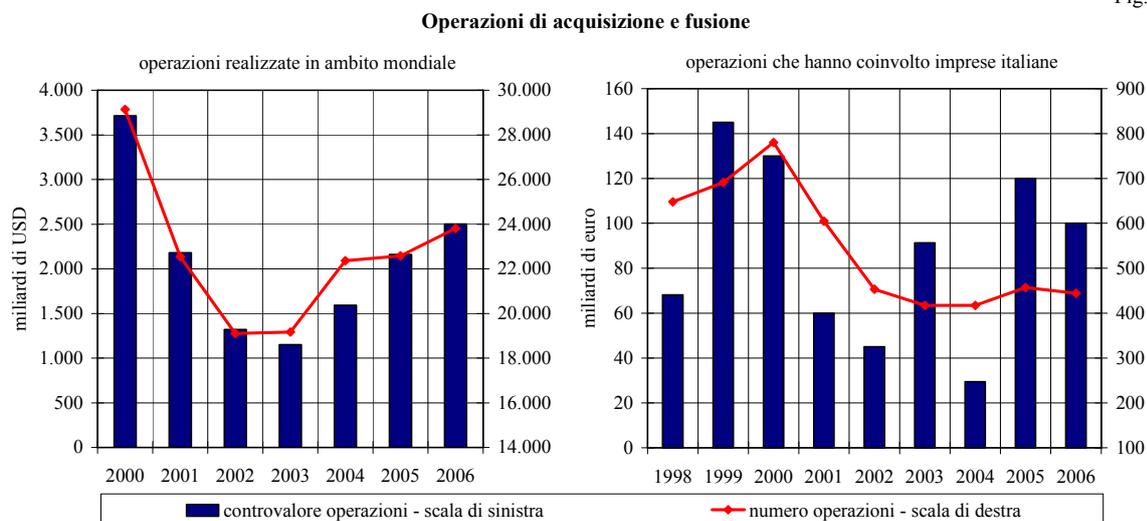
	Società con rapporti creditizi con sponsor o soggetti collocatori			Società con rapporti partecipativi con sponsor o soggetti collocatori		
	Numero società	Quota sul totale delle ammissioni a quotazione ²	Quota media dei finanziamenti concessi da sponsor o soggetti collocatori ³	Numero società	Quota sul totale delle ammissioni a quotazione ²	Quota media della partecipazione di sponsor o soggetti collocatori ⁴
2000	23	52,3	27,2	11	25,0	18,1
2001	10	55,6	27,8	2	11,1	19,8
2002	3	50,0	46,1	1	16,7	28,3
2003	4	100,0	13,9	1	25,0	..
2004	4	50,0	47,2	2	25,0	10,8
2005	7	46,7	24,0	2	13,3	7,3
2006	11	52,4	36,1	5	23,8	25,9

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

5. Le operazioni di acquisizione e fusione

Nel 2006 è proseguito il ciclo positivo per il mercato delle acquisizioni e fusioni (*mergers and acquisitions* M&A). In ambito mondiale il numero delle operazioni concluse è cresciuto del 5% (da 22.600 circa a 23.800) e il controvalore delle operazioni del 15% (da 2.200 circa a 2.500 miliardi di dollari) (Fig. 17). Tale crescita è stata alimentata principalmente dall'andamento positivo del ciclo borsistico, dalla favorevole situazione del settore *corporate* e dal livello ancora contenuto dei tassi di interesse.

Fig. 17



Fonte: KPMG e Thomson Financial.

Nel 2006 si è confermato il ruolo di primo piano ormai svolto dai fondi di private equity nel mercato delle fusioni e acquisizioni. I fondi di private equity (o consorzi di fondi) hanno realizzato alcune delle maggiori operazioni in ambito europeo (l'acquisizione della compagnia danese TDC per 12 miliardi di dollari USA, della spagnola Univision per 11 miliardi di dollari, della olandese VNU per 9 miliardi di dollari e Philips Semiconductors per 8 miliardi di dollari; un fondo di private equity ha poi fallito l'acquisizione della tedesca Continental) e il fondo europeo KKR ha partecipato a un consorzio per l'acquisizione di un'impresa americana leader nel settore della sanità (HCA, per 32 miliardi di dollari). Nel settore delle telecomunicazioni, le operazioni condotte da fondi di private equity hanno rappresentato in media il 40% delle operazioni complessive.

Un altro aspetto di rilievo che ha caratterizzato il settore, in particolare in Europa, è rappresentato dall'atteggiamento dei Governi e delle Autorità pubbliche che, se da un lato hanno accelerato l'apertura internazionale in alcuni settori creando le premesse per grandi operazioni cross-border, dall'altro hanno avuto atteggiamenti di maggiore cautela in alcuni settori industriali considerati strategici, quali quello delle imprese di pubblica utilità.

In Italia si è verificata una sensibile contrazione delle operazioni di acquisizione e fusione (il controvalore delle operazioni è sceso da 120 a 100 miliardi di euro e il numero si è ridotto da 457 a 447).

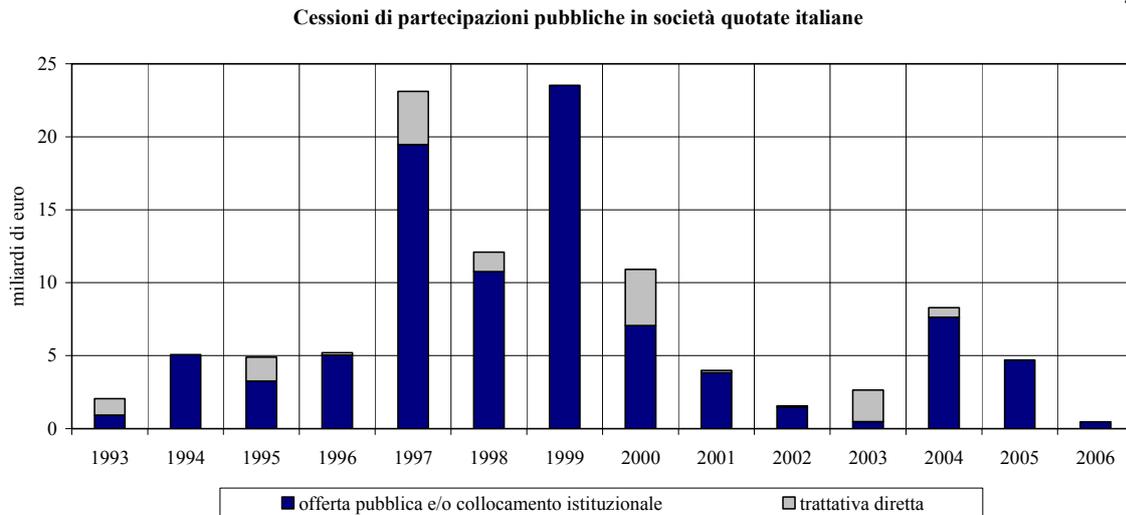
Sulla base dei dati riportati nello studio realizzato da KPMG, le operazioni di acquisizione e fusione di maggiore rilievo sono avvenute nel settore bancario (55% del controvalore totale) e nel settore delle assicurazioni (4%). Anche in Italia rimane importante il ruolo dei fondi di private equity, che hanno realizzato operazioni con un controvalore complessivo superiore a 7 miliardi di euro (pari a circa il 7% del totale).

Il numero delle operazioni cross-border ("Italia su estero" ed "estero su Italia") è stato elevato (161, di cui 91 "Italia su estero"). Tra queste operazioni si evidenziano alcune acquisizioni estere di Enel e di Unicredit, mentre Lottomatica ha acquisito il colosso statunitense delle scommesse, Gtech, finanziando in parte tale operazione con l'emissione di un prestito obbligazionario (si veda il §4 del successivo Capitolo II). Tra le operazioni "estero su Italia" si segnala, invece, l'acquisizione di BNL da parte di BNP Paribas e di Banca Antonveneta da parte di Abn Amro.

Con riferimento alle operazioni di privatizzazione relative a società quotate, nel 2006 si è registrata una forte contrazione del controvalore delle quote cedute da soggetti pubblici rispetto ai due anni precedenti (Fig. 18). L'unica operazione di rilievo ha riguardato la cessione di una quota pari al 60% del capitale di Ansaldo Sts da parte di Finmeccanica tramite offerta pubblica e collocamento istituzionale finalizzati alla quotazione.

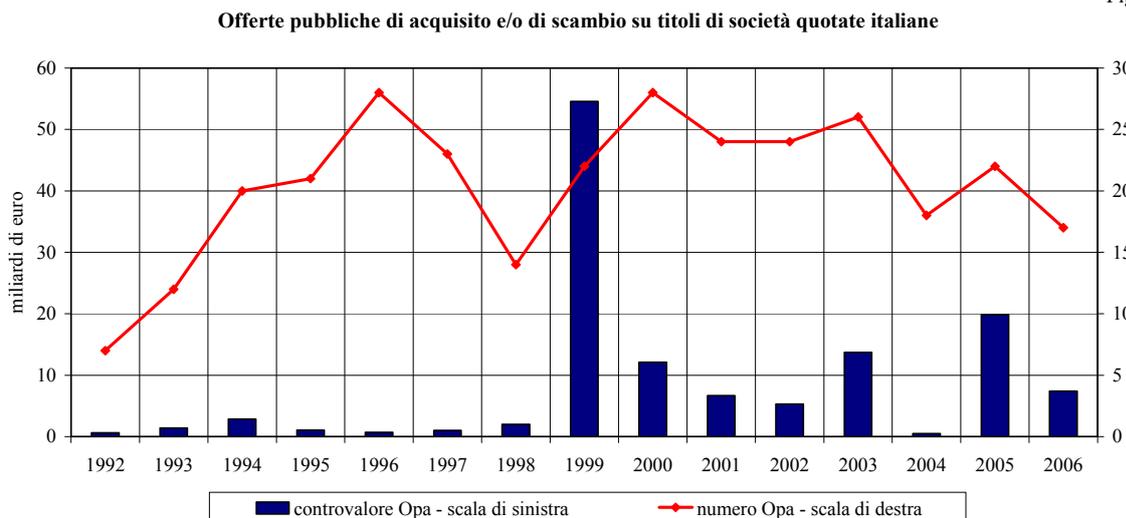
Il controvalore complessivo delle offerte pubbliche di acquisto e/o scambio (Opa) su titoli di società quotate italiane si è ridotto da circa 20 miliardi di euro nel 2005 a circa 7 miliardi di euro nel 2006 (Fig. 19), mentre il numero delle operazioni è diminuito da 22 a 17.

Fig. 18



Fonte: elaborazioni su dati Borsa Italiana e Ministero dell'economia e delle finanze.

Fig. 19



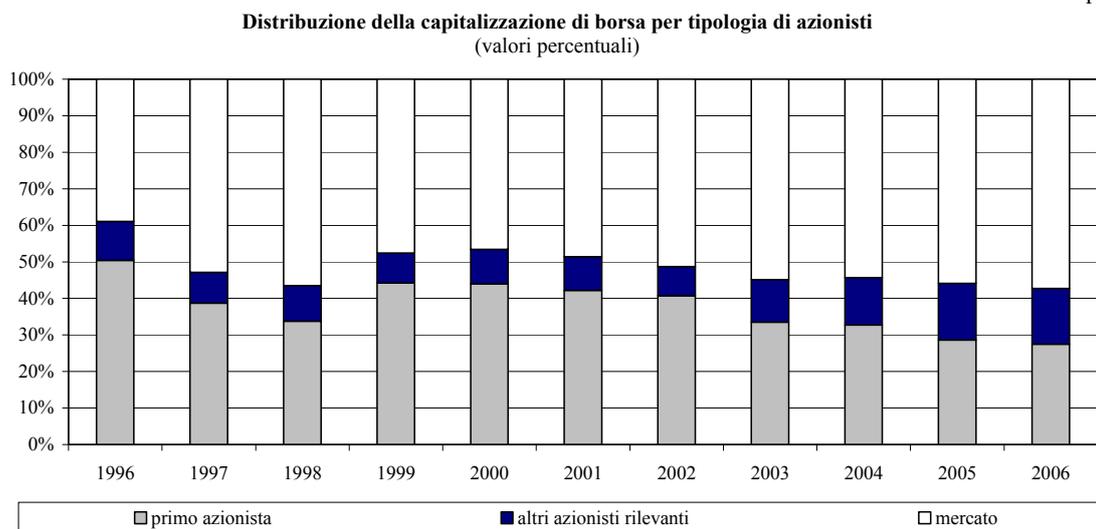
Fonte: elaborazioni su dati Borsa Italiana e documenti di offerta. Il corrispettivo in titoli delle offerte di scambio è valutato ai prezzi di mercato del giorno precedente l'annuncio dell'offerta.

L'82% circa del controvalore delle Opa eseguite nel 2006 è riferibile a 10 trasferimenti di pacchetti di controllo seguiti da Opa successive obbligatorie, il cui controvalore complessivo è stato pari a circa 6 miliardi di euro (Appendice, Tav. A.2). Tale valore è riferibile per circa il 50% all'offerta promossa da Bnp Paribas sulle azioni Bnl. Le altre operazioni di maggiore rilievo sono state l'offerta promossa da Assicurazioni Generali su Toro Assicurazioni e quella promossa da Abn Amro su Banca Antonveneta. Fra le offerte volontarie che hanno portato a un consolidamento di posizioni di controllo, si segnala l'Opa promossa da Eurizon Financial Group su azioni di Banca Fideuram (per un controvalore pari a circa 900 milioni di euro).

6. Gli assetti proprietari e gli organi societari

Nel corso del 2006 gli assetti proprietari delle società quotate italiane sono rimasti sostanzialmente invariati. Rispetto al 2005 la quota media del primo azionista è lievemente scesa (dal 28,6 al 27,5%), mentre quella degli altri azionisti rilevanti è rimasta pressoché stabile al 15% (Fig. 20; Appendice, Tav. A.3).

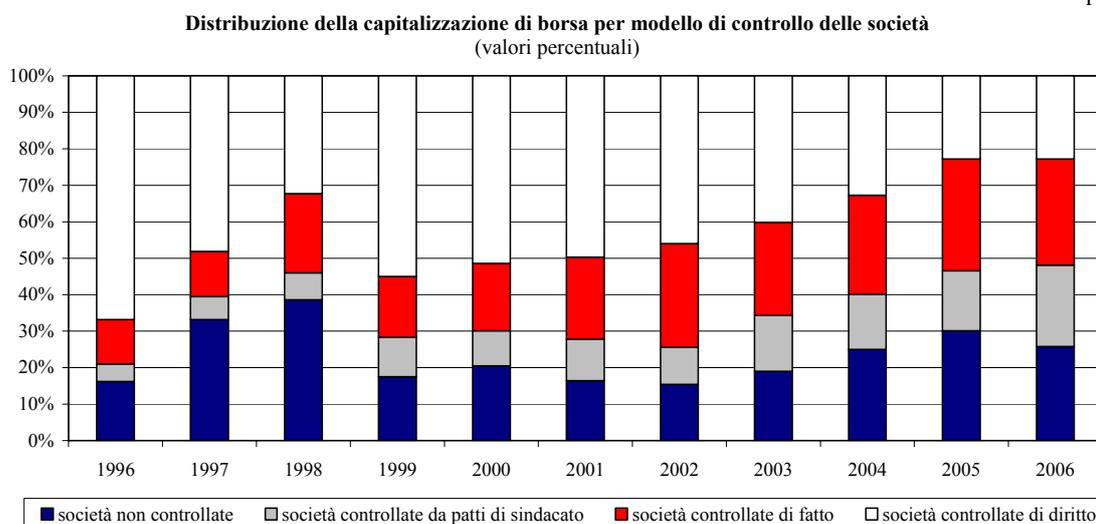
Fig. 20



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

Anche la distribuzione delle società quotate per modello di controllo non ha subito cambiamenti rilevanti. Il peso delle società controllate di diritto o di fatto da un singolo azionista sulla capitalizzazione di borsa è rimasto sostanzialmente stabile (dal 53 al 52%). Tra le altre società è aumentato il peso del controllo dei patti di sindacato (Fig. 21; Appendice, Tav. A.4).

Fig. 21



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

Rispetto al 2005 è lievemente cresciuto il peso sulla capitalizzazione di borsa delle partecipazioni rilevanti possedute da società di capitali (dal 9,6% al 10,4%) e dal settore pubblico (dal 9,6% al 9,8%); è diminuito, invece, il peso delle partecipazioni detenute da soggetti esteri (dall'8,9% al 6,7%) e da banche (dal 4,5% al 3,8%) (Appendice, Tav. A.5).

La distribuzione delle partecipazioni rilevanti cambia a seconda del settore in cui operano le società partecipate. I soggetti esteri e le fondazioni bancarie possiedono la quota prevalente delle partecipazioni nel settore finanziario. Nei settori non finanziari sono maggiormente diffuse le partecipazioni pubbliche e delle società di capitali non finanziarie (Tav. 5)

Tav. 5

Partecipazioni rilevanti nelle società italiane quotate in borsa¹

	2005			2006		
	Settore delle società partecipate			Settore delle società partecipate		
	Finanziario	Industriale	Servizi	Finanziario	Industriale	Servizi
Soggetti dichiaranti						
Soggetti esteri	13,6	4,3	4,1	8,4	5,0	5,5
Assicurazioni	2,5	0,4	1,4	2,9	0,4	0,7
Banche	8,0	1,5	0,2	7,4	0,5	0,6
Fondazioni	8,0	--	0,1	9,2	--	0,2
Investitori istituzionali	--	0,1	0,2	--	0,1	0,2
Società di capitali	7,6	11,3	12,3	7,5	12,8	13,3
Stato e enti locali	0,8	15,8	23,1	0,8	14,8	23,5
Persone fisiche	3,6	8,7	6,8	3,7	9,3	5,8
<i>Totale</i>	<i>44,2</i>	<i>42,1</i>	<i>48,2</i>	<i>40,0</i>	<i>42,9</i>	<i>49,8</i>
Numero società	80	96	44	73	106	44
Peso ²	49,5	33,5	17,0	47,1	35,1	17,9

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

Stabile, rispetto alla fine del 2005 è anche il numero di società quotate oggetto di patti di sindacato rilevanti ai sensi dell'art. 122 del Tuf, mentre si riscontra una lieve riduzione del numero di patti. Si conferma la prevalenza dei patti definiti "globali" che prevedono sia clausole di blocco, riguardanti limiti al trasferimento delle azioni, sia clausole sull'esercizio del diritto di voto (Tav. 6 e Appendice, Tav. A.6).

Crescente è il numero di società quotate controllate da una società non quotata su cui è in vigore un patto di sindacato, passato da 22 del 2005 a 27 nel 2006. Nella quasi totalità dei casi tali patti hanno ad oggetto l'esercizio del diritto di voto sulla maggioranza assoluta del capitale della società controllante (Appendice, Tav. A.7).

Tipologia dei patti di sindacato in società quotate italiane
(situazione al 31 dicembre)

	Tipo di patto											
	Blocco			Voto			Globale			Totale		
	Numero patti	Capitale sociale sindacato ¹	Numero società	Numero patti	Capitale sociale sindacato ¹	Numero società	Numero patti	Capitale sociale sindacato ¹	Numero società	Numero patti	Capitale sociale sindacato ¹	Numero società ²
	Mta											
2002	7	31,5	7	8	39,7	8	32	47,6	30	47	43,9	41
2003	8	39,0	8	11	41,9	9	36	46,9	34	55	44,8	47
2004	7	50,8	7	10	40,8	8	39	47,8	37	56	46,9	47
2005	8	32,2	8	10	42,4	8	46	49,1	43	64	45,9	52
2006	7	45,4	7	8	44,3	4	44	50,0	43	59	48,7	52
	Mtax											
2002	6	38,9	6	3	62,9	3	15	49,1	13	24	48,3	16
2003	6	30,7	6	--	--	--	4	44,8	4	10	36,3	9
2004	4	29,5	4	--	--	--	7	41,9	6	11	37,4	8
2005	2	29,0	2	--	--	--	6	49,6	5	8	44,4	6
2006	1	15,4	1	--	--	--	7	50,2	6	8	45,2	6

Fonte: Comunicazioni ai sensi dell'art. 122 del Tuf. Confronta Note metodologiche. ¹ In percentuale sul totale del capitale ordinario. Valori medi. Quando su una società sono presenti più di un patto di sindacato della stessa tipologia è stato considerato solo il patto con la quota sindacata più elevata. ² Il totale non corrisponde alla somma delle singole voci in quanto in alcuni casi diversi patti di sindacato riguardano una stessa società. ³ Comprendono sia clausole di blocco che di voto.

L'elevato grado di concentrazione proprietaria fa sì che il numero medio di soggetti partecipanti alle assemblee delle società appartenenti agli indici S&P/Mib risulti basso, anche se in lieve crescita rispetto al 2005 (da 164 a 179) (Appendice, Tav. A.8).

La quota dei voti rappresentati in assemblea degli investitori istituzionali è in media di poco superiore al 5%. Gli azionisti di maggioranza, invece, detengono circa l'84% del capitale sociale rappresentato in assemblea. Nelle società appartenenti al comparto Star il peso degli investitori istituzionali nelle assemblee è ancora più contenuto (in media l'1,4%) (Appendice, Tav. A.9). Gli investitori istituzionali presenti in assemblea sono prevalentemente soggetti esteri sia per le società appartenenti agli indici S&P/Mib e Midex (3,9% del capitale sociale rappresentato in assemblea) sia per quelle del comparto Star (0,8%) (Appendice, Tav. A.10).

Il modello di controllo delle società incide fortemente sulla dimensione del consiglio di amministrazione: le società controllate attraverso patti di sindacato hanno in media circa 3 consiglieri in più rispetto alle società controllate di diritto (in media un amministratore esecutivo e circa due non esecutivi in più) e circa 2 in più rispetto a quelle controllate di fatto (Tav. 7).

La dimensione del consiglio è, tuttavia, condizionata anche dal settore di appartenenza della società (sebbene questo sia a sua volta correlato con il modello di controllo): circa il 90% delle assicurazioni e oltre il 70% delle banche hanno un consiglio composto da più di dieci membri,

mentre consigli con oltre dieci membri si ritrovano solo nel 32% circa delle società industriali e nel 39% circa delle società di servizi (Tav. 8).

Numero medio di amministratori delle società italiane quotate in borsa nel 2006 per modello di controllo

Tav. 7

Modello di controllo	Amministratori esecutivi	Amministratori non esecutivi	Totale
Di diritto	3,1	6,6	9,7
Di fatto	2,6	7,1	9,7
Non controllate	3,7	7,1	10,8
Patto di sindacato	4,4	8,5	12,9

Fonte: Consob.

Distribuzione delle società italiane quotate in borsa nel 2006 per numero di componenti del consiglio di amministrazione in relazione al settore di attività¹ (valori percentuali)

Tav. 8

Settori	Numero di componenti del consiglio di amministrazione				Totale
	< 6	6 - 10	11 - 15	> 15	
Assicurativo	--	12,5	25,0	62,5	100,0
Bancario	--	27,6	27,6	44,8	100,0
Finanziario	8,3	52,8	30,6	8,3	100,0
Industriale	11,3	56,6	29,2	2,8	100,0
Servizi	11,4	50,0	34,1	4,5	100,0

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

Il fenomeno dell'interlocking (cioè la presenza nel consiglio di amministrazione di almeno un membro che ha cariche in altre società quotate anche se appartenenti allo stesso gruppo) contraddistingue oltre l'80% delle società quotate italiane (Tav. 9); in 162 società oltre il 50% dei componenti del consiglio ha cariche in altre società quotate.

Società italiane quotate in borsa interessate da interlocking nel 2006

Tav. 9

Quota dei componenti del consiglio di amministrazione con più di una carica	Numero di società
< del 25%	86
dal 25 al 50%	76
dal 51 al 75%	38
> del 75%	10
<i>Totale</i>	<i>210</i>
<i>in percentuale del totale delle società quotate</i>	<i>81,4</i>

II – I MERCATI

1. La congiuntura economica e i mercati azionari

Nel 2006 l'economia mondiale ha continuato complessivamente a crescere, ma a ritmi differenti fra le varie aree geografiche.

L'espansione economica negli Usa ha subito un rallentamento nel corso dell'anno a causa principalmente dell'andamento negativo del mercato immobiliare e degli aumenti del prezzo del petrolio. Nei Paesi emergenti dell'Asia, invece, la crescita è stata sostenuta (in particolare in Cina e in India), mentre in Giappone si è mantenuta su livelli prossimi a quelli del 2005.

Nell'area dell'euro l'espansione economica è stata nettamente superiore rispetto a quella rilevata nel 2005 (le prime stime della Commissione Europea indicano un tasso di crescita del 2,6% nel 2006, contro l'1,4% nell'anno precedente); anche nel Regno Unito la crescita è risultata sostenuta (2,5%).

In Italia il tasso di crescita del Pil è stato positivo (pari al 2% circa, sulla base delle stime a inizio 2007 dell'Istat), dopo che nel 2004 e nel 2005 si era attestato su valori prossimi allo zero. L'espansione economica, seppure significativa, è risultata inferiore rispetto a quella dell'area dell'euro ed è stata alimentata soprattutto dall'aumento degli investimenti, dei consumi delle famiglie e delle esportazioni.

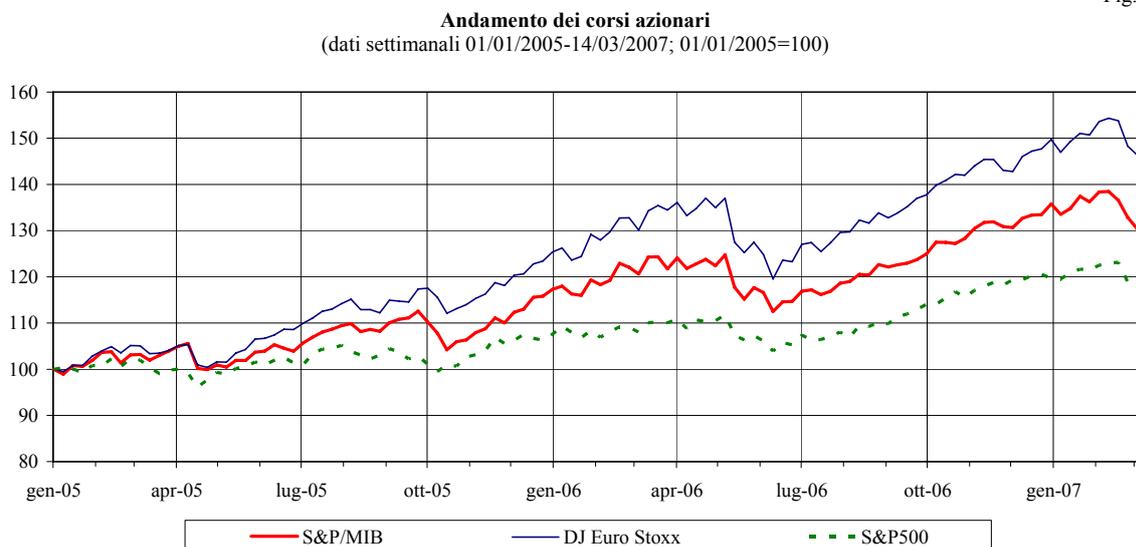
Nel 2007 dovrebbe continuare il processo di espansione economica a livello globale. Negli Usa la crescita potrebbe essere inferiore al suo livello potenziale a causa della debolezza del mercato degli immobili, mentre rimangono buone le prospettive economiche per Giappone, Regno Unito e per i Paesi emergenti dell'Asia. Nell'area dell'euro la crescita dovrebbe proseguire con ritmi sostenuti ma inferiori a quelli del 2006. L'incremento delle imposte indirette in Germania, la diminuzione della domanda mondiale prodotta dal rallentamento dell'economia negli Usa, la volatilità del prezzo del petrolio e il recente forte apprezzamento dell'euro potrebbero frenare l'espansione economica. In Italia si prevede pure una crescita inferiore a quella del 2006 (il tasso di crescita stimato a inizio 2007 dall'Isae è pari all'1,4%).

Nel corso del 2006 la congiuntura economica favorevole nell'area dell'euro e il rallentamento dell'economia Usa hanno contribuito a spiegare una crescita dei corsi azionari diseguale fra le due aree geografiche. Infatti, il Dow Jones Euro Stoxx (indice relativo alle maggiori società quotate nell'area dell'euro) è aumentato del 20% circa, mentre l'indice S&P500 (che include le imprese più importanti del mercato azionario statunitense) del 14% circa (Fig. 22); in Italia la crescita dell'indice S&P/Mib nel 2006 è stata, invece, pari al 16% (contro il 14% del 2005).

Nei mesi di maggio e giugno 2006 i corsi azionari hanno subito una brusca correzione a causa della situazione di incertezza, prodotta dalla crescita del prezzo del petrolio e delle materie

prime, che si è manifestata anche in un aumento della volatilità. La successiva riduzione del prezzo del petrolio ha riportato condizioni distese sui mercati finanziari.

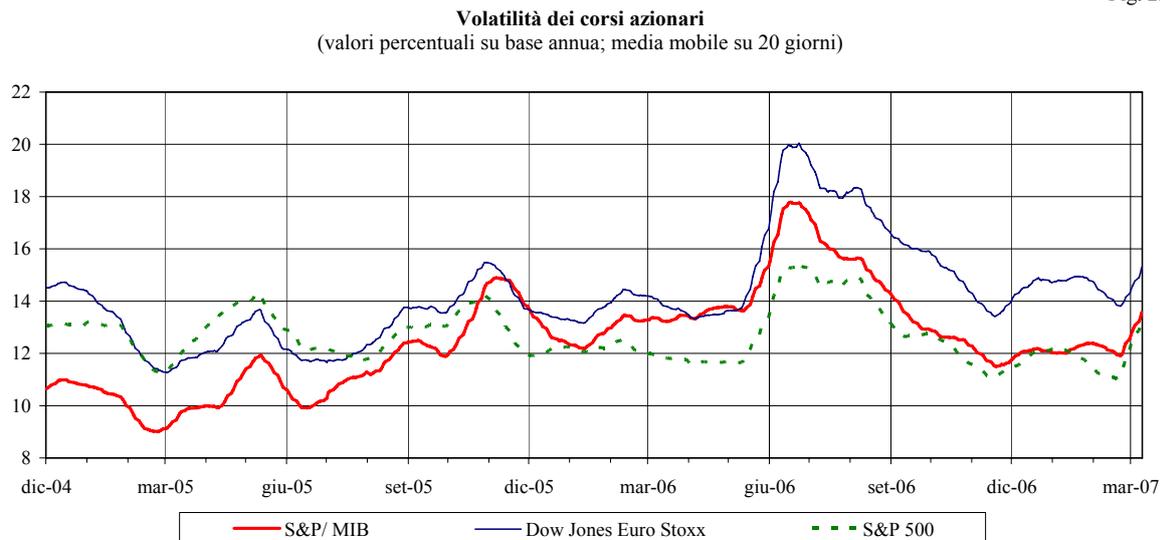
Fig. 22



Fonte: Thomson Financial-Datastream.

Nel 2006, al di fuori del picco riscontrato nei mesi di maggio e giugno, la volatilità dei corsi azionari si è mantenuta su valori storicamente molto bassi (Fig. 23). L'espansione economica e l'aumento degli utili aziendali hanno contribuito a creare un clima di fiducia, riducendo le incertezze riguardo alle prospettive di rendimento dell'investimento azionario. La volatilità contenuta si riflette anche nella riduzione dei differenziali di rendimento delle obbligazioni speculative grade rispetto ai titoli di Stato (si veda il successivo §4).

Fig. 23

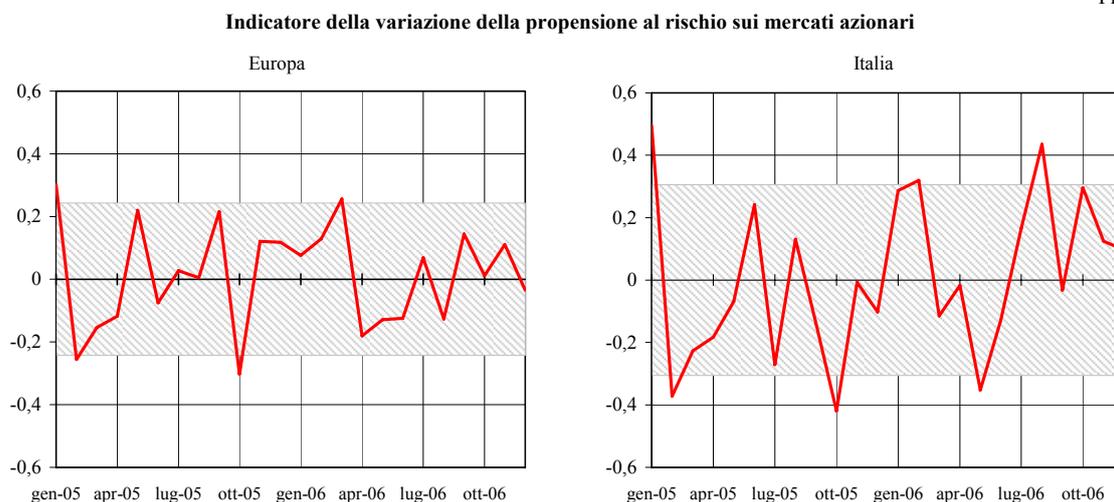


Fonte: Bloomberg. Volatilità implicita desunta dai prezzi delle opzioni sugli indici.

Indicatori statistici che consentono di rilevare l'attitudine verso il rischio degli operatori, sia pure con un certo margine di approssimazione, segnalano che nel corso del 2006 la propensione al rischio degli investitori nell'area dell'euro non sembrerebbe essere cambiata in modo significativo, neanche nella fase di maggiore tensione sui mercati che ha caratterizzato i mesi di maggio e giugno (Fig. 24). Nel caso dell'Italia, invece, la propensione al rischio sarebbe diminuita a maggio, per poi nuovamente aumentare in agosto.

All'inizio del 2007 si è registrata una nuova correzione sulle principali borse mondiali derivante da una brusca riduzione dei corsi sulla borsa cinese e dalle preoccupazioni di una eccessiva esposizione di alcuni intermediari finanziari americani verso il segmento dei mutui ipotecari cosiddetti subprime (cioè concessi a soggetti con basso merito di credito), per i quali il tasso di insolvenza è cresciuto in maniera sensibile. Inoltre, le difficoltà del settore immobiliare Usa hanno destato preoccupazioni per la possibilità che un ulteriore rallentamento dell'economia statunitense possa indebolire la crescita a livello globale.

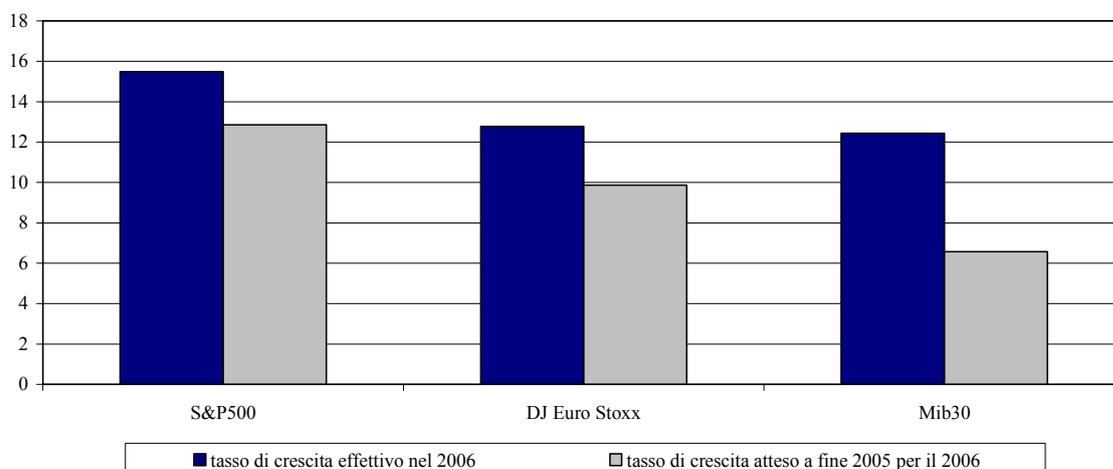
Fig. 24



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Financial-Datastream. L'indicatore misura la correlazione di rango fra volatilità e rendimenti per i titoli che compongono l'indice Dow Jones Euro Stoxx (Europa) e per i titoli che compongono l'indice S&P/Mib (Italia). I punti del grafico al di sopra (sotto) dell'area tratteggiata individuano aumenti (riduzioni) statisticamente significative della propensione al rischio degli investitori. Confronta Note metodologiche.

La congiuntura favorevole del mercato azionario nel 2006 è da ricollegare essenzialmente al buon andamento degli utili societari. La crescita degli utili per azione delle società Usa incluse nell'indice S&P500 è stata pari al 15% circa; tale aumento ha superato di circa 2,6 punti percentuali le previsioni effettuate dagli analisti a fine 2005 (cosiddetto *earning surprise*; Fig. 25). Nell'area dell'euro l'*earning surprise* per le imprese incluse nell'indice Dow Jones Euro Stoxx è stato pari a circa 3 punti percentuali. La crescita degli utili per azione delle società incluse nell'indice Mib30 è stata allineata a quella delle imprese dell'area dell'euro (12% circa) ed è stata pari a circa il doppio rispetto a quella prevista a fine 2005.

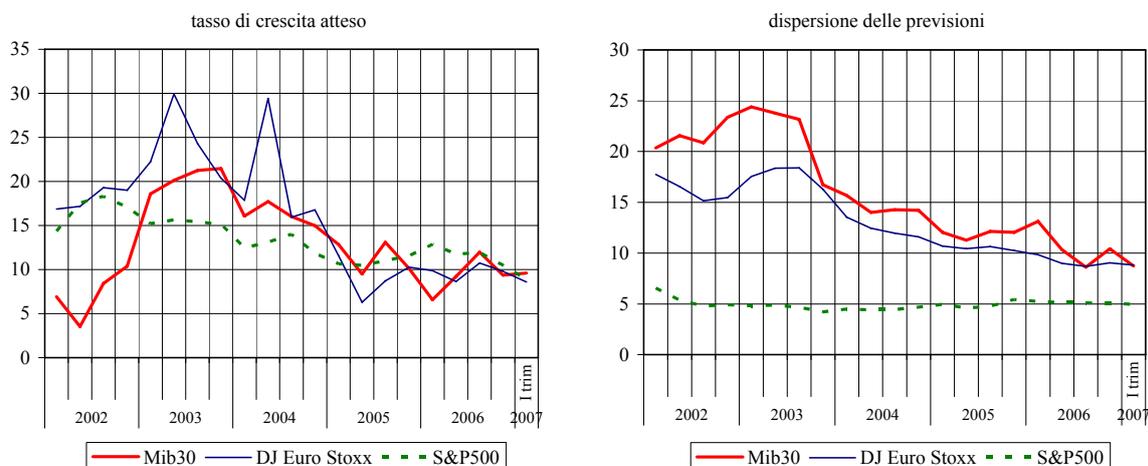
Fig. 25

Crescita effettiva e attesa degli utili societari nel 2006
(valori percentuali)

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

Le previsioni sul tasso di crescita degli utili societari su di un orizzonte di 12 mesi per le società incluse negli indici S&P500, Dow Jones Euro Stoxx e Mib30 sono migliorate nella prima metà del 2006 in virtù del buon andamento del quadro congiunturale; successivamente le stime sono state riviste al ribasso, a causa del rallentamento dell'economia Usa e delle prospettive di un rallentamento della crescita nell'area dell'euro nel 2007. Per le imprese italiane ed europee è proseguita la tendenza alla riduzione della dispersione delle aspettative sugli utili da parte dei diversi analisti; il tasso di dispersione delle aspettative rimane però significativamente più basso per le imprese americane (Fig. 26).

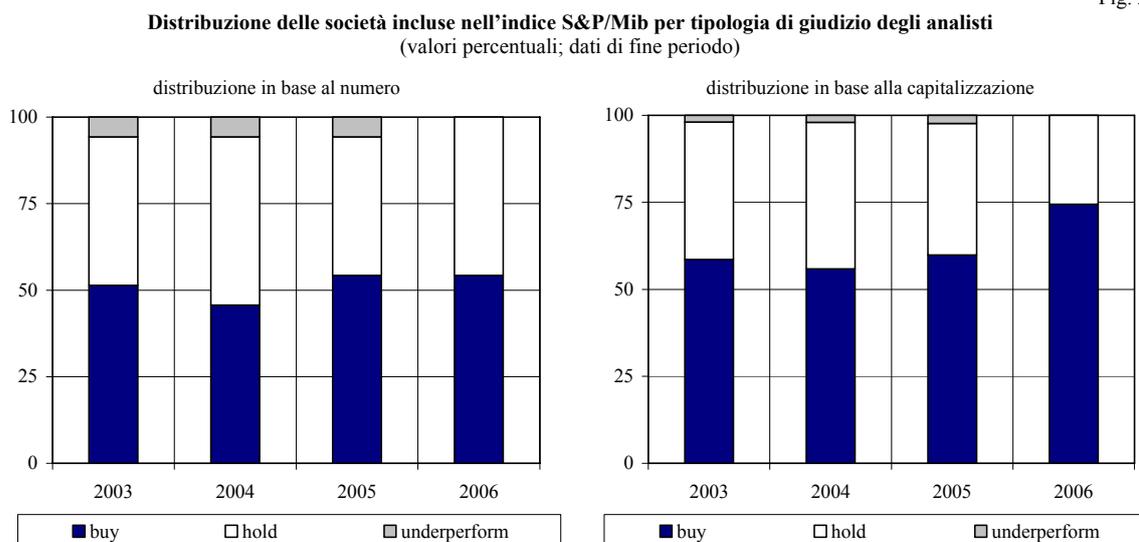
Fig. 26

Previsioni degli analisti sugli utili societari
(valori percentuali; dati trimestrali)

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

La situazione positiva del settore corporate italiano è messa in evidenza dalle statistiche sui giudizi degli analisti sulle società incluse nell'indice S&P/Mib. Confrontando i dati rilevati a fine dicembre 2006 con quelli dello stesso periodo del 2005, il numero di società che hanno ricevuto il giudizio "buy" è rimasto invariato (54% circa del campione), mentre tutte le società che erano state classificate nella categoria "underperform" sono passate a quella "hold". La composizione del gruppo di imprese connotate dal giudizio "buy", inoltre, si è modificata arricchendosi della presenza di società a capitalizzazione più elevata. La percentuale in termini di capitalizzazione delle imprese che hanno ricevuto la valutazione migliore è, infatti, passata dal 60 al 75% circa (Fig. 27).

Fig. 27



Fonte: Thomson Financial-Datastream; dati IBES sul Consensus degli analisti finanziari. Non sono incluse le società Lottomatica, Parmalat, STMicroelectronic, Terna e Unipol per le quali non sono disponibili serie complete sui dati di Consensus nei quattro anni considerati.

Il ciclo congiunturale favorevole e la crescita dei corsi azionari hanno contribuito a configurare un quadro complessivamente positivo per il mercato azionario italiano.

La capitalizzazione delle società domestiche quotate sul mercato Mta/Mtax è aumentata sia in valore assoluto (da 669 a 768 miliardi di euro; +15%) che in rapporto al Pil (dal 47,2 al 52,1%; Tav. 10).

Il volume degli scambi sul mercato Mta/Mtax (con riferimento alle sole azioni di società domestiche) è cresciuto del 21% (da 893 a 1.076 miliardi di euro) ed è aumentato l'indice di turnover (rapporto fra valore degli scambi e capitalizzazione) da 1,3 nel 2005 a 1,4 nel 2006.

Il listino delle società domestiche quotate non ha subito, tuttavia, variazioni particolarmente rilevanti nel 2006. Il numero delle imprese domestiche quotate è aumentato di sole 9 unità (da 275 a 284), in virtù di 25 nuove quotazioni (17 sul mercato Mta/Mtax e 8 sul Mercato Expandi) e 16 revoche. Delle 25 nuove quotazioni 21 sono dovute alle Ipo (14 sul mercato Mta/Mtax e 7 sul Mercato Expandi).

Indicatori dei mercati azionari gestiti da Borsa Italiana Spa
(valori monetari in miliardi di euro)

	Borsa ¹									Mercato Expandi			Nuovo Mercato			
	Capitalizzazione ²	Capitalizzazione (% del Pil)	Scambi di titoli azionari	N° società quotate (domestiche)	N° società neoquotate (domestiche)	N° società cancellate (domestiche)	Variazione del MIB storico ³	Rapporto dividendi – prezzi ³	Rapporto utili – prezzi ³	Capitalizzazione ²	Scambi di titoli azionari	N° società quotate (domestiche)	Capitalizzazione ²	Scambi di titoli azionari	N° società quotate (domestiche)	Variazione dell'indice NM ³
1996	199	20,3	81	213	14	18	13,1	2,1	6,9	3	..	31	—	—	—	—
1997	310	30,2	174	209	14	18	58,2	1,7	4,6	5	1	26	—	—	—	—
1998	484	44,8	423	219	25	15	41,0	1,6	3,9	4	2	20	—	—	—	—
1999	714	64,4	503	241	28	6	22,3	1,5	3,4	5	1	17	7	4	6	536 ⁴
2000	790	67,8	839	237	16	20	5,4	2,1	4,5	6	1	15	22	30	39	-25,5
2001	575	47,3	637	232	13	18	-25,1	2,8	6,0	5	..	12	13	21	44	-45,6
2002	447	35,7	562	231	11	12	-23,7	3,8	5,9	5	..	13	6	10	44	-50,1
2003	475	36,6	567	219	9	21	14,9	3,4	6,4	5	..	11	8	14	41	27,3
2004	569	42,2	641	219	7	7	17,5	3,4	6,0	5	..	13	7	19	37	-17,5
2005	669	47,2	893	257	13	12	13,9	3,0	5,2	7	1	18	—	—	—	—
2006	768	52,1	1.076	258	17	16	19,0	3,4	6,0	10	2	26	—	—	—	—

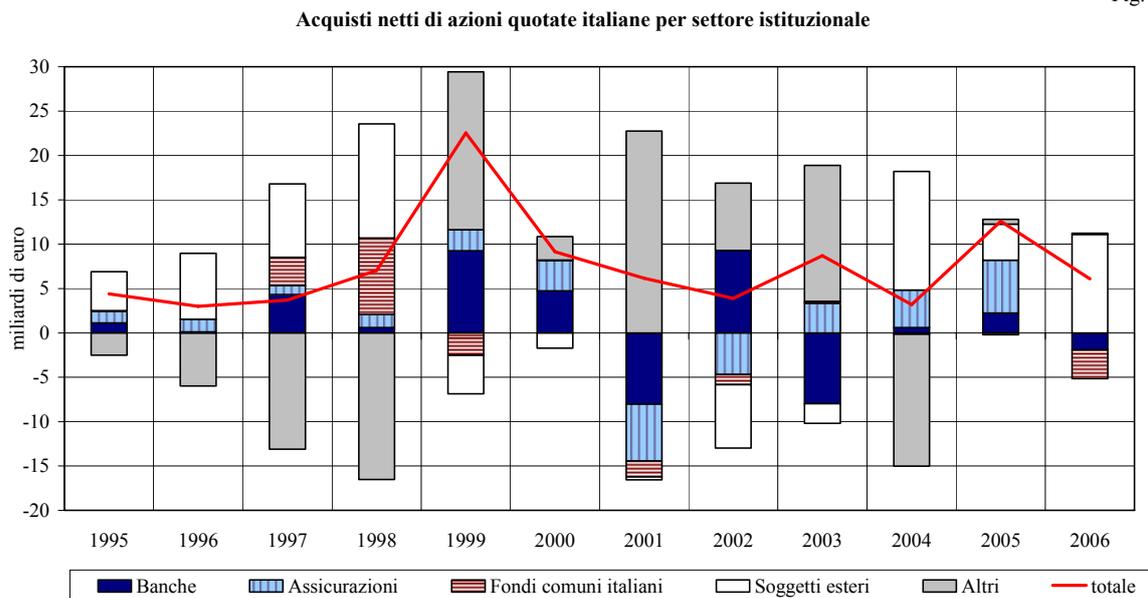
Fonte: Borsa Italiana Spa, Thomson Financial. ¹ Dal 2005 Mta/Mtax. ² Il dato sulla capitalizzazione è riferito alle società domestiche. ³ Valori in percentuale rilevati a fine anno. ⁴ Dal 17 giugno 1999 al 30 dicembre 1999.

Nel 2006 è stato introdotto un nuovo segmento del mercato Mta, denominato Mta International, riservato alle società di diritto estero già quotate su un altro mercato regolamentato europeo da più di 18 mesi. Le ammissioni alla negoziazione su Mta International sono state 21.

Nonostante l'andamento favorevole del ciclo borsistico, le emissioni azionarie sono diminuite di più del 50% (da 13,2 miliardi di euro nel 2005 a circa 6,2 miliardi di euro nel 2006) a causa principalmente della riduzione delle operazioni di aumento di capitale a pagamento (5 miliardi di euro circa nel 2006, contro 12 miliardi di euro nel 2005).

Sulla base dei dati stimati fino a novembre 2006 dalla Banca d'Italia, i principali acquirenti netti di azioni quotate italiane sono stati gli operatori non residenti; i fondi comuni italiani sono stati venditori netti per 3,2 miliardi di euro e le banche per circa 1,9 miliardi di euro (Fig. 28).

Fig. 28

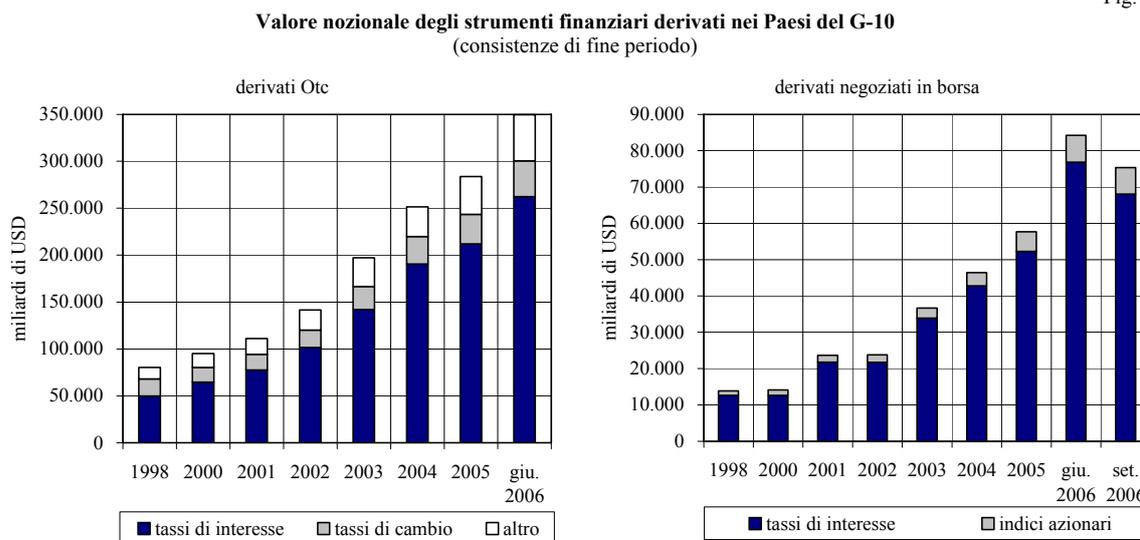


Fonte: Banca d'Italia. Il settore istituzionale "Altri" comprende le famiglie, le imprese, le amministrazioni centrali e locali, la Cassa depositi e prestiti, le Sim e gli Istituti di Previdenza. I dati 2006 sono provvisori e non includono le assicurazioni.

2. Il mercato degli strumenti finanziari derivati

Nel corso della prima metà del 2006 l'ammontare di strumenti finanziari derivati non quotati (cosiddetti *over the counter* o *Otc*) e quotati (cosiddetti *exchange traded*) è cresciuto a ritmi sostenuti confermando il *trend* degli ultimi anni (Fig. 29).

Fig. 29



Fonte: Banca dei Regolamenti Internazionali. I derivati negoziati in borsa su valute non sono riportati poiché costituiscono meno dell'1% dell'ammontare nozionale totale in tutti gli anni considerati.

Secondo le rilevazioni della Banca dei Regolamenti Internazionali relative ai Paesi del G-10, il valore nozionale dei derivati Otc su strumenti finanziari ammontava a giugno 2006 a circa 350.000 miliardi di dollari Usa (con un incremento del 30% circa rispetto a giugno 2005 e del 23% circa rispetto a dicembre 2005).

Il controvalore nozionale dei derivati Otc sui tassi di interesse a giugno 2006 ammontava a 262.300 miliardi di dollari, pari a circa il 75% del nozionale complessivo dei derivati Otc. Meno diffusi sono i derivati Otc su cambi (11% del nozionale complessivo), su merci e azioni.

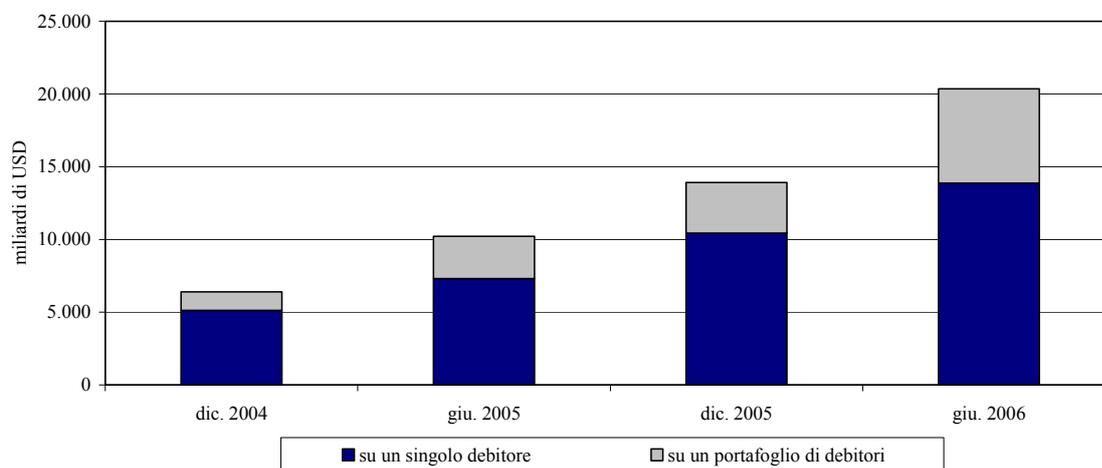
Nel corso del 2006, anche i derivati exchange traded hanno sperimentato un tasso di crescita più sostenuto rispetto all'anno precedente; il lieve calo rilevato da giugno a settembre (da 84.415 a 75.578 miliardi di dollari) è legato a fattori stagionali e a effetti di breve periodo.

Anche per i derivati exchange traded la quota preponderante del nozionale è costituita da derivati su tassi di interesse (circa il 90% del totale); i derivati su indici azionari rappresentano, invece, poco meno del 10% del controvalore nozionale complessivo.

Il mercato dei derivati sul rischio di credito è stato caratterizzato da una dinamica analoga a quella dei derivati su strumenti finanziari. Sulla base dell'indagine effettuata dalla Banca dei Regolamenti Internazionali per i Paesi del G-10, il valore nozionale dei contratti di *credit default swap* (Cds) risulta raddoppiato fra giugno 2005 e giugno 2006 (Fig. 30). La quota preponderante dei *credit default swap* è rappresentata dai derivati su un singolo debitore (70% del valore nozionale totale).

Fig. 30

Valore nozionale dei *credit default swap* nei Paesi del G-10
(consistenze di fine periodo)

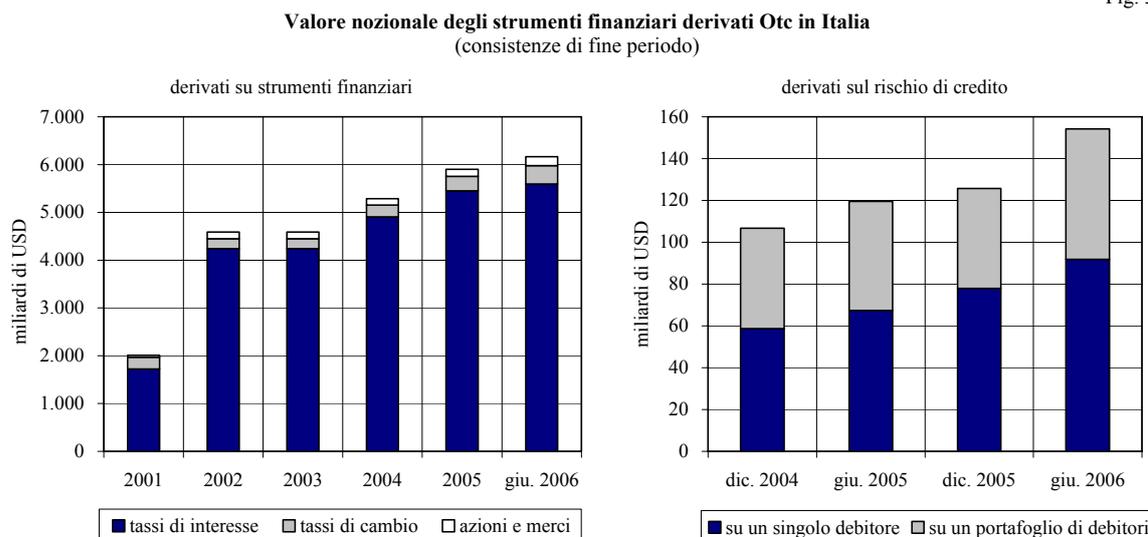


Fonte: Banca dei Regolamenti Internazionali.

Anche in Italia il mercato dei derivati Otc è cresciuto in maniera significativa (come confermano i dati dell'indagine semestrale effettuata dalla Banca d'Italia relativa all'operatività di un campione di gruppi bancari maggiormente rappresentativi del comparto), sebbene a tassi nettamente inferiori rispetto a quanto rilevato per l'insieme dei Paesi del G-10.

A giugno 2006 il controvalore nozionale dei derivati Otc era pari a 6.167 miliardi di dollari Usa, con un aumento rispetto a dicembre 2005 del 5% circa (Fig. 31); la quota dell'Italia sull'intero campione dei Paesi del G-10 continua a rimanere esigua (1,8% nel primo semestre del 2006). Da dicembre 2005 a giugno 2006 i derivati su azioni sono cresciuti del 31%, contro un aumento del 28% dei derivati su tasso di cambio e solo del 3% dei derivati su tassi di interesse, che comunque continuano a rappresentare la quota preponderante dei derivati Otc su strumenti finanziari (91% circa).

Fig. 31



Fonte: Banca d'Italia.

A giugno 2006 è diminuito notevolmente rispetto allo stesso periodo del 2005 il valore di mercato (al lordo dell'effetto di compensazioni bilaterali o di altri meccanismi tesi alla riduzione del rischio di credito) delle posizioni in derivati del campione di gruppi bancari partecipanti all'Indagine della Banca d'Italia. A tale data, infatti, il valore di mercato delle posizioni in derivati risultava pari a 68,7 miliardi di dollari all'attivo e a 65,7 miliardi di dollari al passivo (contro, rispettivamente, 99 e 95 miliardi di dollari a giugno 2005).

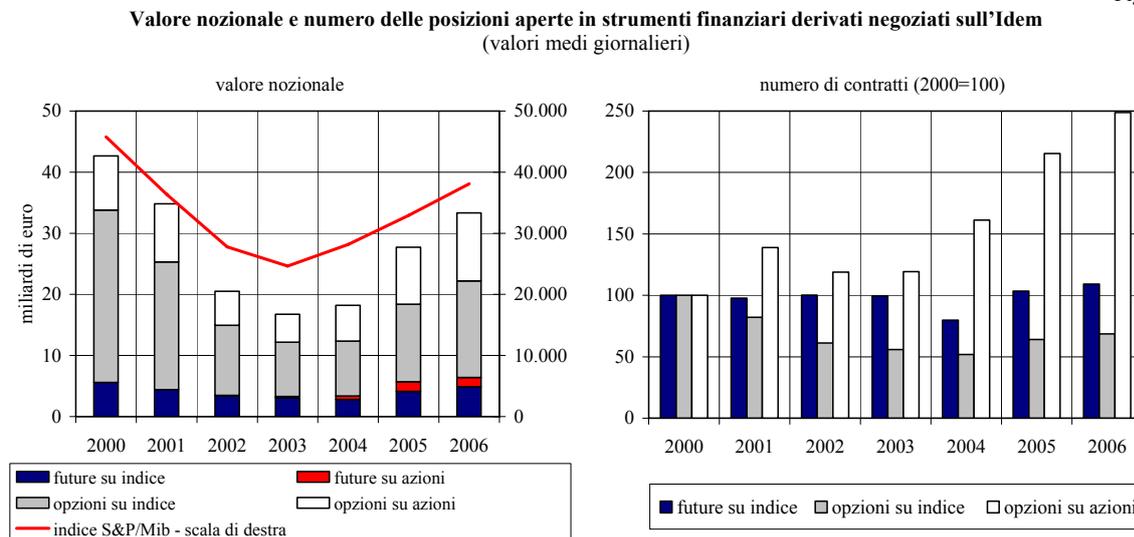
Il mercato italiano dei credit default swap è cresciuto, invece, a un ritmo più sostenuto rispetto a quello dei derivati su strumenti finanziari, ma comunque in misura inferiore rispetto a quanto rilevato per l'insieme dei Paesi del G-10 (23% contro 46%).

Gli unici strumenti finanziari derivati *exchange traded* per il mercato italiano sono costituiti dai derivati quotati sul Mercato Italiano dei Derivati (Idem) gestito da Borsa Italiana Spa e hanno come sottostante esclusivamente indici azionari o azioni. Nel 2006 il valore nozionale dei contratti aperti sull'Idem (calcolato come media giornaliera) è cresciuto in maniera significativa (20% circa; 52% nel 2005), passando da 28 a 33 miliardi di euro circa (Fig. 32).

In termini di valore nozionale medio giornaliero, la quota preponderante dei contratti aperti è costituita dalle opzioni sull'indice (47% del totale), seguiti dalle opzioni su azioni (33%), dai future e minifuture su indice (15%) e dai future su azioni (5%). Considerando il numero dei

contratti aperti, le opzioni su azioni mostrano il tasso di crescita più elevato, mentre il numero medio di contratti aperti sulle opzioni sull'indice risulta diminuito rispetto al 2000; i contratti aperti sui future sull'indice risultano, invece, stabili.

Fig. 32

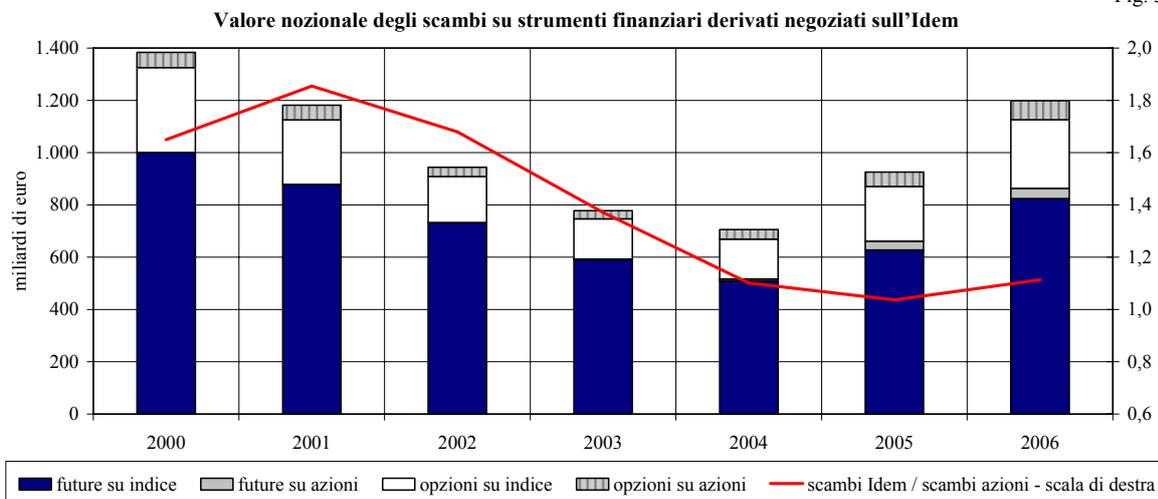


Fonte: elaborazioni su dati Borsa Italiana. Nel grafico relativo al valore nozionale delle posizioni aperte la categoria "future su indice" include i minifuture su indice. I valori annuali dell'indice S&P/Mib sono medie dei dati di fine mese.

Nel 2006 il valore nozionale degli scambi sull'Idem ha raggiunto circa 1.200 miliardi di euro (valore simile a quello del 2001), con una crescita rispetto al 2005 del 29% circa (Fig. 33). Risulta in aumento anche il rapporto fra scambi su derivati e scambi su azioni (da 1,0 a 1,1 circa).

In termini di valore nozionale la quota preponderante degli scambi sull'Idem è costituita dai future sull'indice (64% del totale), seguiti dalle opzioni sull'indice (22%), mentre i minifuture su indice, le opzioni su azioni e i future su azioni rappresentano invece una quota residuale degli scambi (pari complessivamente al 14%).

Fig. 33



Fonte: elaborazioni su dati Borsa Italiana. Nella categoria "future su indice" sono inclusi i minifuture su indice.

3. Il mercato dei covered warrants e dei certificates

Nel 2006 gli scambi sul mercato dei *securitised derivatives* gestito da Borsa Italiana Spa (SeDeX) hanno raggiunto i 70 miliardi di euro (+43% rispetto al 2005) e il numero di nuove emissioni é cresciuto del 4% circa (62% nel 2005) (Tav. 11).

Tav. 11

Covered warrants e certificates quotati sul SeDeX
(valori monetari in miliardi di euro)

	Numero di emissioni			Controvalore degli scambi
	in essere ¹	nuove ²	scadute ³	
1998	122	122	--	3
1999	1.565	1.660	217	14
2000	3.107	3.343	1.801	31
2001	5.866	8.194	5.435	21
2002	3.571	6.668	8.963	18
2003	2.594	4.749	5.726	11
2004	3.021	4.478	4.051	16
2005	4.076	7.253	6.198	49
2006	4.647	7.572	7.001	70

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

I nuovi strumenti sono stati emessi da 18 intermediari che rivestono spesso anche il ruolo di specialist (direttamente o tramite una società del gruppo) che hanno il compito di garantire la liquidità del mercato. Considerando inoltre gli intermediari che negoziano strumenti emessi prima del 2006, il numero degli emittenti presenti sul mercato sale a 21 (+40% rispetto al 2005).

In termini di numero di strumenti in circolazione, i covered warrant plain vanilla rimangono i prodotti più diffusi (76,3% del totale), seguiti dagli investment certificates (14,7% del totale), dai leverage certificates (5,9%) e dai covered warrant esotici/strutturati (3%) (Tav. 12).

Con riguardo alla distribuzione dei covered warrants sulla base del profitto derivante da un immediato esercizio della opzione (cosiddetta moneyness), si rileva che, al momento dell'emissione, circa il 51% dei covered warrants plain vanilla call, emessi nel 2006, sull'indice S&P/Mib e su azioni italiane era deep out of the money (ossia emesso con un prezzo di esercizio superiore dell'8% al prezzo di mercato del sottostante). Per gli strumenti put emessi nel 2006, il 48% risultava deep out of the money al momento dell'emissione (ovvero con un prezzo di esercizio inferiore dell'8% a quello di mercato del sottostante). I covered warrants emessi deep in the money (con uno strike inferiore del 4% al prezzo di mercato del sottostante per le call e superiore del 49% per le put) rappresentano, invece, una quota esigua (rispettivamente, il 10 e il 3% delle call e delle put emesse nel 2006) (Tav. 13). Con riferimento alla moneyness al momento della scadenza, i covered warrants call scaduti nel 2006 sono risultati in eguale proporzione deep out e deep in the money (35%); i covered warrants put scaduti nel 2006 presentano, invece, una predominanza degli

strumenti scaduti deep out of the money (53% dei casi, mentre il 15% è scaduto deep in the money).

Tav. 12

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

Segmento e categoria	2005		2006	
	Numero di emissioni	Peso sul totale ¹	Numero di emissioni	Peso sul totale ¹
<i>Covered warrant</i>				
Plain vanilla	3.189	78,2	3.548	76,3
Esotici	151	3,7	142	3,1
<i>Certificates</i>				
Leverage	290	7,1	276	5,9
Investment	446	10,9	681	14,7
<i>Totale</i>	<i>4.076</i>	<i>100,0</i>	<i>4.647</i>	<i>100,0</i>

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

Tav. 13

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

	Grado di moneyness ¹	
	all'emissione ²	alla scadenza ³
Call		
> 8% (deep out of the money)	50,7	35,6
da 8% a 4% (out of the money)	14,0	8,8
da 4% a 0 (at the money)	15,0	10,1
da 0 a -4% (in the money)	11,0	10,4
< -4% (deep in the money)	9,5	35,1
<i>Totale</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>
Put		
< -8% (deep out of the money)	48,4	52,9
da -8% a -4% (out of the money)	18,6	12,9
da -4% a 0 (at the money)	18,0	11,3
da 0 a 4% (in the money)	12,1	8,4
> 4% (deep in the money)	2,9	14,5
<i>Totale</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>

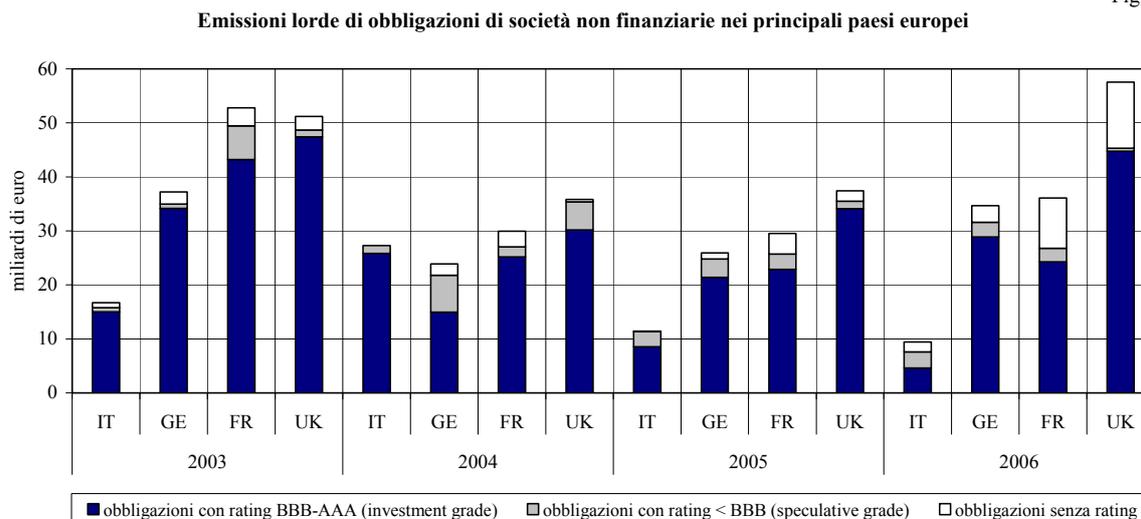
Fonte: elaborazioni su dati Borsa Italiana. ¹ Differenza percentuale tra prezzo di esercizio e prezzo di mercato dello strumento sottostante al momento dell'emissione o della scadenza del covered warrant. ² Dati relativi ai covered warrant plain vanilla su azioni italiane e indice S&P/Mib emessi nel 2006. ³ Dati relativi ai covered warrant plain vanilla su azioni italiane e indice S&P/Mib scaduti nel 2006.

L'analisi dei leverage certificate mostra un netto incremento di strumenti revocati prima della scadenza (37% dei leverage certificate emessi nel 2006, rispetto al 17% del 2005). Tali strumenti sono caratterizzati dal meccanismo della barriera o stop-loss che si attiva in caso di andamento sfavorevole del sottostante, determinando l'estinzione del certificate. La revoca per raggiungimento della barriera, il cui valore si trova poco sopra (per i bull/long) o sotto (per i bear/short) lo strike, si traduce per il possessore del certificate in una perdita integrale del capitale investito. I leverage bear/short, che scommettono sul ribasso del sottostante, hanno toccato la barriera più spesso rispetto ai bull/long (43 contro il 32%).

4. Il mercato obbligazionario

Nel 2006 le emissioni lorde di obbligazioni da parte di società non finanziarie sono cresciute a ritmi sostenuti nei principali paesi europei. Le emissioni sono aumentate del 34% in Germania, del 22% in Francia e del 54% nel Regno Unito; nel Regno Unito, inoltre, si è quasi quintuplicato il volume delle obbligazioni con rating speculativo o prive di rating (Fig. 34).

Fig. 34



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

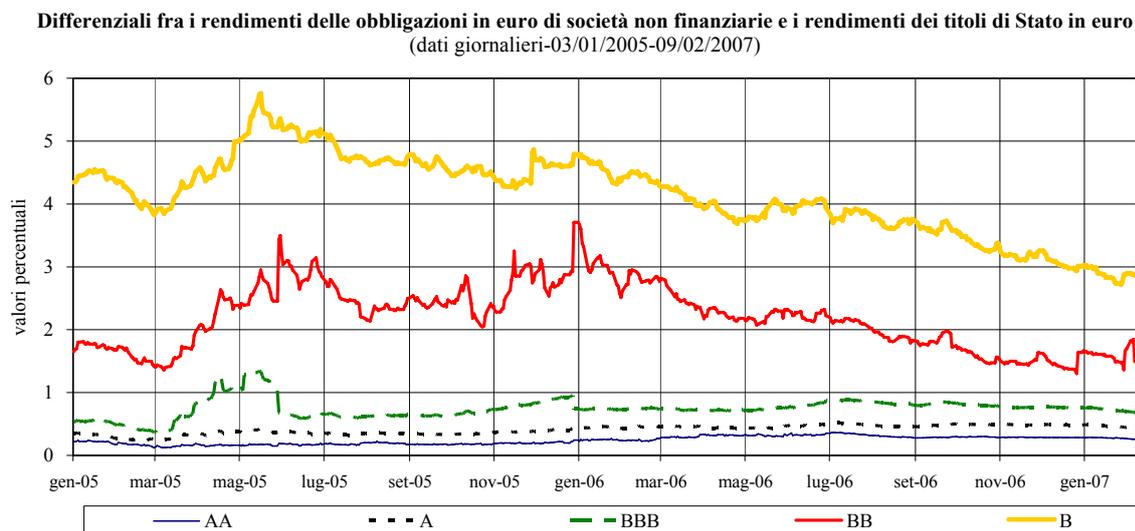
Il mercato rimane comunque molto concentrato; alle prime cinque società è riconducibile il 63% delle emissioni obbligazionarie in Germania, il 43% nel Regno Unito e il 32% in Francia.

L'aumento delle emissioni di obbligazioni corporate in Germania e nel Regno Unito è da ricollegare alla forte ripresa del mercato delle fusioni e acquisizioni (M&A). Molte imprese dell'area dell'euro, inoltre, hanno emesso obbligazioni per finanziare il processo di espansione sui mercati dei Paesi emergenti.

La forte crescita delle emissioni obbligazionarie *corporate* è stata sostenuta anche dal miglioramento della qualità del credito degli emittenti. Infatti, i differenziali fra i

rendimenti delle obbligazioni *corporate* e i rendimenti di titoli di Stato in euro si sono ulteriormente ridotti, soprattutto per gli emittenti con rating speculativo (Fig. 35). A fine 2006, tali differenziali erano pari all'1,6% per gli emittenti con rating BB (3,7% a fine 2005) e al 3% circa per quelli con rating B (4,8% a fine 2005).

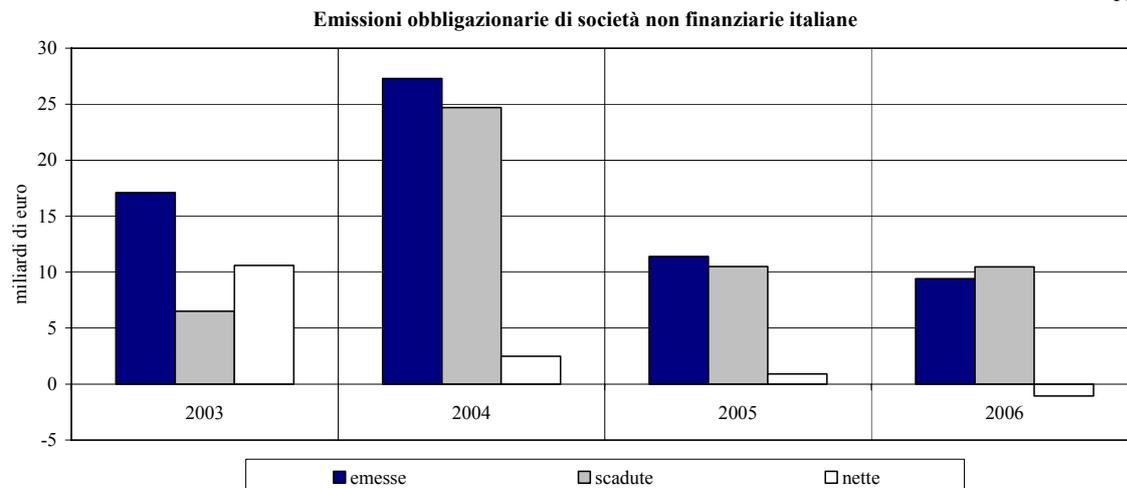
Fig. 35



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

In contrasto con quanto rilevato per i maggiori paesi europei, le emissioni lorde di obbligazioni da parte di società non finanziarie italiane (e di società estere controllate da gruppi non finanziari italiani) si sono sensibilmente ridotte, passando da 11,4 miliardi di euro nel 2005 a 9,4 miliardi di euro nel 2006 (-20% circa). Le emissioni nette (saldo fra obbligazioni emesse e scadute) sono state invece negative per 1,1 miliardi di euro (Fig. 36).

Fig. 36



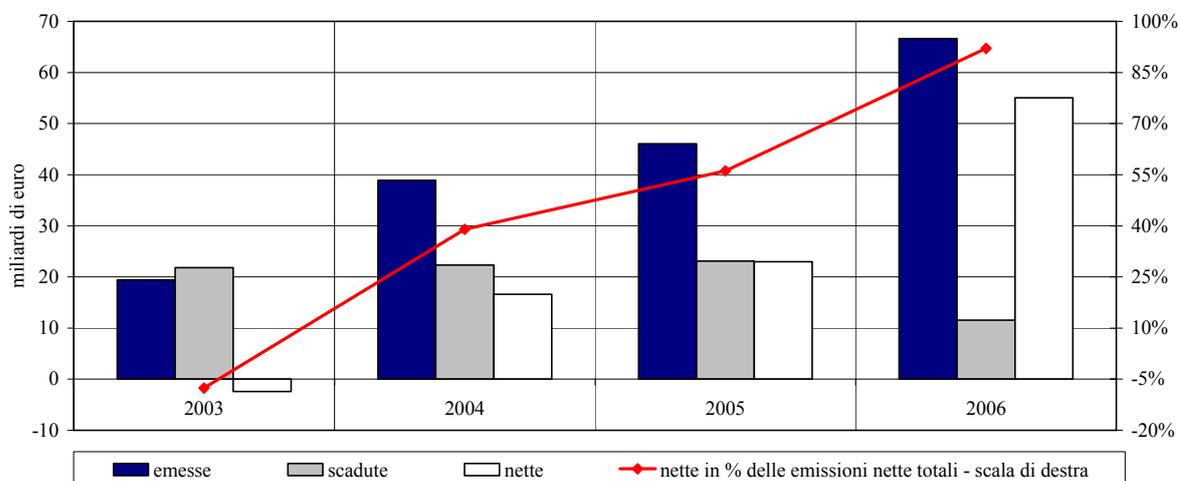
Fonte: elaborazioni su dati Bondware. Dati relativi a emissioni obbligazionarie collocate sull'euromercato o attraverso offerte pubbliche sul mercato italiano di società di capitali italiane o di società estere controllate da gruppi italiani.

Il numero delle imprese che hanno emesso obbligazioni è rimasto esiguo (10) e il 90% delle emissioni obbligazionarie è riconducibile alle prime 5 società. Si è registrata, tuttavia, una sensibile ripresa delle emissioni di obbligazioni high yield o prive di rating, grazie ai collocamenti di Fiat (rating BB-), Lottomatica (senza rating), Weather Capital Finance (senza rating), Hera (senza rating) e Wind Telecomunicazioni (B+).

Nel 2006 è stata, invece, molto intensa la raccolta obbligazionaria delle banche italiane sull'euromercato (attraverso collocamenti riservati a investitori istituzionali). Le emissioni lorde sono state pari a 67 miliardi di euro circa (contro i 46 miliardi di euro del 2005; +45%), mentre le emissioni nette sono più che raddoppiate passando da 23 a 55 miliardi di euro (Fig. 37).

Emissioni obbligazionarie di banche italiane collocate presso investitori istituzionali

Fig. 37

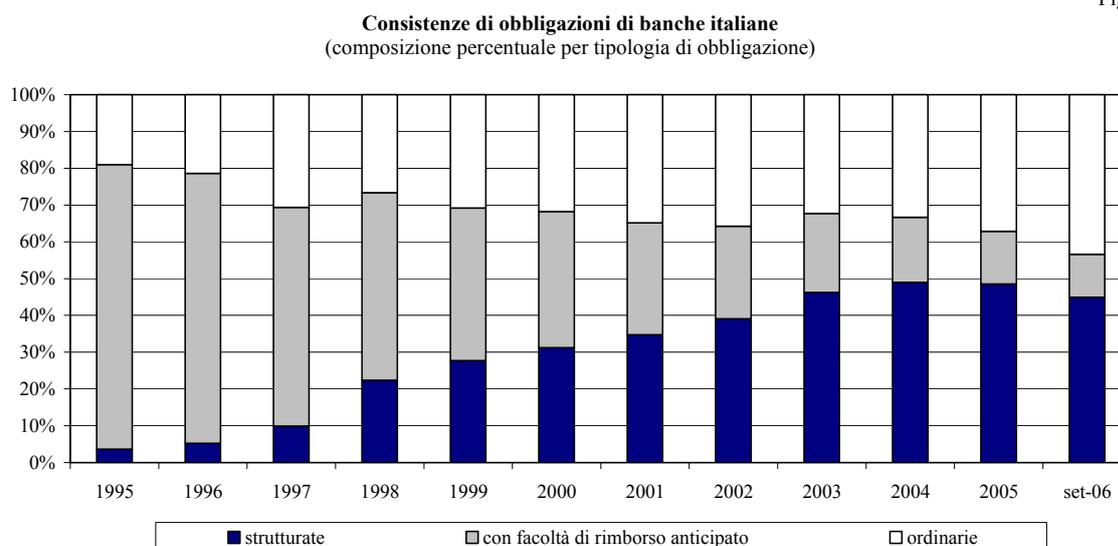


Fonte: elaborazioni su dati Bondware e Banca d'Italia. Dati relativi a emissioni obbligazionarie collocate sull'euromercato o attraverso offerte riservate a investitori istituzionali da banche italiane o controllate estere.

A fine 2005 lo stock di obbligazioni emesse da banche italiane risultava composto per circa il 50% da titoli strutturati, quota che si è lievemente ridotta a settembre 2006 (45% circa), mentre risulta in crescita la quota delle obbligazioni ordinarie prive di opzioni di rimborso anticipato (43% circa a settembre 2006) (Fig. 38).

Con riferimento ai mercati secondari, gli scambi di obbligazioni sui mercati regolamentati italiani sono aumentati del 7% circa (da 2.341 miliardi di euro nel 2005 a 2.193 miliardi di euro nel 2006) (Tav. 14). Per la prima volta dal 2001 sono cresciuti gli scambi sul Mercato telematico all'ingrosso dei titoli di Stato (Mts) gestito da Mts Spa (da 1.634 a 1.596 miliardi di euro); sono pure aumentati gli scambi su Bondvision (da 448 a 555 miliardi di euro) e sul mercato Tlx, mentre sono rimasti stabili gli scambi sul Mot.

Fig. 38



Fonte: elaborazioni su dati Kler's

Tav. 14

Scambi di titoli obbligazionari su mercati regolamentati italiani¹
(miliardi di euro)

	Mts	Bondvision	Mercato all'ingrosso delle obbligazioni non governative	Mot ²	Euro Mot	Tlx ³	Totale
2000	2.020	—	..	154	..	—	2.174
2001	2.324	18	12	136	1	—	2.491
2002	2.205	100	24	159	2	—	2.490
2003	2.160	176	23	142	4	2	2.507
2004	1.949	339	31	147	4	8	2.478
2005	1.596	448	19	123	—	7	2.193
2006	1.634	555	17	122	—	13	2.341

Fonte: elaborazioni su dati Mts Spa, Borsa Italiana Spa e Tlx Spa. ¹ L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. ² Dal 2005 sono inclusi gli scambi su obbligazioni precedentemente negoziate sull'EuroMot. ³ Mercato attivo dal 20 ottobre 2003.

Nel 2006 si è invece registrata una consistente riduzione delle negoziazioni sui sistemi di scambi organizzati (Sso) rispetto al 2005. Il numero dei contratti conclusi si è ridotto del 17% circa sui sistemi bilaterali e del 18% circa su quelli multilaterali (Tav. 15).

Il numero dei sistemi bilaterali (ossia dei sistemi in cui un singolo operatore - di solito lo stesso intermediario organizzatore dello scambio - espone le proprie proposte in acquisto e in vendita che possono essere accettate dagli altri operatori) e multilaterali (ossia dei sistemi in cui opera una molteplicità di operatori in diretta concorrenza fra di loro) è tuttavia rimasto stabile rispetto al 2005.

Tav. 15

Operatività dei sistemi di scambi organizzati (Sso) italiani

Tipologia Sso	Numero Sso	Titoli negoziati	Totale contratti
Sso bilaterali			
2004 - I semestre	325	20.020	1.396.071
2004 - II semestre	329	20.460	1.439.130
2005 - I semestre	328	21.509	1.474.566
2005 - II semestre	326	21.824	1.408.714
2006 - I semestre	334	22.352	1.320.564
2006 - II semestre	325	21.156	1.086.926
Sso multilaterali			
2004 - I semestre	5	1.341	456.597
2004 - II semestre	5	1.337	328.028
2005 - I semestre	4	1.530	404.087
2005 - II semestre	4	1.541	353.805
2006 - I semestre	4	2.109	346.711
2006 - II semestre	3	2.837	275.053

Fonte: Consob.

La maggior parte delle contrattazioni sugli Sso è riconducibile a obbligazioni di banche italiane (87% dei titoli negoziati e 47% dei contratti conclusi; Tavv. 16 e 17); i contratti su titoli pubblici italiani pesano invece per il 30% circa del totale.

Tav. 16

Titoli negoziati sui sistemi di scambi organizzati italiani

	2004 I sem.	2004 II sem.	2005 I sem.	2005 II sem.	2006 I sem.	2006 II sem.
<i>Obbligazioni di emittenti privati</i>						
Banche straniere	604	653	739	741	727	723
Banche italiane	17.581	18.098	18.969	18.369	18.963	18.854
Imprese non finanziarie straniere	865	866	903	809	774	711
Imprese non finanziarie italiane	198	174	173	133	136	107
<i>Totale</i>	19.248	19.791	20.784	20.052	20.600	20.395
<i>Obbligazioni di emittenti pubblici</i>						
Emittenti pubblici esteri	907	912	1011	951	917	865
Emittenti pubblici italiani	177	163	167	154	154	144
<i>Totale</i>	1.084	1.075	1.178	1.105	1.071	1.009
<i>Azioni</i>						
Banche straniere	6	6	6	6	7	6
Banche italiane	58	48	51	51	50	48
Imprese non finanziarie straniere	111	108	106	116	115	113
Imprese non finanziarie italiane	25	18	17	10	4	5
<i>Totale</i>	200	180	180	183	176	172

Fonte: Consob.

Tav. 17

Contratti conclusi sui sistemi di scambi organizzati italiani

	2004 I sem.	2004 II sem.	2005 I sem.	2005 II sem.	2006 I sem.	2006 II sem.
<i>Obbligazioni di emittenti privati</i>						
Banche straniere	47.760	46.343	63.509	77.397	70.075	67.054
Banche italiane	769.902	735.853	827.927	763.236	756.082	647.379
Imprese non finanziarie straniere	202.924	103.336	142.388	89.391	72.282	60.211
Imprese non finanziarie italiane	87.072	41.050	28.228	18.813	18.920	16.627
<i>Totale</i>	1.107.658	926.582	1.062.052	948.837	917.359	791.271
<i>Obbligazioni di emittenti pubblici</i>						
Emittenti pubblici esteri	162.090	110.023	163.993	151.547	143.180	99.399
Emittenti pubblici italiani	485.397	660.854	586.602	528.516	510.368	392.784
<i>Totale</i>	647.487	770.877	750.595	680.063	653.548	492.183
<i>Azioni</i>						
Banche straniere	1.690	1.072	2.008	2.641	3.678	1.811
Banche italiane	29.805	18.759	14.191	21.982	18.372	23.612
Imprese non finanziarie straniere	64.127	48.103	47.732	50.009	53.176	21.334
Imprese non finanziarie italiane	1.174	1.484	1.887	23.186	896	216
<i>Totale</i>	96.796	69.418	65.818	97.818	76.122	46.122

Fonte: Consob.

Le contrattazioni di obbligazioni di banche italiane hanno subito una flessione del 12% circa rispetto al 2005; mentre i contratti relativi ai titoli pubblici italiani sono diminuiti del 20% circa.

I contratti su obbligazioni di imprese non finanziarie rappresentano solo il 6% circa dei contratti conclusi sugli Sso e il 4% in termini di numero di titoli negoziati; inoltre, la quota preponderante di questi titoli è riferibile a soggetti esteri.

Tav. 18

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

	Numero titoli	Numero gruppi	Numero contratti	Controvalore
2003 - II semestre	131	47	123.681	2.639
2004 - I semestre	109	45	81.797	1.798
2004 - II semestre	92	35	36.559	869
2005 - I semestre	78	32	25.132	572
2005 - II semestre	84	30	18.607	447
2006 - I semestre	68	25	18.761	432
2006 - II semestre	71	27	16.449	382

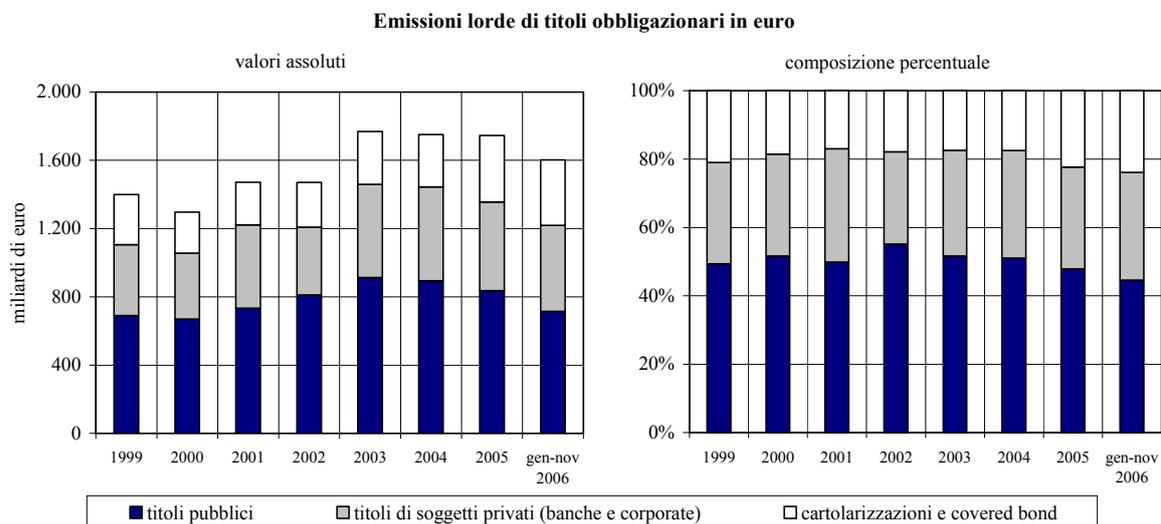
Fonte: Consob. ¹ Sono inclusi solo i titoli su cui sono stati effettuati almeno 10 contratti nel periodo considerato. L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti.

Per quanto riguarda le obbligazioni corporate italiane, nella seconda metà del 2006 sono stati scambiati 71 titoli emessi da società appartenenti a 27 gruppi diversi (Tav. 18); gli scambi continuano a subire una marcata contrazione sia in termini di numero di contratti (da 18.761 nel primo semestre 2006 a 16.449 nel secondo semestre) sia in termini di controvalori (da 432 a 382 milioni di euro).

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

I dati pubblicati dalla Commissione Europea indicano che nei primi nove mesi del 2006 la quota delle obbligazioni emesse a fronte di operazioni di cartolarizzazione (cosiddette *asset backed securities* o Abs) e dei *covered bonds* sul totale delle emissioni obbligazionarie in euro è stata pari al 24% (22% nel 2005; Fig. 39).

Fig. 39

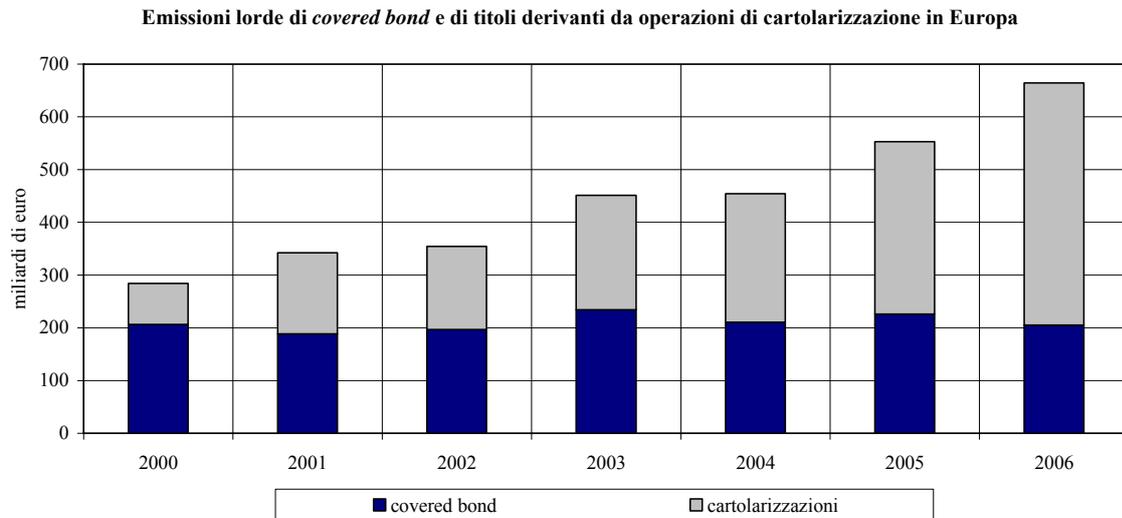


Fonte: elaborazioni su dati della Commissione Europea.

Le statistiche pubblicate dallo *European Securitization Forum* (Esf), che tengono conto anche delle obbligazioni in valute diverse dall'euro (in particolare di quelle in sterline effettuate da emittenti inglesi), segnalano una forte crescita del mercato nel 2006, dovuta quasi esclusivamente alle emissioni di titoli derivanti da operazioni di cartolarizzazione (che hanno raggiunto i 459 miliardi di euro, con un incremento del 40% rispetto al 2005), mentre le emissioni lorde di *covered bonds* sono rimaste stabili (Fig. 40).

L'aumento delle emissioni di titoli derivanti da operazioni di cartolarizzazione è dovuta in larga misura ai collocamenti garantiti da mutui ipotecari su abitazioni a uso residenziale, che hanno rappresentato circa il 53% delle emissioni lorde totali nel 2006.

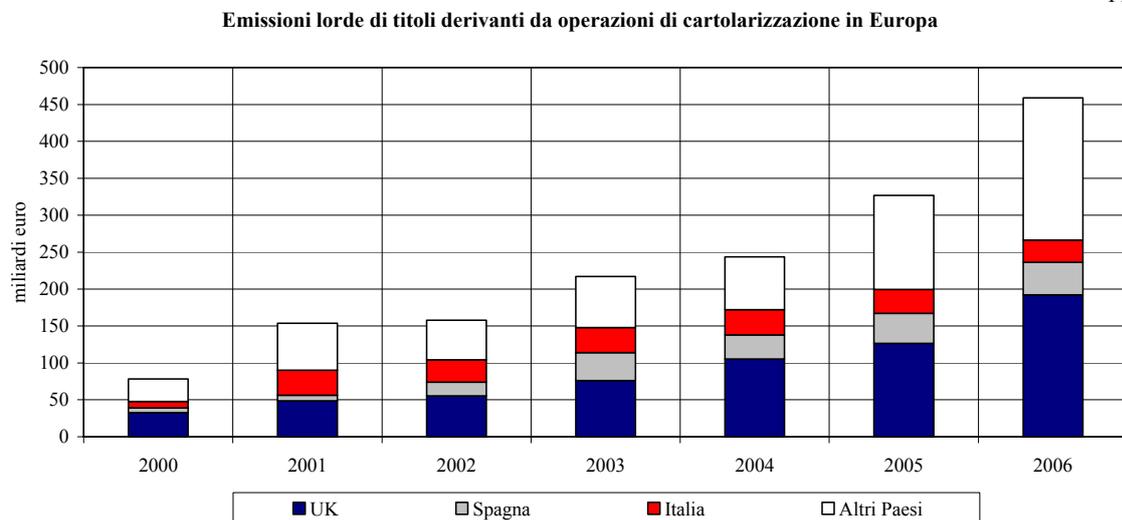
Fig. 40



Fonte: elaborazioni su dati *European Securitization Forum* e Commissione Europea. Per il 2006 le emissioni di covered bond si riferiscono al periodo gennaio-novembre.

Il Regno Unito rimane il primo Paese europeo per emissioni di titoli derivanti da operazioni di cartolarizzazione (Fig. 41): nel 2006 le emissioni inglesi (senza considerare le Collateralized Debt Obligation o Cdo) sono state pari a 192 miliardi di euro (+52% rispetto all'anno precedente) con un peso del 40% sul volume totale.

Fig. 41

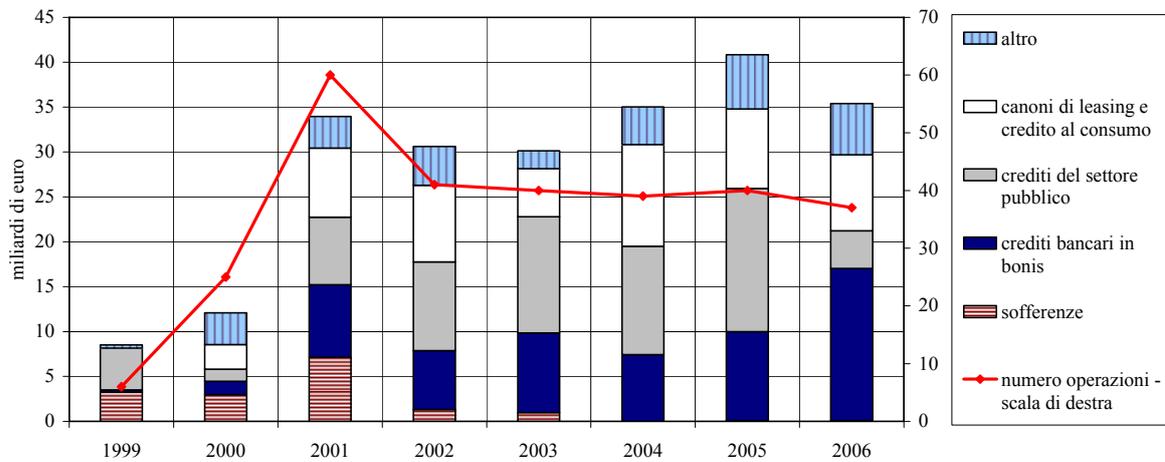


Fonte: elaborazioni su dati *European Securitization Forum*. Relativamente agli anni 2005 e 2006 i dati sui *Collateralized Debt Obligation* sono inclusi nella categoria Altri Paesi.

Nonostante il *trend* positivo del mercato europeo, in Italia le emissioni di titoli connesse a operazioni di cartolarizzazione dei crediti sono diminuite da 41 a 35 miliardi di euro (Fig. 42).

Fig. 42

Controvalore e numero delle emissioni di titoli derivanti da operazioni di cartolarizzazione effettuate ai sensi della legge n. 130/1999 per tipologia di credito sottostante



Fonte: elaborazioni su dati Securitization.it. La voce "altro" include le emissioni di *covered bond* della Cassa Depositi e Prestiti Spa.

Tale dinamica è da ascrivere al venire meno delle grandi operazioni di cartolarizzazione (i cosiddetti jumbo deal) riconducibili al settore pubblico; le emissioni di Abs garantite da crediti pubblici sono state pari, infatti, a 4 miliardi di euro circa, contro i 16 miliardi di euro del 2005 (-74%). Sono fortemente aumentate, invece, le cartolarizzazioni di crediti bancari in bonis (+71%), legate prevalentemente a operazioni garantite da mutui ipotecari su abitazioni residenziali.

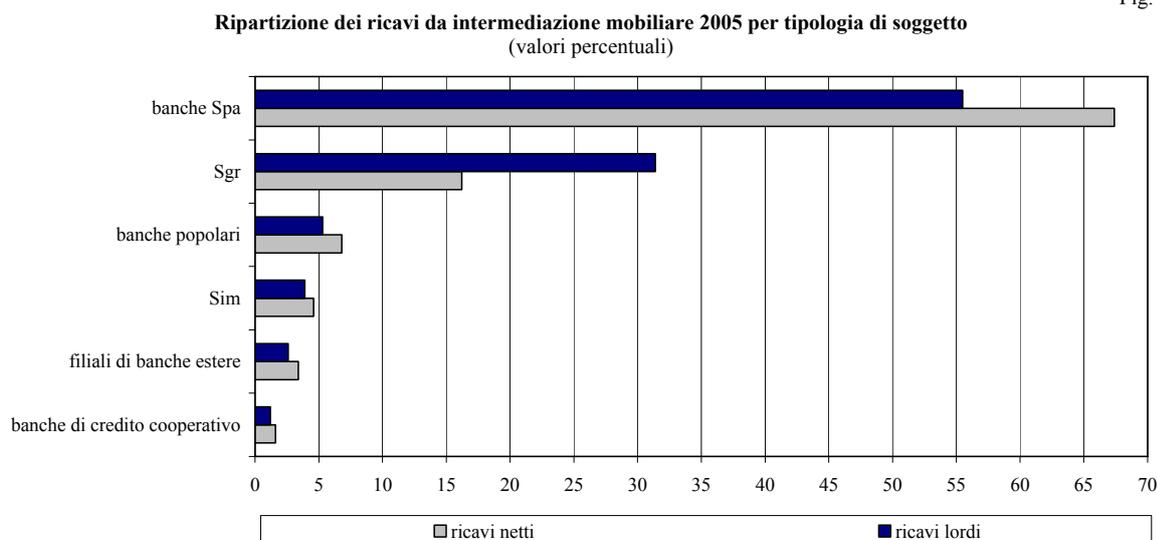
III – GLI INTERMEDIARI E LE FAMIGLIE

1. La struttura del settore dell'intermediazione mobiliare

L'industria dell'intermediazione mobiliare in Italia è caratterizzata dal ruolo centrale dei soggetti bancari, ai quali è imputabile (sulla base dei dati non consolidati) circa il 62% dei ricavi lordi complessivi da intermediazione mobiliare del 2005 (intesi come somma delle commissioni lorde da servizi di investimento e di gestione del risparmio e dei profitti da operazioni finanziarie) e il 76% circa dei ricavi netti (intesi come somma delle commissioni nette e dei profitti da operazioni finanziarie).

Alle banche costituite in forma di società per azioni (circa 200 soggetti abilitati alla prestazione di servizi di investimento) è riconducibile circa il 56% dei ricavi lordi da intermediazione mobiliare, mentre alle banche popolari (quasi 40 soggetti abilitati) è ascrivibile il 5% circa dei ricavi complessivi e alle banche di credito cooperativo (oltre 400 soggetti abilitati) è riconducibile l'1% circa dei ricavi totali. Alle filiali di banche estere (39 soggetti) è imputabile, invece, il 3% circa dei ricavi complessivi (Fig. 43).

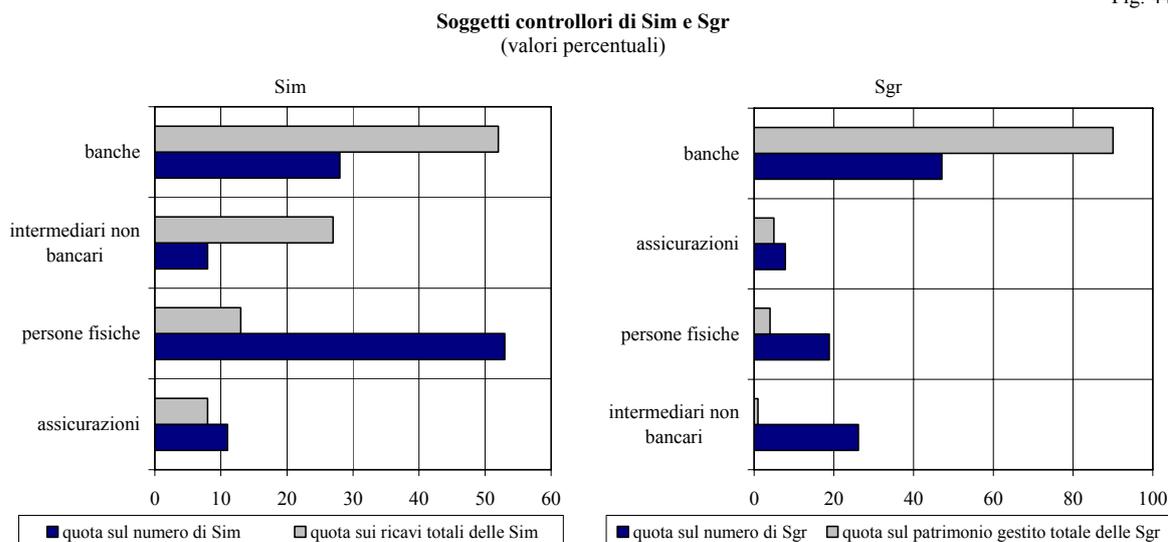
Fig. 43



Fonte: elaborazioni su segnalazioni statistiche di vigilanza. I ricavi lordi (netti) da intermediazione mobiliare sono dati dalla somma delle commissioni lorde (nette) da servizi di investimento e da gestione del risparmio e dai profitti da operazioni finanziarie.

Agli intermediari organizzati in forma di Sim è imputabile solo il 4% circa dei ricavi lordi da intermediazione mobiliare. Le Sim, il cui numero è in costante riduzione (da 171 nel 2000 a 106 nel 2006), tendono sempre più a occupare nicchie di mercato e a concentrare la loro operatività sulla prestazione di specifici servizi di investimento (in particolare, la distribuzione e la ricezione e trasmissione ordini). Inoltre, circa il 52% dei ricavi delle Sim è imputabile a soggetti controllati da intermediari bancari (Fig. 44), la cui operatività riflette le strategie e le scelte gestionali del gruppo di appartenenza. Una quota rilevante dei ricavi complessivi delle Sim è inoltre imputabile a soggetti controllati da banche e assicurazioni estere (22% circa).

Fig. 44



Fonte: elaborazioni su segnalazioni statistiche di vigilanza e dati Assogestioni. Per le Sim i ricavi si riferiscono al primo semestre 2006; per le Sgr il patrimonio è a fine 2006 ed è riferito ai fondi aperti di diritto italiano e a quelli di diritto estero promossi da intermediari italiani (cosiddetti fondi *roundtrip*), inclusi i fondi di fondi.

Alle Sgr è imputabile, invece, il 31% circa dei ricavi lordi da intermediazione mobiliare (derivanti da commissioni di gestione del risparmio su base collettiva e individuale) e il 16% circa dei ricavi netti; il divario dipende dal fatto che una quota molto elevata delle commissioni attive delle Sgr è retrocessa a banche dello stesso gruppo per remunerare l'attività di collocamento e distribuzione (retrocessioni che figurano come commissioni passive "di mantenimento" nei bilanci delle Sgr). Le Sgr sono controllate prevalentemente da intermediari bancari; a fine 2006 la quota del patrimonio gestito complessivo riferibile a Sgr controllate da banche era pari a circa il 90% (di cui il 19% circa riferibile a soggetti controllati da banche estere).

2. I principali gruppi bancari

Il 2005 è stato un anno molto positivo per i principali gruppi bancari italiani. I dati consolidati evidenziano una crescita del risultato di gestione del 19% circa, per effetto di un aumento dei ricavi netti (margine di intermediazione) del 4,6% e di una riduzione dei costi operativi del 4,3% (Tav. 19). L'utile netto è cresciuto del 46%, riflettendo sia la citata crescita della redditività operativa sia la forte riduzione delle svalutazioni e rettifiche su crediti. I dati consolidati del primo semestre 2006 confermano il *trend* positivo: rispetto al primo semestre 2005 (e escludendo il gruppo HVB consolidato in Unicredito Italiano) il risultato di gestione è cresciuto dell'11% circa (grazie a un aumento del margine di intermediazione del 7%, a fronte di una crescita dei costi del 3,5%) e l'utile netto del 19% circa.

La fusione fra Unicredito Italiano e il gruppo bancario tedesco HVB ha avuto un impatto marginale sui dati aggregati di conto economico 2005, poiché il consolidamento è avvenuto alla data del 1° novembre 2005, mentre i dati di stato patrimoniale al 31 dicembre 2005 e la semestrale 2006 riflettono in pieno l'apporto del gruppo HVB agli aggregati di bilancio di Unicredito Italiano. Tale apporto risulta assai significativo, poiché il gruppo HVB ha un totale attivo di quasi 500 miliardi di euro, pari a quasi il doppio dell'attivo del maggiore gruppo italiano prima della fusione Unicredito-HVB. Il gruppo Unicredito-HVB, con un totale attivo di quasi 800 miliardi di euro risulta il primo gruppo bancario italiano a giugno 2006.

Tav. 19

Conto economico aggregato dei principali gruppi bancari italiani
(valori in milioni di euro)

	2000	2003	2004	2005 (Ias)	I sem. 2005	I sem. 2006 ¹ (Ias)	Variazione percentuale 2006/2005
Margine di interesse (a) ²	24.770	25.844	25.972	28.359	14.032	15.419	9,9
Commissioni nette (b = b.1 + b.2 + b.3)	16.442	15.425	15.900	18.500	8.455	9.288	9,9
di cui:							
da servizi di investimento e gestioni collettive (b.1)	9.264	7.732	8.146	9.321	4.488	5.125	14,2
negoiazione titoli e valute e raccolta ordini	2.028	991	968	1.019			
gestioni individuali	1.095	675	693	912			
gestioni collettive	4.835	4.051	4.476	4.628			
banca depositaria	-	325	351	348			
custodia titoli	331	201	196	171			
collocamento e distribuzione prodotti fin. e ass.	849	1.371	1.390	2.160			
consulenza	112	85	72	82			
altro	14	32	--	--			
da attività bancaria commerciale (b.2) ³	4.786	5.107	6.692	7.905	3.322	3.891	17,1
altre commissioni nette (b.3)	2.392	2.586	1.063	1.274	645	273	-57,7
Profitti da operazioni finanziarie (c) ⁴	1.975	3.367	3.218	2.342	1.584	1.863	17,6
Altri proventi di gestione (d)	2.660	3.267	3.428	1.561	1.526	770	-49,5
Margine di intermediazione (e = a+b+c+d)	45.847	47.904	48.520	50.761	25.598	27.341	6,8
Costi operativi (f) ⁵	27.503	30.118	29.808	28.513	13.969	14.458	3,5
Risultato di gestione (e-f)	18.344	17.785	18.712	22.249	11.629	12.883	10,8
Utile netto ⁶	7.235	4.807	8.361	12.206	5.899	6.990	18,5

Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati e relazioni semestrali. Sono esclusi i dati relativi all'attività assicurativa. La mancata quadratura dell'ultima cifra può essere dovuta ad arrotondamenti. Confronta Note metodologiche. ¹ Escluso il gruppo HVB. ² Inclusi i dividendi su partecipazioni e gli utili o le perdite delle partecipazioni valutate al patrimonio netto. ³ Commissioni nette per garanzie rilasciate e derivati su crediti, servizi di incasso e pagamento e *servicing* per operazioni di cartolarizzazione, servizi di esattorie e ricevitorie, commissioni nette su conti correnti, carte di credito e servizi Bancomat. ⁴ Per i bilanci 2005 e la semestrale 2006, redatti sulla base dei principi contabili Ias/Ifrs, la voce comprende il risultato netto dell'attività di negoziazione, di copertura e delle attività e passività valutate al *fair value* e l'utile da cessione o riacquisto di attività e passività finanziarie. ⁵ Spese amministrative più rettifiche di valore su immobilizzazioni materiali e immateriali. ⁶ Incluso l'utile di terzi.

L'aumento dei ricavi nel 2005 è stato trainato da una forte crescita delle commissioni nette (+16,4%) e del margine di interesse (+9,2%), mentre si sono ridotti gli altri proventi di gestione (-54,5%) e i profitti da operazioni finanziarie (-27,2%, dato che riflette però la disomogeneità della voce fra 2004 e 2005 a causa dell'inclusione di alcune poste specifiche previste dai nuovi principi contabili Ias/Ifrs). I dati al primo semestre 2006

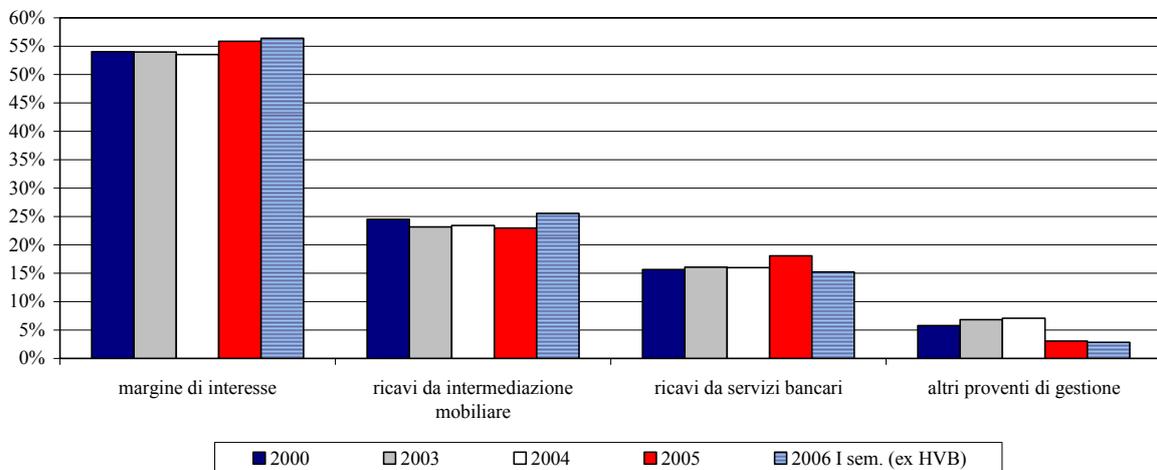
indicano un *trend* simile, con una crescita delle commissioni nette e del margine di intermediazione del 10% circa rispetto allo stesso periodo del 2005.

Le commissioni nette da servizi di investimento e gestioni collettive dei principali gruppi bancari italiani sono cresciute da 8,1 a 9,3 miliardi di euro fra il 2004 e il 2005 (+14,4%), riflettendo in larga misura la forte crescita delle commissioni da collocamento (+55,4%) e delle commissioni nette sulle gestioni individuali (+32% circa), mentre le commissioni nette da negoziazione e raccolta ordini sono cresciute del 5% circa e quelle sulle gestioni collettive del 3% circa. I dati del primo semestre 2006 confermano gli elevati tassi di crescita delle commissioni da servizi di investimento e gestioni collettive (+14% circa rispetto al primo semestre 2005).

La composizione dei ricavi complessivi nel 2005 vede una lieve crescita del peso del margine di interesse e dei ricavi da servizi bancari, mentre il peso dei ricavi da intermediazione mobiliare (intesi come somma delle commissioni nette da servizi di investimento e gestioni collettive e dei profitti da operazioni finanziarie) rimane sostanzialmente stabile attorno al 23% circa (Fig. 45); i dati del primo semestre 2006 mostrano un'ulteriore crescita del peso del margine di interesse e una riduzione del peso dei ricavi da servizi bancari.

Fig. 45

Composizione del margine di intermediazione dei principali gruppi bancari italiani

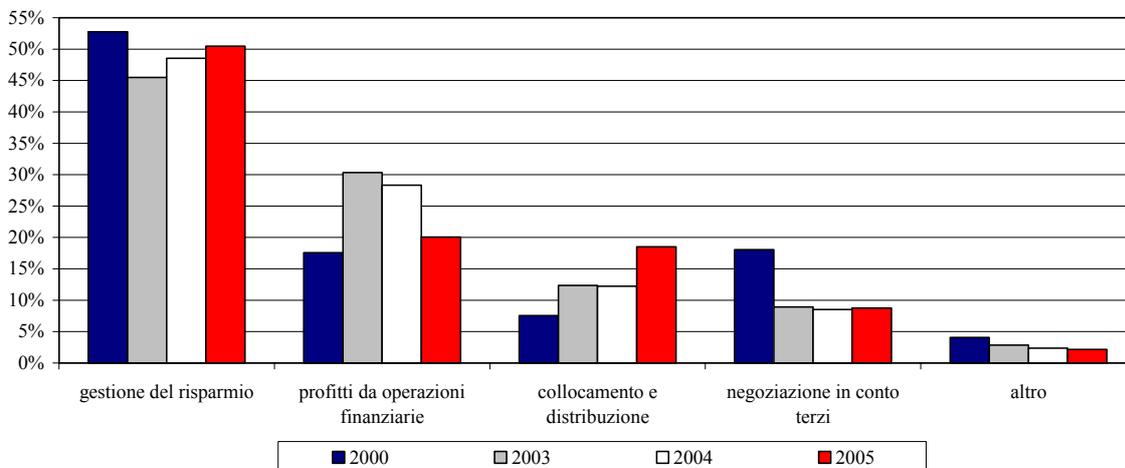


Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati. Confronta Note metodologiche.

Sui ricavi da intermediazione mobiliare realizzati nel 2005 le commissioni nette da gestione del risparmio pesano per circa il 50% (+ 5 punti percentuali circa rispetto al 2003), mentre risulta in forte crescita il peso delle commissioni da collocamento e distribuzione di prodotti e strumenti finanziari (dal 12,2 al 18,5%); è stabile invece il peso delle commissioni di negoziazione e raccolta ordini (Fig. 46). La riduzione del peso dei profitti da operazioni finanziarie riflette in parte le discontinuità dovute all'applicazione degli Ias/Ifrs.

Fig. 46

Composizione dei ricavi da intermediazione mobiliare dei principali gruppi bancari italiani

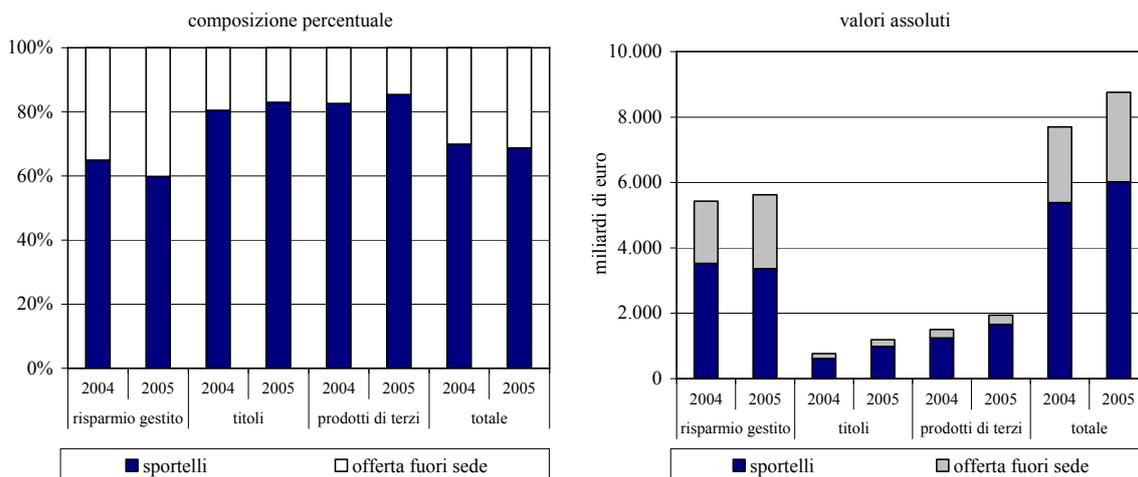


Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati. Confronta Note metodologiche.

Per ciò che riguarda i canali distributivi, gli sportelli concorrono a generare circa il 70% delle commissioni attive totali sui prodotti e servizi di investimento (Fig. 47); il peso delle commissioni generate dalle reti di promotori finanziari è più alto per i prodotti del risparmio gestito (circa il 40%) e più basso per la distribuzione di prodotti di terzi (circa il 15%).

Fig. 47

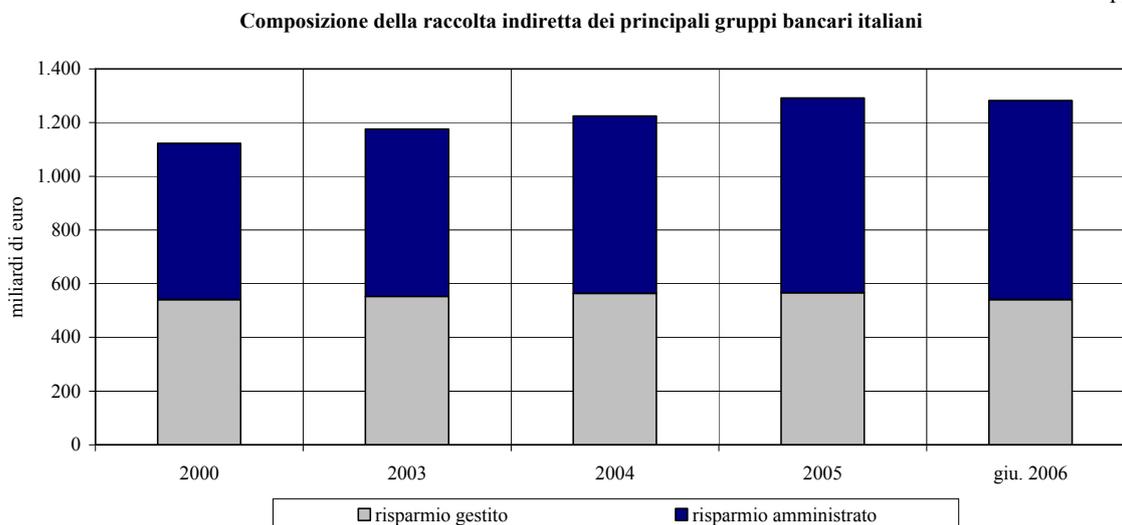
Commissioni attive da servizi di investimento e collocamento di prodotti e strumenti finanziari dei principali gruppi bancari italiani per canale distributivo



Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati. Confronta Note metodologiche.

Nel 2005 la raccolta indiretta (risparmio gestito più risparmio amministrato) dei principali gruppi bancari è cresciuta di circa 67 miliardi di euro (+5,5%), quasi interamente per effetto della crescita del risparmio amministrato, mentre la massa gestita è rimasta sostanzialmente stabile (Fig. 48).

Fig. 48



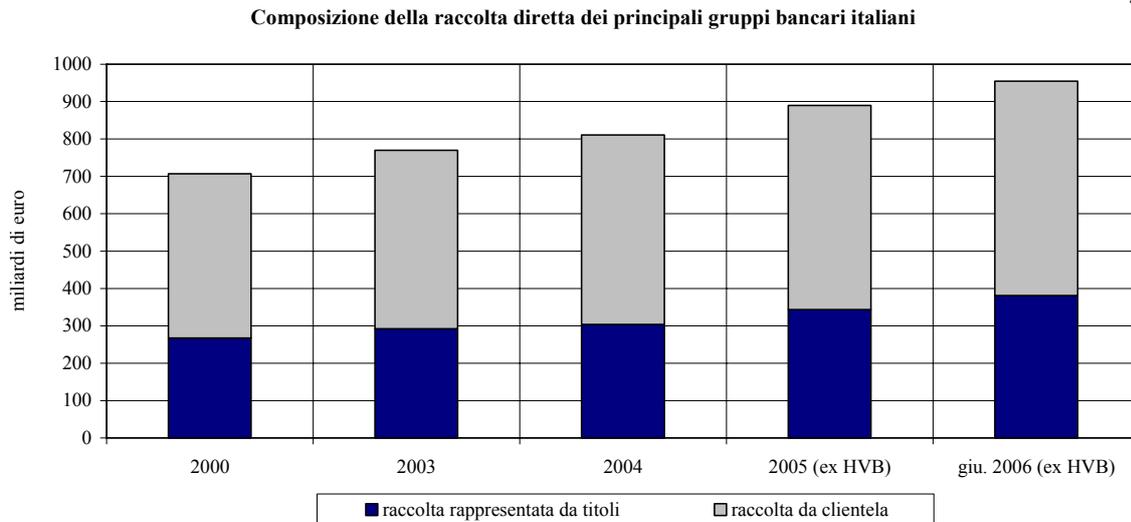
Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati. Confronta Note metodologiche. Il risparmio gestito include le riserve tecniche a fronte di prodotti assicurativi e previdenziali di società del gruppo. I dati a giugno 2006 sono parzialmente stimati.

Quest'ultimo fenomeno risulta tuttavia dalla compensazione fra un effetto negativo, dovuto alla cessione del controllo a favore di intermediari esteri di una delle principali società di gestione italiane controllata da un gruppo bancario domestico e un effetto positivo, legato alla crescita delle masse gestite degli altri gruppi bancari (+13,8%; considerando anche i dati della società di gestione italiana ceduta a soggetti esteri, la massa gestita risulterebbe in crescita del 10,5%). I dati a giugno 2006 mostrano una flessione della massa gestita del 5% circa legata all'acuirsi delle difficoltà che caratterizzano ormai da alcuni anni il mercato italiano del risparmio gestito (si veda il successivo §3).

Sul fronte della raccolta diretta si osserva, invece, una sensibile crescita dello stock dei titoli in circolazione (obbligazioni e certificati di deposito) fra il 2004 e il 2005 (da 303 a 343 miliardi di euro); la crescita è proseguita nel primo semestre del 2006, portando lo stock di titoli a fine giugno a circa 380 miliardi di euro (Fig. 49). La raccolta rappresentata da titoli a giugno 2006 è risultata pari al 67% della raccolta da clientela (61% nel 2000).

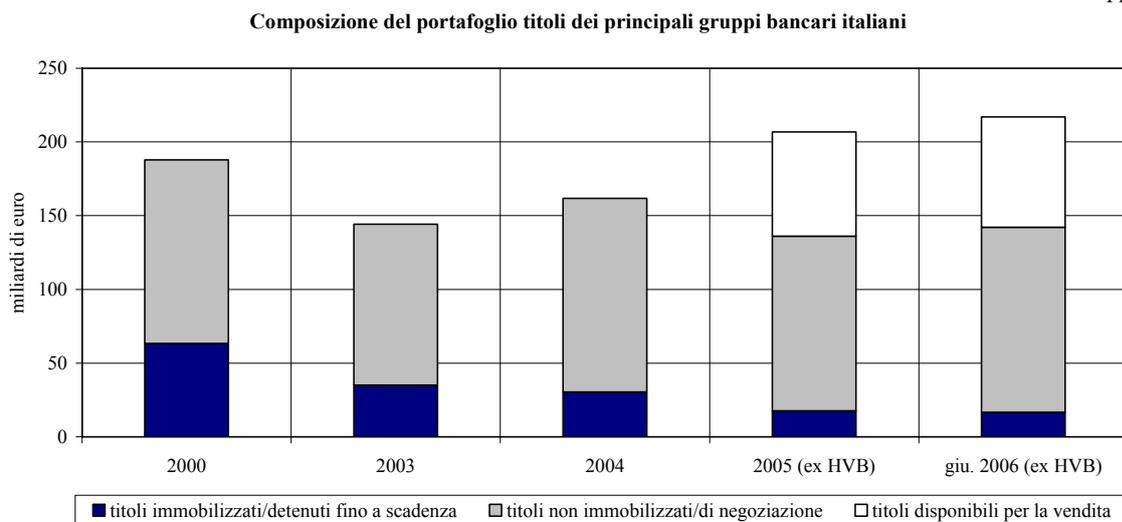
Con riferimento al portafoglio titoli, nel 2005 si è registrata una forte contrazione dei titoli "immobilizzati" (ovvero "detenuti sino alla scadenza", secondo la nuova categorizzazione introdotta dagli Ias/Ifrs; -40% circa) e una riduzione meno marcata dei titoli di negoziazione (da 131 a 119 miliardi di euro; -10% circa) (Fig. 50).

Fig. 49



Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati. Confronta Note metodologiche. Sono escluse le passività subordinate e di negoziazione e i rapporti interbancari.

Fig. 50



Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati. Confronta Note metodologiche. Sono escluse le attività finanziarie diverse dai titoli (quali crediti o finanziamenti; sono invece inclusi gli Oicr) e il *fair value* degli strumenti derivati.

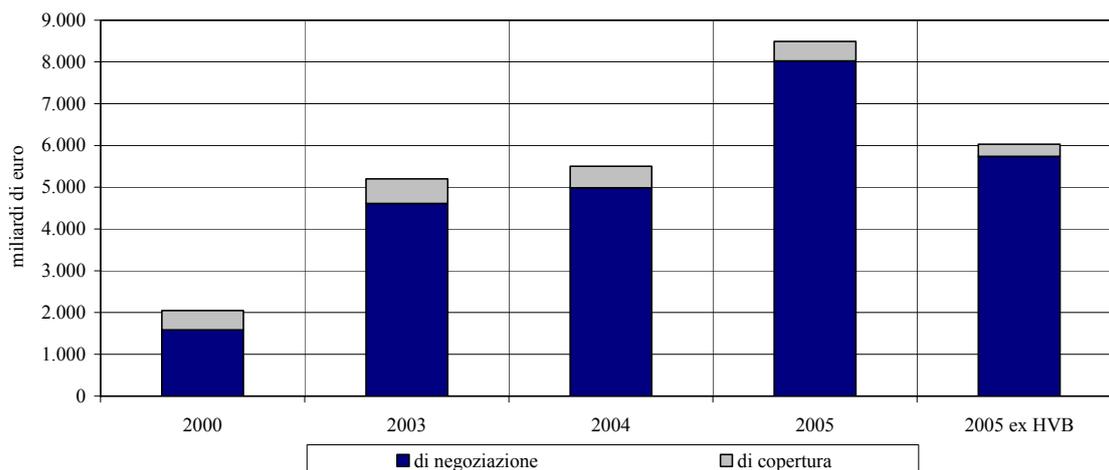
I dati 2005 mostrano le consistenze della nuova voce prevista dagli Ias/Ifrs dei “titoli disponibili per la vendita” (circa 70 miliardi di euro) che racchiude sostanzialmente gli investimenti partecipativi non di controllo che gli Ias/Ifrs non consentono più di iscrivere nella voce “partecipazioni” e le partecipazioni e i titoli non classificabili negli altri portafogli delle società dissimili per le quali gli Ias/Ifrs impongono il consolidamento.

Il valore di mercato netto dei derivati di negoziazione a fine 2005 risultava modesto (circa 2 miliardi di euro), mentre il valore di mercato lordo (dato dalla somma in valore assoluto del valore di mercato delle posizioni in attivo e di quelle in perdita) risultava, invece, molto consistente (circa 220 miliardi di euro, importo superiore al valore dell'intero portafoglio titoli). A

fine 2005 il controvalore nozionale delle posizioni in derivati dei principali gruppi bancari italiani risultava pari a 8.490 miliardi di euro, contro i 5.504 miliardi di euro a fine 2004. L'incremento è, tuttavia, in larga misura ascrivibile alle posizioni di HVB consolidate in Unicredito; escludendo le posizioni di HVB, il controvalore nozionale delle posizioni in derivati risulta pari a 6.029 miliardi di euro (+ 9,5% rispetto al 2004) (Fig. 51).

Fig. 51

Controvalore nozionale degli strumenti derivati dei principali gruppi bancari italiani
(consistenze di fine periodo)

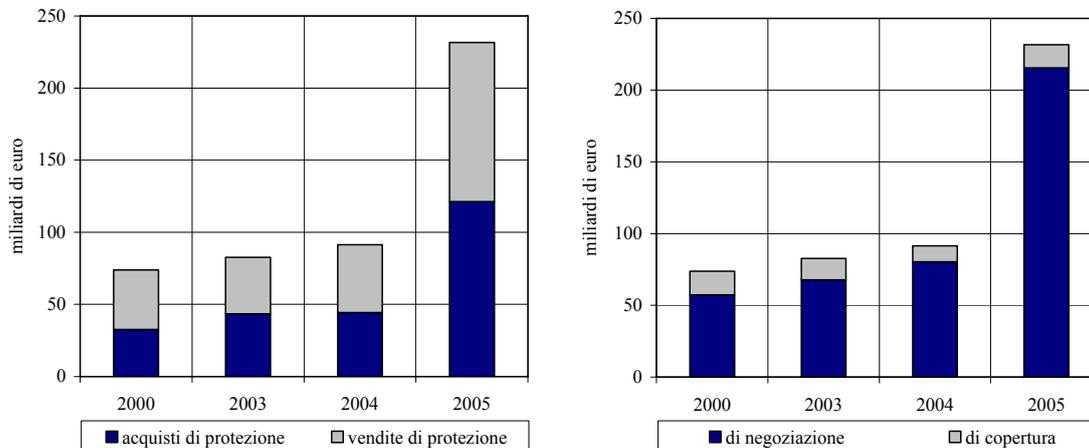


Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati. Confronta Note metodologiche.

Anche sul fronte dei derivati sul rischio di credito si osserva una crescita delle posizioni ascrivibile in larga misura al consolidamento di HVB in Unicredito. Il controvalore nozionale delle posizioni in derivati sul rischio di credito a fine 2005 risultava pari a 232 miliardi di euro, contro i 91 miliardi di euro a fine 2004 (Fig. 52). Come nel caso dei derivati su strumenti finanziari, si conferma la netta preponderanza delle posizioni aperte con finalità di trading, mentre il controvalore degli acquisti di protezione risulta simile a quello delle vendite di protezione.

Fig. 52

Controvalore nozionale dei derivati sul rischio di credito dei principali gruppi bancari italiani
(consistenze di fine periodo)

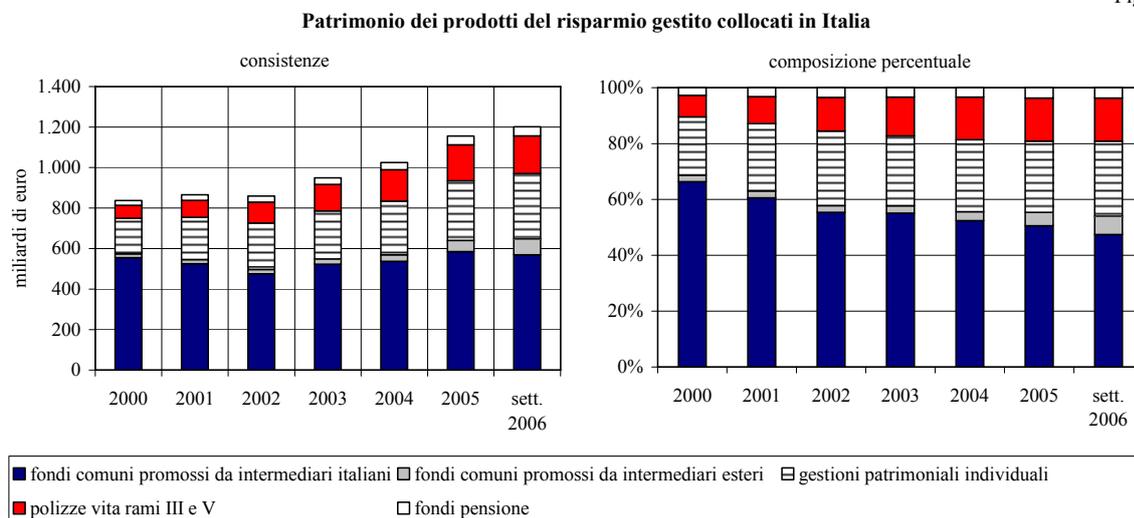


Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati. Confronta Note metodologiche.

3. Gli investitori istituzionali

A fine settembre 2006 il patrimonio riferibile ai prodotti del risparmio gestito collocati in Italia ammontava a circa 1.200 miliardi di euro, in crescita del 4% circa rispetto a fine 2005 (Fig. 53). La crescita è imputabile in prevalenza ai fondi comuni promossi da intermediari esteri (+ 40% circa), alle gestioni patrimoniali individuali (+ 10% circa) e alle polizze vita del ramo III (*linked*) e del ramo V (operazioni di capitalizzazione) (+4% circa). Il patrimonio dei fondi comuni promossi da intermediari italiani si è, invece, ridotto di circa il 3%. Rispetto al 2000 il peso dei fondi pensione e dei prodotti assicurativi è cresciuto dal 10 al 19% circa, mentre il peso dei fondi comuni promossi da intermediari italiani si è fortemente ridotto, passando dal 66 al 47% circa; il peso delle gestioni patrimoniali individuali (escludendo la quota investita in fondi comuni) è invece cresciuto dal 21 al 27% circa.

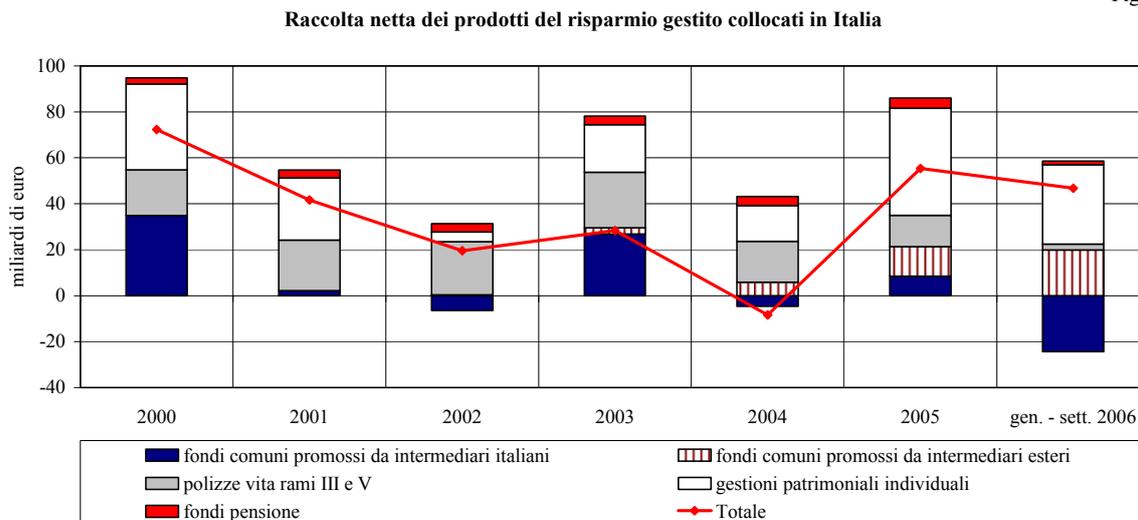
Fig. 53



Fonte: elaborazioni su dati Ania, Assogestioni, Banca d'Italia e Covip. Dati di fine periodo. I dati relativi ai fondi comuni promossi da intermediari italiani comprendono i fondi aperti (armonizzati e non) di diritto italiano e quelli di diritto estero promossi da intermediari italiani (cosiddetti fondi *roundtrip*); i dati includono i fondi di fondi. I dati relativi alle gestioni patrimoniali individuali sono al netto degli investimenti in quote di fondi comuni. I dati relativi alle polizze vita si riferiscono al "lavoro diretto italiano" (sono cioè escluse le attività riassicurate e quelle svolte da compagnie estere operanti in Italia); il dato 2006 è stimato. I dati relativi ai fondi pensione per il 2006 sono parzialmente stimati.

I dati sulla raccolta netta dei prodotti del risparmio gestito nei i primi nove mesi del 2006 confermano il *trend* positivo avviatosi nel 2005, anno in cui la raccolta complessiva (al netto delle sottoscrizioni di fondi comuni da parte delle gestioni individuali) era stata pari a circa 55 miliardi di euro (Fig. 54). Nei primi nove mesi del 2006 si è osservata, tuttavia, una sensibile contrazione della raccolta netta delle polizze vita dei rami III e V, che era stata invece consistente in tutto il periodo 2000-2005 (nonostante i premi lordi abbiano continuato a pesare per circa il 50% sui premi complessivi delle polizze vita, in linea con quanto accaduto negli anni precedenti).

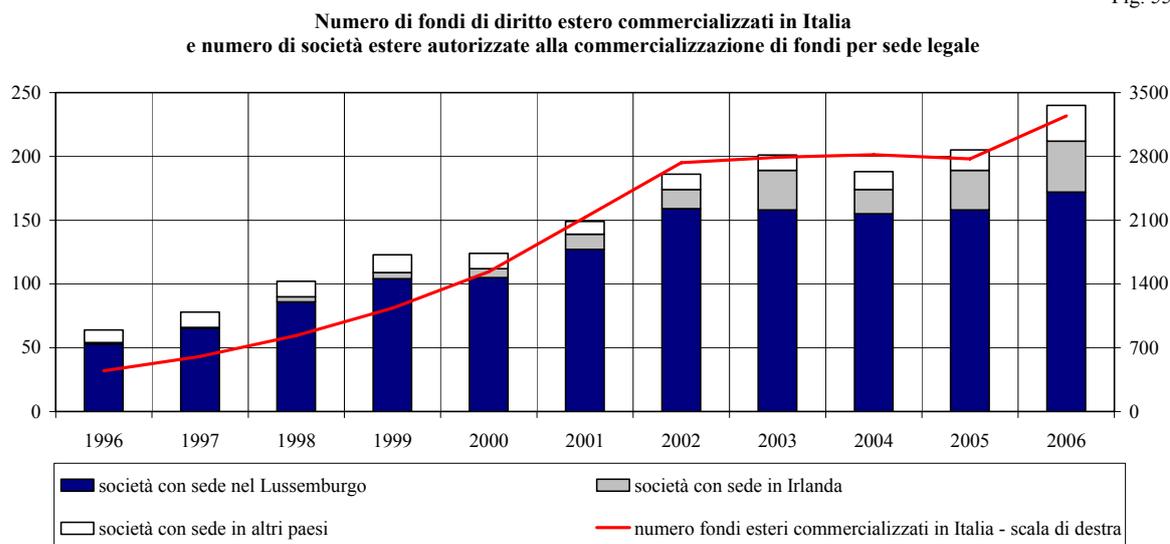
Fig. 54



Fonte: elaborazioni su dati Ania, Assogestioni, Banca d'Italia e Covip. I dati relativi ai fondi comuni promossi da intermediari italiani comprendono i fondi aperti (armonizzati e non) di diritto italiano e quelli di diritto estero promossi da intermediari italiani (cosiddetti fondi *roundtrip*). I dati relativi alle polizze vita si riferiscono al "lavoro diretto italiano" (sono cioè escluse le attività riassicurate e quelle svolte da compagnie estere operanti in Italia). I dati relativi ai fondi pensione per il periodo gennaio-settembre non includono i contributi ai fondi preesistenti. Il dato di totale non tiene conto delle sottoscrizioni nette di fondi comuni da parte delle gestioni patrimoniali individuali.

Nei primi nove mesi del 2006 è continuata la forte crescita della raccolta netta dei fondi comuni promossi da intermediari esteri (+20 miliardi di euro circa), a fronte di forti deflussi dai fondi promossi da intermediari italiani; è cresciuto, inoltre, il numero di fondi esteri commercializzati in Italia (da 2.773 a 3.244; +17%) e il numero di operatori di diritto estero (quasi tutti con sede legale nel Lussemburgo e in Irlanda) autorizzati alla commercializzazione di tali prodotti (Fig. 55).

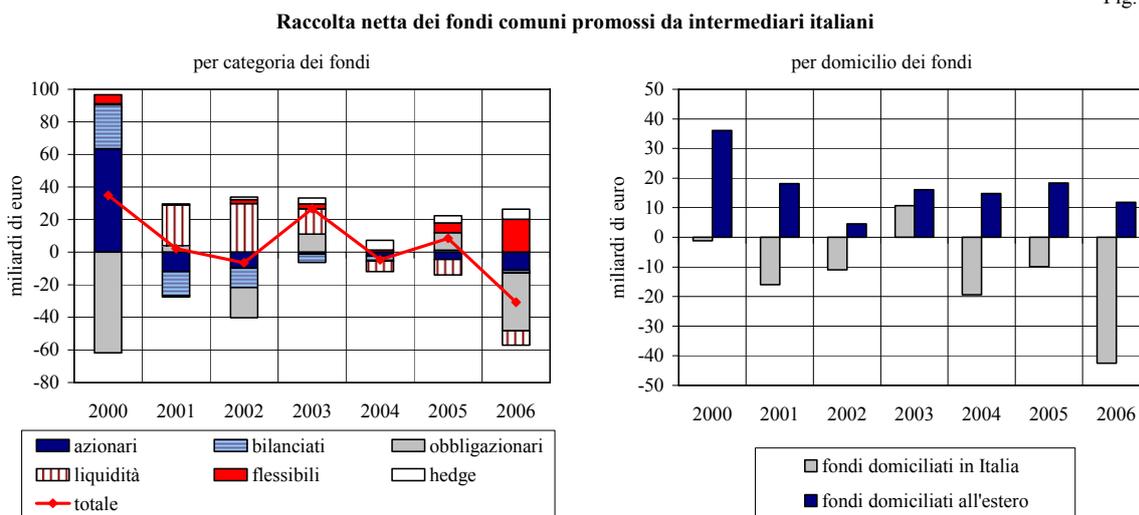
Fig. 55



Fonte: prospetti informativi.

I dati relativi a tutto il 2006 indicano che la raccolta netta dei fondi comuni promossi da intermediari italiani è stata negativa per circa 31 miliardi di euro, valore che configura il 2006 come l'anno in assoluto peggiore per l'industria italiana del risparmio gestito (Fig. 56); tuttavia, come quasi sempre accaduto negli anni più recenti, a fronte di una raccolta netta negativa dei fondi di diritto italiano (-42 miliardi di euro circa), si è registrata una raccolta netta positiva dei fondi domiciliati all'estero (cosiddetti fondi *roundtrip*).

Fig. 56



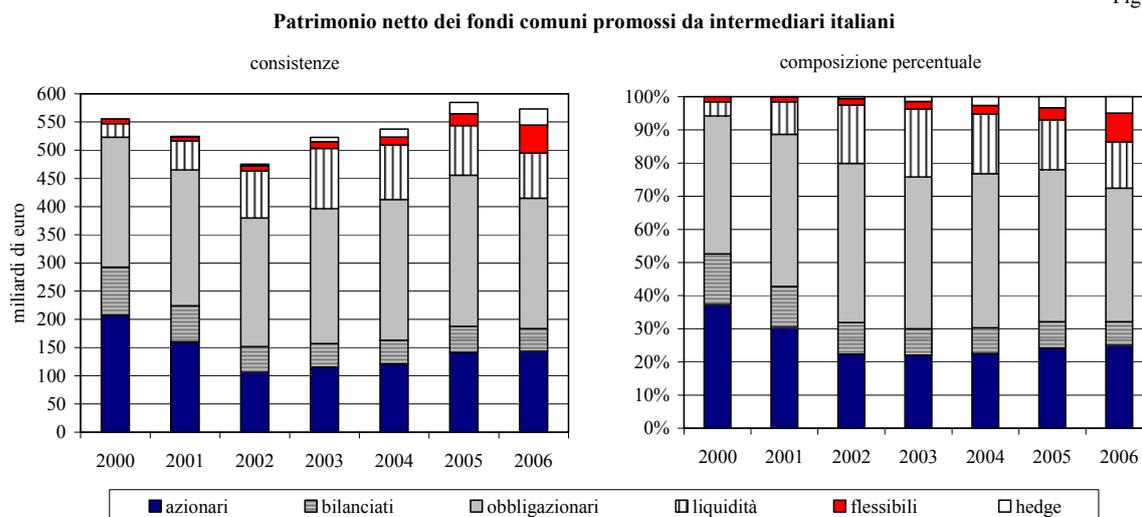
Fonte: Assogestioni. I dati comprendono i fondi aperti (armonizzati e non) di diritto italiano e quelli di diritto estero promossi da intermediari italiani (cosiddetti fondi *roundtrip*); i dati includono i fondi di fondi. Per i fondi domiciliati all'estero i dati si riferiscono alla sola raccolta presso sottoscrittori italiani fino al 2004 e successivamente includono anche la raccolta presso sottoscrittori esteri.

Continuano a registrare sottoscrizioni nette positive i fondi flessibili e i fondi hedge, mentre larga parte della raccolta negativa del 2006 è imputabile alla fuoriuscita di risorse dai fondi obbligazionari, azionari e di liquidità.

Nonostante l'andamento positivo dei mercati finanziari, il forte deflusso di risorse ha determinato una riduzione del patrimonio netto dei fondi promossi da intermediari italiani, passato da 585 a 573 miliardi di euro (-2%) (Fig. 57).

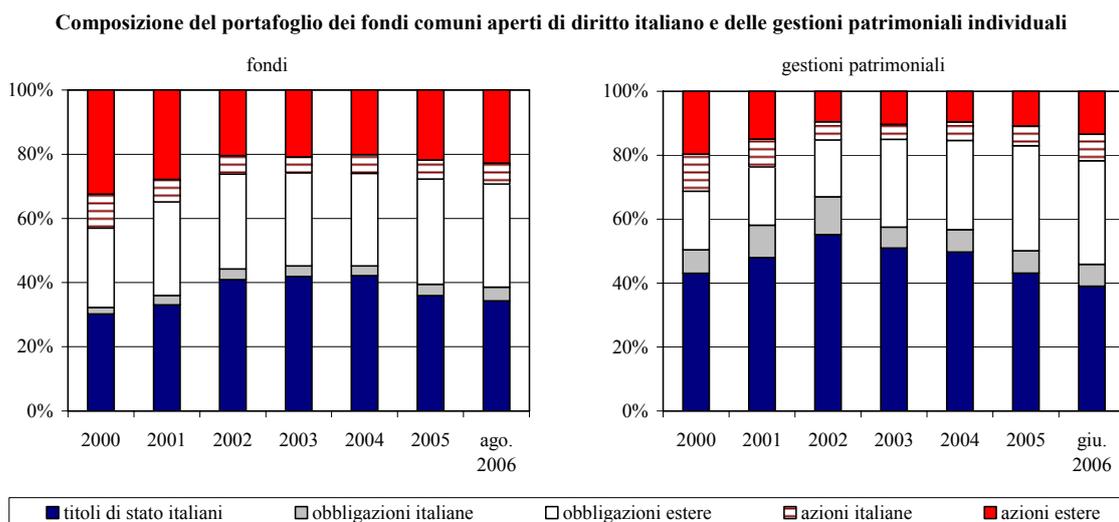
L'evoluzione dei mercati finanziari e borsistici ha determinato alcune modificazioni nelle scelte di asset allocation dei fondi di diritto italiano; i dati ad agosto 2006 mostrano una sensibile crescita del peso delle azioni estere a scapito delle obbligazioni estere, mentre la quota complessiva dei titoli di Stato e delle obbligazioni italiane è rimasta stabile attorno al 40% del portafoglio complessivo (valore però più basso rispetto a quello del periodo 2002-2004). Le scelte di investimento delle gestioni patrimoniali individuali non sono immediatamente confrontabili con quelle dei fondi comuni, poiché circa il 41% del loro portafoglio è investito a sua volta in fondi comuni; tuttavia, ripartendo la quota investita in fondi secondo la composizione media del loro portafoglio, le gestioni individuali risulterebbero meno esposte al mercato azionario. La quota di azioni sul portafoglio è pari, infatti, a circa il 21%, contro il 29% circa per i fondi comuni (Fig. 58).

Fig. 57



Fonte: Assogestioni. I dati comprendono i fondi aperti (armonizzati e non) di diritto italiano e quelli di diritto estero promossi da intermediari italiani (cosiddetti fondi *roundtrip*); i dati includono i fondi di fondi. Per i fondi domiciliati all'estero i dati si riferiscono al patrimonio complessivo.

Fig. 58



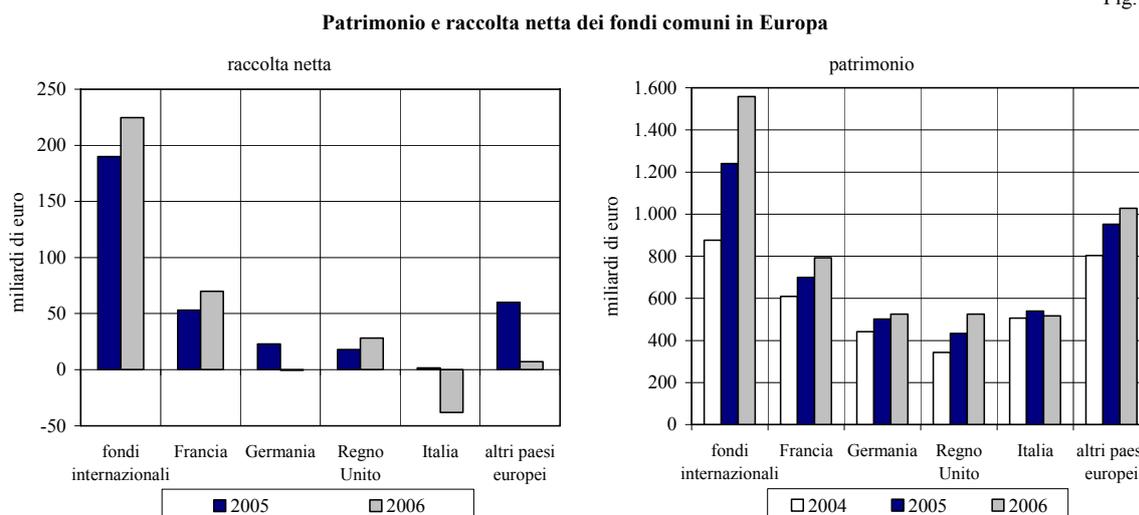
Fonte: elaborazione su dati Banca d'Italia. La quota investita in Oicr delle gestioni individuali è stata allocata alle altre attività finanziarie sulla base della composizione di portafoglio dei fondi comuni di diritto italiano nell'anno di riferimento.

Nel quadro del mercato europeo, il dato sulla raccolta netta dei fondi italiani nel 2006 indica una situazione di evidente difficoltà dell'industria domestica, sebbene anche in Germania e in alcuni altri paesi europei (quali Spagna, Grecia e Portogallo) la raccolta netta sia stata praticamente nulla o negativa. Il cospicuo deflusso di risorse ha fatto sì che il mercato italiano passasse dal secondo posto nel 2004 in Europa per patrimonio gestito (dopo la Francia) al quarto posto nel 2006 (preceduto, di poco, da Germania e Regno Unito) (Fig. 59). Risulta, invece, in forte crescita la raccolta dei fondi internazionali, cioè

dei fondi domiciliati in Lussemburgo e Irlanda e venduti su base *cross-border* in più paesi europei, il cui patrimonio è raddoppiato nell'arco di due anni.

Le statistiche che documentano l'elevata raccolta netta di questi fondi riflettono tuttavia anche le decisioni di delocalizzazione dell'attività gestionale e distributiva di alcune grandi società di gestione del risparmio che, a partire dagli ultimi due anni, hanno progressivamente spostato le proprie sedi operative al di fuori dei paesi di origine e hanno razionalizzato la gamma di prodotti offerti.

Fig. 59



Fonte: FERFI FMI. I fondi sono classificati sulla base del paese dal quale derivano la quota preponderante del patrimonio; tale criterio di classificazione può essere diverso sia da quello del paese di domicilio del fondo, come accade per i fondi cosiddetti *roundtrip*, sia da quello del paese di residenza dell'intermediario promotore. I "fondi internazionali" sono quelli domiciliati in Irlanda e Lussemburgo per i quali non è possibile identificare un singolo paese che concorre per almeno l'80% al patrimonio complessivo (cosiddetti "puri *cross border*"). Gli "altri paesi europei" sono Svizzera, Spagna, Belgio, Svezia Austria, Olanda, Danimarca, Finlandia, Norvegia, Portogallo e Grecia. I dati sul patrimonio sono riferiti al mese di novembre, mentre quelli sulla raccolta al periodo dicembre-novembre di ogni anno; i dati non includono i fondi di fondi.

Sul fronte dei costi, i dati relativi ai rendiconti 2005 dei fondi comuni aperti di diritto italiano indicano che le commissioni medie sono continuate a crescere, passando dall'1,23% della massa gestita media nel 2004 all'1,44% (Tav. 20), essenzialmente per effetto della crescita delle commissioni di gestione e di incentivo. La crescita delle commissioni ha interessato tutte le categorie di fondi a eccezione di quelli flessibili.

Le commissioni attive totali sui fondi aperti di diritto italiano nel 2005 sono state generate per circa il 42% dai fondi che riportano nel prospetto informativo un livello di rischio "alto" o "molto alto", fondi ai quali è imputabile solo il 24% circa della massa media gestita nell'anno. I fondi con livello di rischio "basso" o "medio-basso" hanno assorbito, invece, il 50% circa della massa gestita media nell'anno e hanno generato il 32% circa delle commissioni totali.

Le commissioni medie sui prodotti con rischio "alto" e "molto alto" sono state pari al 2,5% circa della massa gestita, mentre per quelli con rischio "basso" le commissioni sono state pari in media allo 0,8% circa della massa gestita (Fig. 60).

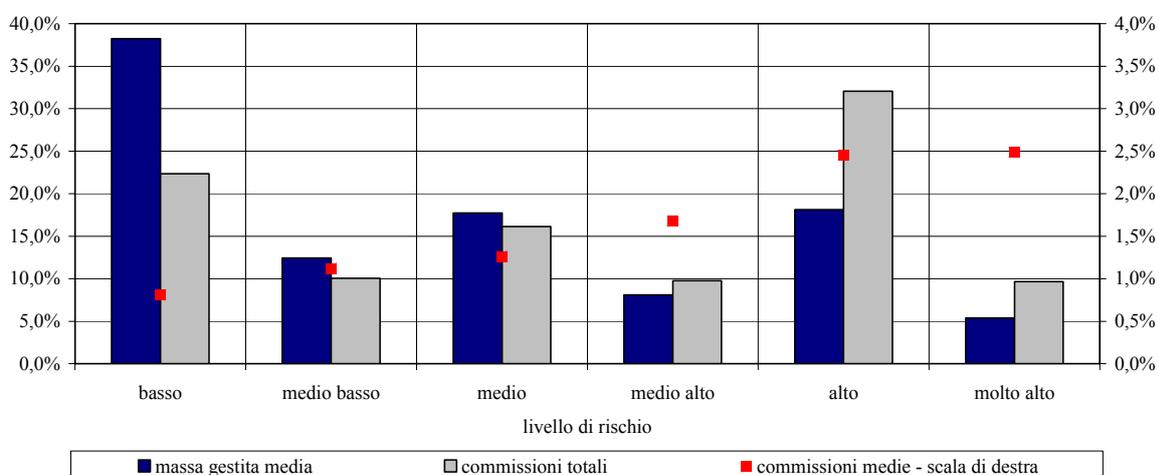
Costi a carico dei fondi aperti di diritto italiano
(valori percentuali)

	Peso sulla massa gestita media ¹						Ripartizione percentuale ²					
	Oneri totali di banca depositaria	Commissioni di gestione	Commissioni aggiuntive e altre commissioni	Commissioni di incentivo	Provvigioni corrisposte ad altri intermediari	Totale	Oneri totali di banca depositaria	Commissioni di gestione	Commissioni aggiuntive e altre commissioni	Commissioni di incentivo	Provvigioni corrisposte ad altri intermediari	Totale
2001												
Liquidità	0,05	0,32	..	..	..	0,37	13,2	86,4	..	0,4	0,1	100,0
Azionari	0,09	1,37	..	0,05	0,03	1,53	5,6	89,2	0,1	3,1	2,1	100,0
Obbligazionari	0,06	0,67	..	0,01	..	0,74	8,0	89,8	..	1,8	0,4	100,0
Bilanciati	0,06	0,93	..	0,01	0,02	1,02	6,0	91,0	..	1,5	1,6	100,0
Flessibili	0,09	1,06	0,09	0,15	0,01	1,39	6,3	75,9	6,2	10,7	0,9	100,0
<i>Totale</i>	<i>0,07</i>	<i>0,90</i>	<i>..</i>	<i>0,03</i>	<i>0,01</i>	<i>1,01</i>	<i>6,7</i>	<i>89,3</i>	<i>0,2</i>	<i>2,5</i>	<i>1,3</i>	<i>100,0</i>
2002												
Liquidità	0,06	0,46	..	..	..	0,53	11,7	87,9	..	0,2	0,3	100,0
Azionari	0,12	1,76	..	0,06	0,07	2,02	6,1	87,3	0,2	3,0	3,4	100,0
Obbligazionari	0,08	0,84	..	0,01	..	0,94	8,6	89,6	0,1	1,3	0,5	100,0
Bilanciati	0,09	1,09	..	0,02	0,03	1,23	7,7	88,3	0,3	1,5	2,2	100,0
Flessibili	0,14	1,67	0,01	0,16	0,04	2,02	7,0	82,5	0,5	7,9	2,0	100,0
<i>Totale</i>	<i>0,09</i>	<i>1,04</i>	<i>..</i>	<i>0,02</i>	<i>0,02</i>	<i>1,18</i>	<i>7,6</i>	<i>88,2</i>	<i>0,2</i>	<i>2,1</i>	<i>1,9</i>	<i>100,0</i>
2003												
Liquidità	0,07	0,53	..	..	..	0,60	11,4	88,4	0,1	..	0,1	100,0
Azionari	0,13	1,87	0,04	0,26	0,03	2,32	5,5	80,7	1,7	11,0	1,1	100,0
Obbligazionari	0,08	0,82	..	0,02	..	0,93	9,1	88,1	0,2	2,3	0,3	100,0
Bilanciati	0,09	1,19	0,03	0,07	0,01	1,39	6,5	85,6	1,8	5,2	0,8	100,0
Flessibili	0,13	1,48	0,26	0,23	0,06	2,16	6,1	68,6	12,2	10,5	2,7	100,0
<i>Totale</i>	<i>0,09</i>	<i>1,00</i>	<i>0,02</i>	<i>0,07</i>	<i>0,01</i>	<i>1,18</i>	<i>7,7</i>	<i>84,4</i>	<i>1,3</i>	<i>5,9</i>	<i>0,7</i>	<i>100,0</i>
2004												
Liquidità	0,07	0,55	..	..	..	0,62	11,9	88,0	..	..	0,1	100,0
Azionari	0,13	1,93	0,02	0,18	0,06	2,32	5,7	83,2	0,8	7,8	2,5	100,0
Obbligazionari	0,09	0,86	..	0,01	..	0,96	9,0	89,4	0,1	1,1	0,4	100,0
Bilanciati	0,10	1,20	0,02	0,04	0,05	1,40	6,9	85,5	1,3	3,1	3,2	100,0
Flessibili	0,12	1,42	0,15	0,19	0,03	1,92	6,5	74,1	7,8	9,8	1,8	100,0
<i>Totale</i>	<i>0,10</i>	<i>1,06</i>	<i>0,01</i>	<i>0,05</i>	<i>0,02</i>	<i>1,23</i>	<i>7,7</i>	<i>85,8</i>	<i>0,9</i>	<i>4,2</i>	<i>1,5</i>	<i>100,0</i>
2005												
Liquidità	0,10	0,73	..	..	..	0,83	12,0	87,8	..	..	0,1	100,0
Azionari	0,14	2,01	0,04	0,33	0,05	2,57	5,3	78,2	1,7	13,0	1,9	100,0
Obbligazionari	0,09	0,99	..	0,02	..	1,10	8,6	89,5	0,1	1,5	0,3	100,0
Bilanciati	0,11	1,51	0,03	0,06	0,02	1,72	6,3	87,5	1,7	3,3	1,2	100,0
Flessibili	0,10	1,35	0,18	0,14	0,01	1,79	5,8	75,4	10,3	7,9	0,6	100,0
<i>Totale</i>	<i>0,11</i>	<i>1,21</i>	<i>0,02</i>	<i>0,09</i>	<i>0,01</i>	<i>1,44</i>	<i>7,3</i>	<i>84,2</i>	<i>1,5</i>	<i>6,0</i>	<i>1,0</i>	<i>100,0</i>

Fonte: elaborazioni Consob su dati di rendiconto. ¹ La massa gestita è calcolata come media dei dati di fine mese. ² L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti.

Fig. 60

Ripartizione delle massa gestita e delle commissioni sui fondi comuni aperti di diritto italiano nel 2005 per livello di rischio



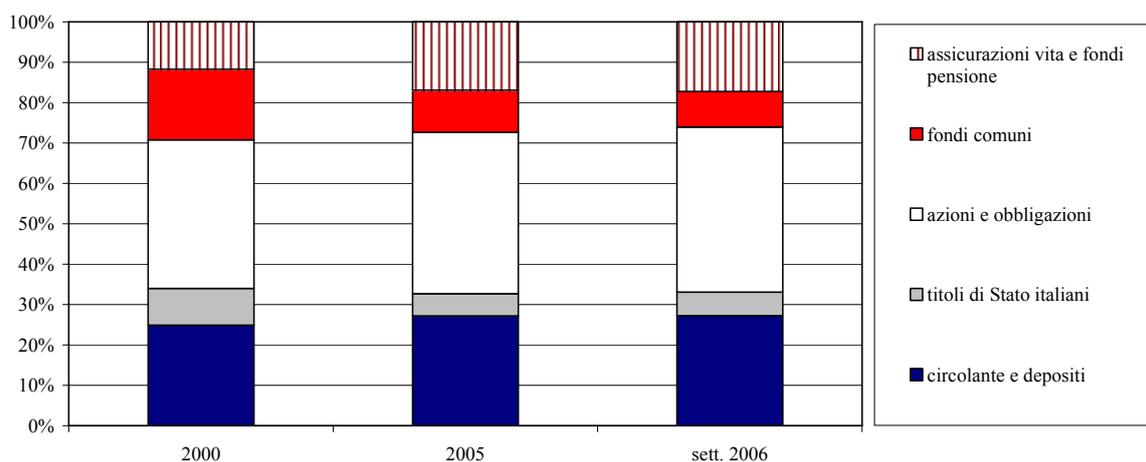
Fonte: elaborazioni su segnalazioni statistiche di vigilanza e archivio Consob sui prospetti informativi dei fondi comuni.

4. Le famiglie

A settembre 2006 la composizione delle attività finanziarie delle famiglie italiane risultava analoga a quella relativa a fine 2005. È proseguita, tuttavia, la tendenza alla riduzione della quota investita in fondi comuni (dal 10 al 9%; Fig. 61).

Fig. 61

Composizione delle attività finanziarie delle famiglie italiane



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia (Conti Finanziari). L'aggregato delle azioni e delle obbligazioni comprende i titoli esteri. Le famiglie comprendono le istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie.

Fra il 2000 e il 2006 il peso di circolante, depositi e titoli di Stato italiani sul totale delle attività finanziarie delle famiglie ha subito una lieve flessione passando da 34 a 33% circa. La diminuzione della quota dei titoli di Stato italiani (dal 9 al 6% circa) è stata quasi

completamente compensata dall'aumento del circolante e dei depositi (dal 25 al 27% circa). La composizione delle attività finanziarie più rischiose (obbligazioni *corporate* e bancarie italiane, azioni italiane, titoli esteri, fondi comuni italiani e esteri, assicurazioni vita e fondi pensione) è, invece, cambiata in maniera rilevante.

La quota delle azioni italiane ed estere è scesa dal 26 al 25% circa e il peso delle azioni quotate è sceso dal 13 al 12%. La quota delle obbligazioni corporate (italiane ed estere) è aumentata dal 4 al 6%, mentre la quota delle obbligazioni bancarie è cresciuta dal 7 al 10%.

In valore assoluto gli investimenti delle famiglie in fondi comuni (italiani ed esteri) sono scesi da 457 miliardi di euro nel 2000 a 291 miliardi di euro nel 2006 e la quota sulle attività finanziarie è diminuita dal 17 al 9%. La quota delle assicurazioni vita e dei fondi pensione, invece, è aumentata in modo significativo, passando dal 12% nel 2000 al 17% nel 2006. In particolare, la quota delle riserve tecniche a fronte delle polizze vita dei rami III e V è quasi triplicata (dal 2 al 6% circa).

C

APPENDICE E
NOTE METODOLOGICHE

NOTE METODOLOGICHE

Avvertenze

- Nelle tavole del testo e dell'Appendice sono adoperati i seguenti segni convenzionali:
- rilevazione quantitativa nulla;
 - fenomeno non esistente;
 - fenomeno esistente ma dati non noti;
 - .. i dati non raggiungono la cifra significativa dell'ordine minimo considerato.

Fonte dei dati: se la fonte non è espressamente citata, i dati riportati nelle tavole si intendono acquisiti dalla Consob nell'ambito dell'esercizio delle attività istituzionali di vigilanza.

Figg. 1, 3-5, 7-8

I grandi gruppi quotati sono rappresentati da un campione “chiuso” di 30 gruppi per i quali è disponibile una serie completa di bilanci dal 1998 al 2005 e censiti nell'annuario R&S 2006 di Mediobanca. A fine 2005 tali gruppi abbracciavano circa 50 società quotate che rappresentavano l'80% circa della capitalizzazione complessiva delle società non finanziarie quotate. Si tratta quindi di un'analisi che copre quasi tutto il panorama del listino di borsa per ciò che riguarda i settori dei servizi e dell'industria. I gruppi considerati sono i seguenti (tra parentesi sono indicate le principali quotate consolidate nel bilancio 2005): Enel (dal 2005 viene considerata a parte Terna che non è più consolidata in Enel), Eni (Snam Rete Gas, Saipem), Autostrade, Telecom, Ifi (Ifil, Juventus; dal 2004 viene considerata a parte Fiat che non è più consolidata in Ifi), Edizione Holding (Autogrill, Benetton), Aurelia (Autostrada TO-MI, Sias), Italmobiliare (Italcementi), Luxottica, Alitalia, Aem, Fininvest (Mondadori, Mediaset), Edison-Italenergia, Erg, Acea, Pirelli & C., Cofide (Cir, L'Espresso, Sogefi), Buzzi Unicem, Marzotto (Linificio; dal 2005 viene considerata a parte Valentino F.G, nata da una scissione parziale da Marzotto), Tenaris-Dalmine, Impregilo, Gim (Smi), Rcs MediaGroup, Finmeccanica, Caltagirone (Cementir, Vianini industrie, Vianini lavori), Indesit-Merloni, Bulgari, Davide Campari, Snia (dal 2004 viene considerata a parte Sorin, nata da uno scorporo da Snia). Per rendere omogenea la serie storica dei bilanci del gruppo Telecom è stato considerato anche il gruppo Seat Pagine Gialle (prima consolidato in Telecom). In alcuni casi è stato preso in considerazione il bilancio consolidato della *holding* capogruppo anche se non quotata (in particolare, per Fininvest, Edizione Holding e Aurelia).

Figg. 2 e 6

Per la Francia sono state considerate le prime 30 imprese per capitalizzazione incluse nell'indice Cac40 per le quali è disponibile una serie completa di bilanci nel periodo 1999-2005; per la Germania sono state prese in considerazione le prime 30 imprese per capitalizzazione appartenenti all'indice Dax100 con bilanci completi nel periodo 1999-2005. Per l'Italia sono stati considerati i grandi gruppi quotati non finanziari italiani elencati nella Nota metodologica relativa alle figure 1, 3-5, 7-8.

Figg. 20, 21, Tav. 5, Tavv. A.3, A.4, A.5

La fonte dei dati è rappresentata dall'Archivio Consob sulla trasparenza proprietaria, costituito dalle comunicazioni inviate ai sensi dell'art. 120 del Tuf (in base al quale tutti coloro che partecipano in una società quotata italiana, in misura superiore al 2% del capitale rappresentato da azioni con diritto di voto, devono darne comunicazione scritta alla società stessa e alla Consob, che diffonde tali informazioni al mercato).

Per partecipazione rilevante si intende il possesso di quote azionarie superiori al 2% del capitale rappresentato da azioni con diritto di voto (art. 120 Tuf).

I dati riportati nelle tavole si riferiscono alle partecipazioni calcolate sul capitale ordinario delle società.

Fig. 21, Tav. A.4

La definizione dei modelli di controllo è la seguente:

- di diritto: quando un singolo azionista detiene più del 50% dei diritti di voto esercitabili in assemblea ordinaria;
- di fatto: quando un soggetto, che non controlla di diritto la società, è in grado di esercitare un'influenza dominante sull'assemblea ordinaria;
- patto di sindacato: quando la quota aggregata dei diritti di voto detenuta dagli aderenti a un patto di sindacato di voto è superiore al 50% dei diritti di voto esercitabili in assemblea ordinaria o consente di esercitare un controllo di fatto.

Tavv. 1, 2, 3, 4, Tav. A.1

Per la trattazione delle offerte finalizzate all'ammissione a quotazione vengono adottati i seguenti criteri:

- non vengono considerate le offerte effettuate da parte di società estere;
- i dati relativi all'ammontare delle offerte sono riferiti agli esiti dei collocamenti comprensivi delle azioni eventualmente allocate agli investitori istituzionali, alla chiusura dell'offerta, nell'ambito dell'*over allotment*. Si prescinde, pertanto, dalla circostanza che nei 30 giorni successivi all'offerta, in seguito all'esercizio dell'attività di stabilizzazione da parte dei collocatori, la *green shoe* possa non essere esercitata, del tutto o in parte;
- i dati relativi all'evoluzione della struttura proprietaria sono tratti dai prospetti informativi e tengono conto dell'esito dell'offerta comprensivo dell'eventuale effettivo esercizio della *green shoe*; nel caso di riduzione del numero di azioni offerte in vendita rispetto alla previsione contenuta nel prospetto informativo, e in mancanza di specifica indicazione in merito, il computo delle quote *post* offerta di ogni singolo azionista venditore viene effettuato operando una ripartizione della vendita risultante proporzionale a quella prevista;
- la determinazione della quota dell'azionista di controllo segue un criterio di natura sostanziale che tiene conto di tutte le azioni detenute dai membri di uno stesso nucleo familiare, delle azioni detenute da diverse società facenti capo a un unico soggetto, delle azioni non conferite in eventuali patti di sindacato da parte di soggetti aderenti ai relativi

patti; in mancanza di un azionista di controllo, alla voce azionista di controllo viene indicato il primo azionista;

- le azioni proprie vengono detratte dal capitale sociale dell'emittente ai fini del calcolo delle quote degli azionisti rilevanti e della capitalizzazione.

Tav. 4

Sono comprese le partecipazioni degli *sponsor* e dei soggetti collocatori che hanno curato l'operazione, o dei soggetti controllanti o controllati dagli stessi, nelle società ammesse a quotazione e/o nelle società che le controllano.

Sono compresi i rapporti creditizi esistenti alla data dell'offerta fra gli *sponsor* e i soggetti collocatori che hanno curato l'operazione, o i soggetti controllanti o controllati dagli stessi, e le società ammesse a quotazione o le loro controllate.

Nell'ambito dei rapporti creditizi non si considerano le operazioni relative a crediti commerciali, nonché quelle in cui non è stato possibile determinare la quota dei finanziamenti erogati; solo in alcuni casi, particolarmente rilevanti, si è tenuto conto del dato relativo ad affidamenti non utilizzati.

Non si considerano le opzioni per l'acquisto o la sottoscrizione di azioni detenute dai predetti soggetti ai fini della rilevazione dei rapporti partecipativi.

Tav. 6, Tavv. A.6, A.7

Le informazioni sui patti di sindacato sono ricavate dalle comunicazioni di cui all'art. 122 del Tuf, in base al quale qualunque patto o accordo che comporti per gli aderenti limitazioni o regolamentazioni del diritto di voto, obblighi o facoltà di preventiva consultazione per l'esercizio dello stesso, obblighi circa il trasferimento di azioni, ovvero qualunque accordo per l'acquisto concertato, deve essere comunicato, pena l'inefficacia, alla Consob, entro cinque giorni dalla data di stipula.

Sono stati considerati solo i patti la cui quota sindacata è superiore al 5 per cento.

Fig. 24

La procedura per la costruzione dell'indicatore è basata sul lavoro di Kumar, M. e Persuad, A. (2002), "Pure contagion and investors' shifting risk appetite: analytical issues and empirical evidence", *International Finance*, Vol. 5, pag. 401-426 e sulla metodologia applicativa proposta da Misina, M. (2005), "Benchmark Index of Risk Appetite", *Bank of Canada working paper*. In particolare, sono state estratte le componenti principali dalle serie degli extra-rendimenti dei singoli titoli inclusi nell'indice azionario ed è poi stata stimata la volatilità applicando un modello Garch(1,1) sulle componenti principali. La correlazione di rango è calcolata fra la volatilità stimata al mese $t-1$ e le componenti principali estratte dagli extra-rendimenti al mese t .

Figg. 45-52, Tav. 19

I dati si riferiscono ai seguenti gruppi bancari italiani: Banca Intesa, Unicredito-HVB, San Paolo IMI, Capitalia, MPS, BNL, Mediobanca, BPU, BPVN, Banca Antonveneta. Si tratta di un

campione che rappresenta sostanzialmente i 2/3 dell'intero sistema bancario italiano in termini di totale attivo. Per l'anno 2000 sono comprese le principali banche successivamente confluite nei gruppi bancari considerati.

Fig. 45

Il margine di interesse include il saldo delle operazioni in derivati di copertura su tassi di interesse, i dividendi su partecipazioni e gli utili o perdite delle partecipazioni valutate al patrimonio netto. I ricavi da intermediazione mobiliare comprendono i profitti o le perdite da operazioni finanziarie e le commissioni nette per servizi di investimento e gestioni collettive (inclusa la negoziazione di valute, la consulenza, la custodia e l'amministrazione titoli, i servizi di banca depositaria e il collocamento di prodotti e servizi assicurativi). I ricavi da servizi bancari comprendono le commissioni nette per garanzie rilasciate e derivati su crediti, per servizi di incasso e pagamento, per servizi di esattorie e ricevitorie e di *servicing* su operazioni di cartolarizzazione, commissioni nette su conti correnti, carte di credito e Bancomat.

Fig. 46

I ricavi da gestione del risparmio comprendono le commissioni nette derivanti dalle gestioni individuali e collettive e le commissioni da banca depositaria. I ricavi da collocamento comprendono le commissioni nette da collocamento titoli e altri prodotti finanziari e assicurativi (inclusa l'offerta fuori sede). I ricavi da negoziazione in conto terzi comprendono le commissioni nette da negoziazione titoli e valute e le commissioni nette da raccolta ordini. Gli altri ricavi comprendono essenzialmente le commissioni nette da consulenza e da custodia e amministrazione titoli.

Fig. 65

Le tipologie di giudizio che possono essere rilasciate dalla società di revisione sono le seguenti:

1) *Giudizio con rilievi*. Il revisore esprime un giudizio con rilievi qualora accerti: significative mancanze di conformità alle norme che disciplinano il bilancio; significativi disaccordi con gli amministratori rispetto ai criteri contabili; errori nella loro applicazione o inadeguatezza dell'informazione; significative limitazioni al procedimento di revisione per impedimenti tecnici o restrizioni imposte dagli amministratori; presenza di una situazione di incertezza significativa non adeguatamente descritta in bilancio o laddove le azioni poste in essere dagli amministratori appaiano non condivisibili.

2) *Giudizio negativo*. Il revisore esprime un giudizio negativo qualora gli effetti dei rilievi concernenti significative mancanze di conformità alle norme che disciplinano il bilancio, ovvero significativi disaccordi con gli amministratori rispetto ai criteri contabili, errori nella loro applicazione o inadeguatezza dell'informazione, sono così rilevanti da compromettere l'attendibilità e la capacità informativa del bilancio considerato nel suo insieme.

3) *Impossibilità a esprimere un giudizio per gravi limitazioni.* Il revisore si dichiara impossibilitato a esprimere un giudizio qualora i possibili effetti delle limitazioni alle procedure di revisione sono così rilevanti da far mancare gli elementi indispensabili per un giudizio.

4) *Impossibilità a esprimere un giudizio per incertezze.* In presenza di più situazioni di incertezza o di un'incertezza che pone in discussione l'attendibilità complessiva del bilancio o la continuità aziendale, il revisore dichiara l'impossibilità di esprimere un giudizio quando ritiene che le azioni intraprese dagli amministratori si basino su presupposti fortemente opinabili.

Tavv. 47 e 48

La carriera direttiva superiore comprende le qualifiche di Direttore generale, Funzionario generale, Condirettore centrale, Direttore principale, Direttore e Condirettore. La carriera direttiva inferiore comprende le qualifiche di Primo funzionario, Funzionario di 1^a, Funzionario di 2^a. La carriera operativa comprende la qualifica di Coadiutore principale, Coadiutore, Assistente superiore, Assistente e vice Assistente.



CONSOB

COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

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

ROMA, 31 MARZO 2007

COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

Presidente

Lamberto CARDIA

Componenti

Carla RABITTI BEDOGNI

Paolo DI BENEDETTO

Vittorio CONTI

Michele PEZZINGA

Direttore Generale

Massimo TEZZON

Indice dei riquadri

1. *Utilizzo degli strumenti derivati da parte delle principali società italiane non finanziarie quotate in borsa* 6
2. *La concentrazione nel settore dei servizi di investimento* 93
3. *Liquidazione, incorporazione e istituzione di nuovi fondi comuni aperti di diritto italiano nel periodo 2002-2005* 97
4. *Il rischio dell'investimento in fondi flessibili* 101
5. *Le misure di esecuzione della direttiva 2004/39/CE in materia di mercati* 116
6. *Le misure di esecuzione della direttiva 2004/39/CE in materia di intermediari* 119

INDICE GENERALE

A. L'EVOLUZIONE DEL QUADRO DI RIFERIMENTO 1

I.	LE SOCIETÀ	
1.	<i>La struttura finanziaria e la redditività</i>	3
2.	<i>I flussi finanziari</i>	9
3.	<i>La qualità del credito</i>	10
4.	<i>La raccolta di capitale di rischio e le quotazioni in borsa</i>	13
5.	<i>Le operazioni di acquisizione e fusione</i>	17
6.	<i>Gli assetti proprietari e gli organi societari</i>	20
II.	I MERCATI	
1.	<i>La congiuntura economica e i mercati azionari</i>	24
2.	<i>Il mercato degli strumenti finanziari derivati</i>	30
3.	<i>Il mercato dei covered warrants e dei certificates</i>	34
4.	<i>Il mercato obbligazionario</i>	36
5.	<i>Il mercato delle asset backed securities e dei covered bonds</i>	42
III.	GLI INTERMEDIARI E LE FAMIGLIE	
1.	<i>La struttura del settore dell'intermediazione mobiliare</i>	45
2.	<i>I principali gruppi bancari</i>	46
3.	<i>Gli investitori istituzionali</i>	53
4.	<i>Le famiglie</i>	59

B. L'ATTIVITÀ DELLA CONSOB 61

I.	LA VIGILANZA SULLE SOCIETÀ	
1.	<i>L'informativa societaria</i>	63
2.	<i>L'informativa nelle operazioni di appello al pubblico risparmio e finanza straordinaria</i>	66
3.	<i>L'informativa in sede assembleare</i>	74
4.	<i>L'informativa contabile</i>	75
5.	<i>Le società di revisione</i>	77

II.	LA VIGILANZA SUI MERCATI	
1.	<i>Gli abusi di mercato</i>	81
2.	<i>La gestione di mercati regolamentati e gli scambi organizzati</i>	87
3.	<i>I servizi di compensazione, liquidazione e gestione accentrata di strumenti finanziari</i>	89
III.	LA VIGILANZA SUGLI INTERMEDIARI	
1.	<i>Banche, Sim e agenti di cambio</i>	90
2.	<i>Le società di gestione del risparmio</i>	96
3.	<i>I promotori finanziari</i>	102
IV.	I PROVVEDIMENTI SANZIONATORI E CAUTELARI	
1.	<i>I provvedimenti relativi agli intermediari e ai promotori finanziari</i>	103
2.	<i>I provvedimenti relativi agli emittenti e alle società di revisione</i>	105
3.	<i>L'attività di enforcement su internet</i>	109
V.	L'ATTIVITÀ REGOLAMENTARE E INTERPRETATIVA E GLI SVILUPPI INTERNAZIONALI	
1.	<i>La disciplina dell'appello al pubblico risparmio</i>	111
2.	<i>La disciplina dell'informativa societaria continua</i>	113
3.	<i>La disciplina dell'informativa contabile e periodica e delle società di revisione</i>	114
4.	<i>La disciplina dei mercati</i>	115
5.	<i>La disciplina degli intermediari e del risparmio gestito</i>	118
VI.	LE RELAZIONI INTERNAZIONALI	
1.	<i>La cooperazione internazionale</i>	121
2.	<i>L'attività nell'ambito dell'Unione Europea</i>	122
3.	<i>L'attività nell'ambito del Committee of the European Securities Regulators (Cesr)</i>	123
4.	<i>L'attività nell'ambito dell'International Organization of Securities Commissions (Iosco) e in altre sedi internazionali</i>	126
VII.	I CONTROLLI GIURISDIZIONALI SULL'ATTIVITÀ DELLA CONSOB	
1.	<i>Il contenzioso sui provvedimenti in materia di vigilanza</i>	128
2.	<i>La verifica in sede giurisdizionale dell'attività dell'Istituto</i>	132

VIII. LA GESTIONE INTERNA E LE RELAZIONI CON L'ESTERNO

1.	<i>La gestione finanziaria</i>	134
2.	<i>La gestione delle risorse umane</i>	136
3.	<i>Le relazioni con l'esterno e l'attività di investor education</i>	138
4.	<i>Lo sviluppo del sistema informativo</i>	140

C.	APPENDICE E NOTE METODOLOGICHE	141
-----------	---------------------------------------	------------

	<i>Indice delle tavole</i>	143
	<i>Tavole statistiche</i>	145
	<i>Note metodologiche</i>	163

B

***L'ATTIVITÀ
DELLA CONSOB***

I – LA VIGILANZA SULLE SOCIETÀ

1. L'informativa societaria

Nel corso del 2006 la Commissione ha formulato quasi 300 richieste di informazioni a esponenti aziendali e azionisti di riferimento di società quotate italiane e circa 150 richieste di pubblicazione di dati e notizie (Tav. 21). La Commissione ha inoltre attivato i poteri di impugnativa di bilancio nei confronti di 4 emittenti quotati (si veda anche il successivo §4).

Tav. 21

Vigilanza sull'informativa societaria e sugli assetti proprietari

Tipologia di interventi	2002	2003	2004	2005	2006
Richieste di informazioni ex art. 115, commi 1 e 2, del Tuf					
<i>Assunzioni di notizie da amministratori, sindaci, revisori, direttori generali, società controllanti e controllate</i>	36	82	51	90	36
<i>Richieste di dati e informazioni</i>	100	317	43	213	201
<i>Richieste di conferma di partecipazioni rilevanti</i>	23	49	21	77	30
<i>Richieste di notizie per l'individuazione dei responsabili di adempimenti informativi per i quali viene contestata una violazione</i>	52	31	12	47	28
Totale	211	489	127	427	295
Richieste di informazioni a società sul proprio azionariato ex art. 115 del Tuf	31	33	39	13	12
Richieste di pubblicazione di dati e notizie ex art. 114 del Tuf					
<i>Integrazioni di notizie da fornire in assemblea</i>	69	18	15	6	11
<i>Integrazioni a documenti contabili periodici</i>	1	--	14	--	6
<i>Informazioni da fornire al mercato (comunicati stampa)</i>	25	46	82	69	129
<i>Informazioni periodiche mensili</i>	9	6	8	2	2
<i>Integrazioni di documenti di fusione e altre operazioni straordinarie</i>	2	1	1	--	4
<i>Integrazioni di documenti Opa</i>	3	4	4	17	6
Totale	109	75	124	94	158
Esoneri dalla pubblicazione di dati e notizie ex art. 114 del Tuf	5	10	11	2	25
Ritardi nella comunicazione ex art. 114 del Tuf	--	--	--	--	12
Richieste di pubblicazione immediata di studi in presenza di rumors	3	10	3	8	18
Segnalazioni all'Autorità Giudiziaria	1	--	--	--	4
Ispezioni	2	4	2	2	2
Lettere di richiamo	3	3	--	--	1
Impugnative di bilancio	--	4	4	4	4

In circa 40 casi le richieste di pubblicazioni di dati e notizie sono scaturite dalla circolazione di rumors e indiscrezioni di stampa relativi a specifici emittenti quotati, spesso associate ad andamenti anomali delle quotazioni. La Commissione ha anche sollecitato soggetti non vigilati coinvolti nei citati casi a diffondere al pubblico commenti o precisazioni sulle indiscrezioni di stampa, al fine di assicurare il ripristino della parità informativa sul mercato; nei

casi in cui erano, invece, coinvolti soggetti non residenti è stata attivata la collaborazione con Autorità di vigilanza estere.

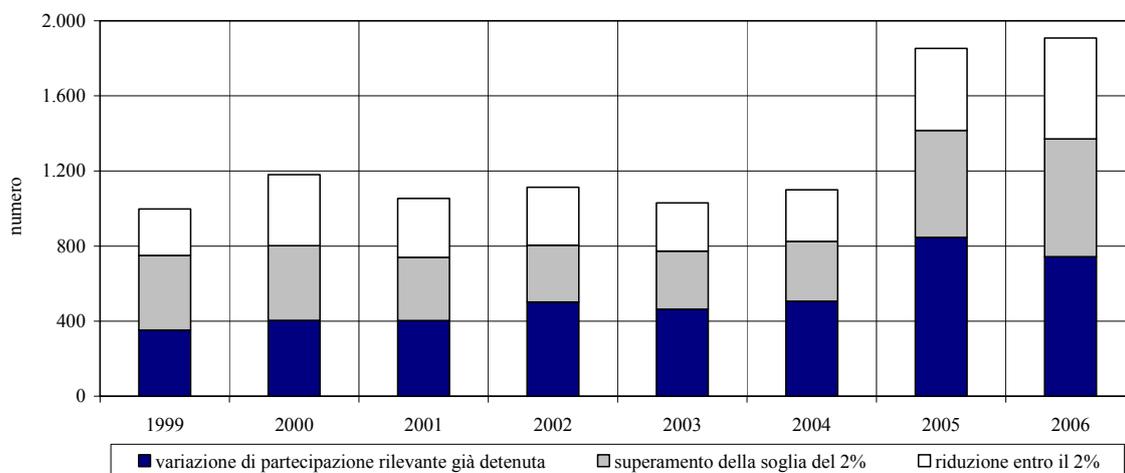
Nel 2006 la Commissione ha esaminato 25 reclami motivati da parte di emittenti quotati per l'esonero dalla pubblicazione di informazioni privilegiate e 12 segnalazioni di ritardo nella diffusione di informazioni privilegiate. Con riferimento ai reclami motivati, in diversi casi la Consob ha accolto le motivazioni dell'istante, in quanto è stato valutato che le informazioni, riguardando eventi suscettibili di subire sensibili mutamenti, sarebbero state diffuse senza un ragionevole grado di certezza e, pertanto, avrebbero potuto essere fuorvianti per il mercato. Per quanto riguarda, invece, le segnalazioni di ritardi nella diffusione al pubblico di informazioni privilegiate, la Commissione in 3 casi ha richiesto comunque l'immediata diffusione delle informazioni.

La Commissione è intervenuta in 18 casi chiedendo a intermediari la pubblicazione di studi contenenti raccomandazioni relative a emittenti quotati, al fine di ripristinare sul mercato condizioni di parità informativa in presenza di indiscrezioni sul contenuto degli studi stessi.

Molto intensa è stata anche la vigilanza sull'informativa sugli assetti proprietari, a fronte di un numero molto elevato di comunicazioni relative a partecipazioni rilevanti in società quotate (circa 1.900; Fig. 62).

Comunicazioni di partecipazioni rilevanti in società quotate italiane

Fig. 62



Le comunicazioni hanno riguardato in circa il 34% dei casi il superamento della soglia del 2% del capitale, in circa il 29% la riduzione entro la medesima soglia e in circa il 37% la variazione di partecipazioni rilevanti già detenute. Di queste ultime, il 12% ha riguardato comunicazioni relative a variazioni nel titolo del possesso o nella catena partecipativa ovvero comunicazioni effettuate per aggiornamento della partecipazione a seguito di esplicite richieste della Consob nell'ambito dell'attività di vigilanza (circa il 5% delle comunicazioni).

La Commissione è intervenuta in 12 casi per richiedere informazioni alle società sul proprio azionariato. Con riferimento a 2 società quotate, in considerazione degli scambi particolarmente intensi sui relativi titoli, la Commissione ha richiesto, a partire dalla seconda metà del 2005 e fino

ai primi mesi del 2006, la comunicazione in via continuativa delle variazioni delle partecipazioni detenute in misura superiore all'1% del capitale sociale, sebbene la disciplina in materia preveda la comunicazione obbligatoria solo delle variazioni che comportano il superamento delle soglie del 5%, 7,5%, 10% e di ogni successivo multiplo di cinque.

L'attività di vigilanza sull'informativa societaria ha riguardato come di consueto anche l'informativa sulle operazioni con parti correlate. Nel 2006 la Commissione ha esaminato 11 documenti informativi e 2 comunicati stampa relativi a tale tipologia di operazioni (Tav. 22).

Tav. 22

Operazioni con parti correlate comunicate al mercato nel 2006 da società quotate

Società	Tipologia di operazione	Controparti dell'operazione
Documenti informativi		
Ferrovie Nord Milano	cessione di rami d'azienda	società quotata e società direttamente o indirettamente controllate
Perlier	aumento di capitale riservato con esclusione del diritto di opzione, da liberarsi mediante conferimento di azioni	società quotata e soggetti direttamente e indirettamente controllanti
Bastogi	operazione societaria al termine della quale l'emittente detiene l'82% del capitale sociale di un'altra società	società quotata e membro del suo consiglio di amministrazione
Mittel	acquisto di azioni possedute dai beneficiari di un piano di stock option	società quotata e suoi amministratori e dirigenti
Chl	aumento di capitale riservato con esclusione del diritto di opzione	società quotata e società contrattualmente legata con gli azionisti di riferimento dell'emittente
Sicc	cessione di partecipazione di controllo	società quotata e il suo amministratore delegato
Asm	conferimento di ramo d'azienda	società quotata e società controllata
Isagro	acquisizione di partecipazione azionaria	società quotata e società appartenente a gruppo che possiede una partecipazione significativa nel soggetto controllante l'emittente
Beghelli	vendita di terreni	società quotata e società le cui quote sono possedute in nuda proprietà da amministratori dell'emittente
Mediolanum	cessione di partecipazione azionaria	società quotata e società controllata
Banco Popolare di Verona e Novara	fusione per incorporazione	società controllata e società partecipata da società quotata
Comunicati stampa		
Lottomatica	fusione per incorporazione	società quotata e società interamente controllata
Stefanel	cessione parziale comparto immobiliare	società interamente controllata dalla quotata e società correlata

Nel corso del 2006 la Commissione ha proceduto a effettuare due aggiornamenti dell'elenco degli emittenti strumenti finanziari diffusi tra il pubblico in misura rilevante (al 1° gennaio e al 1° luglio 2006). A luglio 2006 gli emittenti strumenti finanziari diffusi erano 86 (in prevalenza banche popolari e casse di risparmio) (Tav. 23).

Tav. 23

Emittenti con strumenti finanziari diffusi
(situazione al 1.7.2006)

Tipologia di strumenti finanziari	Numero emittenti
Azioni ordinarie	69
Azioni ordinarie e obbligazioni convertibili	9
Azioni di partecipazione cooperativa	1
Azioni ordinarie e privilegiate	2
Azioni ordinarie e di risparmio	1
Azioni privilegiate	1
Obbligazioni convertibili	1
Obbligazioni non convertibili	2
<i>Totale</i>	<i>86</i>

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

Nel 2006 la Commissione ha concesso il nulla-osta alla pubblicazione di circa 1.200 prospetti informativi relativi a operazioni di ammissione a quotazione o sollecitazione (Tav. 24). Il forte incremento del numero dei prospetti esaminati è da ricondurre essenzialmente all'entrata in vigore della disciplina che assoggetta le obbligazioni bancarie alle norme sulla sollecitazione (si veda più avanti nel presente paragrafo).

La Commissione ha inoltre esaminato quasi 200 relazioni illustrative relative a operazioni straordinarie e modifiche statutarie.

Nel corso del 2006 è stata autorizzata la pubblicazione di 36 prospetti finalizzati alla quotazione di nuove società (fra cui un prospetto relativo a un aumento di capitale in opzione e alla quotazione di una società italiana in un mercato regolamentato di un paese dell'Unione Europea), di 23 prospetti relativi ad aumenti di capitale in opzione ai soci di società già quotate e di 6 prospetti relativi all'offerta di titoli di società non quotate (in prevalenza banche popolari e di credito cooperativo). La Commissione ha esaminato anche 8 prospetti di offerte finalizzate alla quotazione e 2 prospetti di offerte pubbliche di sottoscrizione di azioni, per i quali l'istanza originaria dell'emittente è stata ritirata o è decaduta.

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

Tipologia	2002	2003	2004	2005	2006
Numero di prospetti informativi relativi a:					
Ammissione a quotazione di titoli azionari ¹	14	14	8	19	36
di cui: tramite offerta	6	4	8	15	26
Prestiti obbligazionari	21 ²	28	4	18	711
di cui: prospetti base	—	—	—	—	535
prospetti completi	—	—	—	—	143
documenti di registrazione e supplementi	—	—	—	—	33
Emissione di covered warrants ³	102	26	17	37	32
Ammissione a quotazione di warrants	6	8	--	10	1
Altre offerte relative a titoli quotati ⁴	1	1	1	2	--
Offerte di titoli non quotati di emittenti italiani ⁵	3	2	5	7	6
Offerte ai dipendenti ⁶	39	35	28	26	--
Offerte in opzione ai soci ⁷	23	10	2	5	23
Oicr e fondi pensione ⁸	520	268	374	374	397
Totale	729	392	439	498	1.205
Numero di relazioni illustrative relative a operazioni di finanza straordinaria:					
Fusioni	43	44	34	30	31
Scissioni	6	10	5	3	--
Aumenti di capitale sociale ⁹	58	66	68	47	49
Acquisto/alienazione azioni proprie	78	93	90	91	44
Modifiche statutarie	81	85	302	79	63
Conversione azioni	1	3	4	4	1
Emissioni obbligazioni	5	9	7	6	2
Riduzione capitale sociale	8	13	14	8	4
Totale ¹⁰	280	323	524	268	194

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

In alcune istruttorie la Commissione ha affrontato problematiche connesse ai criteri di redazione e presentazione delle informazioni finanziarie da riportarsi nel prospetto di quotazione in situazioni in cui l'emittente aveva posto in essere, negli esercizi precedenti la quotazione, operazioni idonee a determinare cambiamenti strutturali del suo perimetro di attività (quali acquisizioni di società o rami d'azienda di rilievo). Al fine di fornire all'investitore una compiuta informativa in merito all'andamento gestionale e alla situazione finanziaria dell'emittente, è stato

necessario richiedere ricostruzioni ad hoc dei dati finanziari storici delle diverse entità giuridiche poi confluite nell'emittente stesso secondo principi contabili omogenei.

Alcune istruttorie finalizzate al rilascio dell'autorizzazione alla pubblicazione del prospetto informativo hanno riguardato casi di emittenti sottoposti all'attività di direzione e coordinamento da parte della società controllante (ipotesi prevista dagli artt. 2497-2497-septies c.c.).

In particolare, le disposizioni sopra richiamate prevedono una responsabilità diretta (di natura extra-contrattuale) della società che esercita attività di direzione unitaria nei confronti dei soci e dei creditori sociali delle società soggette alla direzione e coordinamento nel caso in cui la società che esercita detta attività, agendo nell'interesse imprenditoriale proprio o altrui in violazione dei principi di corretta gestione societaria e imprenditoriale delle società soggette a direzione e coordinamento, arrechi pregiudizio alla redditività e al valore della partecipazione sociale ovvero cagioni, nei confronti dei creditori sociali, una lesione all'integrità del patrimonio della società. Inoltre, tali norme prevedono una responsabilità degli amministratori della società oggetto di direzione unitaria che omettano di adempiere agli obblighi pubblicitari di cui all'art. 2497-bis c.c., per i danni che la mancata conoscenza di tali fatti arrechi ai soci o ai terzi.

L'importanza della materia è stata ulteriormente evidenziata dall'entrata in vigore dell'art. 14 della legge n. 262 del 2005, che ha modificato l'art. 62 del Tuf attribuendo alla Consob il potere di determinare, con proprio regolamento, le condizioni in presenza delle quali non possono essere quotate le azioni di società controllate sottoposte all'attività di direzione e coordinamento di altre società. In attesa di esercitare detto potere regolamentare, nel corso delle istruttorie aventi ad oggetto ammissioni a quotazione di società soggette a direzione e coordinamento, la Commissione ha provveduto a richiedere che nel prospetto informativo fossero esplicitate: (i) le modalità attraverso le quali la controllante esercitava l'attività di direzione unitaria sull'emittente prima della sua quotazione; (ii) la misura in cui tale attività veniva a essere modificata a seguito dell'ammissione a quotazione della società controllata; (iii) la capacità, da parte di quest'ultima, di svolgere la propria attività in condizioni di autonomia decisionale.

L'autonomia gestionale rappresenta peraltro un requisito essenziale che Borsa Italiana è tenuta a verificare al fine di rilasciare il provvedimento di ammissione alla quotazione di azioni. Pertanto, in sintonia con gli orientamenti che la Consob è andata maturando in tema di direzione e coordinamento, la società di gestione del mercato ha richiesto che: (i) in presenza di una gestione accentrata della tesoreria da parte della capogruppo, vi fosse l'impegno da parte dell'emittente quotando a istituire un proprio sistema di gestione centralizzata della tesoreria per fare fronte ai fabbisogni finanziari della propria attività; (ii) al fine di rafforzare ulteriormente l'indipendenza dell'organo amministrativo dell'emittente quotando rispetto alla capogruppo, fosse assunto l'impegno da parte della nuova entità quotanda di nominare, prima dell'inizio delle negoziazioni, amministratori non esecutivi e indipendenti. Inoltre si è manifestata particolare attenzione a che l'esercizio dell'attività da parte dell'emittente quotando risultasse svolta, dopo la quotazione, in piena e autonoma capacità negoziale nei rapporti con la clientela e i fornitori, escludendo in tal modo la dipendenza di detta capacità dalla capogruppo.

Nel corso del 2006 la Commissione ha esaminato alcune operazioni straordinarie particolarmente complesse e articolate, strutturate come *leverage buy out*, che in alcuni

casi hanno determinato, alla luce delle nuove disposizioni della disciplina comunitaria, anche l'obbligo di redigere prospetti informativi di quotazione.

Sempre in tema di operazioni straordinarie, un'istruttoria di particolare rilievo ha riguardato la prospettata fusione per incorporazione di Autostrade Spa in Abertis Infraestructuras Sa.

In tale occasione la Consob ha richiesto che fossero forniti ulteriori elementi informativi all'interno del documento di fusione al fine, fra l'altro: (i) di chiarire la tempistica e la complessità della procedura autorizzatoria cui la fusione era soggetta (che prevedeva appositi atti di assenso sia da parte dell'Anas che del Ministero delle infrastrutture); (ii) di evidenziare che, secondo le previsioni dell'accordo di massima fra i soggetti partecipanti alla fusione, trascorsi tre anni dalla data di efficacia della stessa (durante i quali il consiglio di amministrazione sarebbe stato composto da un numero di amministratori designati in misura eguale da Autostrade e Abertis, cui si sarebbe aggiunto l'amministratore delegato di quest'ultima società), l'organo di gestione della società risultante dalla fusione avrebbe riflesso le effettive partecipazioni azionarie dei soci; (iii) di esplicitare, anche nei fattori di rischio, che, per effetto della fusione, gli azionisti di Autostrade avrebbero ricevuto azioni di classe A di Abertis e non avrebbero quindi beneficiato del dividendo straordinario riservato ai titolari di azioni di classe B, la cui distribuzione costituiva uno dei presupposti della fusione. Si è altresì richiesto di precisare l'identità degli azionisti rilevanti di Abertis che avrebbero beneficiato del dividendo straordinario.

La Consob ha avuto modo di occuparsi, sotto diversi aspetti, di operazioni di fusione che hanno visto coinvolti alcuni importanti istituti di credito.

In particolare nei casi di fusione fra Banca Intesa e San Paolo IMI e fra Banche Popolari Unite e Banca Lombarda e Piemontese, in cui è stata decisa l'adozione del cosiddetto modello dualistico, particolare rilevanza ha assunto la descrizione degli assetti di corporate governance della nuova entità risultante dalla fusione all'interno del documento di fusione pubblicato ex art. 70 del Regolamento Emittenti. Nel suddetto documento sono stati, infatti, riportate le sintesi degli accordi raggiunti sulla composizione del consiglio di gestione e del consiglio di sorveglianza, nonché le specifiche competenze spettanti ai due organi sulla base delle disposizioni statutarie. Con riferimento agli accordi predetti, è stata, inoltre, oggetto di approfondita valutazione la rilevanza degli stessi ai sensi dell'art. 122 del Tuf. Poiché tali accordi sono stati trasfusi, tra l'altro, nello statuto dell'incorporante, gli stessi, diventando parte di tipici documenti sociali approvati dall'assemblea e soggetti alle relative forme di pubblicità, non sono stati ritenuti patti parasociali da pubblicarsi ai sensi del citato art. 122.

Nel 2006 la Consob è stata intensamente impegnata in un'area di attività sostanzialmente nuova per l'Istituto, legata all'entrata in vigore delle norme che assoggettano alla disciplina sulla sollecitazione i prodotti e gli strumenti finanziari, diversi dalle azioni, emessi da enti creditizi. Le nuove competenze hanno generato un imponente carico di lavoro istruttorio, alla luce dell'elevato numero di emittenti e di strumenti finanziari interessati dalla nuova disciplina.

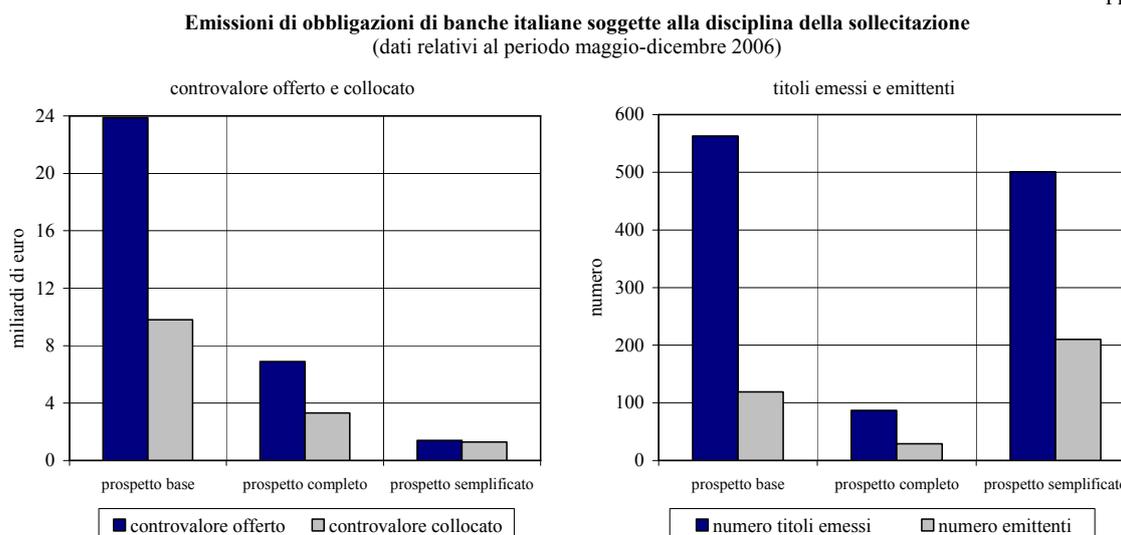
Nel corso del 2006 la Commissione ha infatti autorizzato la pubblicazione di 711 documenti legati al collocamento di obbligazioni bancarie e covered warrant, rappresentati da prospetti

informativi completi (143 documenti) o prospetti di base (inclusi i documenti di registrazione e i relativi supplementi) (568 documenti), relativi a circa 150 emittenti. La maggior parte dei documenti ha riguardato la sola attività di sollecitazione (circa l'87% del totale; il 3% ha riguardato l'ammissione a quotazione e il 10% la sollecitazione e ammissione a quotazione). L'ambito di applicazione della nuova disciplina interessa in maniera marginale i covered warrant, poiché come in passato la sollecitazione relativa a tali prodotti avviene tipicamente attraverso l'offerta in borsa contestuale alla quotazione.

Circa 200 banche hanno, invece, utilizzato il cosiddetto prospetto semplificato, non soggetto a istruttoria preventiva da parte della Consob, per i casi di collocamenti inferiori a 50 milioni di euro di obbligazioni cosiddette plain vanilla.

Nel periodo compreso tra maggio e dicembre 2006 le banche italiane hanno collocato obbligazioni per circa 9,8 miliardi di euro utilizzando il prospetto base, per 3,3 miliardi di euro utilizzando il prospetto completo e per 1,3 miliardi di euro tramite il prospetto semplificato. Il numero di titoli complessivamente emessi è stato pari a oltre 1.100 (di cui quasi la metà tramite prospetto semplificato) (Fig. 63).

Fig. 63



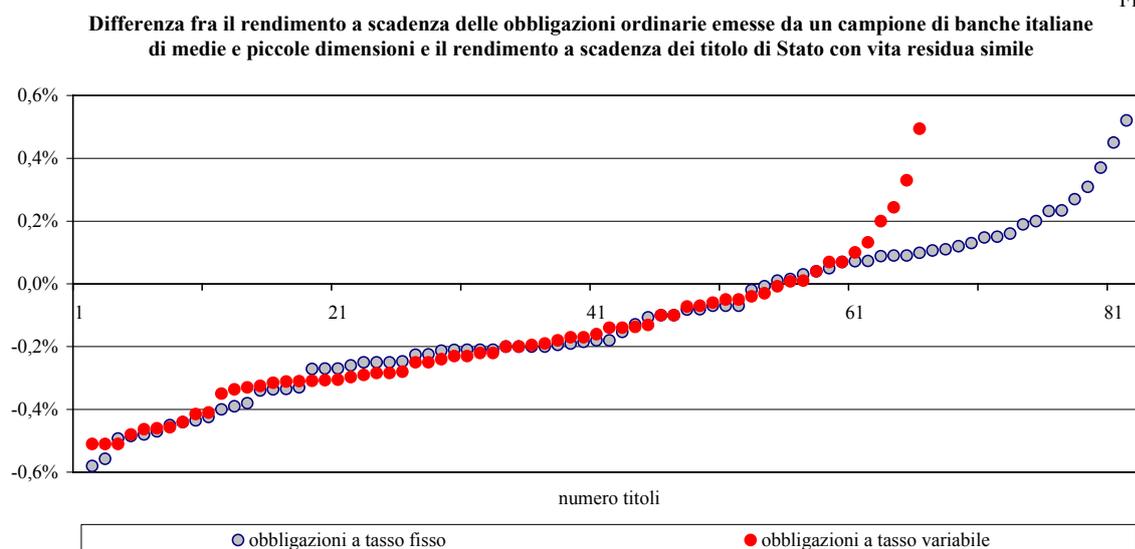
Fonte: segnalazioni statistiche di vigilanza.

Le emissioni lorde di obbligazioni bancarie per le quali è stato pubblicato un prospetto informativo nel periodo esaminato (pari a 14,4 miliardi di euro) risultano tuttavia una frazione limitata rispetto alle emissioni lorde complessive, poiché rimane molto elevata la raccolta obbligazionaria attraverso collocamenti riservati a investitori istituzionali (si veda il §4 del Capitolo II "I mercati" della Sezione A). Inoltre, alcuni grandi gruppi bancari italiani hanno collocato obbligazioni sulla base di prospetti autorizzati da Autorità di altri paesi avvalendosi del cosiddetto "passaporto europeo".

Nell'ambito delle istruttorie sui prospetti, la Commissione ha sollecitato in via sistematica le banche a utilizzare esempi che illustrassero il rendimento delle obbligazioni in diversi scenari e a confrontare il rendimento a scadenza delle obbligazioni con quello di titoli di Stato con vita residua simile.

Su un campione di 150 obbligazioni ordinarie (o plain vanilla) emesse nel 2006 da banche di dimensioni medio-piccole, formato da 83 obbligazioni a tasso fisso e 67 obbligazioni a tasso variabile, emerge che 54 delle 83 obbligazioni a tasso fisso avevano un rendimento a scadenza inferiore a quello del Btp con vita residua simile, e 55 delle 67 obbligazioni a tasso variabile, ipotizzando la costanza della prima cedola nota, avevano un rendimento a scadenza inferiore a quello del Cct di simile durata (Fig. 64).

Fig. 64



Fonte: prospetti informativi e condizioni definitive. Per le obbligazioni a tasso variabile si assume la costanza della prima cedola nota.

Per quanto riguarda la vigilanza sulle offerte pubbliche di acquisto (Opa), nel 2006 la Consob ha rilasciato il nulla osta alla pubblicazione di documenti relativi a 22 diversi strumenti finanziari, tra cui tre prestiti obbligazionari (Tav. 25).

Tav. 25

Strumenti finanziari oggetto di offerte pubbliche di acquisto e/o scambio per i quali è stato concesso il nulla-osta alla pubblicazione del documento d'offerta nel 2006

	Su azioni quotate			Su obbligazioni e warrant	Su azioni non quotate	Totale
	Ordinarie	Risparmio	Privilegiate			
Volontarie	2	2	--	3	--	7
Preventive	1	--	--	--	--	1
Successive	9	--	--	--	--	9
Residuali	5	--	--	--	--	5
Su azioni proprie	--	--	--	--	--	--
<i>Totale</i>	17	2	--	3	--	22

Fra le istruttorie di maggiore rilievo si segnalano quelle relative alle Opa promosse da Abn Amro Bank e da Bnp Paribas, rispettivamente, su Banca Antonveneta e Banca Nazionale del Lavoro che hanno portato a conclusione le scalate avviate nel 2005.

Nel caso dell'Opa promossa da Assicurazioni Generali su azioni Toro Assicurazioni, l'offerente, su sollecitazione della Consob, per la prima volta dopo la scadenza del termine per il recepimento della direttiva in materia di Opa (20 maggio 2006), ha applicato il criterio di determinazione del prezzo indicato nella direttiva stessa, basato sull'individuazione del prezzo più alto pagato dall'offerente per acquisti di azioni dell'emittente.

La Commissione ha, inoltre, esaminato due offerte lanciate da Erg sui titoli Enertad. L'offerente ha promosso inizialmente un'Opa volontaria subordinata a una serie di condizioni, il cui mancato verificarsi non ha poi consentito il perfezionamento dell'operazione. Successivamente all'acquisto del pacchetto di maggioranza di Enertad e alla stipulazione con il secondo maggiore azionista della società di una serie di accordi di varia natura, Erg ha promosso, congiuntamente con il secondo azionista, un'Opa obbligatoria che si è conclusa con il raggiungimento del controllo dell'emittente.

Particolare rilevanza ha assunto l'attività di vigilanza nel corso dell'Opa sulle azioni della FullSix, che ha portato la Consob ad accertare l'esistenza di un patto parasociale non comunicato.

In data 30 gennaio 2006 Blugroup Holding (di seguito "Blugroup"), società controllata dal dott. Marco Benatti, detentrica di una partecipazione in FullSix pari a circa il 34,9% del capitale, acquistava da Mittel Generale Investimenti (di seguito "Mittel") una partecipazione in FullSix pari a circa il 6,06% del capitale al prezzo di 9,73 euro per azione e conseguentemente annunciava l'intenzione di promuovere un'Opa obbligatoria cosiddetta da consolidamento (ex art. 106, comma 3, lett. b), del Tuf) sulla totalità delle azioni della predetta società. In considerazione della circostanza che Mittel aveva acquistato la partecipazione poi ceduta a Blugroup pochi giorni prima del 30 gennaio e che tra venditore e compratore della partecipazione erano stati posti in essere in pari data ulteriori accordi di finanziamento e di consulenza, la Consob ha avviato, a partire dal 31 gennaio 2006, un'istruttoria volta ad accertare, anche attraverso verifiche ispettive, se l'acquisto delle azioni FullSix da parte di Mittel fosse stato oggetto di un accordo di natura parasociale o interpositoria con il dott. Marco Benatti tramite la Blugroup. In data 15 marzo 2006, in pendenza dell'offerta, la Commissione ha rilevato che quantomeno in data 17 gennaio 2006 era stato stipulato tra il dott. Marco Benatti, tramite Blugroup, e Mittel un patto parasociale avente ad oggetto l'acquisto concertato di azioni FullSix rilevante ai sensi dell'art. 122, comma 5, lett. c) del Tuf. Tale patto riguardava l'acquisto da parte di Mittel di una partecipazione pari a circa il 5% del capitale di FullSix e ha esaurito i suoi effetti in data 30 gennaio 2006 con la cessione a Blugroup di tale partecipazione. La Consob ha, tuttavia, ritenuto che non vi fossero i presupposti per sospendere l'offerta, poiché anche considerando gli acquisti di Mittel non sarebbero cambiati né il prezzo né la tempistica dell'offerta.

Tale decisione della Commissione è stata oggetto di impugnativa da parte di Wpp Dotcom Holdings Fourteen LLC (WPP), azionista rilevante di FullSix. L'istanza di sospensione cautelare presentata dal ricorrente è stata respinta in data 22 marzo dal Tar Lazio; è stato altresì respinto dal Consiglio di Stato il ricorso in appello avverso il rigetto della misura cautelare. A fine 2006 il procedimento di merito risultava pendente.

In materia di offerte pubbliche di acquisto, la Consob ha avuto modo di esprimersi su tre quesiti di particolare rilievo.

Nel primo caso la Commissione ha fornito una risposta a un quesito presentato per conto di Aem e Acsm con il quale, in sintesi, si chiedeva di conoscere se la prospettata operazione di ingresso di Aem nel capitale di Acsm (con una partecipazione inferiore al 30%) e la contestuale stipulazione di un patto parasociale, rilevante ai sensi dell'art. 122 del Tuf, tra Aem e il Comune di Como, socio di controllo di Acsm, fossero o meno idonei a determinare un obbligo solidale, in capo a questi ultimi, di promuovere un'offerta pubblica di acquisto sulle azioni Acsm, ai sensi degli articoli 106 e 109 del Tuf. In proposito la Commissione, confermando un orientamento precedentemente assunto, ha ritenuto l'insussistenza dell'obbligo di Opa in quanto il Comune di Como, dopo il perfezionamento dell'operazione societaria prospettata, pur perdendo il controllo di diritto (ma rimanendo singolarmente al di sopra della soglia rilevante del 30%), conservava comunque una posizione di influenza dominante sulla società, in ragione del nuovo assetto di corporate governance di Acsm, quale risultante dal patto parasociale con Aem e dal nuovo statuto delineati nel quesito.

Nel secondo caso la Commissione ha espresso l'avviso che non è applicabile l'esenzione dalla disciplina dell'offerta pubblica di acquisto obbligatoria, prevista dal combinato disposto dell'art. 106, comma 5, lett. e), del Tuf e dall'art. 49, comma 1, lett. f) del Regolamento Emittenti, alla prospettata operazione di integrazione tra due aziende municipalizzate quotate. Tale operazione prevedeva, oltre alla fusione per incorporazione e alla stipula di patti parasociali, anche trasferimenti a vario titolo di partecipazioni delle società coinvolte nell'operazione e comportava l'acquisto del controllo della società risultante dalla fusione da parte di un nuovo soggetto, diverso dalle entità che in precedenza detenevano il controllo di diritto delle società partecipanti all'integrazione. La Commissione ha ritenuto sussistente l'obbligo di Opa in quanto il mutamento degli assetti di controllo non era conseguenza diretta e automatica della fusione, né si realizzava semplicemente in virtù dell'adesione a patti parasociali funzionali e indispensabili all'integrazione. In base agli accordi stipulati tra i soci di riferimento delle due società, l'operazione descritta nel quesito comportava un vero e proprio riaggiustamento delle partecipazioni che configurava, in concomitanza con la fusione ma non in conseguenza di essa, un assetto proprietario della società incorporante nuovo e diverso da quello preesistente e da quello che sarebbe emerso dalla mera fusione o dalla sola componente parasociale degli accordi stessi.

Sempre in materia di offerte pubbliche di acquisto, per la prima volta è stata presentata alla Consob una istanza di sospensione del termine previsto dall'articolo 106, comma 2, del Tuf, per la promozione di un'offerta obbligatoria conseguente al superamento della soglia rilevante del 30%. Tale richiesta, formulata da Lazio Events (società controllata dal dott. Claudio Lotito), che nel novembre 2006 aveva incrementato la propria partecipazione nella società quotata S.S. Lazio con l'intento di promuovere un'Opa totalitaria finalizzata al delisting, è stata motivata in ragione dell'esecuzione di un provvedimento di sequestro preventivo disposto dalla magistratura su parte delle azioni acquisite dalla società. La Commissione ha ritenuto di non accogliere tale istanza in quanto il termine di 30 giorni previsto dal Tuf è perentorio ed è posto nell'interesse degli azionisti di minoranza e più in generale del pubblico degli investitori; in quanto tale, il legislatore non ha previsto casi di sospensione dello stesso.

3. L'informativa in sede assembleare

Nel 2006 la Consob è intervenuta in diverse occasioni con richieste volte a integrare l'informativa da rendere in sede assembleare, sia nei casi di società che presentavano profili di criticità specifici sia in occasione di importanti operazioni straordinarie.

Nel caso di una banca che presentava una situazione economico-finanziaria fortemente influenzata dal deterioramento di significative posizioni creditorie, in gran parte riconducibili all'esposizione verso un gruppo quotato dichiarato fallito nel corso dell'anno e verso i relativi azionisti di riferimento, la Commissione ha richiesto alla società di comunicare ai soci e al mercato la tempistica prevista per il completamento delle azioni intraprese in materia di controlli interni; di motivare la classificazione dei crediti deteriorati presente nelle proprie situazioni contabili; di descrivere l'andamento e le tendenze degli impieghi riconducibili alla categoria dei grandi rischi, con particolare riferimento alle esposizioni nei confronti del suddetto gruppo quotato e degli azionisti di riferimento; di confermare l'eventuale esistenza di rischi derivanti da revocatorie fallimentari nell'ambito del fallimento del suddetto gruppo quotato; di indicare le principali assunzioni e i target più significativi previsti nel piano industriale precedentemente approvato dal consiglio di amministrazione.

Nel caso della fusione per incorporazione di una società assicurativa nella controllante, la Commissione ha richiesto di esplicitare le valutazioni sottostanti la determinazione del rapporto di cambio.

Molto articolato è stato anche l'intervento della Consob su una società di costruzioni e una società operante nel settore alimentare al fine di integrare l'informativa resa ai soci e al mercato.

Nel primo caso, in continuità con interventi già avviati nel corso del 2005, agli inizi del 2006 la Consob ha imposto alla società l'adempimento di obblighi informativi mensili, al fine di assicurare al mercato un costante aggiornamento sull'evoluzione delle principali variabili critiche della situazione gestionale. In vista dell'esecuzione di un'operazione di ricapitalizzazione societaria, è stato poi richiesto alla società di aggiornare il mercato sulla situazione dell'indebitamento finanziario e sulle iniziative eventualmente assunte per riequilibrare il rapporto fra mezzi propri e di terzi; sulla natura e l'importo dei debiti scaduti e sugli sviluppi in merito alla recuperabilità dei crediti; sulle operazioni effettuate con parti correlate e sull'effettivo avvio di una importante commessa già in portafoglio. In precedenza, l'assemblea straordinaria della società, ai sensi dell'art. 2447 c.c., aveva proceduto alla copertura di perdite registrate mediante utilizzo di riserve e aveva deliberato la ricostituzione del capitale sociale; a tal fine, in occasione dell'assemblea, il soggetto controllante aveva effettuato un versamento in conto aumento di capitale finalizzato a sottoscriverne una quota pari all'89,9% e aveva rinunciato nel contempo allo 0,9% dei diritti di propria spettanza in modo da agevolare la ricostituzione del flottante. In tale occasione, la Consob è intervenuta per sollecitare l'azionista di controllo a diffondere precise informazioni: (i) sulle iniziative che intendeva porre in essere per la ricostituzione del flottante; (ii) sulla tempistica di esecuzione dell'aumento di capitale; (iii) sulle considerazioni di natura legale relative alla decisione di convocare assemblee sociali senza la partecipazione dei soci di minoranza titolari dei soli diritti di opzione; (iv) sui tempi di realizzazione di importanti atti societari, fra cui l'approvazione del bilancio dell'esercizio 2005.

Le questioni connesse al ripristino del flottante hanno costituito oggetto di approfondimento specifico anche nel corso dell'istruttoria per il rilascio dell'autorizzazione alla pubblicazione del prospetto informativo relativo al citato aumento di capitale. Infatti, a seguito dell'azzeramento del capitale per perdite e alla successiva ricapitalizzazione grazie al menzionato intervento dell'azionista di controllo, i soci di minoranza, titolari soltanto dei diritti di opzione, avrebbero dovuto assumersi l'onere di sottoscrivere l'aumento di capitale, pena la perdita dello status di soci e del conseguente diritto a partecipare a un eventuale Opa residuale in caso di mancato ripristino del flottante. Tale situazione, del tutto peculiare, è stata evidenziata come specifico fattore di rischio dell'operazione.

Nel secondo caso, in occasione di una rilevante operazione di riorganizzazione societaria, la Consob è intervenuta richiedendo alla società quotata e al suo azionista di controllo di rendere noti al mercato alcuni profili di incertezza relativi alla capacità del gruppo facente capo all'azionista di controllo di rimborsare un prestito obbligazionario di rilevante entità e alla possibilità per lo stesso di ottenere a brevissima scadenza l'incasso di un significativo credito vantato nei confronti della stessa società quotata. Il fine di tale richiesta di informazioni era quello di mettere a disposizione del mercato importanti informazioni concernenti la situazione finanziaria dell'emittente, anche in vista di un'annunciata operazione di aumento a pagamento del capitale sociale i cui proventi erano destinati a sostenere i progetti industriali della società.

4. L'informativa contabile

Nell'ambito della consueta attività di vigilanza sulla correttezza della documentazione contabile degli emittenti quotati, la Commissione ha attivato il potere di impugnativa di bilancio nei confronti di 4 emittenti, ai sensi dell'art. 157, comma 2, del Tuf.

In particolare, relativamente al bilancio d'esercizio 2004 della Garboli, la Consob ha attivato il potere di impugnativa per quanto attiene al trattamento contabile della valutazione del magazzino e di crediti scaduti. In particolare, i precedenti amministratori, con riferimento alla valutazione dei lavori in corso, non avevano rispettato le norme relative al principio della prudenza, della rappresentazione veritiera e corretta e della competenza ai fini di una corretta correlazione fra costi e ricavi di periodo. Con riferimento al valore delle commesse, non erano stati applicati correttamente i criteri di valutazione dei lavori in corso previsti dal codice civile.

La Consob ha esercitato i poteri di impugnativa anche nei confronti della Algol, ritenendo che i bilanci d'esercizio e consolidato 2004 presentassero irregolarità. L'esercizio dei poteri di impugnativa si è fondato sull'accertamento della violazione del principio della chiarezza, veridicità e correttezza del bilancio e del principio della prudenza, con specifico riferimento alla valutazione di alcune partecipazioni e delle connesse passività potenziali, all'omessa inclusione di garanzie verso i fornitori (e di valutazioni in merito alla necessità di effettuare i relativi accantonamenti) e alla mancata informativa riguardante le prospettive di continuità aziendale. Successivamente, la società ha riapprovato i bilanci d'esercizio e consolidato 2004 recependo le osservazioni effettuate in sede di impugnativa dalla Consob.

Un ulteriore intervento ha riguardato la Innotech, per la quale la Consob ha ritenuto che i bilanci d'esercizio e consolidato 2004 non risultassero redatti in conformità alle norme di legge. In particolare, gli amministratori avrebbero violato i principi generali di redazione del bilancio (chiarezza, veridicità e correttezza) e le norme che attengono alla valutazione delle partecipazioni (bilancio d'esercizio), delle immobilizzazioni immateriali (con particolare riferimento ai software) e delle differenze di consolidamento (bilancio consolidato). Il bilancio non forniva poi una completa informativa riguardante le prospettive di continuità aziendale dell'emittente e del gruppo.

La Consob ha, infine, esercitato l'azione di impugnativa nei confronti di I Viaggi del Ventaglio relativamente ai bilanci d'esercizio e consolidato 2004, avendo riscontrato la violazione del principio della rappresentazione veritiera e corretta della situazione patrimoniale e finanziaria della società e del gruppo nonché del risultato economico dell'esercizio, del principio della prudenza e delle norme che attengono alla valutazione delle partecipazioni, dei crediti e del fondo per rischi e oneri.

In materia di principi contabili internazionali, nel corso del 2006 è stata svolta una specifica attività di monitoraggio sulle modalità di applicazione delle nuove regole contabili.

In particolare, sono stati organizzati incontri con alcuni emittenti e società di revisione per discutere talune delle principali tematiche applicative degli Ias/Ifrs, soprattutto nella fase di transizione dalla normativa nazionale ai nuovi principi contabili. Tra le questioni affrontate, quelle che hanno presentato particolare novità e rilevanza attengono ai profili del controllo di fatto, alle operazioni "sotto comune controllo" nonché alle modalità di contabilizzazione delle aggregazioni aziendali, tutti aspetti emersi in numerose e importanti operazioni di riassetto societario.

In un caso specifico (Pirelli & C.) sono stati affrontati i profili connessi alla verifica del valore di una partecipazione (cosiddetto "impairment test", disciplinato dal principio Ias 36 "Determinazione del valore recuperabile"). Al riguardo, si è rilevato che l'effettuazione dell'impairment test, con le formalità e il dettaglio richiesto dallo Ias 36, costituisce un importante elemento di novità nel sistema contabile italiano, novità sulla quale sono però assenti consolidati orientamenti dottrinali e prassi interpretative che possano guidare gli amministratori nella concreta applicazione delle norme dettate dal principio in parola.

Nel 2006 la Consob ha continuato a vigilare attentamente sulla situazione economico-finanziaria e patrimoniale delle società calcistiche quotate.

In particolare, sono stati analizzati gli effetti dell'introduzione dei principi contabili internazionali Ias/Ifrs sui bilanci delle società di calcio relativi all'esercizio luglio 2006-giugno 2007, il primo assoggettato all'applicazione dei nuovi principi contabili.

A seguito dell'introduzione di tali principi, infatti, le società calcistiche quotate non potranno più adottare alcune delle opzioni agevolative che la normativa nazionale e di settore avevano concesso. Ad esempio, 2 società dovranno eliminare gli oneri pluriennali capitalizzati nell'attivo di bilancio derivanti da svalutazioni in contropartita al patrimonio netto. Trattandosi di valori estremamente significativi che potrebbero determinare, in assenza di interventi compensativi

di altra natura, un patrimonio netto negativo, la Consob ha richiesto alle 2 società in questione di precisare le modalità con le quali era stata determinata la stima complessiva degli effetti negativi sul patrimonio netto. Una società ha precisato che i menzionati effetti negativi non avrebbero determinato il verificarsi dei presupposti per l'adozione di provvedimenti di riduzione del capitale per perdite (ex artt. 2446 e 2447 c.c.), mentre la seconda ha dichiarato che tali effetti negativi sarebbero stati neutralizzati sfruttando plusvalenze inesprese. Su tali ultime dichiarazioni la Consob ha avviato ulteriori approfondimenti, alla luce delle specifiche condizioni poste dai principi contabili internazionali per rivalutare le attività immateriali.

Per quanto concerne, invece, una terza società calcistica, la Consob ha richiesto informazioni, da riportare nella relazione semestrale a dicembre 2005, sullo stato di avanzamento dell'iter amministrativo per la realizzazione di uno specifico progetto di investimento, già oggetto di una serie di approfondimenti di vigilanza nel corso del 2005. Tale richiesta rispondeva all'esigenza di rendere noti al mercato alcuni profili di incertezza che caratterizzavano i tempi di conclusione del progetto stesso, a fronte di dichiarazioni rese dalla società nei propri documenti contabili che indicavano, invece, un prevedibile esito positivo del citato iter amministrativo. La divulgazione delle informazioni assumeva particolare rilevanza considerando che la società calcistica, in relazione a tale progetto, aveva iscritto nel proprio bilancio d'esercizio al 30 giugno 2003 una significativa plusvalenza. Successivamente, con riferimento a quanto riportato nella relazione semestrale al 31 dicembre 2005 e nella relazione trimestrale al 31 marzo 2006, è stata trasmessa alla società una nuova richiesta di informazioni relativa all'operazione in esame.

Nel 2006 è proseguita l'attività volta a richiedere ad alcune società in conclamato stato di crisi la diffusione di informazioni mensili aggiornate sulle principali variabili economico-finanziarie. Si tratta, come anche precisato in una comunicazione della Commissione del novembre 2006, di situazioni in cui la tutela del pubblico risparmio richiede che il formarsi di consapevoli scelte d'investimento sia assistito da maggiori informazioni rispetto a quelle ordinariamente fornite dalle società quotate. Lo stato di crisi non temporaneo è attestato dal fatto che i revisori hanno espresso un giudizio negativo, o si sono trovati impossibilitati a esprimere un giudizio sul bilancio o sulla relazione semestrale dell'emittente, o dal fatto che l'emittente ha registrato perdite che hanno determinato la riduzione del capitale sociale di oltre un terzo o al di sotto del minimo legale.

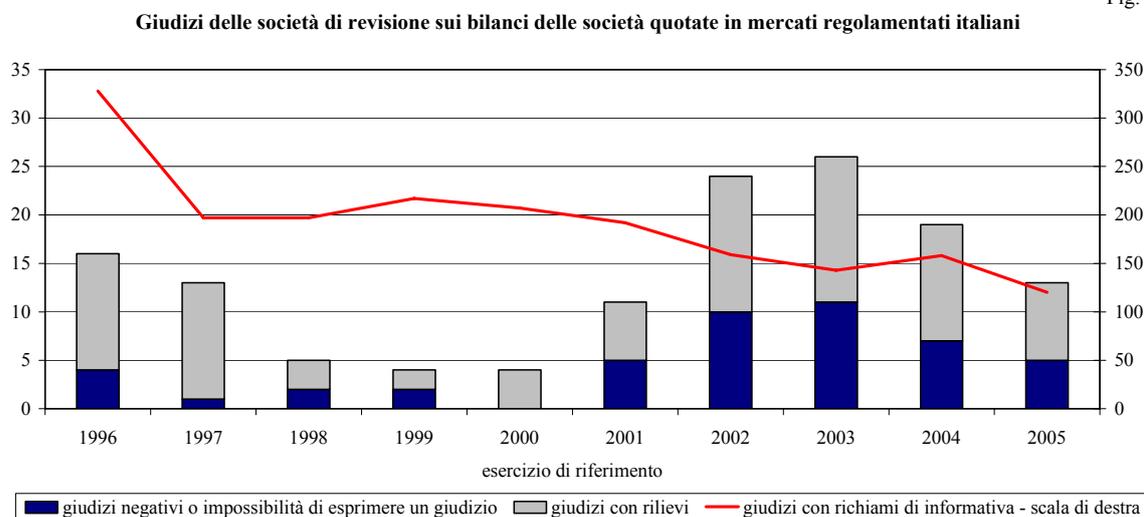
La Commissione ha esaminato diverse richieste di revoca degli obblighi di comunicazione mensile, accogliendo tali istanze soltanto nei casi in cui, sulla base dei citati parametri, la situazione di crisi risultava stabilmente superata.

5. Le società di revisione

Le società di revisione iscritte nell'Albo speciale hanno esaminato 272 bilanci d'esercizio e 251 bilanci consolidati relativi all'esercizio 2005 di emittenti quotati su mercati regolamentati italiani. I dati relativi ai giudizi dei revisori evidenziano una riduzione, rispetto al 2004, dei casi di impossibilità di esprimere un giudizio e dei giudizi con rilievi (rispettivamente, 5 a fronte di 7 nel 2004 e 8 rispetto ai 12 del 2004; Fig. 65);

non vi sono stati, invece, casi di giudizi negativi sui bilanci 2005 (mentre ve ne era stato uno sui bilanci 2004).

Fig. 65



Fonte: relazioni delle società di revisione. I dati riguardano diverse tipologie di giudizi o rilievi che possono essere riferiti anche a uno stesso emittente. Confronta Note metodologiche.

I casi di impossibilità di esprimere un giudizio hanno riguardato I Viaggi del Ventaglio, Pagnossin, Richard Ginori 1735 e Algol, e sono principalmente riconducibili alla sussistenza di incertezze sulla continuità aziendale; per una di queste società l'impossibilità di esprimere un giudizio è derivata anche da limitazioni al processo di revisione.

Per I Viaggi del Ventaglio e Pagnossin, in presenza di perdite d'esercizio che hanno raggiunto il limite di cui all'art. 2446 del codice civile, sono state espresse incertezze in merito alla sussistenza dei presupposti di continuità aziendale per la mancata formalizzazione delle trattative con gli istituti di credito per il reperimento di risorse adeguate a superare le condizioni di forte tensione finanziaria in cui le società versavano o per la ristrutturazione del loro debito. Per I Viaggi del Ventaglio e Richard Ginori 1735, società controllata indirettamente da Pagnossin, si era verificato il mancato rispetto dei covenants o dei parametri di garanzia previsti nei contratti di finanziamento, mentre per Pagnossin e Richard Ginori 1735 vi era stato il mancato pagamento di rate di finanziamenti e di parte di debiti verso l'erario e gli istituti previdenziali.

Inoltre, sempre per le stesse società, sono state espresse incertezze in merito al raggiungimento degli obiettivi contenuti nei piani industriali, alla effettiva realizzazione delle operazioni di ricapitalizzazione programmate dagli amministratori, nonché alla recuperabilità dei maggiori valori di carico in bilancio di alcune partecipazioni. Per I Viaggi del Ventaglio risultavano, altresì, incertezze in merito all'esito di un contenzioso originato dal mancato pagamento dei canoni relativi ai contratti di affitto di alcune strutture alberghiere che avrebbero potuto comportare la risoluzione dei medesimi contratti con significative penali a carico della società; tuttavia, gli amministratori non hanno ritenuto di effettuare accantonamenti in bilancio

confidando in una soluzione positiva della vertenza. Infine, sempre per I Viaggi del Ventaglio, in aggiunta alle citate incertezze, è stato formulato un rilievo in merito all'iscrizione di crediti per imposte anticipate relativi ai benefici attesi dal riporto a nuovo di perdite fiscali, mentre ad avviso del revisore tali crediti non avrebbero dovuto essere mantenuti in bilancio a causa delle incertezze sopra indicate.

Per Richard Ginori 1735 ulteriori specifici elementi di incertezza hanno riguardato la recuperabilità dei valori di talune immobilizzazioni materiali la cui attività produttiva era cessata e il cui ripristino dipendeva dalla realizzazione del piano industriale; è stato formulato anche un rilievo concernente la svalutazione di una partecipata che ha gravato sul risultato economico del 2005 pur essendo di competenza dell'esercizio 2004.

Per quanto riguarda Algol, che evidenziava un patrimonio netto negativo, la situazione di incertezza in merito alle prospettive di continuità aziendale era dovuta principalmente al mancato perfezionamento di un'operazione di ricapitalizzazione pianificata da colui che risultava l'unico azionista della società al momento del rilascio della relazione del revisore e ai dubbi sull'effettiva sostenibilità economico-finanziaria del piano industriale per il triennio 2006/2008 (fortemente condizionata dagli accordi da raggiungere con parti correlate all'azionista unico della società). Inoltre, l'impossibilità di esprimere un giudizio sui bilanci è stata determinata anche dalle limitazioni riscontrate nei lavori di revisione, per l'impossibilità di effettuare verifiche sui dati di una controllata e di due società cedute nel corso dell'esercizio la cui documentazione contabile non era stata resa disponibile. Tali verifiche risultavano necessarie in particolare per valutare la congruità di un fondo rischi accantonato per la liquidazione della controllata e per l'esame della voce di conto economico denominata "risultato netto di attività operative cessate" relativa alle società cedute.

In altri casi, le società di revisione pur esprimendo giudizi positivi sui bilanci hanno formulato dei rilievi per dissensi rispetto al trattamento di determinate poste contabili (Art'è e S.S. Lazio) o per limitazioni al processo di revisione (Banca Popolare Italiana, Finarte, FullSix e Partecipazioni Italiane).

Per Art'è il dissenso ha riguardato il trattamento contabile dei crediti commerciali ceduti con contratto pro-soluto e l'iscrizione nel conto economico dei relativi proventi finanziari, mentre ad avviso del revisore non ricorrevano i presupposti previsti dallo Ias 39 per effettuare l'eliminazione (derecognition) di tali crediti dai crediti commerciali; conseguentemente, le passività finanziarie e i crediti commerciali sono stati sottostimati e l'utile netto è stato sovrastimato.

Nel caso della S.S. Lazio, invece, è stato formulato un rilievo per lo storno di parte di un debito verso un istituto di credito dalla voce "debiti verso banche" e l'accredito del relativo importo alla voce "proventi straordinari" del conto economico. Tale operazione è stata effettuata sulla base di un parere legale e non ha avuto effetti sul patrimonio netto e sul risultato di esercizio in quanto è stato stanziato contestualmente un fondo rischi di pari ammontare. Tuttavia, il revisore ha rilevato che non ricorrevano le condizioni per tale eliminazione non essendosi verificata l'estinzione del debito, la prescrizione o la cancellazione dell'obbligazione.

Relativamente a Banca Popolare Italiana sono state espresse limitazioni nello svolgimento delle procedure di revisione concernenti le rettifiche apportate dagli amministratori in sede di

redazione dei nuovi bilanci d'esercizio e consolidato 2004, presentati nell'assemblea dei soci nel gennaio 2006, rettifiche precedentemente contabilizzate nel conto economico del primo semestre 2005. Tali limitazioni riguardavano, in particolare, le procedure di revisione sulla contabilizzazione delle garanzie di rendimento riconosciute ad alcuni clienti e degli accantonamenti a fronte delle relative potenziali perdite, nonché sulla svalutazione di taluni strumenti finanziari derivati con struttura complessa e altre attività finanziarie strutturate. Per effetto di tali limitazioni, il revisore non è stato in grado di determinare la corretta imputazione ai bilanci 2004 delle citate rettifiche e, conseguentemente, i possibili effetti sul risultato dell'esercizio 2005.

Per Finarte la limitazione ai lavori di revisione ha riguardato le possibili rettifiche connesse all'utilizzo di conti transitori relativi ai debiti e ai crediti commerciali, che avrebbero dovuto essere chiusi o riconciliati alla fine di ogni mese, e che contenevano, invece, partite non riconciliate che al revisore non è stato possibile indagare, vista anche la numerosità delle transazioni confluite in tali conti.

Per FullSix (già Inferentia), i revisori hanno evidenziato una limitazione ai lavori di revisione per la mancanza di adeguate informazioni in merito allo stato della liquidazione di una società controllata ceduta nel 2003, necessarie per valutare l'esistenza di eventuali passività potenziali residue in capo alla società cedente.

Nel caso di Partecipazioni Italiane (già Necchi) vi sono state limitazioni al procedimento di revisione per l'assenza di dati di bilancio aggiornati di una società collegata, necessari ai fini della valutazione della relativa partecipazione, e per il mancato ottenimento delle informazioni richieste agli amministratori in ordine ai crediti verso tale collegata.

A fine 2006 il numero di società di revisione iscritte nell'Albo speciale tenuto dalla Consob risultava invariato rispetto al 2005 (21 società). Nel corso del 2006 la Consob ha svolto accertamenti presso una società di revisione che aveva presentato istanza di iscrizione nell'Albo speciale al fine di valutare il possesso dei requisiti richiesti dall'art. 161 del Tuf. La Commissione ha, inoltre, avviato 2 ispezioni e ha sospeso un partner di una società di revisione (si veda il §2 del successivo Capitolo IV "I provvedimenti sanzionatori e cautelari").

Nel corso dell'anno la Commissione ha ricevuto la documentazione relativa agli incarichi di revisione conferiti ai sensi del Tuf. Dall'esame dei dati raccolti è stato rilevato un lieve incremento del numero dei soggetti sottoposti agli obblighi di revisione, da 1.885 (audit 2004) a 1.989 (audit 2005), mentre è rimasto sostanzialmente invariato il grado di concentrazione del settore con riferimento alla revisione obbligatoria.

II – LA VIGILANZA SUI MERCATI

1. Gli abusi di mercato

Nel 2006 la Consob ha concluso 13 accertamenti su anomalie riscontrate nell'ambito dell'attività di controllo dei mercati (Tav. 26).

Tav. 26

Risultanze delle indagini in materia di abusi di mercato				
	Segnalazione di ipotesi di reato ¹		Accertamenti senza segnalazioni di ipotesi di reato ²	Totale
		- di cui per ipotesi di abuso di informazioni privilegiate		
1997	19	16	33	52
1998	21	17	15 ³	36
1999	30	22	8	38
2000	21	17	5	26
2001	18	14	10	28
2002	16	7	9	25
2003	16	13	10	26
2004	11	4	8	19
2005	4	2	4	8
2006	7	2	6	13

¹ Per le relazioni del 1997 e per 10 relazioni del 1998, si fa riferimento a relazioni motivate di cui all'art. 8, comma 3, della legge 157/1991, abrogato dal Tuf. ² Con riferimento agli anni 1997, 1998 e 1999 il dato include le risultanze relative, rispettivamente, a 18, 3 e 1 indagine che si sono concluse senza l'invio di relazione motivata al Pubblico Ministero. A partire dall'entrata in vigore del Tuf e fino al maggio 2005 la Consob era tenuta, in ogni caso, a trasmettere al Pubblico Ministero una relazione su indagini e accertamenti effettuati. A partire dal maggio 2005 la Consob non è tenuta a trasmettere le relazioni per le quali non vengono formulate ipotesi di reato. ³ Di cui 9 relative ad attività di accertamento che si sono concluse prima dell'entrata in vigore del Tuf.

In 7 di questi accertamenti la Consob ha trasmesso all'Autorità Giudiziaria una relazione formulando ipotesi di reato (4 nel 2005); in particolare sono stati rilevati 2 casi di abuso di informazioni privilegiate e 5 casi di manipolazione del mercato (2 casi di manipolazione informativa, 2 casi di manipolazione operativa e un caso di manipolazione in forma mista).

Nelle due relazioni inviate all'Autorità Giudiziaria in cui è stato ipotizzato il compimento del reato di insider trading, le informazioni privilegiate oggetto di abuso riguardavano fatti attinenti a società quotate e avevano ad oggetto un importante cambiamento nella composizione del consiglio di amministrazione e un accordo commerciale (Tav. 27).

Il numero di soggetti complessivamente segnalati all'Autorità Giudiziaria per ipotesi di abuso di informazioni privilegiate e di manipolazione del mercato è stato pari, rispettivamente, a 7 e 8 (Tav. 28).

Tav. 27

Tipologia delle informazioni privilegiate nelle segnalazioni all'Autorità Giudiziaria in cui si ipotizza il reato di abuso di informazioni privilegiate

	Mutamento del controllo - Opa	Risultati economici. Situazione patrimoniale e finanziaria	Operazioni sul capitale. Fusioni - Scissioni	Altre di cui per ipotesi di front running		Totale
1997	7	4	2	3	--	16
1998	13	1	3	--	--	17
1999	13	4	3	2	--	22
2000	6	1	3	7	1	17
2001	9	--	2	3	2	14
2002	1	1	2	3	1	7
2003	5	2	1	5	2	13
2004	2	1	--	1	--	4
2005	--	1	--	1	1	2
2006	--	--	--	2	--	2

Tav. 28

Soggetti coinvolti in ipotesi di abusi di mercato segnalate all'Autorità Giudiziaria

	Intermediari autorizzati ¹	Insiders istituzionali ²	Altri soggetti ³	Operatori esteri	Totale
Abuso di informazioni privilegiate					
1997	11	12	41	17	81
1998	17	31	34	32	114
1999	21	26	56	48	151
2000	24	11	149	34	218
2001	20	6	53	30	109
2002	14	1	69	21	105
2003	2	12	35	20	69
2004	--	8	7	4	19
2005	--	1	2	--	3
2006	--	7	--	--	7
Manipolazione di mercato					
1997	3	21	--	--	24
1998	7	2	--	2	11
1999	10	5	34	2	51
2000	1	2	1	1	5
2001	4	1	1	2	8
2002	18	2	--	4	24
2003	6	--	1	--	7
2004	4	2	6	1	13
2005	--	1	7	--	8
2006	--	6	2	--	8

¹ Banche, Sim, Sgr e agenti di cambio. ² Soci, amministratori e dirigenti di società quotate. ³ *Insiders* secondari e i cosiddetti *tippees* (art. 180, comma 2, del Tuf).

Per quanto riguarda gli accertamenti oggetto di comunicazione alla magistratura che si riferivano a fatti accaduti dopo l'entrata in vigore della nuova disciplina sugli abusi di mercato, in 3 casi la Consob ha anche avviato procedimenti amministrativi che hanno coinvolto, complessivamente, 9 soggetti (5 persone fisiche e 4 persone giuridiche; questi ultimi procedimenti sono stati aperti ai sensi della disciplina sulla responsabilità amministrativa degli enti, art. 187-quinquies del Tuf).

Per i 6 accertamenti che non hanno condotto alla formulazione di ipotesi di reato (di cui 4 relativi a ipotesi di abuso di informazioni privilegiate e 2 a ipotesi di manipolazione del mercato), ai sensi della nuova disciplina, non è stata trasmessa alcuna relazione all'Autorità Giudiziaria; sono state, tuttavia, trasmesse 3 relazioni relative a casi per i quali la stessa Autorità Giudiziaria aveva richiesto notizie.

A seguito della trasmissione degli atti processuali da parte dell'Autorità Giudiziaria per l'accertamento di eventuali responsabilità di tipo amministrativo (come previsto dall'art. 9, comma 6, della legge 62/2005), la Consob ha avviato anche altri 7 procedimenti amministrativi nei confronti di persone fisiche per le quali, alla data dell'entrata in vigore della nuova disciplina sugli abusi di mercato, erano pendenti procedimenti relativi a condotte poi depenalizzate. Tali procedimenti risultavano ancora in corso a fine 2006.

Nel 2006 la Consob ha formulato oltre 200 richieste di dati e informazioni a intermediari, società quotate, pubbliche amministrazioni e Autorità estere nell'ambito dell'attività di vigilanza sugli abusi di mercato (Tav. 29).

Tav. 29

Richieste di dati e notizie in materia di abusi di mercato

Soggetti destinatari delle richieste						
	Intermediari autorizzati ¹	Società quotate e loro controllanti o controllate	Soggetti privati	Pubbliche amministrazioni	Autorità estere	Totale
1997	220	37	49	22	11	339
1998	324	14	50	10	17	415
1999	416	22	48	--	21	507
2000	492	33	11	4	30	570
2001	247	30	93 ²	10	33	413 ³
2002	154	28	52 ⁴	1	24	259 ⁵
2003	185	15	55 ⁶	3	27	285 ⁷
2004	146	13	23 ⁸	2	11	195 ⁹
2005	140	9	47 ¹⁰	--	23	219 ¹¹
2006	161	11	44 ¹²	4	7	227 ¹³

¹ Banche, Sim, Sgr e agenti di cambio. ² Il dato include 7 audizioni. ³ Di cui 156 per conto di Autorità estere. ⁴ Il dato include 19 audizioni. ⁵ Di cui 36 per conto di Autorità estere. ⁶ Il dato include 29 audizioni. ⁷ Di cui 38 per conto di Autorità estere. ⁸ Il dato include 7 audizioni. ⁹ Di cui 101 per conto Autorità estere. ¹⁰ Il dato include 42 audizioni. ¹¹ Di cui 63 per conto di Autorità estere. ¹² Il dato include 31 audizioni. ¹³ Di cui 38 per conto di Autorità estere.

La Consob si è, inoltre, costituita parte civile in 13 procedimenti penali per ipotesi di *insider trading* e manipolazione (Tav. 30).

Tav. 30

Interventi dell'Istituto in procedimenti penali relativi a reati di *insider trading* e aggioaggio

	Interventi	Reato ¹	Esito al 31 dicembre 2006
1996	1	Insider trading	Patteggiamento
1997	1	Insider trading	sentenza di proscioglimento per prescrizione ²
	1	Insider trading	sentenza di assoluzione
	1	Insider trading	Patteggiamento
1998	1	Insider trading e aggioaggio	sentenza di proscioglimento per prescrizione
1999	1	Insider trading e aggioaggio	sentenza di patteggiamento per 4 soggetti; sentenza di condanna per 2 soggetti
2000	1	Insider trading e aggioaggio	sentenza di proscioglimento per prescrizione ³
	1	Aggioaggio	sentenza di proscioglimento per prescrizione ⁴
2001	3	Aggioaggio	1 sentenza di condanna; sentenza di patteggiamento per gli altri 2 procedimenti
	2	Insider trading	1 sentenza di condanna; 1 sentenza di proscioglimento per prescrizione
2002	2	Insider trading	1 in corso; 1 sentenza di proscioglimento per prescrizione
2003	1	Insider trading	in corso
2004	1	Insider trading	in corso
	2	Aggioaggio	in corso ^{4,5} 1 sentenza di patteggiamento
2005	9	Insider trading e aggioaggio	in corso ⁶ 2 sentenze di patteggiamento; 3 sentenze di non luogo a procedere ⁶
2006	13	Insider trading, manipolazione e ostacolo alle funzioni di vigilanza	in corso ⁷ 2 sentenze di condanna ⁸ 6 sentenze di patteggiamento 1 assoluzione ⁹ 2 sentenze di non luogo a procedere ¹⁰

¹ *Insider trading*: art. 2, legge 157/1991, poi art. 180 del Tuf, ora art. 184 del Tuf; aggioaggio: art. 5, legge 157/1991, poi art. 2637 del c.c., ora art. 185 del Tuf. ² Il procedimento è tuttora in corso con riguardo ad altre ipotesi di reato. ³ L'intervento era già stato proposto nel 1998, ma a seguito della regressione del procedimento alla fase delle indagini preliminari, è stato necessario riproporre l'intervento nel corso del 2000. ⁴ In tali procedimenti la Consob si è costituita parte civile. ⁵ Uno di tali procedimenti è stato avviato anche per il reato di false comunicazioni e ostacolo all'esercizio delle funzioni delle Autorità pubbliche di vigilanza (art. 2638 c.c.). ⁶ Nel corso del 2005, la Consob si è sempre costituita parte civile, salvo che in un caso. ⁷ Nel corso del 2006, la Consob si è sempre costituita parte civile, salvo che in 2 casi. ⁸ Avverso una sentenza di condanna è stato proposto appello. ⁹ In tale procedimento il giudice ha altresì disposto la trasmissione degli atti ai fini della eventuale applicazione di sanzioni amministrative pecuniarie ex art. 187-bis del Tuf. ¹⁰ In particolare, una sentenza è stata emessa con formula per non aver commesso il fatto; un'altra perché il fatto non costituisce reato.

I reati di insider trading e manipolazione, compromettendo la possibilità per la Consob di perseguire al meglio la realizzazione delle proprie finalità istituzionali, incidono direttamente sul diritto soggettivo di esistere e/o di efficacemente operare della stessa Consob (quale persona giuridica di diritto pubblico); l'Istituto è, quindi, pienamente legittimato a costituirsi parte civile al fine di ottenere il ristoro dei danni subiti.

In proposito, conformemente al principio generale discendente dall'art. 74 c.p.p. - che legittima all'esercizio dell'azione civile nel processo penale «il soggetto al quale il reato ha recato il danno» - l'art. 187-undecies, comma 2 del Tuf, menziona espressamente il danno cagionato

all'integrità del mercato, da liquidare in favore della Consob, in qualità di Autorità di vigilanza titolare dell'interesse pubblico all'integrità del mercato.

In altri termini, la norma del Tuf, lungi dall'individuare una nuova e diversa tipologia di danno, enuclea taluni criteri, quali l'offensività del fatto, le qualità personali del colpevole e l'entità del prodotto o del profitto conseguito dal reato, che il giudice può utilizzare al fine di quantificare in via pecuniaria l'entità del danno cagionato dagli imputati nell'ambito di una valutazione eventualmente equitativa.

Tale impostazione ha di recente trovato pieno accoglimento giurisprudenziale in un caso di manipolazione del mercato. Infatti, il Tribunale di Milano, Sezione III penale, con sentenza del 27 marzo 2006, n. 3406, ha accolto la domanda risarcitoria avanzata dalla Consob e ha liquidato (quantificandolo in 30.000 euro) il danno, a essa riferibile, consistente nella lesione dell'integrità del mercato, applicando i criteri previsti dall'art. 187-undecies, comma 2 del Tuf.

Quest'ultima sentenza, ha precisato che: "Il termine danno all'integrità del mercato riportato nella formulazione dell'art. 187 undecies Tuf, va quindi riferito alla lesione arrecata alla omonima finalità istituzionale di tutela in capo alla Consob"; "spetta all'Autorità quale soggetto titolare di diritti"; "discende, di per sé, dalla consumazione del reato e attiene a un danno non patrimoniale risarcibile (anche) in via equitativa".

Negli ultimi mesi del 2006 il Tribunale di Milano ha pronunciato oltre 3 sentenze di condanna al risarcimento del danno non patrimoniale cagionato alla Consob da reati di abuso di mercato.

In primo luogo, la Sezione II penale, con sentenza n. 10580 del 25 ottobre 2006, ritenuta la responsabilità penale degli imputati per insider trading, ha liquidato in favore della Consob la somma complessiva di € 92.767,00 a titolo di danno patrimoniale e non patrimoniale. Inoltre, la Sezione III penale, con sentenza del 25 ottobre 2006, ritenuta la responsabilità penale dell'imputata per insider trading, ha quindi liquidato in € 30.000,00 il danno non patrimoniale patito dalla Consob. Da ultimo, la sentenza n. 11400 del 23 novembre 2006, emessa dalla Sezione I penale, ritenuta la responsabilità dei due imputati per aggio su strumenti finanziari, ha liquidato in favore della Consob la somma complessiva di € 6.000.000,00, a titolo di danno, patrimoniale e non patrimoniale.

Nel 2006 sono state pronunciate 6 sentenze di condanna per abusi di mercato, 7 di patteggiamento, 2 di assoluzione e 2 di non luogo a procedere (Tav. 31).

Nel corso del 2006 si è celebrata presso il Tribunale di Milano l'udienza preliminare del procedimento penale avviato nei confronti di numerosi esponenti aziendali, dipendenti e revisori dell'intermediario Bipop-Carire, imputati, tra l'altro, del reato di ostacolo all'esercizio delle funzioni di vigilanza della Consob e della Banca d'Italia. Il Giudice per l'udienza preliminare ha emesso sentenza di applicazione della pena su richiesta delle parti ex art. 444 c.p.p. nei confronti di alcuni degli imputati nonché sentenza di non luogo a procedere ex art. 425 c.p.p., nei confronti di due imputati.

Esiti delle relazioni inviate all'Autorità Giudiziaria in materia di *insider trading* e aggioaggio

	Archiviazione	Archiviazione parziale	Richiesta di rinvio a giudizio	Sentenza di patteggiamento	Sentenza di condanna	Sentenza di assoluzione	Sentenza di non luogo a procedere	Sentenza di estinzione del reato per prescrizione	Totale
1991-1997	7	--	5	2	2	--	--	--	16
1998	4	--	1	1	--	--	--	--	6
1999	10	1	2	1	--	1	1	--	16
2000	6	4	2	3	--	--	--	1	16
2001	12	1	3 ¹	2	1 ¹	--	--	--	19
2002	10	--	2	--	2 ²	--	--	2	16
2003	16	--	--	--	--	--	--	1	17
2004	2	1	3	--	1	--	--	--	7
2005	4	1	9	3	3	1 ³	3 ^{3,4}	1	25
2006	--	--	16 ⁵	7	6 ⁶	2 ⁷	2 ⁸	--	33

¹ La sentenza di primo grado è stata impugnata. ² Alcuni imputati sono stati assolti. Una delle sentenze è stata impugnata, ma confermata in Cassazione. ³ Una delle sentenze ha assolto uno degli imputati e ha disposto la trasmissione degli atti alla Consob ai fini dell'eventuale applicazione di sanzioni amministrative pecuniarie come previsto dall'art. 187-bis del Tuf, come introdotto dalla legge 62/2005. ⁴ In un caso, la sentenza di non luogo a procedere nei confronti di alcuni imputati ha altresì disposto la trasmissione degli atti alla Consob ai fini dell'eventuale applicazione di sanzioni amministrative pecuniarie come previsto dall'art. 187-bis del Tuf. ⁵ In 2 casi la Consob non si è costituita parte civile. ⁶ In 2 casi la sentenza di primo grado è stata impugnata. In un caso, la sentenza è stata pronunciata dalla Suprema Corte di Cassazione. ⁷ Il giudice ha emesso sentenza di assoluzione per non aver commesso il fatto e ha altresì disposto la trasmissione degli atti alla Consob ai fini della eventuale applicazione di sanzioni amministrative pecuniarie come previsto dall'art. 187-bis del Tuf. Un'altra sentenza è stata emessa dalla Suprema Corte perché il fatto non è più previsto dalla legge come reato. ⁸ Le sentenze sono state emesse con formula "per non aver commesso il fatto" e perché il fatto non costituisce reato.

La Consob si è costituita parte civile nell'ambito del procedimento penale instaurato, innanzi al Tribunale di Milano, nei confronti di taluni esponenti aziendali o dipendenti di banche, di branch italiane di banche estere e di una società di gestione del risparmio italiana, persone giuridiche imputate ex legge n. 231/2001, le cui condotte descritte nei capi di imputazione sono state ritenute tutte riconducibili all'unica fattispecie di aggioaggio informativo consumata nell'ambito del caso Parmalat. In relazione a tale vicenda, prosegue innanzi al medesimo Tribunale la fase dibattimentale del procedimento penale instaurato nei confronti di esponenti aziendali, revisori e consulenti del gruppo Parmalat, imputati dei reati di aggioaggio, falso in bilancio e ostacolo alle funzioni di vigilanza, ove la Consob si è ugualmente costituita parte civile.

Di particolare rilievo è l'ordinanza con cui il Tribunale di Milano, Sezione III penale, in data 16 marzo 2006, ha ritenuto di includere tra gli insiders primari anche un soggetto che rivestiva la carica di componente del consiglio di amministrazione di una società diversa dall'emittente dei titoli oggetto di insider trading. Sul punto, è stato rilevato che «la previsione normativa dell'insider in possesso dell'informazione privilegiata in ragione dell'esercizio di una funzione pubblica» è «evidentemente irriducibile al novero degli emittenti quotati e dei soggetti che li controllano. La disposizione contempla, piuttosto, la trasmissione della qualifica di insider primario anche ai soggetti esterni all'emittente che ricevano informazioni ancora privilegiate per ragioni di esercizio di una funzione, un ufficio, una professione».

Giova evidenziare che l'interpretazione appena esposta è stata avallata anche dalla giurisprudenza della Corte di Cassazione, la quale ha specificato che «Il nuovo art. 184 del d.lgs.

n. 58 del 1998, prevede infatti che soggetto attivo del reato di abuso di informazioni privilegiate possa essere non solo chi abbia un ruolo all'interno della società emittente dei titoli cui le informazioni si riferiscono, ma anche chi sia in possesso di tali informazioni in ragione "dell'esercizio di un'attività lavorativa, di una professione o di una funzione, anche pubblica, o di un ufficio". Ed è indiscusso che debba qualificarsi come un ufficio privato il ruolo di amministratore (...)» (Cass. Pen., Sez. V, 31 luglio 2006, n. 1465).

Degna di nota è anche l'ordinanza resa dal Tribunale Milano, Sezione III penale, resa in data 25 ottobre 2006, ove, con riguardo al reato di cui all'art. 184 del Tuf, è stata espressamente ammessa la configurabilità del concorso in insider trading primario, che «si realizza come figura di concorso dell'extraneus nel reato proprio. Ciò accade quando l'outsider, nella consapevolezza della qualifica rivestita e delle funzioni svolte dall'insider, lo istiga, lo determina (concorso morale) o lo aiuta – ponendo in essere una parte della condotta tipica o una condotta atipica di efficace supporto rispetto alla realizzazione della condotta tipica (concorso materiale) – consapevolmente a realizzare una delle condotte di abuso di informazioni privilegiate previste dall'art. 184».

In tal modo, è stata ammessa, in via generale, la possibilità che un soggetto (extraneus), ancorché privo della qualità personale richiesta dalla legge per un determinato reato, concorra con il cosiddetto soggetto qualificato (intraneus) alla commissione del medesimo reato, risultandone penalmente responsabile ex art. 110 c.p..

In un'ulteriore pronuncia, la Corte di Cassazione ha annullato senza rinvio una sentenza di condanna resa dalla Corte di Appello di Brescia nei confronti di un imputato per il reato di insider trading di cui al previgente art. 180, comm. 1, del Tuf (oggi art. 184, comma 1), "perché il fatto non è più previsto dalla legge come reato". In tale sentenza è stato, in particolare, chiarito che il predetto reato di insider trading è, alla luce delle profonde modifiche innovate dalla legge n. 62/2005, ora effettivamente configurabile soltanto «nei confronti di chi partecipi alla società emittente, oltre che nei confronti di soggetti investiti di particolari uffici (...). Il socio partecipe del capitale di altre società, diverse da quella emittente i titoli oggetto delle informazioni privilegiate, può rispondere ora solo di un illecito amministrativo (art. 187-bis del d.lgs. n. 58 del 1998)».

2. La gestione di mercati regolamentati e gli scambi organizzati

Nel corso del 2006 la Commissione ha approvato, ai sensi dell'art. 63, comma 2 del Tuf, diverse modifiche al Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana e alle relative Istruzioni.

Nel mese di febbraio, la Consob ha approvato alcune modifiche al Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana e alle relative Istruzioni riguardanti: (i) l'estensione della funzionalità dei cross-order per i mercati Mta, Mot e Sedex; (ii) l'introduzione delle proposte combinate "tailor made"; (iii) i requisiti per l'ammissione a quotazione dei covered warrant, dei certificati e delle obbligazioni strutturate; (iv) l'introduzione di una specifica disciplina della procedura di ammissione alle negoziazioni di strumenti finanziari già ammessi in un altro mercato; (v) la disciplina della sospensione e della revoca degli emittenti nonché alcune modifiche conseguenti al recepimento della direttiva sugli abusi di mercato.

Successivamente, la Consob ha approvato modifiche alle Istruzioni al Regolamento relative: (i) alla disciplina delle rettifiche alle operazioni non regolate, in caso di pagamento di dividendi; (ii) alla rettifica dei contratti di opzione su azioni e futures su azioni, in caso di distribuzione di dividendo straordinario; (iii) alla disciplina del buy-in volontario per operazioni non garantite da controparte centrale.

La Consob ha poi approvato ulteriori modifiche al Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana concernenti: (i) la disciplina delle analisi finanziarie; (ii) il recepimento della direttiva prospetti e gli obblighi informativi degli Oicr; (iii) la disciplina degli specialisti; (iv) il mercato Sedex e il mercato Tah (after hours) in relazione, rispettivamente, alla nuova definizione di certificate e alla limitazione della negoziabilità sul mercato after hours di alcune tipologie di covered warrant e di certificates.

Nel giugno 2006 la Consob ha approvato le modifiche alle Istruzioni del Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana concernenti: (i) la disciplina dei "block traders" su future sull'indice S&P/Mib; (ii) l'introduzione di opzioni a lungo termine su azioni; (iii) gli obblighi degli operatori market maker su opzioni. Ulteriori modifiche alle Istruzioni hanno avuto ad oggetto gli schemi di comunicati price sensitive aggiornati a seguito dell'adozione, da parte della Consob, di una specifica comunicazione in materia. Infine, nel dicembre 2006, la Consob ha approvato altre modifiche alle Istruzioni in materia di ampliamento delle condizioni di illiquidità delle azioni sottostanti i contratti futures e di opzione in occasione delle quali Borsa Italiana può disporre la chiusura e la liquidazione delle relative posizioni aperte.

In seguito a una modifica dell'assetto proprietario della società di gestione dei mercati regolamentati Tlx Spa, che ha visto l'ingresso di un secondo socio che riveste il ruolo di *market maker*, sono state apportate modifiche allo statuto della società stessa, con particolare riferimento alle clausole aventi ad oggetto la circolazione delle azioni, la disciplina della *governance* societaria e l'ingresso di nuovi soci.

La Consob ha quindi approvato modifiche al Regolamento e alle Istruzioni del mercato regolamentato organizzato e gestito da Tlx Spa conseguenti l'ingresso del nuovo *market maker*.

In particolare, è stata introdotta la differenziazione fra strumenti "branded" (emessi da un market maker o da società appartenenti allo stesso gruppo della società di gestione) e "non branded". Per i branded l'attività di market making può essere svolta esclusivamente dal socio che ha emesso (o la cui società collegata ha emesso) il relativo strumento finanziario, mentre per i non branded l'attività di market making deve essere svolta da almeno un operatore o, qualora sul mercato Tlx operino più di due market maker, da almeno due operatori. Altre modifiche hanno riguardato gli orari di negoziazione e le modalità di esecuzione degli ordini.

In precedenza la Consob aveva approvato modifiche al Regolamento e alle Istruzioni del mercato Tlx in conseguenza dell'implementazione della nuova piattaforma di negoziazione "Click XT", relativa ai mercati Tlx e EuroTlx. Ulteriori modifiche erano state approvate con riferimento all'estensione alle azioni, ai certificati rappresentativi di azioni e agli altri titoli di capitale di rischio, della possibilità (già prevista nel caso di titoli obbligazionari) di ammettere alle negoziazioni tali strumenti finanziari in assenza di domanda da parte dell'emittente.

La Consob ha esercitato un'attenta azione di vigilanza anche sui sistemi di scambi organizzati.

L'espletamento delle funzioni di vigilanza si è svolto nell'ambito dell'ordinario controllo sull'attività svolta dai singoli sistemi di scambi organizzati; specifici controlli sono stati, tuttavia, effettuati su un sistema gestito da un soggetto sprovvisto della qualità di intermediario abilitato, al fine di verificarne l'adeguatezza delle modalità operative. La società di gestione del sistema, nelle more dell'adeguamento delle proprie procedure di funzionamento, ha deciso di sospendere l'attività di negoziazione.

3. I servizi di compensazione, liquidazione e gestione accentrata di strumenti finanziari

Nell'ambito dell'attività di vigilanza nei confronti della Cassa di Compensazione e Garanzia Spa, per quanto attiene ai servizi di controparte centrale, e di Monte Titoli Spa, per quanto attiene ai servizi di gestione accentrata e di liquidazione, la Consob ha dato la propria intesa alla Banca d'Italia per l'approvazione di alcune modifiche ai regolamenti che disciplinano l'operatività di tali società.

Nel mese di marzo sono state approvate modifiche concernenti il Regolamento dei sistemi di garanzia delle operazioni su strumenti finanziari della Cassa di Compensazione e Garanzia e il Regolamento operativo dei servizi di liquidazione (Express II) e delle attività accessorie di Monte Titoli, motivati dalla necessità di rispettare l'impegno assunto nei confronti dell'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato, a conclusione dell'indagine da quest'ultima svolta nel corso del 2005 in merito all'operazione di concentrazione tra Borsa Italiana Spa, Euronext ed Mts Spa.

Nel mese di agosto, il Regolamento dei servizi di compensazione e garanzia è stato oggetto di modifiche al fine di: (i) precisare i termini di irrevocabilità e definitività delle operazioni immesse nel sistema di garanzia a controparte centrale, alla luce delle variazioni intervenute in materia di sistema di liquidazione; (ii) rettificare i rapporti contrattuali nei confronti dei partecipanti, sotto il profilo dell'adesione, sospensione ed esclusione dal sistema a controparte centrale.

Il Regolamento operativo dei servizi di liquidazione è stato oggetto di modifiche nei mesi di agosto e ottobre, con riferimento a: (i) l'unificazione delle piattaforme tecnologiche di riscontro e rettifica giornalieri delle operazioni; (ii) l'introduzione di nuovi criteri di determinazione del momento di irrevocabilità e definitività, in conformità di quanto previsto dal d.lgs. n. 210 del 2001; (iii) l'introduzione di una penalizzazione, a carico dei partecipanti al sistema, in caso di ritardi nel pagamento del saldo contante della liquidazione netta; (iv) l'introduzione della procedura cosiddetta di mini-netting, la quale, limitatamente alle operazioni garantite da controparte centrale, consente, nell'ambito della liquidazione lorda, di abbinare coppie di operazioni di pari quantità di titoli in acquisto e in vendita, in modo da determinare i corrispondenti saldi netti di contante inerenti alle sole controparti centrali.

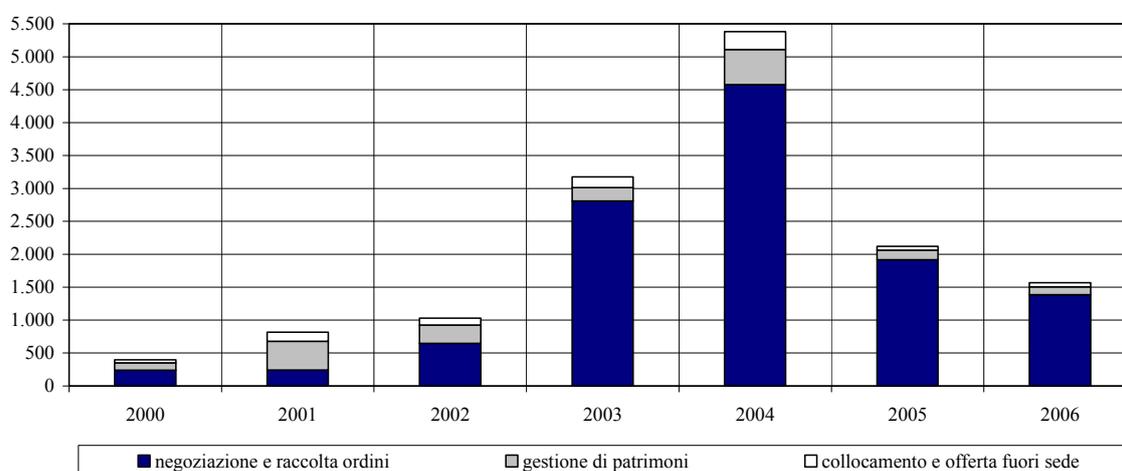
III – LA VIGILANZA SUGLI INTERMEDIARI

1. Banche, Sim e agenti di cambio

Nel 2006 si è ulteriormente ridotto il numero di esposti ricevuti dalla Consob in materia di prestazione di servizi di investimento e di gestione collettiva del risparmio (da oltre 2.000 nel 2005 a circa 1.500; Fig. 66). Come negli anni passati, le controversie fra intermediari e clienti hanno riguardato in larga misura il servizio di negoziazione e, in particolare, l'informativa preventiva sulle caratteristiche degli strumenti finanziari (Tav. 32).

Fig. 66

Numero di esposti ricevuti dalla Consob in materia di servizi di investimento



Tav. 32

Tipologia degli esposti in materia di servizi di investimento

	Oggetto dell'esposto															Totale
	Negoziazione e raccolta ordini					Gestione di patrimoni					Collocamento e offerta fuori sede					
	Informativa preventiva su strumenti finanziari	Oneri commissionari	Operazioni non adeguate senza preventiva conferma del cliente	Esecuzione ordini	Altro	Informativa preventiva su caratteristiche gestione	Rispetto del contratto / regolamento di gestione	Rendimenti insoddisfacenti	Altro	Assegnazione lotto prenotato o ordinato	Rappresentazione caratteristiche prodotti / servizi	Esecuzioni disposizioni	Ipotesi di attività abusiva	Altro		
2000	46	5	26	93	68	17	57	11	27	7	22	4	1	13	397	
2001	38	1	65	109	29	27	152	19	238	1	47	38	25	28	817	
2002	322	5	53	194	72	27	99	40	114	17	40	39	1	7	1.030	
2003	2.195	3	66	434	111	44	110	30	22	2	145	9	2	4	3.177	
2004	3.475	18	476	83	524	182	49	20	285	--	247	18	--	6	5.383	
2005	1.332	5	59	187	335	23	66	15	40	1	44	6	--	7	2.120	
2006	881	4	27	156	317	11	33	35	40	11	29	7	--	17	1.568	

Nel 2006, dopo le incisive azioni di *enforcement* poste in essere nei confronti di intermediari coinvolti nelle vicende relative ai collocamenti di obbligazioni di emittenti successivamente dichiarati in *default*, l'azione di vigilanza della Commissione è stata tesa a sensibilizzare degli operatori verso l'adozione di comportamenti virtuosi nei rapporti con gli investitori.

In questa ottica, l'attività di vigilanza continuativa sulla generalità dei soggetti abilitati è stata affiancata da iniziative mirate su specifiche aree di attività. In particolare, in ragione del peso assunto da determinati canali commerciali nella distribuzione dei prodotti finanziari e dei servizi di investimento, specifica attenzione è stata riservata al settore delle reti di vendita. In questo ambito, la vigilanza ha riguardato essenzialmente il profilo delle generali procedure di controllo interno, in particolare sull'attività dei promotori finanziari.

L'azione di vigilanza si è avvalsa di attività ispettive focalizzate sulla verifica delle procedure adottate dagli intermediari dirette a garantire, nell'ambito dell'offerta fuori sede e della prestazione del servizio di ricezione e trasmissione ordini da parte dei promotori finanziari, il rispetto degli obblighi di informativa all'investitore sulla natura e i rischi delle operazioni e di valutazione dell'adeguatezza degli investimenti, nonché il rispetto dei doveri dell'intermediario in tema di conflitti di interessi. Sempre con riguardo all'offerta fuori sede, è stata posta particolare attenzione anche ai controlli effettuati nei confronti delle reti distributive.

Le procedure, costituendo la formula attraverso la quale la banca o la Sim si predispongono al rispetto delle regole di condotta, individuano il "modo d'essere" dell'intermediario a prescindere dalla tipologia specifica dello strumento finanziario trattato, consentendo alla vigilanza di avere un quadro di sintesi, ma estremamente significativo e caratterizzante, della correttezza del soggetto. Infatti, in realtà operative comunque complesse, le regole di condotta non si estrinsecano soltanto nel comportamento tenuto dal personale dell'intermediario in contatto con la clientela. Il rispetto delle regole di condotta finalizzate a garantire la correttezza e trasparenza nei rapporti con i clienti presuppone la predisposizione da parte dell'intermediario (con il coinvolgimento degli organi di vertice) di criteri e meccanismi idonei a guidare e a verificare i diversi momenti di concreta interrelazione con l'investitore.

Un'altra importante area oggetto di specifiche iniziative di vigilanza ha riguardato l'attività di negoziazione in strumenti finanziari derivati non quotati con imprese non finanziarie da parte di alcuni fra i maggiori gruppi bancari italiani.

Le indagini sono state effettuate sia tramite richieste di dati e notizie ai soggetti direttamente interessati e alle società incaricate del controllo contabile, sia attraverso verifiche ispettive, ovvero richiedendo accertamenti alla Banca d'Italia (ai sensi dell'art. 10, comma 2, del Tuf). Le verifiche hanno portato alla contestazione di violazioni della disciplina sulla prestazione dei servizi di investimento e quindi all'apertura di procedimenti sanzionatori e all'attivazione di specifiche iniziative, quali la convocazione degli organi sociali, tese a garantire l'adozione di opportune misure correttive da parte degli intermediari.

Il complesso delle citate iniziative di vigilanza ha portato la Commissione ad avviare 5 ispezioni nei confronti di intermediari nel 2006 (3 Sim e 2 banche; Tav. 33); in 2 casi la Banca d'Italia, ai sensi dell'art. 10, comma 2, del Tuf, ha richiesto alla Consob di effettuare accertamenti su profili di propria competenza. Escludendo le ispezioni su società quotate connesse a profili diversi dal rispetto della disciplina dell'intermediazione mobiliare, le verifiche ispettive concluse nel 2006 sono state 9 (di cui 7 avviate nel corso del 2004), e hanno interessato 2 Sgr (si veda anche il successivo §2), 5 Sim e 2 banche. Dei 5 accertamenti nei confronti di Sim, 3 hanno riguardato anche il rispetto della normativa in tema di antiriciclaggio, sulla base del protocollo d'intesa stipulato con l'Ufficio Italiano dei Cambi.

Tav. 33

Attività ispettiva nei confronti di intermediari e società quotate

	Accertamenti ispettivi			Accertamenti iniziati nei confronti di:							Accertamenti conclusi nei confronti di:						
	Deliberati	Iniziati	Conclusi	Sim ¹	Banche	Sgr/Sicav	Agenti di cambio	Promotori finanziari	Società quotate	Totale	Sim ¹	Banche	Sgr/Sicav	Agenti di cambio	Promotori finanziari	Società quotate	Totale
1997	16	25	31	12 ³	5	1	6	1	--	25	17	9	--	4	1	--	31
1998	24	20	22	6	9 ⁴	--	3	--	2 ⁵	20	9 ³	8 ⁴	--	3	--	2 ⁵	22
1999	21	23	24	8	--	--	3	11	1	23	8	2	--	2	11	1	24
2000	18	19	18	5	1	6	6	1	--	19	5	2	1	9	1	--	18
2001	8	9	13 ²	2	2	2	3	--	--	9	4 ⁶	1 ⁷	5	3	--	--	13
2002	9	13	12	5	2	3	1	--	2 ⁸	13	4	3	4	1	--	--	12
2003	14	14	18	1	9	--	--	--	4	14	5	8	1	--	--	4	18
2004	3	5	8	--	2	1	--	--	2	5	--	5	1	--	--	2	8
2005	14	14	11	4	2	6	--	--	2	14	1	4	4	--	--	2	11
2006	6	5	9	3	2	--	--	--	2	7	5	2	2	--	--	2	11

¹ Sono incluse le società fiduciarie. ² Di cui 2 accertamenti sospesi. ³ Di cui un'impresa di investimento comunitaria. ⁴ Di cui 6 accertamenti ai sensi dell'art. 8, legge 157/1991. ⁵ Di cui un accertamento ai sensi dell'art. 8, legge 157/1991 e uno ai sensi dell'art. 185 del Tuf. ⁶ Di cui un accertamento sospeso. ⁷ Accertamento sospeso. ⁸ Di cui uno relativo a una società che ha promosso un'Opa nei confronti di una società quotata.

La Commissione ha continuato a sviluppare modelli *risk based* per la definizione di piani di vigilanza e per l'individuazione degli intermediari che possono porre maggiori rischi per il conseguimento degli obiettivi istituzionali, tenendo presente anche il diverso livello di concentrazione che caratterizza l'offerta dei vari servizi di investimento e i legami di gruppo esistenti fra diverse tipologie di intermediari (Riquadro 2).

Riquadro 2

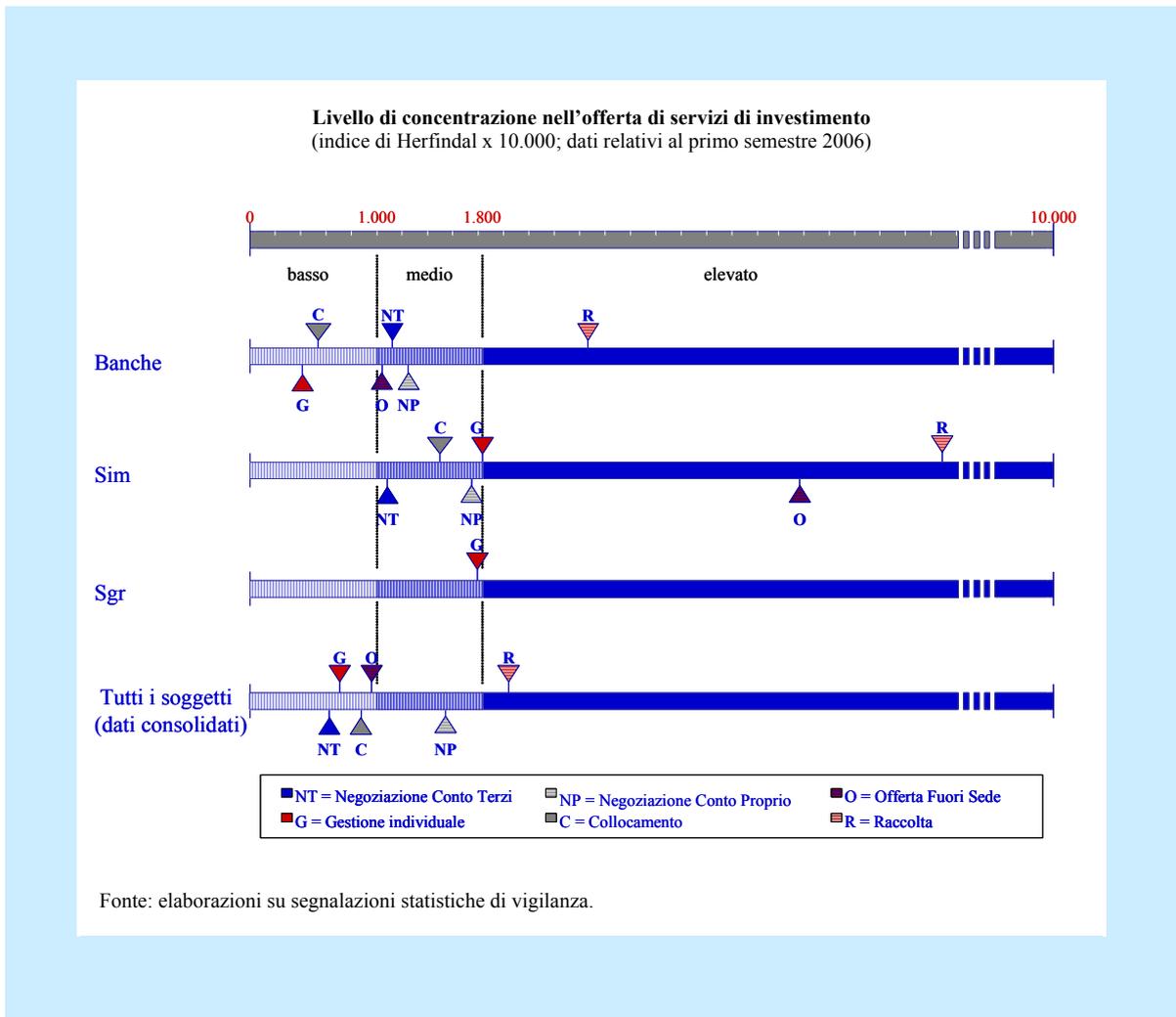
La concentrazione nel settore dei servizi di investimento

I dati sui volumi di operatività del primo semestre 2006 indicano che la concentrazione nell'offerta dei diversi servizi di investimento è mediamente ridotta; le sole rilevanti eccezioni sono rappresentate dai servizi di negoziazione in conto proprio e dalla ricezione e trasmissione ordini. In termini complessivi, la concentrazione rimane comunque più elevata nel comparto delle Sim rispetto a quello delle banche, poiché fra le Sim vi sono numerosi soggetti caratterizzati da dimensioni operative molto ridotte che convivono con pochi soggetti di grandi dimensioni in grado anche di competere con i maggiori intermediari bancari.

Quanto ai singoli servizi, l'elevato grado di concentrazione per la ricezione e trasmissione ordini dipende dalla presenza di alcuni intermediari specializzati nell'attività di mediazione fra investitori istituzionali relativamente a operazioni in derivati per valori nozionali particolarmente rilevanti. Per quanto riguarda la negoziazione in conto proprio, l'elevata concentrazione è ricollegabile al maggiore assorbimento di patrimonio di vigilanza generato dalla prestazione di tale servizio, che determina la presenza nel comparto di soggetti di maggiori dimensioni.

Con riferimento al servizio di gestione su base individuale, si rileva la significativa differenza fra il grado di concentrazione rilevabile per le sole banche, da un lato, e quello rilevabile per Sim e Sgr, dall'altro. Analizzando le sole banche, il livello di concentrazione risulta molto basso, mentre analizzando le sole Sim o le sole Sgr la concentrazione risulta molto più elevata. Una spiegazione del fenomeno si può ritrovare nella differente configurazione che il processo produttivo/distributivo assume per le diverse categorie di intermediari. Per Sim e Sgr l'attività di gestione è interamente svolta all'"interno" con strutture dedicate e la presenza di elevate economie di scala nella "produzione" spiega l'elevata concentrazione; Sim e Sgr dipendono però in larga parte dal sistema bancario per la distribuzione. Per le banche, al contrario, la fase commerciale riveste un ruolo preminente e si concretizza nell'instaurazione e nella cura del rapporto con la clientela che spesso è funzionale o deriva dall'instaurazione di altri rapporti commerciali. Le banche tendono dunque a focalizzarsi sugli aspetti distributivi e frequentemente delegano l'attività di concreta gestione ad altri soggetti (spesso Sgr del gruppo). In tal modo, anche le banche di minori dimensioni, tipicamente non in grado di sfruttare le economie di scala nella fase della "produzione", riescono a essere competitive nell'offerta del servizio di gestione su base individuale (oltre a potere sfruttare eventuali economie di scopo rispetto all'offerta di altri servizi investimento).

Il basso grado di concentrazione nel servizio di collocamento, con particolare riferimento alle banche, riflette sia il grado di concentrazione "a monte" nel livello di capillarità delle reti distributive delle banche (sportelli e promotori finanziari) sia la crescente rilevanza assunta dall'attività distributiva nell'ambito dei piani strategici degli intermediari mobiliari italiani. La focalizzazione di molti intermediari su questa attività spiega il fatto che l'80% delle commissioni attive incassate di banche e Sim derivano dalla distribuzione.



Nel 2006 la Commissione ha trasmesso al Ministero dell'economia e delle finanze le proprie valutazioni con riguardo a proposte di modifica dello statuto e del regolamento operativo del Fondo Nazionale di Garanzia deliberate dal Comitato di gestione del Fondo stesso nel corso del 2006. La Consob ha provveduto, altresì, a trasmettere al Ministero il proprio parere circa l'interpretazione della disciplina statutaria con riferimento all'avvio di una procedura di esclusione dal sistema di indennizzo per mancato pagamento di una sanzione irrogata dal Fondo a un proprio aderente.

Il Fondo Nazionale di Garanzia ha proseguito la nuova gestione avviata con riferimento alle procedure concorsuali per le quali lo stato passivo è stato depositato a far tempo dal 1° febbraio 1998. In particolare, il sistema di indennizzo è intervenuto in 23 casi di insolvenza (15 Sim e 8 agenti di cambio; Tav. 34).

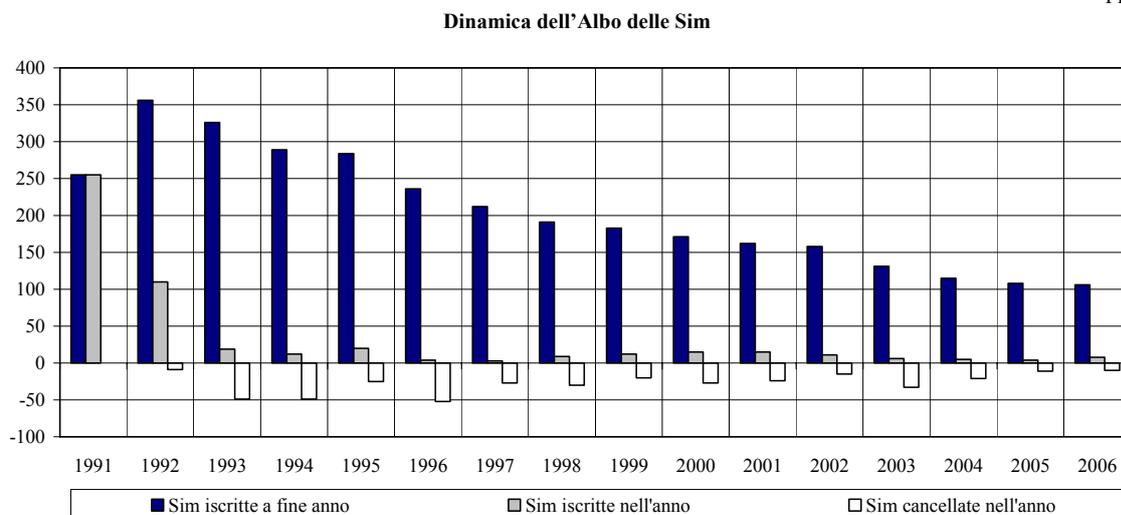
Interventi del Fondo nazionale di garanzia
(situazione al 31 dicembre 2006; valori monetari in migliaia di euro)

	Insolvenze ¹		
	Sim	Agenti di cambio	Totale
1997	4	1	5
1998	2	3	5
1999	1	1	2
2000	1	--	1
2001	1	--	1
2002	--	2	2
2003	2	1	3
2004	--	--	--
2005	--	--	--
2006	4	--	4
<i>Totale insolvenze</i>	<i>15</i>	<i>8</i>	<i>23</i>
<i>di cui con avvenuto deposito dello stato passivo</i>	<i>12</i>	<i>8</i>	<i>20</i>
Numero creditori ammessi	1.538	874	2.416
Importo crediti ammessi ²	32.138	37.378	69.516
Interventi del fondo ³	8.084	10.777	18.861

Fonte: elaborazioni Consob su dati del Fondo nazionale di garanzia. ¹ Il cui stato passivo sia stato depositato a far tempo dal 1° febbraio 1998. ² Valori al netto dei riparti parziali effettuati dagli organi delle procedure concorsuali. ³ Interventi correlati ai crediti iscritti, di cui circa 90.000 euro accantonati a fronte di crediti oggetto di giudizi di opposizione in corso.

Con riferimento alla gestione dell'Albo delle Sim, nel 2006 è proseguita la tendenza alla diminuzione dei soggetti iscritti (da 108 a fine 2005 a 106; Fig. 67), tendenza in atto ormai da numerosi anni.

Fig. 67



Vi è stata, tuttavia, una vivace dinamica delle nuove iscrizioni (8 nel 2006, contro 4 nel 2005), ancorché quasi tutte le Sim di nuova iscrizione risultassero autorizzate alla prestazione di un solo servizio di investimento (cosiddette Sim “monoservizio”). Le uscite dall’Albo, il cui numero è in linea con quello degli anni precedenti, sono dovute, invece, a cause in parte differenti da quelle riscontrate in passato; in particolare, alcune uscite sono da ricondurre all’adozione di provvedimenti amministrativi di liquidazione coatta nei confronti di intermediari molto piccoli e non appartenenti a gruppi bancari o assicurativi, a seguito di condotte irregolari eccezionalmente gravi (Tav. 35).

Tav. 35

Sim: cancellazioni dall’Albo¹

	Motivazioni								Totale
	Crisi dell’intermediario ²	Fusioni e scissioni	Liquidazione volontaria – Variazione dell’attività	Trasformazione in banca	Trasformazione in Sgr	Trasformazione da fiduciaria a sim	Non operativa ⁶	Mancato esercizio servizi autorizzati	
1992-1997	37	29	100	5	–	2	38	--	211
1998	2	7	16	4	--	--	–	1	30
1999	1	9 ³	4	--	4	2	–	--	20
2000	1	3	11	3	7	1	–	1	27
2001	1	3	6	10 ⁴	3 ⁵	--	–	--	23
2002	--	3	5	4	--	1	–	2	15
2003	2	21	8	1	1	--	–	--	33
2004	--	10	8	2	--	1	–	--	21
2005	--	3	6	1	--	--	1	--	11
2006	4	3	2	--	--	--	--	1	10

Fonte: Consob. ¹ Il dato si riferisce al numero totale delle delibere di cancellazione dall’Albo e include anche i provvedimenti relativi alla sezione speciale dell’Albo riguardante le società fiduciarie. ² Sono inclusi i decreti del Ministero dell’economia e delle finanze, i provvedimenti Consob, i fallimenti e le liquidazioni coatte amministrative. ³ È inclusa una Sim che ha ceduto il ramo d’azienda a una società del gruppo. ⁴ In 3 casi si tratta di operazioni di fusione per incorporazione in banche. ⁵ Si tratta di 3 operazioni di fusione per incorporazione in Sgr. ⁶ Al momento dell’entrata in vigore del d.lgs. 415/1996 (art. 60).

2. Le società di gestione del risparmio

Nel corso del 2006 l’attività di vigilanza sulle Sgr è stata volta a favorire la definizione di assetti operativi finalizzati alla corretta e ordinata prestazione del servizio di gestione. La vigilanza si è concentrata sui profili della trasparenza e della correttezza dei comportamenti, con particolare riferimento al processo decisionale d’investimento (dalla fase di formulazione delle strategie generali d’investimento a quella di esecuzione delle stesse, passando attraverso la valutazione della reportistica al consiglio di amministrazione e il controllo del profilo di rischio dei fondi), alla gestione dei conflitti di interesse e alle procedure, anche di controllo interno, volte a supportare l’operatività gestoria.

I profili più critici posti in luce dall'attività di vigilanza hanno riguardato la capacità organizzativa e tecnica delle Sgr in relazione all'ampiezza della gamma di fondi offerta e il grado di indipendenza nella definizione delle strategie produttive e commerciali rispetto alle logiche dei gruppi bancari di appartenenza. Tuttavia, rispetto al primo problema, negli anni più recenti si è osservata una chiara tendenza a razionalizzare e rivedere l'offerta complessiva da parte delle Sgr (Riquadro 3).

Riquadro 3

Liquidazione, incorporazione e istituzione di nuovi fondi comuni aperti di diritto italiano nel periodo 2002-2005

Nel quadriennio 2002-2005 il panorama dei fondi italiani aperti offerti al pubblico è stato interessato da un intenso processo di trasformazione dei prodotti offerti, con liquidazioni o fusioni fra fondi e istituzione di molti nuovi fondi. La somma dei fondi liquidati o incorporati e di quelli di nuova istituzione è pari al 58% della media dei fondi esistenti fra inizio 2002 e fine 2005; il tasso di *turnover* dei prodotti è risultato quindi molto intenso.

Tasso di turnover dei fondi comuni aperti di diritto italiano nel periodo 2002-2005

	Fondi incorporati / liquidati	Nuovi fondi	Tasso di turnover (%)
Azionari	195	73	55,9
Bilanciati	41	45	61,0
Flessibili	21	45	90,4
Obbligazionari	124	73	50,7
Fondi di liquidità	10	6	40,5
<i>Totale</i>	<i>391</i>	<i>242</i>	<i>58,0</i>

Nota: il tasso di *turnover* è dato dal rapporto fra la somma dei fondi incorporati/liquidati e dei nuovi fondi e il numero medio di fondi esistenti nel periodo.

Complessivamente, il numero totale dei fondi si è ridotto del 12,7%, passando dai 1.166 a inizio 2001 a 1.017 a fine 2005; gran parte di questa dinamica è però concentrata nel biennio 2004-2005. La riduzione è in parte attribuibile a operazioni di fusione tra Sgr che hanno portato a una razionalizzazione della gamma dei prodotti e alla eliminazione di duplicazioni; sono però altrettanto rilevanti i casi di operazioni di razionalizzazione dell'offerta indipendenti da operazioni di concentrazione, che hanno portato in prevalenza a una riduzione dei fondi azionari e obbligazionari e a un aumento di quelli flessibili. La tendenza alla riduzione del numero di fondi commercializzati è anche da ricondurre alla situazione di difficoltà che sta attraversando l'industria italiana (si veda il §3 del Capitolo III "Gli intermediari e le famiglie" della Sezione A).

Con particolare riferimento alle società che gestiscono fondi comuni aperti di diritto italiano, l'attività della Commissione si è concretizzata in 13 richieste di dati e notizie, estese anche alle società di revisione, e in 7 interventi di convocazione degli organi sociali e in diversi incontri con gli esponenti aziendali delle Sgr.

In particolare, la Commissione ha intrapreso un'azione di monitoraggio finalizzata a verificare il rispetto delle norme di correttezza comportamentale da parte delle Sgr di medie e grandi dimensioni che gestiscono fondi aperti, concentrandosi su un campione di soggetti che a fine 2006 rappresentava il 16% circa del patrimonio gestito complessivo.

L'indagine, relativa all'operatività nel biennio 2004-2005, ha condotto all'individuazione di aree di criticità riconducibili essenzialmente: a) alla scarsa formalizzazione delle indicazioni di investimento (strategiche e tattiche) del sistema di deleghe operative e dei controlli di linea sul rispetto dei limiti normativi e di regolamento; b) all'accentuata manualità nelle modalità operative di effettuazione di alcune fasi della gestione degli ordini; c) all'incompletezza delle verifiche effettuate dalla funzione di controllo interno e della rappresentazione agli organi sociali degli esiti dei controlli svolti; d) all'incompletezza delle procedure interne o al carente aggiornamento delle stesse in relazione all'evoluzione normativa e delle prassi operative. In relazione a tali aspetti, in 4 casi è stata convocata la società incaricata della revisione contabile al fine di ottenere informazioni aggiuntive. In 2 casi sono state avviate verifiche ispettive e in un caso sono stati convocati gli organi sociali al fine di indurre le Sgr interessate a esaminare i profili critici emersi nell'attività di vigilanza e a individuare le risorse organizzative e gli interventi procedurali necessari al loro superamento.

Sempre nel corso del 2006, a conclusione di una verifica ispettiva disposta nel 2005, è stato avviato un procedimento sanzionatorio a carico degli esponenti aziendali di una Sgr di medie dimensioni, per inadeguatezza del processo decisionale di investimento, per carenze nelle procedure che disciplinano la prestazione dei servizi gestori e per carenze della funzione di controllo interno.

La Commissione ha proseguito l'azione di controllo sul mercato dei fondi chiusi immobiliari, in considerazione della continua crescita di tale comparto dell'*asset management*. L'azione di vigilanza si è tradotta in richieste di informazioni a 12 società operative nella gestione dei fondi immobiliari offerti al pubblico e alle rispettive società incaricate della revisione contabile. I controlli hanno riguardato le regole di *governance* e le decisioni d'investimento in situazioni di potenziale conflitto d'interesse.

Sono state convocate 6 società incaricate della revisione contabile delle Sgr e dei relativi fondi immobiliari per approfondire l'attività svolta dai revisori in merito al processo decisionale di investimento immobiliare, con particolare riferimento alle procedure per la valutazione degli immobili e la gestione dei conflitti di interesse. Per una Sgr è stato avviato un procedimento sanzionatorio a carico degli esponenti aziendali, a motivo dell'assenza di procedure adeguate a supportare, anche in situazioni di conflitto di interessi, la gestione dei fondi immobiliari istituiti,

nonché per l'inadeguatezza del processo decisionale di investimento concretamente posto in essere.

Nel corso del 2006 si sono poi moltiplicate le iniziative per l'autorizzazione delle Sgr dedicate alla gestione di fondi immobiliari di tipo speculativo, a motivo delle nuove opportunità offerte dalla normativa in materia. Le istruttorie per rilasciare il previsto parere alla Banca d'Italia sono state focalizzate principalmente sulla valutazione dei meccanismi interni adottati per monitorare la leva finanziaria e per accertare che l'accensione di finanziamenti per conto dei fondi, seppur effettuata tramite banche del gruppo delle Sgr, avvenisse a condizioni di mercato.

L'attività di vigilanza sulla correttezza comportamentale delle Sgr ha riguardato anche la gestione dei fondi mobiliari chiusi, specializzati nell'investimento in azioni di società medio-piccole non quotate (cosiddette Sgr di *private equity*), con particolare riguardo all'individuazione di misure adeguate alla prevenzione e gestione delle situazioni di conflitto di interesse insite nelle peculiarità dell'attività svolta.

In un caso è stato avviato un procedimento sanzionatorio a carico degli esponenti aziendali di una Sgr appartenente a uno dei principali gruppi bancari italiani a motivo dell'assenza di procedure per la gestione delle situazioni di conflitto di interesse, nonché per l'inadeguatezza del processo decisionale di investimento e per carenze nei controlli interni. In considerazione delle peculiarità tipiche dei fondi di private equity, chiamati frequentemente a operare in presenza di situazioni di potenziale conflitto di interesse, l'azione di vigilanza si è anche avvalsa del coinvolgimento delle Associazioni di categoria, al fine di stimolare iniziative di autoregolamentazione.

È proseguita l'azione di vigilanza sulla *governance* delle Sgr e sul possesso di requisiti di indipendenza da parte degli amministratori.

L'analisi della composizione dei consigli di amministrazione delle prime 20 Sgr di matrice bancaria e assicurativa per patrimonio gestito al 31 dicembre 2006 (che rappresentavano il 90% circa del patrimonio gestito totale dei fondi armonizzati di diritto italiano) evidenzia che il numero complessivo dei consiglieri è aumentato di 12 unità rispetto al 2005 (da 201 a 214), essenzialmente per effetto di un aumento dei consiglieri non esecutivi e non indipendenti. Il numero dei consiglieri esecutivi si è ridotto progressivamente nel tempo: il rapporto medio è di un consigliere esecutivo ogni 11 consiglieri nel 2005 e di uno ogni 12 nel 2006. Il numero di consiglieri indipendenti risulta basso (in media un consigliere indipendente ogni 7 nel 2006 e uno ogni 6 nel 2005) se rapportato alle indicazioni suggerite dai Codici di Autodisciplina per le società quotate (uno ogni 3). Si registra, inoltre, la tendenza a non utilizzare sempre lo stesso concetto di indipendenza definito nei protocolli di autonomia dell'associazione di categoria di settore (assenza di deleghe operative e di rapporti di affari o professionali con la Sgr o con società del gruppo); in alcuni casi, ad esempio, consiglieri segnalati come indipendenti ricoprono altre cariche nelle società del gruppo (11 casi).

Rimane elevato il numero di consiglieri che ricoprono cariche nella capogruppo o in altre società del gruppo (67% nel 2006, contro il 69% nel 2005)(Tav. 36).

Incroci fra i consigli di amministrazione delle Sgr e quelli delle società del gruppo
(numero di consiglieri)

		Cariche ricoperte nelle Sgr							Totale
		Amministratore Delegato	Consigliere	Consigliere esecutivo	Consigliere indipendente	Presidente	Presidente consigliere esecutivo	Presidente consigliere indipendente	
		2006							
Cariche ricoperte nella capogruppo	Presidente		2						2
	Vice Presidente		2		1	2		1	6
	Amministratore Delegato		2			1			3
	Consigliere		6		2	3			11
	Consigliere esecutivo			1		2	1		4
	Consigliere indipendente								--
	Direttore Generale	2	6			1			9
	Vice Direttore Generale		2	1					3
Dirigente	1	8			1			10	
Cariche in altre società del gruppo		8	56	12	8	9	2		95
Senza cariche nelle società del gruppo		2	37	4	19	5		4	71
<i>Totale complessivo</i>		<i>13</i>	<i>121</i>	<i>18</i>	<i>30</i>	<i>24</i>	<i>3</i>	<i>5</i>	<i>214</i>
		2005							
Cariche ricoperte nella capogruppo	Presidente		3						3
	Vice Presidente		2		1	3		1	7
	Amministratore Delegato		2			1			3
	Consigliere		10		2	1			13
	Consigliere esecutivo			1		3	1		5
	Consigliere indipendente								--
	Direttore Generale	1	6			1			8
	Vice Direttore Generale		2	1					3
Dirigente		8			1			9	
Cariche in altre società del gruppo		9	47	12	8	10	2		88
Senza cariche nelle società del gruppo		2	28	4	20	4		4	62
<i>Totale complessivo</i>		<i>12</i>	<i>108</i>	<i>18</i>	<i>31</i>	<i>24</i>	<i>3</i>	<i>5</i>	<i>201</i>

Fonte: prospetti informativi. Dati relativi alle prime 20 Sgr di matrice bancaria e assicurativa per patrimonio gestito. Dati di fine periodo.

Infine, la Commissione ha svolto un'attenta azione di monitoraggio sulle performance e i livelli di rischio dichiarati nei prospetti informativi dei fondi flessibili, anche in virtù del crescente flusso di sottoscrizioni che ha interessato tali prodotti (si veda anche il §3 del Capitolo III "Gli intermediari e le famiglie" della Sezione A) (Riquadro 4).

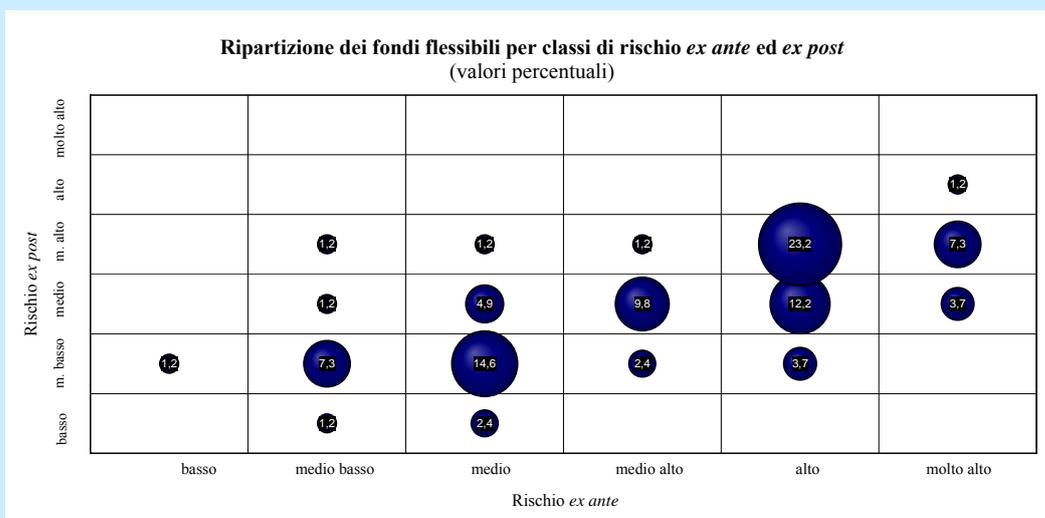
Riquadro 4

Il rischio dell'investimento in fondi flessibili

I fondi flessibili prevedono la massimizzazione del rendimento nell'ambito di un grado di rischio definito *ex ante* senza alcun vincolo di investimento in ordine alla tipologia di strumenti finanziari e ai mercati di riferimento. In conformità alla disciplina Consob in materia di trasparenza, le Sgr inseriscono nel prospetto informativo dei fondi flessibili di diritto italiano sia un indicatore qualitativo del livello di rischio (secondo una scala articolata in sei livelli, che va da "basso" a "molto alto") sia un indicatore quantitativo. Con riguardo a quest'ultimo requisito informativo, la maggioranza delle Sgr riporta il cosiddetto *Value at Risk* (VaR), che indica in termini di intervallo di confidenza la massima perdita potenziale su un orizzonte temporale prefissato (calcolata sulla base di un dato modello statistico). In particolare, su 89 fondi flessibili operativi a inizio 2006, 82 hanno indicato nel prospetto una misura di VaR su un orizzonte temporale di 1 mese.

Sulla base del VaR riportato nei prospetti informativi è possibile derivare un indicatore di volatilità *ex ante* dei rendimenti dei fondi flessibili (rischio *ex ante*) che può essere confrontato con la volatilità effettiva calcolata sui rendimenti *ex post* (rischio *ex post*). Raggruppando gli 82 fondi flessibili in sei classi di rischio sulla base della volatilità *ex ante* ed *ex post* (utilizzando la stessa "griglia" con la quale in fase di istruttoria sui prospetti informativi viene associato a un dato livello di VaR un livello qualitativo di rischio) è possibile quindi confrontare il livello di rischio dichiarato nel prospetto con quello effettivo.

Sulla base della volatilità calcolata sui rendimenti storici nel 2006, si rileva come il rischio effettivo tenda a essere sistematicamente più basso di quello dichiarato nel prospetto informativo. Ad esempio, circa il 23% dei fondi dichiara un rischio *ex ante* "alto", mentre il rischio *ex post* è classificabile come "medio alto"; il 15% circa dichiara un rischio "medio" che, invece, *ex post* è classificabile come "medio basso". In generale, meno del 20% dei fondi ha un rischio *ex post* uguale o superiore a quello dichiarato *ex ante*.



3. I promotori finanziari

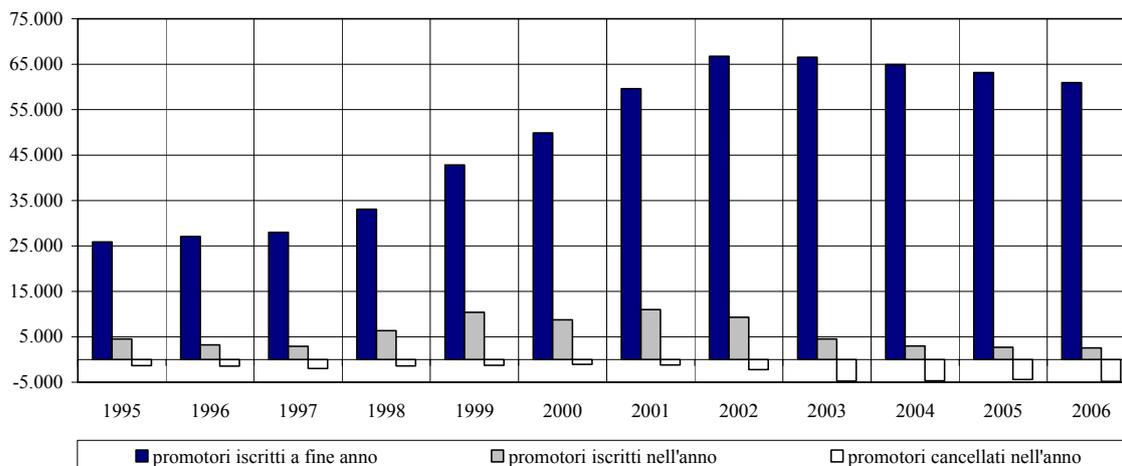
L'azione di vigilanza sui promotori finanziari nel corso del 2006 ha preso impulso, come in passato, dagli esposti provenienti dagli investitori, dall'esito delle verifiche ispettive condotte presso gli intermediari, dalle segnalazioni dell'Autorità Giudiziaria o della Polizia Giudiziaria e degli intermediari.

Il numero complessivo degli esposti e segnalazioni esaminate dalla Commissione nel 2006 è stato pari a 351 (378 nel 2005), di cui 148 non presentavano elementi sufficienti per avviare procedimenti amministrativi sanzionatori a carico dei promotori coinvolti. La riduzione del numero di segnalazioni è ricollegabile anche alla diminuzione dei soggetti iscritti all'Albo (da 63.188 a fine 2005 a 60.920; - 3,6%) (Fig. 68).

Nel 2006 la Consob ha adottato nei confronti dei promotori finanziari numerosi provvedimenti amministrativi sanzionatori e di sospensione cautelare dall'esercizio dell'attività (si veda il successivo Capitolo IV "I provvedimenti sanzionatori e cautelari") e ha trasmesso 60 segnalazioni all'Autorità Giudiziaria relative a ipotesi di reato connesse allo svolgimento dell'attività di promotore finanziario.

Fig. 68

Dinamica dell'Albo dei promotori finanziari

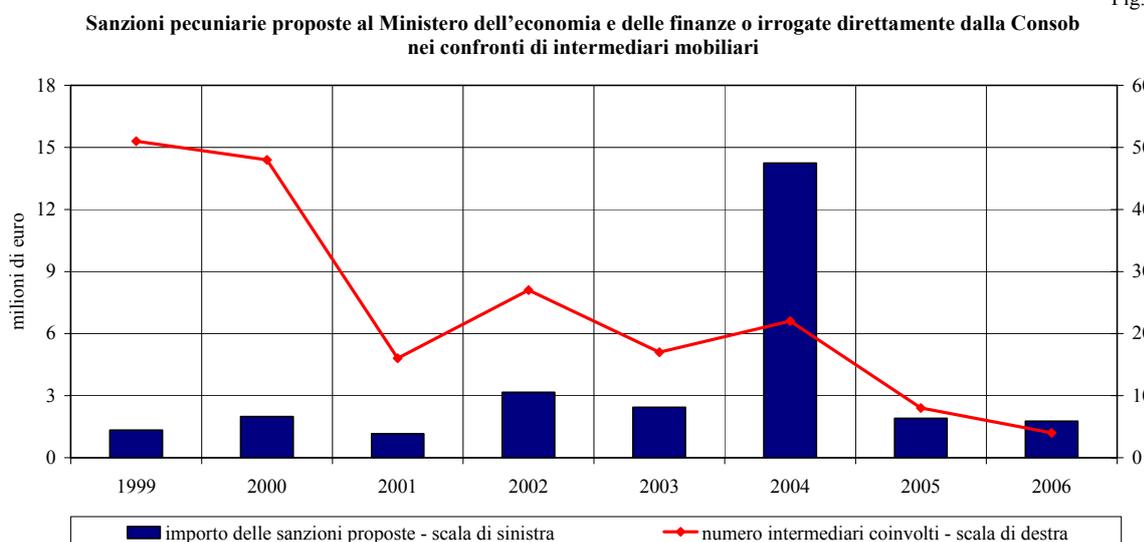


IV – I PROVVEDIMENTI SANZIONATORI E CAUTELARI

1. I provvedimenti relativi agli intermediari e ai promotori finanziari

I procedimenti sanzionatori concernenti violazioni della disciplina sull'intermediazione mobiliare deliberati dalla Commissione nel 2006 sono stati 5 e hanno riguardato, nel complesso, 4 intermediari; l'importo complessivo delle sanzioni irrogate è stato pari a 1,8 milioni di euro circa (Fig. 69). I provvedimenti hanno riguardato complessivamente 96 esponenti aziendali, in prevalenza amministratori e componenti del collegio sindacale (Tav. 37).

Fig. 69



Nota: i dati relativi al 2006 si riferiscono alle sanzioni irrogate direttamente dalla Consob, mentre quelli relativi agli anni precedenti si riferiscono alle sanzioni proposte al Ministero dell'economia e delle finanze.

Tav. 37

Sanzioni pecuniarie proposte al Ministero dell'economia e delle finanze o irrogate direttamente dalla Consob nei confronti di intermediari mobiliari¹
(valori monetari in migliaia di euro)

	Numero intermediari coinvolti					Numero esponenti sanzionati					Importo delle sanzioni				
	Banche	Sim	Agenti di cambio	Sgr	Totale	Banche	Sim	Agenti di cambio	Sgr	Totale	Banche	Sim	Agenti di cambio	Sgr	Totale
1999	23	25	3	--	51	71	71	3	--	145	647	566	120	--	1.333
2000	13	21	14	--	48	71	88	14	--	48	986	901	100	--	1.987
2001	5	10	1	--	16	31	52	1	--	84	252	860	39	--	1.151
2002	5	12	5	5	27	90	161	6	61	318	557	1.319	136	1.147	3.159
2003	7	3	1	6	17	114	25	3	73	215	1.847	172	54	369	2.441
2004	18	3	1	--	22	504	11	1	--	516	14.087	108	55	--	14.250
2005	7	1	--	--	8	126	11	--	--	137	1.849	61	--	--	1.910
2006	1	1	--	2	4	32	16	--	48	96	680	296	--	787	1.763

Nota: i dati relativi al 2006 si riferiscono alle sanzioni irrogate direttamente dalla Consob, mentre quelli relativi agli anni precedenti si riferiscono alle sanzioni proposte al Ministero dell'economia e delle finanze. ¹ L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti.

Le violazioni riscontrate hanno avuto ad oggetto sia inadempienze di tipo procedurale che comportamentale.

In particolare, le fattispecie più ricorrenti hanno riguardato: (i) il mancato rispetto della disciplina primaria e secondaria che impone agli intermediari di disporre di risorse e procedure interne idonee ad assicurare l'ordinata e corretta prestazione dei servizi d'investimento e a ricostruire le modalità, i tempi e le caratteristiche dei comportamenti posti in essere nella prestazione dei servizi medesimi, nonché ad assicurare un'adeguata vigilanza interna sulle attività svolte dal personale; (ii) la violazione delle disposizioni in materia di conflitti d'interesse; (iii) la carenza delle informazioni fornite ai clienti in merito alle caratteristiche dei prodotti finanziari oggetto d'investimento; (iv) l'insufficiente valutazione del profilo di rischio della clientela.

Per ciò che concerne i promotori finanziari, nel corso del 2006 la Commissione ha adottato 82 provvedimenti sanzionatori, di cui 49 radiazioni dall'Albo e 22 sospensioni a tempo determinato, e 31 provvedimenti di sospensione cautelare dall'esercizio dell'attività, di cui 25 provvedimenti di sospensione dall'attività per un periodo di sessanta giorni e 6 provvedimenti di sospensione per un periodo di un anno (Tav. 38). La Commissione ha, inoltre, effettuato 60 segnalazioni all'Autorità Giudiziaria per fatti penalmente rilevanti emersi nel corso delle istruttorie svolte. Nel complesso, rispetto al 2005, il numero dei provvedimenti sanzionatori risulta lievemente diminuito, mentre il numero dei provvedimenti cautelari è aumentato (da 24 nel 2005 a 31 nel 2006). L'incidenza del numero complessivo di provvedimenti sanzionatori e cautelari sul numero totale dei promotori attivi iscritti all'Albo risulta stabile attorno allo 0,3% (Fig. 70).

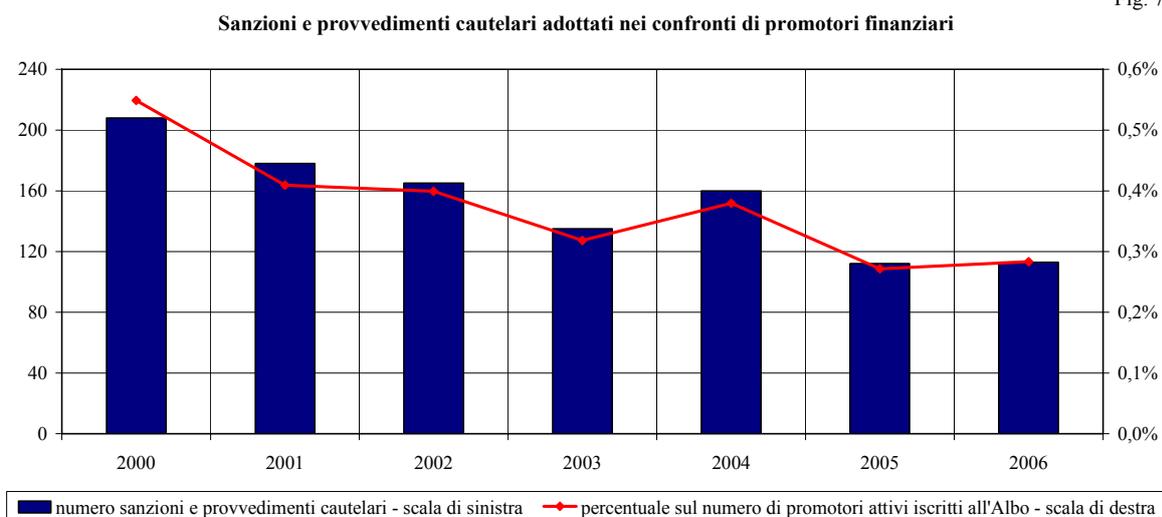
Tav. 38

Provvedimenti sanzionatori e cautelari nei confronti dei promotori finanziari

	Tipo di provvedimento					Provvedimenti cautelari	Segnalazioni all'Autorità Giudiziaria
	Richiamo	Radiazione dall'Albo	Sanzioni		Totale		
			Sospensione dall'Albo a tempo determinato	Sanzione amministrativa pecuniaria		Sospensione dell'attività a tempo determinato ¹	
1997	8	39	5	--	52	64	58
1998	11	86	73	--	170	76	137
1999	2	70	51	4	127	74	106
2000	21	49	73	26	169	39	134
2001	29	36	48	15	128	50	72
2002	33	58	37	6	134	31	72
2003	1	56	47	5	109	26	77
2004	3	68	46	7	125	35	78
2005	1	42	41	4	88	24	59
2006	6	49	22	5	82	31	60

¹ Per gli anni 1997 e 1998 il dato include i provvedimenti adottati ai sensi dell'art. 45, comma 4, del d.lgs. 415/1996 e, a far tempo dal 1° luglio 1998, ai sensi dell'art. 55 del Tuf.

Fig. 70



Le infrazioni più ricorrenti realizzate dai promotori sono risultate: (i) l'acquisizione della disponibilità di somme o di valori di pertinenza degli investitori, spesso perfezionata mediante la falsificazione della firma del cliente su modulistica contrattuale o altra documentazione relativa a operazioni dal medesimo poste in essere ovvero tramite utilizzo da parte del promotore dei codici di accesso telematico ai rapporti bancari intestati all'investitore; (ii) la comunicazione o trasmissione all'investitore di informazioni o documenti non rispondenti al vero (in particolare, rendiconti artefatti) e la simulazione di operazioni di investimento; (iii) il compimento di operazioni non autorizzate dal cliente.

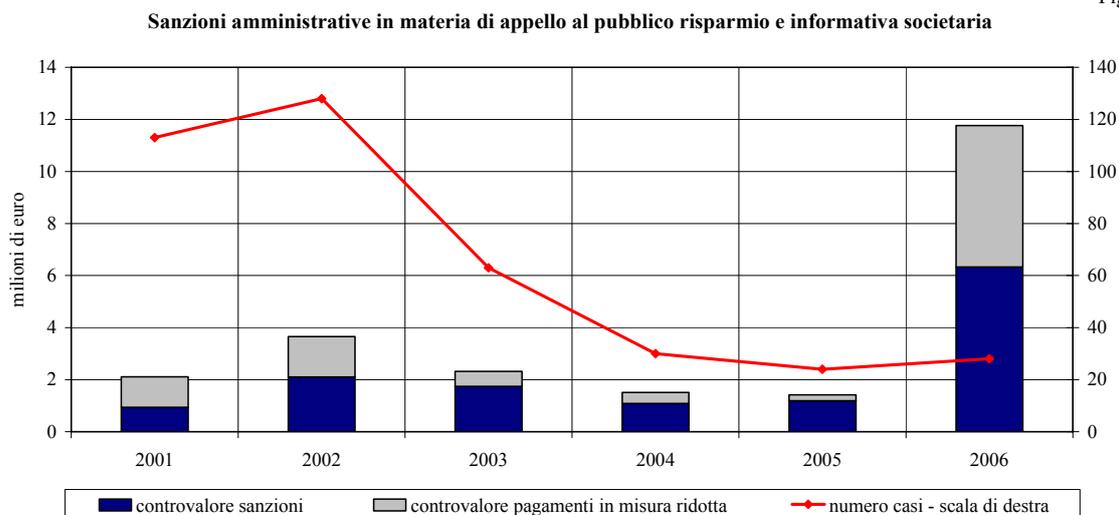
2. I provvedimenti relativi agli emittenti e alle società di revisione

Nel 2006 la Commissione ha concluso numerosi procedimenti sanzionatori relativi a violazioni della disciplina in materia di informativa societaria, partecipazioni rilevanti e offerte pubbliche d'acquisto.

L'importo complessivo delle sanzioni irrogate dalla Consob e dei pagamenti in misura ridotta è stato pari a 11,7 milioni di euro, valore nettamente superiore alla media dei 5 anni precedenti (circa 2 milioni di euro; Fig. 71).

L'importo complessivo delle sanzioni irrogate dalla Commissione (6,3 milioni di euro) e quello dei pagamenti in misura ridotta (5,4 milioni di euro) è riferibile in prevalenza ai procedimenti sanzionatori relativi a violazioni della disciplina sulle offerte pubbliche di acquisto. Complessivamente, la Consob ha irrogato sanzioni nei confronti di 61 soggetti nell'ambito di 13 procedimenti sanzionatori, mentre in 15 procedimenti i soggetti coinvolti (96) hanno effettuato il pagamento in misura ridotta della sanzione (Tavv. 39, 40).

Fig. 71



Nota: i dati relativi al 2006 si riferiscono alle sanzioni irrogate direttamente dalla Consob, mentre quelli relativi agli anni precedenti si riferiscono alle sanzioni proposte al Ministero dell'economia e delle finanze.

Tav. 39

Sanzioni amministrative proposte dalla Consob al Ministero dell'economia e delle finanze o irrogate direttamente dalla Consob in materia di appello al pubblico risparmio, informativa societaria e deleghe di voto
(valori monetari in migliaia di euro)

	Numero casi						Numero soggetti sanzionati						Importo delle sanzioni					
	Sollecitazione	Opa	Informativa societaria	Partecipazioni rilevanti e patti parasociali	Deleghe di voto	Totale	Sollecitazione	Opa	Informativa societaria	Partecipazioni rilevanti e patti parasociali	Deleghe di voto	Totale	Sollecitazione	Opa	Informativa societaria	Partecipazioni rilevanti e patti parasociali	Deleghe di voto	Totale
2001	27	--	6	3	--	36	35	--	5	4	--	44	545	--	160	238	--	943
2002	14	--	12	11	--	37	24	--	18	43	--	85	1.404	--	400	300	--	2.104
2003	3	1	5	22	--	31	7	5	7	13	--	32	702	464	216	359	--	1.741
2004	4	--	2	1	--	7	7	--	2	1	--	10	1.023	--	57	10	--	1.090
2005	5	--	3	2	--	10	13	--	9	1	--	23	1.120	--	52	20	--	1.192
2006	2	3	4	4	--	13	20	22	14	5	--	61	2.071	2.995	817	445	--	6.328

Nota: i dati relativi al 2006 si riferiscono alle sanzioni irrogate direttamente dalla Consob, mentre quelli relativi agli anni precedenti si riferiscono alle sanzioni proposte al Ministero dell'economia e delle finanze.

Tra i procedimenti di maggior rilievo si segnalano le sanzioni nei confronti di 20 esponenti aziendali della Banca Popolare Italiana – Banca Popolare di Lodi e nei confronti della stessa banca, quale responsabile in solido, in relazione a violazioni della normativa primaria e secondaria in materia di offerte pubbliche, nell'ambito della scalata alla Banca Antonveneta.

Tale provvedimento, assunto sulla base delle risultanze degli accertamenti condotti dalla Consob a partire dal novembre 2004, nell'ambito dei quali la Commissione ha dichiarato decadute

l'Opa e l'Opasc aventi ad oggetto le azioni della Banca Antonveneta promosse dalla Banca Popolare Italiana, riguarda numerose violazioni della disciplina in materia di offerte pubbliche di acquisto e informativa societaria. Nell'ambito di tale vicenda, la Consob ha assunto anche provvedimenti sanzionatori nei confronti di Magiste International Sa e The Stefano Ricucci Trust, nonché nei confronti del Sig. Danilo Coppola, per violazione della disciplina in materia di patti parasociali, informativa societaria, partecipazioni rilevanti e offerte pubbliche d'acquisto. In relazione all'accertamento di dette violazioni, la Commissione ha applicato sanzioni per un importo complessivo di circa 6 milioni di euro.

Tav. 40

**Pagamenti in misura ridotta a fronte di contestazioni di violazioni di norme
in materia di appello al pubblico risparmio, informativa societaria e deleghe di voto**
(valori monetari in migliaia di euro)

	Numero casi						Numero soggetti						Importo dei pagamenti effettuati in misura ridotta					
	Sollecitazione	Opa	Informativa societaria	Partecipazioni rilevanti e patti parasociali	Deleghe di voto	Totale	Sollecitazione	Opa	Informativa societaria	Partecipazioni rilevanti e patti parasociali	Deleghe di voto	Totale	Sollecitazione	Opa	Informativa societaria	Partecipazioni rilevanti e patti parasociali	Deleghe di voto	Totale
2001	13	2	11	51	--	77	19	3	20	53	--	95	344	31	258	537	--	1.170
2002	6	1	6	78	--	91	6	1	6	77	--	90	207	103	392	845	--	1.547
2003	1	3	6	22	--	32	8	4	6	29	--	47	83	41	155	300	--	579
2004	4	6	7	6	--	23	31	6	7	6	--	50	203	62	72	83	--	420
2005	5	1	1	7	--	14	9	2	5	7	--	23	80	20	52	70	--	222
2006	4	4	2	5	--	15	6	72	2	16	--	96	124	4.714	144	449	--	5.431

Sempre in tema di disciplina dell'appello al pubblico risparmio, l'azione di *enforcement* della Consob ha portato all'adozione di 6 provvedimenti cautelari e interdittivi relativi a operazioni di sollecitazione abusiva (Tav. 41).

Alcune sollecitazioni abusive rilevate nel 2006 hanno riguardato offerte al pubblico di azioni di costituende banche di credito cooperativo da parte dei rispettivi comitati promotori (che, talvolta, rivolgevano l'offerta ad amici e parenti). In alcune di tali offerte si è riscontrato anche l'utilizzo di strumenti di comunicazione di massa quali la stampa o internet.

In generale, l'attività della Commissione ha riguardato sia operazioni concluse sia operazioni non terminate o non ancora avviate al momento dell'avvio delle iniziative di vigilanza. Gli interventi sono stati di natura diversa a seconda che l'offerta al pubblico fosse già conclusa o ancora in corso. Nel primo caso, non ricorrendo i presupposti per l'adozione di provvedimenti cautelari o interdittivi, sono stati immediatamente avviati procedimenti sanzionatori (alcuni dei quali risultavano ancora in corso a fine 2006). Per le offerte non ancora concluse, al fine di

tutelare gli investitori, sono stati adottati provvedimenti di sospensione cautelare e, una volta accertate violazioni della disciplina della sollecitazione, sono seguiti provvedimenti di divieto e procedimenti sanzionatori.

Tav. 41

Provvedimenti cautelari e interdettivi relativi a operazioni di appello al pubblico risparmio

	Provvedimenti di sospensione cautelare	Provvedimenti di divieto	Provvedimenti di decadenza	Totale
2001	3	3	--	6
2002	2	6	--	8
2003	9	2	2	13
2004	9	7	3	19
2005	5	6	--	11
2006 ¹	2	3	1	6

¹ Nel corso del 2006 è stato inoltre adottato un provvedimento di sospensione cautelare in seguito revocato.

Con riferimento all'attività di revisione contabile, nel corso del 2006 la Commissione ha adottato un provvedimento sanzionatorio nei confronti di un *partner* della società di revisione Deloitte & Touche Spa in relazione ai lavori di revisione sui bilanci d'esercizio e consolidato al 31 dicembre 2002 della Giacomelli Sport Group Spa, nonché sul bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2002 delle controllate Giacomelli Sport Spa e Longoni Sport Spa. In particolare, la Commissione, ai sensi dell'art. 163, comma 1, lett. a), del Tuf, ha intimato alla Deloitte & Touche Spa di non avvalersi, per un periodo di due anni, dell'attività di un *partner* responsabile della revisione sui bilanci in questione.

Il procedimento trae origine dagli esiti dell'attività di vigilanza, anche ispettiva, svolta dalla Consob nel biennio 2003-2005, nel cui ambito sono stati, tra l'altro, attivati i poteri di impugnativa in relazione ai bilanci d'esercizio e consolidato della Giacomelli Sport Group al 31 dicembre 2002.

Le risultanze istruttorie hanno confermato il compimento da parte di Deloitte & Touche Spa di gravi irregolarità con riferimento a diversi aspetti. In primo luogo, sono state riscontrate carenze in numerose procedure di revisione concernenti diverse voci significative dei bilanci d'esercizio e consolidato al 31 dicembre 2002 di Giacomelli Sport Group Spa e delle principali controllate. Sono risultate carenti le procedure di revisione svolte: (i) sulle giacenze di magazzino, per le quali il revisore non ha raccolto sufficienti e appropriati elementi probativi in ordine alla loro esistenza e alla loro corretta rilevazione in contabilità; (ii) sulla valutazione della partecipazione Giacomelli Sport International Sa nel bilancio dell'emittente, per la quale non risultano essere stati acquisiti dal revisore sufficienti e appropriati elementi probativi in relazione all'insussistenza di perdite di valore della stessa; (iii) sui debiti verso fornitori, per i quali le procedure di revisione adottate sono risultate carenti nel fornire elementi probativi sulla corretta rilevazione del relativo saldo nei bilanci delle principali società del gruppo.

In secondo luogo, il revisore, pur avendo assunto la responsabilità di effettuare i lavori di revisione sul bilancio al 31 dicembre 2002 della controllata Giacomelli Sport International Sa, non ha raccolto appropriati e sufficienti elementi probativi per poter valutare come adeguati i dati contabili della controllata confluiti nel bilancio consolidato al 31 dicembre 2002 della Giacomelli Sport Group Spa.

3. L'attività di enforcement su internet

Il 2006 è stato caratterizzato da un'intensa attività di vigilanza su internet e da un ulteriore affinamento dei metodi quantitativi per l'individuazione di anomalie. Nel corso del 2006 la vigilanza ha riguardato l'esame di 83 siti internet (432 nel 2005) e ha dato luogo a 27 azioni di enforcement (498 nel 2005), oltre a 7 segnalazioni all'Autorità Giudiziaria (264 nell'anno precedente). Complessivamente, nel periodo 2000-2006, l'attività di vigilanza ha riguardato circa 1.100 spazi web e ha portato a oltre 650 azioni di enforcement (Tav. 42).

L'evoluzione della rete internet, del suo funzionamento e del suo utilizzo da parte degli utenti ha richiesto, in termini di verifiche e di mezzi investigativi, continui affinamenti dei metodi quantitativi e dei software per l'individuazione delle irregolarità.

Tav. 42

Attività di vigilanza internet

	N. spazi web esaminati per:				Azioni di enforcement		Segnalazioni ad altre Autorità					
	Web Spidering	Rassegna Stampa	Segnalazioni Uffici operativi Consob	Totale	Provvedimenti cautelari/interdittivi ¹	Autorità Giudiziaria	Guardia di Finanza	Banca d'Italia	Uic	Isvap	Autorità estere	Totale
2000	105	1	1	107	9	5	1	2	1	--	4	13
2001	32	--	3	35	4	6	2	3	3	--	4	18
2002	21	2	26	49	4	20	2	0	10	--	2	34
2003	27	1	42	70	12	6	3	1	2	2	2	16
2004	297	2	18	317	97	42	30	35	30	1	11	149
2005	406	3	23	432	498	264	164	169	163	1	26	787
2006	49	1	33	83	27	7	--	--	--	--	5	12

¹ Per gli anni 2004 e 2005 il dato ricomprende i provvedimenti di oscuramento degli spazi web adottati ai sensi del d.lgs. 70/2003.

In particolare, per l'identificazione dei siti sospetti da sottoporre ad accertamenti, anche alla luce delle segnalazioni che pervengono in Istituto, la Consob usa una procedura di web spidering basata sulla ricerca sul web di parole ed espressioni filtrate attraverso un algoritmo di tipo "neural network" che opera in maniera iterativa. Questa procedura partendo da un sito sospetto, evidenzia solitamente numerosi altri siti a esso collegati, per il tramite dei quali è posta in essere la stessa o ulteriori attività illecite. Tra gli schemi operativi più utilizzati è stato

riscontrato quello della creazione di numerose società, con uffici inesistenti e sedi sparse nel mondo, ciascuna dotata di un proprio sito internet, la cui attività di consulenza sottende la prestazione ovvero la promozione abusiva di servizi di investimento.

In numerosi casi si è reso necessario l'avvio di procedure straordinarie, anche con l'esercizio dei poteri previsti dal d.lgs. 70/2003, finalizzate ad acquisire informazioni sull'effettiva attività posta in essere sullo spazio web esaminato. In alcuni casi, si è proceduto anche alla convocazione e audizione degli autori dei possibili illeciti.

Tra i provvedimenti di *enforcement* scaturiti dall'attività di vigilanza su internet, si segnalano alcune sospensioni e divieti di sollecitazione all'investimento in strumenti finanziari effettuate in assenza di autorizzazione alla pubblicazione del relativo prospetto informativo (si veda il precedente §2). A seguito dell'adozione di tali provvedimenti, sono conseguiti gli usuali interventi di "oscuramento" degli spazi web coinvolti negli illeciti.

Le segnalazioni all'Autorità Giudiziaria di possibili illeciti di natura penale hanno riguardato, come negli anni precedenti, prevalentemente ipotesi di prestazione e/o promozione abusiva di servizi di investimento e di truffa.

In particolare, una segnalazione all'Autorità Giudiziaria di un sito web che si sospettava venisse usato per la prestazione abusiva di servizi di investimento ha portato all'arresto dell'autore e alla confisca del denaro gestito abusivamente per conto di ignari investitori.

Un'altra segnalazione all'Autorità Giudiziaria ha riguardato un'ipotesi di manipolazione su titoli non quotati posta in essere su un sistema di scambi organizzati (Sso) già sospeso dalla Consob a tempo indeterminato. In particolare, sono stati posti in essere, in maniera reiterata e da parte di soggetti legati tra loro da stretti rapporti, condotte manipolative volte a far salire artificialmente i prezzi delle azioni di alcuni emittenti, anche al fine di ottenere finanziamenti da istituti di credito che avrebbero accettato tali titoli in garanzia. Alcune di queste condotte sono state poste in essere attraverso messaggi diffusi su forum di informazione finanziaria con dei "nick names". Nello specifico, i messaggi sono stati recuperati esercitando i poteri previsti dal d.lgs. 70/2003 per il tramite di un flusso xml attivato dal service provider gestore del sito, mentre attraverso una procedura di "reverse look up" è stato possibile risalire al nominativo cui corrispondeva la mail di registrazione.

Le segnalazioni ad Autorità di vigilanza estere, avvenute nell'ambito dei rispettivi protocolli di intesa, riguardano attività illecite su internet accertate dalla Consob suscettibili di coinvolgere investitori non residenti in Italia.

V – L'ATTIVITÀ REGOLAMENTARE E INTERPRETATIVA E GLI SVILUPPI INTERNAZIONALI

1. La disciplina dell'appello al pubblico risparmio

Nel 2006 la Commissione ha apportato alcune modifiche al Regolamento Emittenti collegate all'abrogazione dell'art. 100 del Tuf operata dalla legge n. 262/2005 e alla conseguente applicazione delle disposizioni in materia di sollecitazione all'investimento ai prodotti finanziari emessi dalle banche, diversi dalle azioni o dagli strumenti finanziari che permettono di acquisire o sottoscrivere azioni.

È stata, tuttavia, prevista l'inapplicabilità della disciplina della sollecitazione per le emissioni continuative e ripetute di certificati di deposito coperti da sistemi di garanzia dei depositi e per gli strumenti del mercato monetario emessi da banche con scadenza inferiore a 12 mesi. È stata poi introdotta un'ipotesi di esenzione parziale dalla disciplina della sollecitazione per le emissioni effettuate in modo continuo e ripetuto di obbligazioni bancarie cosiddette "plain vanilla" per un corrispettivo totale dell'offerta, calcolato per un periodo di dodici mesi, inferiore a 50 milioni di euro.

Altre modifiche hanno riguardato la disciplina degli annunci pubblicitari che, in caso di sollecitazioni aventi ad oggetto strumenti finanziari (diversi dai titoli di capitale) emessi in modo continuo e ripetuto da banche, è stata assimilata a quella prevista per gli Oicr. Infine, è stato introdotto un caso di esenzione parziale dagli obblighi previsti dagli artt. 96 e 97, comma 3 del Tuf per le sollecitazioni aventi ad oggetto strumenti finanziari diversi dai titoli di capitale emessi in modo continuo o ripetuto da banche di credito cooperativo e da banche che, ai sensi dell'art. 2409-bis, comma 3 del codice civile, possono prevedere nello statuto che il controllo contabile sia esercitato dal collegio sindacale.

Relativamente ai termini di decorrenza della nuova disciplina, la Commissione, con una specifica comunicazione, ha fatto presente che, non essendo previste disposizioni transitorie, essi coincidono con i termini di entrata in vigore della legge 262/2005 (17 maggio 2006). Tuttavia è stato evidenziato che, in ossequio al principio generale di irretroattività delle leggi, non rientravano nell'ambito di applicazione della disciplina le offerte per le quali alla data del 17 maggio 2006 fosse già in corso il periodo di adesione. In tal caso, infatti, l'applicazione delle nuove norme avrebbe determinato l'impossibilità di portare a termine offerte avviate con il previgente regime. Nella medesima comunicazione la Consob ha dettato istruzioni in merito alla possibilità di utilizzare, per i programmi di offerte al pubblico e per le offerte continue e ripetute, la disciplina del prospetto di base.

In altra comunicazione la Commissione, in risposta a una richiesta dell'Abi, ha evidenziato la necessità che nel prospetto di base, per ciascuna famiglia di obbligazioni, siano individuate, limitatamente alle fattispecie ove ciò è possibile (ad esempio, prodotti plain vanilla o prodotti definibili fin dall'origine) esemplificazioni quantitative ovvero algoritmi relativi alla determinazione dei rendimenti, accompagnati da esemplificazioni qualitative.

Nel 2006 la Consob si è espressa su alcune questioni interpretative di particolare rilievo circa la possibilità di immediata applicazione di alcune disposizioni della direttiva europea in materia di prospetti (direttiva 2003/71/CE), nelle more del suo recepimento nell'ordinamento domestico.

In particolare, a seguito di una richiesta concernente l'immediata applicabilità della definizione di "investitore qualificato" prevista dall'art. 2, paragrafo 1, lettera e) della direttiva, che si discosta dalla nozione contenuta nell'art. 31, comma 2 del Regolamento Intermediari, la Commissione ha ritenuto sussistere, per alcune categorie di soggetti indicati nella direttiva, un sufficiente grado di prescrittività e dettaglio nella definizione tale da non necessitare di ulteriori specificazioni e dunque immediatamente applicabile. Per altre categorie di soggetti, invece, la Commissione ha escluso l'immediata applicabilità della normativa comunitaria, ritenendo necessario un apposito intervento da parte del legislatore italiano.

Un altro ordine di questioni ha riguardato la necessità di fornire informazioni sul prezzo nei prospetti informativi relativi a offerte di azioni finalizzate alla quotazione realizzate con la tecnica dell'open price.

Negli schemi di prospetto contenuti nel Regolamento Emittenti, vigente prima dell'entrata in vigore della disciplina comunitaria era espressamente previsto che il prospetto di sollecitazione finalizzata alla quotazione contenesse almeno l'indicazione di un intervallo di prezzo; era, peraltro, consentito all'offerente di pubblicare tali informazioni in un avviso integrativo da diffondere con largo anticipo rispetto all'inizio dell'offerta (almeno cinque giorni prima). La nuova disciplina comunitaria (art. 8, paragrafo 1 della direttiva), invece, richiede che il prezzo di offerta sia sempre riportato nel prospetto; qualora però esso non sia ancora noto al momento della pubblicazione del prospetto è necessario descriverne almeno i criteri di determinazione o indicare il prezzo massimo. L'indicazione dei criteri o del prezzo massimo è prevista in alternativa alla revocabilità delle adesioni dei sottoscrittori.

Sebbene questi profili della disciplina non fossero ancora stati esplicitamente recepiti nell'ordinamento italiano, la Consob, nelle istruttorie sui prospetti informativi, ha espressamente richiesto l'indicazione dei metodi di determinazione del prezzo d'offerta e, con particolare riferimento ai moltiplicatori di mercato, l'individuazione dei criteri con i quali tali moltiplicatori fossero stati definiti nonché le motivazioni della scelta delle altre società quotate prese a riferimento per la valutazione (cosiddetti comparables). In caso di sensibile divergenza dei moltiplicatori di mercato riferiti all'emittente rispetto a quelli dei comparables è stato richiesto di dare evidenza di tale circostanza anche nei fattori di rischio dell'offerta.

Al fine di fornire comunque all'investitore elementi di valutazione sulla convenienza dell'investimento proposto, la Commissione ha inoltre ritenuto necessario individuare il range indicativo del prezzo di offerta già nel prospetto informativo. Infatti, sebbene tale range sia definito al termine della raccolta delle manifestazioni di interesse da parte degli investitori istituzionali, fase che si conclude in prossimità dell'inizio dell'offerta e quindi, di norma, dopo il rilascio dell'autorizzazione alla pubblicazione del prospetto, il Regolamento Emittenti (avendo recepito le previsioni dell'art. 14 della direttiva) ha introdotto maggiori margini di flessibilità nella tempistica di pubblicazione del prospetto, prevedendo che questo venga pubblicato prima dell'inizio del

periodo di adesione e non più con un anticipo di almeno cinque giorni rispetto all'inizio dell'offerta.

Un ulteriore problema di coordinamento fra la disciplina nazionale e quella comunitaria in materia di sollecitazione si è posto con riferimento alle offerte pubbliche di sottoscrizione di azioni finalizzate alla costituzione di banche.

Nel caso delle costituende banche non è ovviamente possibile rispettare la disciplina del Regolamento Emittenti che impone di riportare nel prospetto le informazioni finanziarie sottoposte a revisione relative agli ultimi esercizi. D'altro canto, le disposizioni comunitarie in materia prevedono la possibilità di un regime di adattamento degli schemi e moduli di prospetto ove lo richiedano le specifiche caratteristiche dell'emittente e degli strumenti finanziari.

Nel caso delle banche costituende, al fine di individuare informazioni equivalenti a quelle previste negli schemi di prospetto, la Consob ha preso a riferimento la relazione tecnica contenente i bilanci previsionali relativi ai primi tre esercizi richiesta dalla Banca d'Italia ai fini dello svolgimento del procedimento autorizzatorio di propria competenza. Tali informazioni, nonostante abbiano natura previsionale, sono state ritenute "equivalenti" alle informazioni finanziarie indicate nel Regolamento Emittenti, fermo restando che esse devono essere corredate da apposita attestazione dal revisore contabile.

Quanto all'individuazione del soggetto legittimato a redigere tale attestazione, si è ritenuto che, anche al fine di consentire una migliore tutela degli investitori, questo debba essere il soggetto incaricato del controllo contabile dei bilanci della banca, ossia una società di revisione iscritta nel registro dei revisori contabili (anche in considerazione del fatto che le costituende banche, a seguito dell'offerta e una volta ottenuta l'autorizzazione della Banca d'Italia, sono destinate a diventare emittenti strumenti finanziari diffusi ai sensi degli artt. 116 del Tuf e 2-bis del Regolamento Emittenti e dunque soggette all'obbligo di revisione contabile). Unica eccezione a tale principio è quella delle costituende banche di credito cooperativo, le quali non possono essere considerate emittenti strumenti finanziari diffusi in quanto le loro azioni sono soggette a limiti alla circolazione (peraltro il Testo unico bancario consente a tali banche di prevedere, a livello statutario, l'affidamento del controllo contabile al collegio sindacale piuttosto che a una società di revisione).

2. La disciplina dell'informativa societaria continua

Dopo le modifiche apportate nel 2005 ai Regolamenti Emittenti e Mercati conseguenti al recepimento della disciplina comunitaria sugli abusi di mercato, nel 2006 la Commissione ha emanato una comunicazione contenente raccomandazioni e chiarimenti in materia di informazione al pubblico su eventi e circostanze rilevanti nonché adempimenti per la prevenzione degli abusi di mercato.

Già in passato la Consob, in materia di informazioni rilevanti da diffondere al pubblico ai sensi dell'art. 114, comma 1, del Tuf e in materia di analisi finanziarie, aveva formulato, anche su sollecitazione degli operatori, numerose comunicazioni contenenti chiarimenti sull'applicazione delle disposizioni di legge e di regolamento e aveva adottato diverse raccomandazioni volte a

garantire la trasparenza e la correttezza dei comportamenti dei soggetti vigilati. Al fine di conferire sistematicità ai vari interventi, nel 2003 la Commissione aveva emanato una specifica comunicazione riservandosi di aggiornarne periodicamente il contenuto. Pertanto, con la citata comunicazione del 2006 (che ha sostituito la precedente comunicazione del 2003), la Consob ha raccolto e coordinato in un unico documento sia i chiarimenti interpretativi concernenti le norme di recepimento della direttiva sia le indicazioni contenute nella precedente comunicazione rivisitate alla luce degli aggiornamenti apportati al Tuf e al Regolamento Emittenti.

La comunicazione del 2006 ha affrontato le questioni relative: i) alla nozione di "informazione privilegiata", sia con riferimento a quelle informazioni che possono dar luogo al reato di insider trading sia a quelle per le quali si manifesta l'esigenza di informare prontamente il pubblico; ii) alla disciplina del ritardo della comunicazione di informazioni privilegiate; iii) all'elenco (non esaustivo) dei soggetti ai quali, stante il dovere di riservatezza, possono essere comunicate selettivamente le informazioni privilegiate; iv) alla natura dei documenti che ricadono nella definizione di raccomandazione, ai fini dell'applicazione della disciplina della correttezza e trasparenza dei conflitti di interesse delle analisi finanziarie; v) all'uso da parte delle agenzie di rating delle informazioni privilegiate fornite dagli emittenti e alle modalità di interazione con questi ultimi; vi) alla disciplina sui registri delle persone che hanno accesso alle informazioni privilegiate; vii) all'applicazione della disciplina concernente la comunicazione di operazioni di compravendita di azioni effettuate dagli amministratori dell'emittente, dagli azionisti che detengono una quota superiore al 10% dei diritti di voto e dai soggetti controllanti l'emittente.

3. La disciplina dell'informativa contabile e periodica e delle società di revisione

Nel 2006 la Commissione, così come previsto dall'articolo 9 del d.lgs. 38/2005, ha elaborato gli schemi di bilancio per le società emittenti strumenti finanziari quotati in mercati regolamentati italiani e le società con strumenti finanziari diffusi tra il pubblico, di cui all'art. 116 del Tuf, diverse dalle imprese bancarie e assicurative.

Nel dare attuazione al decreto 38/2005, sono stati effettuati ulteriori interventi al fine di riordinare le disposizioni regolamentari che facevano riferimento ai principi contabili internazionali Ias/Ifrs; è stata anche emanata una comunicazione in materia di "misure alternative dei risultati aziendali" e sono state fornite indicazioni circa la redazione dei comunicati stampa relativi alle rendicontazioni contabili. Infine, è stata modificata la disciplina del Regolamento Emittenti sull'informativa da fornire nella documentazione contabile annuale sui compensi e sulle partecipazioni detenute dai componenti degli organi di amministrazione e controllo.

Per quanto concerne gli sviluppi internazionali, nell'ambito della collaborazione tra il Cesr (*Committee of European Securities Regulators*) e la Commissione Europea, sono proseguite nel corso del 2006 le iniziative volte al miglioramento e all'armonizzazione dell'informazione finanziaria in Europa.

In particolare, il Cesr, attraverso il Cesrfin, il gruppo permanente sull'informazione finanziaria, si è occupato dello sviluppo delle sessioni dell'Eecs (European Enforcers Coordination Session) e del database contenente le decisioni assunte in materie di enforcement e attività di vigilanza dell'informazione finanziaria. Inoltre, il Cesrfin, attraverso appositi gruppi di lavoro, ha

continuato ad approfondire le tematiche afferenti la fase di transizione dalle regole nazionali europee agli Ias/Ifrs.

Anche in ambito Iosco, nel corso del 2006 si è completato il progetto di creazione di un database elettronico contenente le decisioni assunte in materie di enforcement, attraverso il quale rendere più agevole la comunicazione e lo scambio di informazioni. Il database è divenuto operativo il 19 gennaio 2007 e costituirà una fonte autorevole di informazioni per i membri Iosco.

In materia di revisione contabile, nel dicembre 2006 la Commissione ha stabilito che le società di revisione iscritte nell'Albo speciale e nel Registro dei Revisori Contabili istituito presso il Ministero della giustizia (queste ultime nello svolgimento degli incarichi conferiti dagli emittenti titoli diffusi ai sensi dell'art. 116 del Tuf) adottino, a partire dai bilanci d'esercizio e consolidato 2006, i nuovi principi di revisione emanati dal Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e dal Consiglio Nazionale dei Ragionieri e dei Periti Commerciali.

I nuovi principi, che sostituiscono precedenti documenti raccomandati dalla Consob nel 2002, riguardano: "Gli obiettivi e principi generali della revisione contabile del bilancio" (documento n. 200); "La pianificazione" (documento n. 300); "La comprensione dell'impresa e del suo contesto e la valutazione dei rischi di errori significativi" (documento n. 315); "Le procedure di revisione in risposta ai rischi identificati e valutati" (documento n. 330); "Gli elementi probativi della revisione" (documento n. 500); "Le procedure di analisi comparativa" (documento n. 520). La Consob ha inoltre raccomandato il documento n. 240 "La responsabilità del revisore nel considerare le frodi nel corso della revisione contabile del bilancio".

I nuovi principi di revisione elaborati dalla professione contabile in collaborazione con la Consob introducono anche in Italia l'approccio di revisione incentrato sulla valutazione del rischio (cosiddetto audit risk model). Tale nuovo approccio implica che il revisore svolga procedure di revisione dirette ad acquisire un livello di comprensione dell'impresa e del contesto in cui opera sufficiente a identificare e valutare i rischi di errori significativi nel bilancio e a stabilire la natura, l'estensione e la tempistica delle procedure di revisione da svolgere in risposta ai rischi identificati.

A seguito dell'introduzione del principio della responsabilità unica della società incaricata della revisione dei bilanci consolidati di gruppi quotati, di cui all'art. 165, comma 1-bis del Tuf, la Commissione ha inoltre precisato che, nello svolgimento di tali incarichi, devono essere seguite le procedure di revisione di cui alla lettera A) del documento n. 600, "L'utilizzo del lavoro di altri revisori", già raccomandato nel 2003, che disciplina appunto i casi di assunzione di responsabilità unica sul gruppo.

4. La disciplina dei mercati

Nel 2006 la Commissione ha approvato alcune modifiche al Regolamento in materia di mercati allo scopo di semplificare il regime di esecuzione e di trasparenza delle operazioni effettuate fuori mercato.

Con apposita comunicazione la Commissione ha fornito anche chiarimenti sulla nuova disciplina contenuta nell'art. 34-bis del Regolamento Mercati in materia di modalità e termini per l'esercizio del diritto di intervento in assemblea, evidenziando alcuni obblighi di condotta che gli intermediari devono rispettare per attenuare il rischio che l'azionista possa non intervenire in assemblea per effetto del mancato o tardivo regolamento dei titoli acquistati in prossimità del suo svolgimento. Ulteriori chiarimenti sono stati forniti in merito alla tempistica con cui l'intermediario deve effettuare le comunicazioni di partecipazione all'assemblea e di cessione dei titoli. Nella circostanza, la Commissione ha peraltro ritenuto opportuno raccomandare agli intermediari di astenersi dal vendere allo scoperto in prossimità dell'assemblea quando è prevedibile che non si potranno consegnare i titoli nel giorno di regolamento previsto nel contratto.

La Commissione, infine, ha emanato una comunicazione in materia di segnalazione delle "operazioni sospette" da parte degli intermediari e delle società di gestione dei mercati regolamentati (la relativa disciplina, contenuta nel Regolamento Mercati a seguito del recepimento della direttiva sugli abusi di mercato, è in vigore dal 1° aprile 2006).

In ambito internazionale, di particolare rilievo è l'adozione da parte della Commissione Europea delle misure di esecuzione della direttiva sui Mercati di strumenti finanziari, cosiddetta Mifid (direttiva 2004/39/CE) (Riquadro 5).

Riquadro 5

Le misure di esecuzione della direttiva 2004/39/CE in materia di mercati

Nel 2006 la disciplina di livello 1 definita nella direttiva Mifid ha trovato completamento con l'emanazione, da parte della Commissione Europea, delle relative misure di esecuzione (livello 2). Le misure di esecuzione sono contenute nel Regolamento n. 1287/2006 e riguardano, fra l'altro, il regime di *transaction reporting* e il regime di trasparenza *pre* e *post*-negoiazione.

Per ciò che riguarda il primo aspetto, le norme di livello 2 danno concreta attuazione al regime di segnalazione previsto dall'art. 25 della Mifid. In particolare, tali disposizioni mirano a definire nel dettaglio i metodi e le procedure da seguire per comunicare le operazioni finanziarie, la forma e il contenuto di tali comunicazioni nonché i criteri per identificare l'Autorità competente per il mercato più liquido. Avuto riguardo ai metodi e le procedure per la comunicazione delle operazioni, il Regolamento comunitario prevede che le segnalazioni devono essere effettuate in forma elettronica e devono rispettare alcune condizioni (sicurezza e confidenzialità dei dati segnalati, meccanismi per l'identificazione e la correzione degli errori nel rapporto di segnalazione, meccanismi per l'autenticazione della fonte della segnalazione, misure precauzionali appropriate per il recupero delle informazioni in caso di *system failure*). Con riferimento alla forma e al contenuto delle comunicazioni, il Regolamento stabilisce che le segnalazioni devono contenere le informazioni – specificate nella Tabella 1 dell'Annex 1 del Regolamento – che risultano rilevanti a seconda della tipologia di strumento finanziario.

In merito al *set* informativo oggetto delle segnalazioni, il regolamento prevede la possibilità per i Paesi membri di richiedere informazioni addizionali rispetto a quelle individuate nella Tabella 1 dell'Annex 1 quando: (i) tali informazioni appaiono necessarie per consentire all'Autorità competente di monitorare l'attività dell'impresa di investimento; (ii) lo strumento finanziario oggetto della segnalazione abbia caratteristiche specifiche per le quali le informazioni nella Tabella 1 non sono sufficienti; (iii) le metodologie di negoziazione risultino specifiche alla piattaforma di *trading* nella quale la transazione ha avuto luogo e abbiano caratteristiche diverse da quelle previste nella Tabella 1. Inoltre, i Paesi membri possono richiedere che la segnalazione contenga anche l'indicazione del cliente per conto del quale l'impresa di investimento ha eseguito la transazione.

Per ciò che riguarda il regime di trasparenza *pre* e *post*-negoziazione, il Regolamento comunitario precisa che le informazioni che, in relazione alla tipologia del sistema gestito (sistema di negoziazione ad asta continua con *book* di negoziazione, sistema quote *driven*, sistema ad asta periodica), le società di gestione dei mercati regolamentati e i gestori degli Mtf devono pubblicare per ciascuna azione ammessa alla negoziazione in un mercato regolamentato e negoziata nell'ambito del sistema gestito. Qualora il sistema gestito non rientri nelle categorie sopra specificate (sistema ibrido), la società di gestione dei mercati regolamentati e i gestori degli Mtf mantengono un livello di trasparenza *pre*-negoziazione tale da garantire che siano pubblicate informazioni adeguate per quanto concerne sia i prezzi degli ordini o quotazioni sia gli interessi di negoziazione espressi su ogni azione. Il Regolamento fornisce poi le condizioni in base alle quali gli Stati membri possono derogare ai requisiti di trasparenza *pre*-negoziazione.

Il Regolamento fornisce anche i dettagli necessari per la corretta e uniforme applicazione del regime di trasparenza *pre*-negoziazione nei confronti degli internalizzatori sistematici. In primo luogo, il Regolamento interviene sulla definizione di internalizzatore sistematico, per tale intendendosi un intermediario che presenti i seguenti requisiti: (i) l'attività svolta deve rivestire un ruolo commerciale importante per l'impresa ed essere condotta in base a regole e procedure non discrezionali; (ii) l'attività deve essere svolta da personale, o mediante un sistema tecnico automatizzato, destinato a tale compito indipendentemente dal fatto che il personale o il sistema in questione siano utilizzati esclusivamente a tale scopo; (iii) l'attività deve essere accessibile ai clienti su base regolare e continua. Il Regolamento interviene poi nel definire quando le azioni ammesse alla negoziazione in un mercato regolamentato hanno un mercato liquido (se sono oggetto di negoziazioni giornaliere, con un flottante non inferiore a 500 milioni di euro e se è soddisfatta una delle condizioni seguenti: (i) il numero medio giornaliero di operazioni per l'azione in questione non sia inferiore a 500; (ii) il controvalore medio giornaliero degli scambi per l'azione in questione non sia inferiore a 2 milioni di euro). Al fine di determinare la dimensione standard del mercato per le azioni liquide, le azioni vengono raggruppate in categorie in funzione del valore medio degli ordini eseguiti. Il Regolamento, infine, definisce gli ordini al dettaglio (un ordine è di dimensioni maggiori di quelle abitualmente considerate da un investitore al dettaglio se supera i 7.500 euro).

Per ciò che riguarda il regime di trasparenza *post*-negoziazione, il Regolamento prevede che le imprese di investimento, le società di gestione dei mercati regolamentati e i gestori degli Mtf rendano pubbliche, per le operazioni relative alle azioni ammesse alle negoziazioni nei mercati regolamentati e concluse nell'ambito dei sistemi gestiti, le seguenti informazioni: (i) giorno e ora di negoziazione, identificativo dello strumento finanziario, prezzo, quantità e sede di negoziazione; (ii) l'indicazione, se pertinente, del fatto che lo scambio è determinato da fattori diversi dal prezzo corrente di mercato; (iii) l'indicazione, se pertinente, del fatto che si tratta di un'operazione concordata; (iv) qualsiasi eventuale modifica delle informazioni precedentemente divulgate. La pubblicazione differita delle informazioni relative alle operazioni concluse può essere autorizzata, per un periodo non superiore a quanto previsto nella Tabella 4 dell'Allegato II del Regolamento, a condizione che: (i) si tratti di un'operazione fra un'impresa di investimento che negozia per proprio conto e un cliente di tale impresa; (ii) le dimensioni dell'operazione siano pari o superiori alle dimensioni minime ammissibili specificate nella citata Tabella 4.

5. La disciplina degli intermediari e del risparmio gestito

Nel corso del 2006 sono entrate a regime, a seguito del recepimento delle normative comunitarie in materia, le modifiche al Regolamento Emittenti per ciò che riguarda gli schemi di prospetto dei fondi comuni.

Gli schemi di prospetto riportano l'indicazione di informazioni sulla quota delle commissioni retrocesse a favore dei collocatori. La scelta di accrescere la trasparenza sulla remunerazione dei collocatori persegue l'obiettivo di rendere edotto l'investitore circa il fatto che l'attività di assistenza/consulenza prestata allo stesso in fase di "vendita" non si esaurisce con il pagamento della commissione di sottoscrizione, ma continua nel corso del periodo di investimento nel fondo con la retrocessione da parte della Sgr di una quota preponderante delle commissioni di gestione e/o di incentivo.

L'importanza della scelta compiuta dalla Consob trova conferma nell'evidenza data alle problematiche connesse alle modalità di distribuzione dei fondi comuni dalla Commissione Europea nel "Libro bianco sul rafforzamento del quadro normativo relativo ai fondi comuni d'investimento" del 15 novembre 2006. Questo documento, infatti, auspica un miglioramento nella trasparenza dei costi complessivi dei fondi, mediante una specifica evidenza dei costi di distribuzione, al fine di aumentare la competizione tra i partecipanti al processo di distribuzione, a vantaggio degli investitori finali. Tale conclusione è supportata dai risultati di uno studio effettuato su incarico della Commissione Europea, che ha evidenziato come le differenze di costo tra fondi azionari in Europa siano dovute prevalentemente alla distribuzione e come una maggiore competizione tra i collocatori possa tradursi in una consistente riduzione dei costi complessivi gravanti sugli investitori (circa 40-60 basis point).

La tematica dei costi della distribuzione dei fondi è stata considerata anche dallo Iosco; infatti, il Comitato Tecnico di tale Organizzazione ha conferito un mandato congiunto agli Standing Committee 3 e 5 per affrontare il tema della trasparenza dei costi ogni qual volta i fondi vengano venduti a investitori non sofisticati.

In ambito internazionale, il Gruppo di lavoro del Cesr sul risparmio gestito ha lavorato intensamente nel corso del 2006, al fine di adempiere ai mandati ricevuti dal Cesr e dalla Commissione Europea (si veda in particolare il successivo Capitolo VI “Le relazioni internazionali”).

Come evidenziato nel precedente paragrafo, nel 2006 la Commissione Europea ha approvato le misure di esecuzione relative alla direttiva Mifid, che per la parte relativa alla disciplina degli intermediari sono contenute nel citato Regolamento n. 1287/2006 della Commissione Europea e nella direttiva n. 2006/73/CE (Riquadro 6).

In conformità all’*iter* disegnato dalla cosiddetta procedura Lamfalussy, il Cesr ha già avviato l’attività di confronto con le Autorità nazionali finalizzata all’elaborazione di linee interpretative e applicative armonizzate del nuovo quadro normativo (livello 3). In particolare, il Cesr ha avviato consultazioni relative all’applicazione delle disposizioni della Mifid e delle relative misure di esecuzione in materia di *best execution*, di *inducements*, di registrazioni richieste alle imprese (*recordkeeping*) e di prestazione transfrontaliera dei servizi e delle attività di investimento.

Riquadro 6

Le misure di esecuzione della direttiva 2004/39/CE in materia di intermediari

Con riferimento alle definizioni dei servizi di investimento e di quelli accessori, le misure di livello 2 (direttiva 2006/73/CE) chiariscono ulteriormente il perimetro del servizio di consulenza, focalizzandone l’oggetto nella prestazione di raccomandazioni personalizzate relative a singoli strumenti finanziari. Tale impostazione evidenzia una rilevante differenza rispetto alla vigente disciplina italiana, nella quale il rilascio di singoli consigli relativi a strumenti finanziari, nel contesto dello svolgimento dei servizi di investimento, è considerato parte integrante, in presenza di condizioni definite, dei servizi di investimento prestati. Tale attività, pertanto, qualora presenti gli elementi della raccomandazione personalizzata secondo i principi stabiliti dalla disciplina comunitaria, non potrà essere considerata parte integrante di un diverso servizio di investimento e richiederà un’apposita e specifica autorizzazione. Per ciò che riguarda l’attività di ricerca in materia di investimenti e analisi finanziaria o altre forme di raccomandazioni generali riguardanti le operazioni in strumenti finanziari, la direttiva di livello 2 prevede specifiche disposizioni relative ai conflitti di interesse che possono derivare dallo svolgimento del servizio in parola.

La direttiva 2006/73/CE individua in modo più dettagliato gli obblighi gravanti sui prestatori dei servizi e delle attività di investimento con riferimento sia ai requisiti di tipo organizzativo sia alle norme di comportamento da rispettare nella prestazione dei servizi alla clientela.

In merito alla prestazione di servizi in regime di *execution only* (cioè quelli per i quali l'impresa di investimento è esentata dall'obbligo di valutarne l'appropriatezza rispetto al profilo dell'investitore) si prevedono limiti alla loro prestazione sia in rapporto alla tipologia di strumenti finanziari sia alle modalità di instaurazione del rapporto con il cliente.

La direttiva di livello 2 esplicita ulteriori dettagli sull'articolazione degli obblighi connessi alla cosiddetta *best execution*, inclusa l'applicazione del principio alla prestazione dei servizi di gestione di portafogli e ricezione e trasmissione di ordini.

Le misure di esecuzione prevedono, infine, il divieto per gli intermediari di ricevere somme di danaro nell'ambito della prestazione dei servizi di investimento da soggetti terzi diversi dai clienti (cosiddetti *inducements*), a meno che da ciò non derivi un beneficio diretto per il cliente stesso, dando attuazione alla disciplina di livello 1 che vincola le imprese di investimento al rispetto di principi di onestà, equità e correttezza nell'interesse dei clienti.

VI – LE RELAZIONI INTERNAZIONALI

1. La cooperazione internazionale

Nel 2006 l'attività di cooperazione internazionale della Consob è stata caratterizzata da impegni legati all'assistenza tecnica e allo scambio di informazioni con Autorità di vigilanza di altri paesi.

In materia di assistenza tecnica, la Consob ha intrattenuto rapporti con la *National Securities Commission* della Repubblica di Moldova, a seguito di un accordo stipulato nel 2005.

L'assistenza prestata dalla Consob si è concretizzata in incontri nei quali è stata illustrata la normativa italiana e comunitaria relativa a specifiche tematiche attinenti i mercati finanziari, al fine di supportare la National Securities Commission della Repubblica di Moldova nel processo di revisione della disciplina societaria e finanziaria.

Nel 2006 si è avuto un sensibile incremento delle richieste di informazioni rivolte a omologhe Autorità estere per finalità di vigilanza; è parimenti aumentato il numero di richieste che la Consob ha ricevuto da Autorità estere (Tav. 43).

Tav. 43

Scambio di informazioni fra Consob e Autorità di vigilanza estere

Oggetto	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Richieste di informazioni da Consob ad Autorità estere									
Insider trading	17	43	32	24	24	11	8	12	16
Manipolazione dei prezzi di valori mobiliari	2	--	1	4	--	4	8	6	12
Sollecitazione e attività di intermediazione abusive	7	4	3	10	9	5	2	4	5
Trasparenza e informativa societaria	--	--	1	--	--	6	9	10	5
Partecipazioni rilevanti al capitale di società quotate e di intermediari autorizzati	--	--	--	1	1	3	1	2	4
Requisiti di onorabilità e professionalità	12	10	19	14	34	21	7	4	--
Violazione regole di condotta	--	--	2	--	--	1	2	--	1
<i>Totale</i>	<i>38</i>	<i>57</i>	<i>58</i>	<i>53</i>	<i>68</i>	<i>51</i>	<i>37</i>	<i>38</i>	<i>43</i>
Richieste di informazioni da Autorità estere a Consob									
Insider trading	2	3	5	20	13	17	18	18	17
Manipolazione dei prezzi di valori mobiliari	1	3	--	1	1	2	3	4	14
Sollecitazione e attività di intermediazione abusive	3	3	1	2	7	4	3	9	9
Trasparenza e informativa societaria	1	--	2	--	--	--	--	4	3
Partecipazioni rilevanti al capitale di società quotate e di intermediari autorizzati	--	--	--	--	2	1	--	4	--
Requisiti di onorabilità e professionalità	30	44	53	49	80	70	44	31	46
Violazione regole di condotta	--	--	--	--	--	--	--	--	--
<i>Totale</i>	<i>37</i>	<i>53</i>	<i>61</i>	<i>72</i>	<i>103</i>	<i>94</i>	<i>68</i>	<i>70</i>	<i>89</i>

In particolare, si segnala l'aumento delle richieste di cooperazione sui casi di manipolazione del mercato (12 dalla Consob ad Autorità estere, a fronte di 6 nel 2005, e 14 da Autorità estere alla Commissione, rispetto a 4 nel 2005). Tale crescita è imputabile principalmente agli effetti del recepimento negli Stati membri dell'Unione Europea della direttiva sugli abusi di mercato.

2. L'attività nell'ambito dell'Unione Europea

Nel 2006 l'attività della Consob in ambito UE ha riguardato la partecipazione alle discussioni sulla definizione delle misure di attuazione delle direttive già adottate e sull'adozione di nuove proposte di direttiva. La Consob ha partecipato alle discussioni sulle modifiche al quadro legislativo comunitario in materia di fondi comuni di investimento e ha fornito, inoltre, il proprio supporto tecnico al Ministero dell'economia e delle finanze in occasione delle riunioni del Comitato valori mobiliari (*European Securities Committee – Esc*) e di altri gruppi internazionali, e supporto per il recepimento nell'ordinamento nazionale delle direttive di settore già adottate in sede comunitaria.

Tra i principali impegni a livello comunitario va segnalata la partecipazione alle discussioni in seno al Consiglio dell'Unione Europea sulla proposta di direttiva sui diritti degli azionisti, prevista dal “*Piano d'azione per modernizzare il diritto delle società e rafforzare il governo societario nell'Unione Europea*” della Commissione Europea.

La proposta di direttiva introduce disposizioni in materia di funzionamento delle assemblee, conferimento delle deleghe e modalità di esercizio del diritto di voto, incluso quello in via elettronica. Si stabiliscono in favore degli azionisti più ampie facoltà di intervento in assemblea e di concorso alla definizione delle tematiche all'ordine del giorno. Ulteriori innovazioni sono, inoltre, stabilite in tema di pubblicità dei risultati delle votazioni. Relativamente all'esercizio del diritto di voto, si prevede la possibilità di voto in via elettronica. Si stabilisce altresì che il diritto di intervento e di voto non possa essere subordinato al preventivo blocco delle azioni, sebbene si preveda la facoltà per gli Stati membri di prevedere nelle normative di recepimento un sistema di record date che subordini l'esercizio di tali diritti alla condizione della prova del possesso della qualità di azionista a una determinata data (anteriore a quella dell'assemblea).

Nell'ambito dell'attività del Consiglio dell'Unione Europea si segnala il Gruppo di lavoro sulla proposta di direttiva in tema di acquisizione di partecipazioni rilevanti in intermediari autorizzati (banche, assicurazioni e Sim).

Detta normativa prevede nuovi criteri per regolare l'azione delle varie Autorità di vigilanza europee nei procedimenti di valutazione prudenziale delle acquisizioni o incrementi delle partecipazioni, finalizzate a restringere la discrezionalità delle Autorità stesse nel valutare l'idoneità del potenziale acquirente. In particolare, la proposta in esame, innovando e uniformando le disposizioni contenute nelle direttive 2004/39/CE (relativa ai mercati degli strumenti finanziari - Mifid) e 2006/48/CE (relativa all'accesso all'attività degli enti creditizi e al suo esercizio), nonché nelle direttive 92/49/CEE, 2002/83/CE e 2005/68/CE, prevede il restringimento degli ambiti di discrezionalità spettanti alle singole Autorità nazionali, fissando

nuove modalità e criteri per l'adozione della decisione sull'autorizzazione alle acquisizioni, favorendo il rispetto di termini certi entro i quali la procedura deve svolgersi. Regole di cooperazione particolari sono previste nel caso in cui il potenziale acquirente sia soggetto a vigilanza in altro Stato membro. Un aspetto critico della proposta di direttiva in tema di acquisizioni consiste nella mancanza di coordinamento normativo e procedurale con la disciplina stabilita dalla direttiva 2004/25/CE (concernente le offerte pubbliche di acquisto), procedura che la Consob ritiene essenziale al fine di garantire il rispetto delle regole di mercato nel caso in cui si intendano acquisire partecipazioni in intermediari quotati.

Nel corso del 2006, la Consob ha preso parte alle riunioni indette dalla Commissione Europea per favorire il recepimento, nella legislazione nazionale, di talune direttive, quali la Mifid, la direttiva Opa e la direttiva *Transparency*.

Nel mese di novembre 2006, la Commissione Europea ha pubblicato il “*Libro Bianco sul rafforzamento del quadro normativo del mercato unico relativo ai fondi d'investimento*”, contenente una serie di proposte per modernizzare la normativa europea relativa ai fondi di investimento. È presumibile che la Commissione Europea formalizzi la proposta di direttiva (che modifica la direttiva 85/611/CEE) entro la fine del 2007.

Si segnala, infine, la partecipazione della Consob al Gruppo Egaob (*European Group of Auditors' Oversight Bodies*), gruppo istituito nel dicembre 2005 con decisione della Commissione Europea a seguito della modifica dell'ottava direttiva in materia di revisione contabile (2006/43/CE).

Il Gruppo Egaob, composto da rappresentanti degli organi responsabili della vigilanza sui revisori e sulle società di revisione, ha l'incarico di operare come organo consultivo della Commissione stessa e di favorire la cooperazione tra gli organismi di controllo pubblico dei revisori legali e delle società di revisione. L'Egaob ha il compito di: (i) facilitare la cooperazione tra gli organismi di vigilanza sui revisori degli Stati membri; (ii) contribuire alla valutazione tecnica dei sistemi di vigilanza dei paesi terzi e alla cooperazione internazionale con le Autorità di controllo di detti paesi; (iii) contribuire alla valutazione tecnica e al processo di elaborazione dei principi di revisione internazionali, prevedendo la loro adozione nell'ambito dell'Unione Europea.

3. L'attività nell'ambito del Committee of the European Securities Regulators (Cesr)

Nell'ambito della partecipazione ai lavori del Cesr, nel 2006 ha assunto particolare rilievo il contributo all'attività del Gruppo di Esperti sul Risparmio Gestito, presieduto dalla stessa Consob.

Tra i principali lavori del Gruppo, si segnala l'adozione definitiva del parere sugli investimenti ammissibili da parte dei fondi comuni di investimento armonizzati (che ha poi portato la Commissione Europea a emanare una direttiva di secondo livello) e la predisposizione delle linee guida di livello 3, alle quali i singoli Stati membri dovranno fare riferimento nell'attuazione a livello nazionale delle misure comunitarie per garantire

metodi regolamentari coordinati. In particolare, il Gruppo ha pubblicato un documento di consultazione pubblica contenente linee guida di livello 3 sulla ammissibilità di investimenti in indici di fondi *hedge*. Le linee guida proposte hanno come riferimento i requisiti di ammissibilità stabiliti a livello 2.

In particolare, si prevede che: (i) la metodologia di calcolo dell'indice deve essere basata su regole oggettive volte a stabilire, tra l'altro, la modalità di selezione dei componenti dell'indice; (ii) deve essere esclusa la possibilità di modificare ex post i valori dell'indice già pubblicati; (iii) il rispetto della metodologia di costruzione e di calcolo del valore dell'indice deve essere monitorato con periodicità almeno annuale da un'entità indipendente che può essere rappresentata sia da una società esterna che da un'entità interna all'organizzazione del soggetto produttore dell'indice; (iv) al fine di accertare la rappresentatività del mercato di riferimento, devono essere disponibili dati sulla composizione e il peso dei singoli hedge funds nell'indice; (v) considerato che gli indici di hedge funds sono tipicamente calcolati come media dei rendimenti delle quotazioni dei fondi hedge sottostanti, il creatore dell'indice deve valutare le procedure seguite dai fondi hedge per il calcolo dei relativi valori netti delle quote. Il documento finale contenente le linee guida del Cesr dovrebbe essere definito nel corso del primo semestre del 2007.

Il Gruppo, inoltre, ha elaborato le linee guida di livello 3 per la semplificazione delle procedure di notifica dei fondi che commercializzano le proprie quote in via transfrontaliera. Il Cesr ha approvato pertanto le regole alle quali le Autorità dovrebbero attenersi al fine di garantire tempi certi per la conclusione dei controlli attribuiti dalla normativa comunitaria alle Autorità dello Stato ospitante. Sono state, altresì, fornite indicazioni sul possibile utilizzo di autocertificazioni da parte dei fondi che intendano commercializzare la proprie quote.

Nello specifico, le principali novità introdotte dal documento sulla semplificazione delle procedure di notifica riguardano: (i) la standardizzazione della lettera di notifica e la possibilità di trasmettere validamente in formato elettronico i documenti richiesti per la stessa; (ii) le modalità di gestione della fase istruttoria; (iii) l'abbreviazione del termine di due mesi previsto dalla direttiva per l'avvio dell'offerta; (iv) l'indicazione dei documenti per cui è richiesta la traduzione e delle lingue accettate dai singoli Stati; (v) la procedura di notifica per gli Oicr multicompartimentali.

Tra le principali attività svolte nell'ambito del Cesr si segnala anche la partecipazione ai lavori per completare i pareri per la Commissione Europea sulla direttiva *Transparency* e per definire le valutazioni delle Autorità di vigilanza per la realizzazione di una rete europea degli *Officially Appointed Mechanism* (Oam, ossia sistemi di archiviazione delle informazioni pubblicate dagli emittenti).

Su quest'ultimo aspetto, il parere pubblicato dal Cesr nel giugno 2006 risponde al mandato della Commissione Europea in materia di deposito e archiviazione delle informazioni obbligatorie da parte degli emittenti presso le Autorità competenti e stabilisce, in particolare, la definizione di standards minimi di qualità dei sistemi nazionali di archiviazione delle informazioni, quali quello di assicurare un'adeguata sicurezza di detti sistemi e la certezza della fonte dell'informazione, nonché l'autenticità dell'origine dell'informazione archiviata. L'obiettivo è quello di assicurare che gli investitori europei abbiano agevole accesso alle informazioni pubblicate dagli emittenti europei, indipendentemente da dove questi siano stabiliti, al fine di permettere loro una migliore

valutazione delle opportunità di investimento su base comunitaria. Il Cesr ha, altresì, fornito indicazioni sulla possibile architettura della rete europea degli Oam, prospettando quattro possibili modelli di network, differenziati a seconda del grado di centralizzazione nella gestione del sistema. L'opzione preferita è quella che utilizza un database centrale contenente la lista di tutti gli emittenti europei e per ognuno il collegamento all'Oam che detiene le relative informazioni.

La Consob ha partecipato ai lavori del Cesr-Tech per la realizzazione del sistema di scambio tra le Autorità di vigilanza europee dei dati relativi alle transazioni su titoli ammessi alle negoziazioni su mercati regolamentati ai sensi dell'art. 25 della direttiva Mifid.

Tale norma prevede che gli intermediari trasmettano all'Autorità del paese di origine, entro il giorno successivo alla conclusione dell'operazione, i dati relativi alle transazioni su titoli ammessi alle negoziazioni su mercati regolamentati europei. L'Autorità del Paese di origine dell'intermediario dovrà poi analizzare i dati e inviare quelli di pertinenza all'Autorità di vigilanza responsabile per il mercato più liquido sul titolo oggetto di transazione. Ai sensi dell'art. 14 del Regolamento 1287/2006 di attuazione della Mifid, le Autorità competenti devono coordinarsi per l'elaborazione e la messa in atto di procedure per lo scambio di informazioni. Il Cesr-Tech ha pertanto proposto la creazione di un hub centrale (punto di scambio) gestito dal Cesr.

Nel corso dell'anno, la Consob ha partecipato ai lavori dei Gruppi di esperti della direttiva Mifid. I Gruppi hanno fornito supporto alla Commissione Europea per la definizione delle misure di livello 2, che sono state poi pubblicate nel mese di agosto 2006 (Direttiva 2006/73/CE e Regolamento 1287/2006), e hanno fornito assistenza alla Commissione sul tema della possibile estensione degli obblighi di trasparenza previsti dalla direttiva a mercati diversi da quelli azionari.

Sempre con riferimento alla Mifid, il Cesr ha iniziato a sviluppare le misure di livello 3 relative: (i) alle registrazioni degli intermediari (su cui il Cesr ha già approvato in via definitiva le linee guida sul contenuto minimo); (ii) alle raccomandazioni sulla pubblicazione e il consolidamento dei dati di mercato; (iii) alle modalità di attuazione della best-execution; (iv) agli incentivi alla distribuzione per gli intermediari (inducements).

Il lavoro svolto nel corso del 2006 dal Cesrpol (Gruppo permanente sulla cooperazione e lo scambio di informazioni ai fini di vigilanza) è stato in gran parte diretto a favorire la cooperazione tra le Autorità e l'elaborazione delle misure di livello 3 sulla direttiva sugli abusi di mercato.

In particolare, il Cesr nel corso del 2006 ha pubblicato le linee guida sulla direttiva sugli abusi di mercato al fine di chiarire talune ambiguità applicative e interpretative delle norme di livello 1 emerse nella pratica. Il Cesr ha indicato, attraverso l'utilizzo di esempi, come deve essere interpretata la definizione di informazione riservata. È previsto, altresì, un principio di mutuo riconoscimento delle liste di insider.

Nel 2006 è proseguita l'attività del Cesrfin (Gruppo di lavoro permanente sull'informazione finanziaria), con particolare riguardo all'enforcement dei principi contabili.

Di particolare rilievo è la creazione del database delle decisioni di enforcement relative all'applicazione dei principi Ias/Ifrs, attivo dal mese di agosto 2005, che si è progressivamente arricchito nel corso del 2006. Il database costituisce una fonte di analisi delle decisioni e delle questioni pratiche riscontrate nel corso dell'attività di vigilanza sull'informazione finanziaria.

Il *Review Panel* (Gruppo permanente che ha l'obiettivo di verificare l'attuazione degli *standards* Cesr da parte degli Stati Membri) ha pubblicato, nel corso del 2006, il rapporto finale sull'applicazione degli *standard* in materia di *cold calling* (contato telefonico con il cliente non richiesto da quest'ultimo) e dello *standard* n. 1 sull'informazione finanziaria, relativo all'applicazione uniforme degli *International Financial Reporting Standards* (Ifrs) nell'Unione europea. La Consob figura tra le Autorità che hanno aderito a detti *standard*.

Il *Review Panel* ha, inoltre, pubblicato il rapporto sull'applicazione delle linee guida del Cesr sulle disposizioni transitorie delle direttive Ucits (*Undertakings for Collective Investment in Transferable*) pubblicate nel mese di febbraio 2005.

I risultati della verifica del Review Panel mostrano che le linee guida relative alla disciplina dei fondi autorizzati nel periodo 2002-2004 e dei fondi multicomparto e alle società che gestiscono i fondi venduti in via transfrontaliera sono state largamente rese operative, mentre per quelle relative alla disponibilità del prospetto semplificato permangono inadempimenti. Tuttavia, dal rapporto emerge che in molti Stati l'applicazione non è stata effettuata attraverso l'emanazione di disposizioni regolamentari, quanto piuttosto attraverso pratiche quotidiane di vigilanza, la cui efficacia, per il Review Panel, è difficilmente verificabile.

Nel mese di giugno 2006 è stato costituito, il Gruppo Econet, un nuovo gruppo che ha l'obiettivo di migliorare l'analisi della congiuntura del mercato finanziario e dei potenziali rischi per il conseguimento degli obiettivi delle Autorità di vigilanza e di promuovere l'utilizzo di metodologie di analisi di impatto della regolamentazione, in linea con le proposte di "*better regulation*" definite dalla Commissione Europea.

Il Gruppo ha lavorato alla definizione di una metodologia di valutazione di impatto della regolamentazione e ha, inoltre, iniziato ad analizzare il sistema di classificazione dei fondi hedge in base al loro profilo di rischio.

4. L'attività nell'ambito dell'International Organization of Securities Commissions (Iosco) e in altre sedi internazionali

Nel 2006 la Consob ha partecipato ai gruppi di lavoro permanenti (*Standing Committee*) del Comitato Tecnico della Iosco. Nel corso della Conferenza Annuale Iosco, tenutasi a Hong Kong, la Consob è stata nuovamente eletta nel Comitato Esecutivo dell'Organizzazione. Si segnala, inoltre, che il Comitato dei Presidenti ha adottato una risoluzione in materia di sequestro di fondi in relazione a illeciti sui mercati mondiali anche per fini di cooperazione.

Tra le attività svolte, si segnalano i lavori del Gruppo in materia di emittenti relativi ai principi internazionali di trasparenza per le offerte e le ammissioni a quotazione su base multinazionale di obbligazioni. Il Gruppo di lavoro in materia di mercati ha prodotto, invece, un rapporto sui meccanismi di scambio di informazioni fra le Autorità di vigilanza e fra queste ultime e le società di gestione dei mercati al fine di poter meglio comprendere l'andamento dei mercati, in particolare in occasione di andamenti anomali nei prezzi. Il Gruppo di lavoro in materia di intermediari, invece, ha prodotto un rapporto sulla funzione di compliance e un documento di consultazione relativo ai conflitti di interessi nell'offerta di strumenti finanziari. Sono stati, inoltre, avviati i lavori in materia di informazioni dovute ai clienti all'atto della vendita (point of sale) di strumenti finanziari, con particolare riferimento alle informazioni relative ai costi connessi alla distribuzione. Il lavoro del Gruppo sulla cooperazione con i paesi off-shore ha continuato a monitorare l'attività a livello internazionale dei cosiddetti boiler room (centri che promuovono telefonicamente o mediante e-mail azioni illiquide), mentre il Gruppo sulle gestioni ha completato un lavoro relativo alle strutture di governance delle società di gestione di fondi comuni di investimento, pubblicando un documento contenente principi di governance con particolare riferimento ai poteri e alle funzioni degli organi indipendenti di controllo. Il gruppo è stato, inoltre, impegnato nel mandato atto a definire procedure adeguate per la valorizzazione degli strumenti finanziari presenti nei portafogli dei fondi hedge.

In ambito Iosco, continua a rivestire particolare importanza l'attività dell'*Implementation Task Force*, che valuta lo stato di attuazione degli *Iosco Objectives and Principles on Securities Regulation* e coopera con il Fondo Monetario Internazionale e la Banca Mondiale.

La *Task Force* sulla *corporate governance* (istituita dal Comitato Tecnico) ha, invece, ultimato un rapporto sugli amministratori indipendenti delle società quotate.

Nel corso del 2006 la Consob ha partecipato all'attività del *Joint Forum* relativa al completamento dei lavori sulla continuità operativa (*business continuity*); sempre in tale ambito, sono proseguiti i lavori relativi alla gestione dei rischi di credito nei gruppi finanziari, alla trasparenza dei rischi finanziari e all'adeguatezza dei prodotti di investimento offerti ai clienti.

La Consob ha partecipato al *Financial Stability Forum* (organismo volto a promuovere la stabilità dei sistemi finanziari, a migliorare il funzionamento dei mercati finanziari e limitare la tendenza degli *shock* finanziari a propagarsi nei diversi paesi) nell'ambito dei lavori di verifica dello stato della cooperazione fornita dai centri *off-shore*.

La Consob ha, infine, aderito in veste di membro fondatore, all'*Ifiar (International Forum of Independent Audit Regulators)*. Il Forum, di cui fanno parte gli organismi di vigilanza competenti in materia di controllo sull'attività di revisione contabile, ha l'obiettivo di facilitare lo scambio di conoscenze ed esperienze in tema di vigilanza sui revisori e promuovere la collaborazione tra gli organismi competenti in materia.

VII – I CONTROLLI GIURISDIZIONALI SULL'ATTIVITÀ DELLA CONSOB

1. Il contenzioso sui provvedimenti in materia di vigilanza

Nel 2006 si è registrata una significativa flessione nel numero dei ricorsi verso provvedimenti sanzionatori adottati o proposti dalla Consob (Tav. 44; Appendice, Tavv. A.11 e A.12), sebbene l'elevato numero di giudizi instaurati nel 2005 dipendesse dalle impugnazioni dei decreti ministeriali irrogativi di sanzioni per le irregolarità nella negoziazione di obbligazioni "Cirio" e "Argentina".

Tav. 44

Ricorsi contro atti adottati o proposti dall'Istituto¹
(esiti al 31 dicembre 2006)

	Giudice amministrativo ²						Giudice ordinario ³					
	Accolti ⁴	Respinti ⁵	In corso	di cui:		Totale ricorsi	Accolti ⁴	Respinti ⁵	In corso	di cui:		Totale ricorsi
				Accolta sospensiva	Respinta sospensiva					Accolta sospensiva	Respinta sospensiva	
2004	1	18	12	--	4	31	19	42	--	--	--	61
2005	2	15	9	--	1	26	30	104	4	--	--	138
2006	1	1	9	--	2	11	2	6	22	--	1	30

¹ I ricorsi sono riportati per anno di presentazione. ² La voce comprende i ricorsi al Tar e al Consiglio di Stato, nonché i ricorsi straordinari al Capo dello Stato. ³ Tribunali, Corti d'Appello e Corte di Cassazione. ⁴ La voce comprende anche i giudizi conclusi con un accoglimento parziale del ricorso o con una riduzione della sanzione comminata. ⁵ La voce comprende anche le impugnazioni rinunciate a iniziativa del ricorrente e quelle per le quali è stata dichiarata la cessazione della materia del contendere.

Nel 2006 si è concluso il contenzioso instaurato dinanzi al giudice ordinario avverso le sanzioni concernenti le vicende "Cirio" e "Argentina". Al pari delle decisioni assunte nel 2005, le pronunce emesse nel 2006 hanno sempre riconosciuto la sussistenza delle violazioni accertate dalla Consob; in un solo caso, la Corte d'Appello ha ridotto l'importo delle sanzioni comminate avendo ritenuto "prescritto il diritto dell'Amministrazione di riscuotere le somme di cui alle sanzioni inflitte" nei confronti di due esponenti aziendali.

Avverso le decisioni con cui il giudice ordinario ha respinto le opposizioni presentate contro i decreti sanzionatori, nel corso del 2006 sono stati presentati quattro ricorsi in Cassazione.

Dinanzi alla Corte di Appello di Milano sono state impugnate diverse sanzioni adottate per violazione delle disposizioni previste in materia di collocamento e negoziazione di obbligazioni *corporate* (emesse da Lucchini, Giacomelli, Italtractor e Giochi Preziosi). Il giudice adito ha confermato la fondatezza della pretesa sanzionatoria.

In particolare, si segnala il decreto della Corte di Appello di Milano del 18.10-22.12.2006, che ha ribadito la necessità che, anche nella prestazione del servizio di negoziazione di titoli obbligazionari, gli intermediari mobiliari si dotino di apposite e specifiche procedure interne, finalizzate alla puntuale conoscenza degli strumenti finanziari offerti e alla compiuta informativa agli investitori in merito alle caratteristiche dei medesimi. Rigettando un'eccezione di indeterminazione dell'art. 56 del Regolamento Consob n. 11522 del 1998, asseritamente privo di definita portata precettiva, la Corte ha ritenuto che "l'individuazione delle 'procedure idonee' risulta in realtà specificata (ex ante e non ex post) in riferimento alla complessiva disciplina di cui al Tuf e ai decreti Consob attuativi in materia di prestazione dei servizi di investimento, disciplina specificante per gli intermediari finanziari una serie di obblighi e di cautele, al cui rispetto è dunque da ritenere debbano mirare appunto le procedure interne e la cui mancanza di considerazione nelle prassi operative connota in senso inidoneo l'organizzazione dell'intermediario".

In altra decisione concernente il collocamento di corporate bond, la Corte d'Appello di Milano ha considerato compresa nell'ambito della prestazione di tale servizio l'attività di elaborazione di credit opinion e l'attribuzione di giudizi di rating relativi a prestiti obbligazionari da collocare sul mercato. Il servizio di collocamento, infatti, "è finalizzato all'offerta al pubblico e al conseguente collocamento, presso la clientela del collocatore, degli strumenti finanziari emessi a condizioni di prezzo e (spesso) di tempo predeterminate; sicché anche [l'attività] oggetto di contestazione, in quanto direttamente incident[e] sulle condizioni di offerta degli strumenti finanziari, è riconducibile al servizio di investimento e di collocamento, di cui rappresenta una fase operativa, ed è pertanto assoggettabile alle regole che disciplinano quel servizio". Conseguentemente, gli intermediari sono tenuti - in ossequio alla previsione contenuta nell'art. 21, comma 1, lett. d), del d.lgs. n. 58 del 1998 - a definire e formalizzare (nonché a diffondere presso il personale) specifiche regole procedurali atte a disciplinare l'attività di elaborazione delle credit opinion relativamente ai titoli obbligazionari collocati, disciplinando le fonti informative e i documenti da prendere in considerazione nella redazione delle credit option stesse e l'iter da seguire nella determinazione del rating; ciò per evitare di rendere "meno affidabile l'attività della Banca di individuazione e descrizione delle caratteristiche di un prestito obbligazionario e del relativo emittente" (decreto 14.12.2005-16.06.2006).

Alcune controversie in merito alla correttezza del comportamento di intermediari bancari nella commercializzazione di "piani finanziari" (che prevedono l'erogazione da parte della banca di un finanziamento finalizzato all'acquisto di quote di fondi comuni di investimento e/o di obbligazioni) e "prodotti compositi" (nascenti dal collegamento tra operazioni aventi ad oggetto titoli di Stato e contratti di opzione) sono state sottoposte al giudizio di cognizione delle Corti di Appello di Firenze e Lecce.

La Corte d'Appello di Firenze ha rigettato le opposizioni avverso il decreto ministeriale irrogativo di sanzioni in relazione alla commercializzazione del "piano finanziario" denominato Visione Europa, ritenendo sussistenti le violazioni accertate dalla Consob. In particolare, la Corte ha ritenuto carente l'informativa rivolta alla clientela in quanto, "la Banca ha omesso di adottare procedure idonee a garantire all'investitore l'informazione sullo specifico effetto leva, ossia sul fatto che, nel caso di disinvestimento anticipato, potesse verificarsi il rischio di dover restituire un capitale superiore a quello investito"; inoltre "non venivano disvelati, al cliente, i veri rischi dell'operazione", con particolare riguardo al "notevole rischio relativo all'ipotesi di un anticipato

recesso”. Inoltre, la Corte ha precisato che il prodotto in questione “pur potendo svilupparsi nel lungo periodo, non aveva una tipica funzione previdenziale (non essendo, specificamente, volto ai lavoratori in riferimento al tempo successivo alla cessazione dell’attività lavorativa)” (decreto Corte Appello di Firenze, 19.5-14.9.2006).

Investita dell’opposizione avverso il decreto con cui il Ministero dell’economia e delle finanze ha comminato sanzioni in relazione alla commercializzazione dei prodotti denominati *My Way, For You, BTP Tel e BTP On Line*, la Corte di Appello di Lecce ha, invece, decretato l’illegittimità del provvedimento impugnato, atteso l’avvenuto superamento del termine di novanta giorni dalla ricezione della proposta della Consob entro il quale il Ministero dell’economia e delle finanze è tenuto a notificare agli interessati il decreto sanzionatorio. Secondo la Corte, la violazione del termine di novanta giorni “ha inciso sul contenuto dispositivo dell’atto, in quanto il decorso del tempo imponeva non l’adozione del provvedimento sanzionatorio, ma l’archiviazione della proposta”, di talché “la violazione non può essere definita ‘indifferente’ rispetto al contenuto dell’atto” (decreto Corte di Appello di Lecce, 6.6-13.10.2006).

La pronuncia da ultimo richiamata ha escluso l’applicabilità, a fronte dell’inosservanza del termine per la conclusione del procedimento sanzionatorio, dell’art. 21-octies della legge n. 241 del 1990 (ai sensi del quale “non è annullabile il provvedimento adottato in violazione di norme del procedimento o sulla forma degli atti qualora, per la natura vincolata del provvedimento, sia palese che il suo contenuto dispositivo non avrebbe potuto essere diverso da quello adottato”).

Diverso è stato, invece, l’“approccio” all’art. 21-octies seguito in altre decisioni. In particolare, la Corte d’Appello di Milano, nel decreto 5.7-13.12.2006, ha ricordato che “le sanzioni amministrative per la violazione di norme in materia di intermediazione finanziaria possono essere irrogate solo nei casi tassativamente previsti dalla legge (...) e la concreta applicazione delle sanzioni deve avvenire sulla base di criteri e secondo regole procedurali che escludono la possibilità di valutazioni discrezionali. Si è quindi in presenza di un’attività vincolata, a cui è comunque applicabile la regola stabilita dall’art. 21-octies”.

Con sentenza n. 26944 del 15 dicembre 2006, la Corte di Cassazione si è soffermata sul tema della legittimazione a impugnare, avanti alla Corte d’Appello, le sanzioni amministrative pecuniarie applicate ai sensi dell’art. 195 del Tuf. Sul punto, la Suprema Corte ha affermato il principio per cui solo i soggetti nei confronti dei quali è stata rivolta l’ingiunzione di pagamento delle sanzioni sono legittimati a impugnare l’atto comminativo delle sanzioni stesse.

Con riguardo al contenzioso in materia di emittenti, nel corso del 2006 la giurisprudenza amministrativa ha confermato le decisioni assunte dalla Consob relativamente alla vicenda dell’acquisizione del controllo della Banca Antoniana Popolare Veneta Spa. In particolare, con la sentenza n. 7374/2006 il Tar del Lazio ha rigettato il ricorso presentato da una società svizzera avverso l’atto di accertamento che ha rilevato l’avvenuta interposizione di due fondi comuni di diritto estero gestiti dalla società ricorrente (aventi sede nelle Isole Cayman) negli acquisti di azioni della Banca Antonveneta posti in essere dalla Banca Popolare di Lodi.

Il giudice amministrativo ha sancito la correttezza dell'operato della Consob, sotto il profilo della coerenza e logicità del ragionamento seguito e sotto il profilo della completezza della motivazione, "non riscontrandosi errori logici nel ragionamento svolto dall'autorità di settore". Nell'accogliere la tesi dell'interposizione dei fondi esteri, il Tar ha confermato la necessità che la Consob, per realizzare i propri obiettivi di vigilanza, debba ricorrere, in alcuni casi, ad accertamenti presuntivi, precisando che "il fenomeno interpositorio" era "stato correttamente inteso nel senso più ampio possibile in considerazione delle palesi "finalità antielusive" avute di mira dal legislatore".

Inoltre, con sentenza n. 5811/2006 il Tar del Lazio ha rigettato un ricorso avverso la qualificazione come sollecitazione all'investimento, piuttosto che come offerta pubblica di scambio, di un'operazione di ristrutturazione del debito realizzata da un gruppo quotato (Finpart).

In tale occasione il Tar ha chiarito che l'attività di qualificazione svolta dalla Consob costituisce un atto di accertamento e non un "provvedimento negativo" a cui sia applicabile l'art. 10-bis della legge 241/1990. Sotto il profilo sostanziale, la sentenza ha condiviso l'orientamento, già espresso dalla Consob in casi precedenti, secondo cui piani di ristrutturazione del debito, formalmente presentati come offerte di scambio di titoli azionari contro titoli obbligazionari, in presenza di determinate condizioni siano, in realtà, da configurare come sollecitazioni all'investimento, similmente a quanto già riscontrato nel precedente caso della ristrutturazione del debito Cirio.

Il Tar del Lazio ha confermato diverse sanzioni adottate dalla Commissione nei confronti di società di revisione. Tra le altre, ha respinto il ricorso presentato dalla società di revisione che aveva rilasciato il giudizio sui bilanci della Parmalat e della sua controllata estera Bonlat Financing Corporation avverso il procedimento di cancellazione dall'albo a seguito della commissione di gravi irregolarità.

In un altro caso il Tar del Lazio, chiamato a verificare la legittimità del silenzio tenuto dall'Istituto a fronte di un esposto presentato dall'azionista di una società quotata, ha avuto modo di precisare che *"le norme attributive all'Autorità dei poteri" di vigilanza e sanzionatorio "sono state dettate per la cura dell'interesse pubblico generale, sicché l'iniziativa di un singolo azionista non può determinare di per sé sola l'obbligo per la Consob di procedere e provvedere attraverso provvedimenti aventi efficacia erga omnes o, comunque, non limitata alla sfera giuridica dei richiedenti lo svolgimento del procedimento"* (sentenza n. 12430/2006).

È da rilevare, poi, che il Tar del Lazio ha confermato in numerose pronunce rese nel 2006, anche nella materia delle sanzioni amministrative comminate per inosservanza delle disposizioni in materia di emittenti, il proprio orientamento di carenza di giurisdizione con riferimento ai ricorsi presentati avverso le sanzioni applicate in passato dal Ministero dell'economia e delle finanze su proposta della Consob e successivamente, a seguito delle modifiche introdotte all'art. 195 del Tuf dalla legge n. 62 del 2005, direttamente dalla Consob.

Si segnala, infine, nell'ambito dei decreti delle Corti d'Appello che hanno deciso su ricorsi in opposizione presentati ai sensi del menzionato art. 195 del Tuf, il provvedimento con il quale la Corte d'Appello di Milano ha dichiarato l'illegittimità parziale del decreto di irrogazione di una sanzione nei confronti della responsabile della comunicazione di un emittente quotato soltanto nella parte in cui veniva identificata la persona fisica autore della violazione. Confermando la sanzione nei confronti dell'emittente, i giudici hanno accolto la tesi della Consob secondo cui l'identificazione dell'autore materiale di una violazione non costituisce requisito di legittimità dell'ordinanza-ingiunzione emessa nei confronti della società/obbligato solidale per il pagamento della sanzione.

2. La verifica in sede giurisdizionale dell'attività dell'Istituto

Nel 2006 si è registrato un aumento del numero di sentenze che hanno definito parte dei giudizi risarcitori promossi nei confronti della Consob da alcuni risparmiatori, acquirenti di obbligazioni "Cirio", "Parmalat" e "Argentina" (Appendice, Tav. A.13).

Tra tali pronunce, degna di particolare rilievo è la sentenza con cui il Tribunale di Roma ha respinto la domanda risarcitoria avanzata dall'attrice nei confronti della Consob, in quanto ha considerato "artificiosa" la chiamata in causa dell'Istituto dal momento che il coinvolgimento del medesimo nel giudizio era stato determinato unicamente dalla possibilità di giovare dello spostamento di competenza territoriale, competenza che è stata invece radicata in capo al Tribunale del luogo in cui sono effettivamente intercorsi i rapporti tra l'attrice e la banca, ai quali la Consob è risultata "assolutamente estranea" (sentenza n. 13149).

Del resto, lo stesso Tribunale di Roma ha ritenuto che dalle "argomentazioni esposte nel contesto dell'atto di citazione" emerge l'"assoluta genericità" della condotta addebitata alla Consob, non essendo stato mai precisato "quale specifica omissione o violazione dei doveri imposti dalla legge possa essere contestata nel caso specifico" e "sulla base di quali elementi potrebbe essere ravvisata la sussistenza di un nesso causale tra l'eventuale condotta omissiva addebitabile alla Consob e il danno in concreto subito dall'interessata".

Anche le altre decisioni, tutte favorevoli all'Istituto, hanno in massima parte dichiarato la responsabilità degli intermediari coinvolti nella distribuzione delle obbligazioni, con conseguente condanna al risarcimento dei danni di questi ultimi nei confronti degli aventi diritto. Le pretese risarcitorie formulate nei confronti della Consob sono invece state respinte, attesa la dichiarata insussistenza, nel merito, di profili di responsabilità extracontrattuale dell'Istituto per omesso e/o negligente esercizio delle funzioni di vigilanza sugli intermediari coinvolti nella distribuzione delle citate obbligazioni. Non è stata infatti ravvisata alcuna violazione da parte dell'Istituto degli obblighi di vigilanza imposti dalla normativa di riferimento (sentenze del Tribunale di Roma nn. 13151-15128 e sentenza del Tribunale di Napoli n. 6510).

Uniformemente alle pronunce già rese in materia, il Tribunale di Roma, ha ribadito che l'illecito di tipo omissivo deve trovare il proprio fondamento nella violazione di una norma specifica, mentre non è possibile individuare in capo alla Consob alcun obbligo di

controllo sul flusso indifferenziato di informazioni destinate agli investitori, posta l'impossibilità per l'Istituto di avere immediata cognizione delle condotte anomale degli intermediari nell'ambito delle innumerevoli negoziazioni che ogni giorno avvengono con i singoli risparmiatori (sentenza del Tribunale di Roma n. 6853).

In particolare, è stata esclusa la responsabilità della Consob che avrebbe consentito il collocamento dei titoli in assenza del prospetto informativo, atteso che i titoli obbligazionari acquistati dagli attori non avevano formato *“oggetto di un'attività di sollecitazione all'investimento o di collocamento diretto (in prima battuta) al pubblico indistinto ma soltanto alle banche e agli altri investitori (cosiddetto private placement) e, in questo caso, la legge non prevede la necessità di ricorrere alla pubblicazione di un prospetto informativo da sottoporre al controllo preventivo della Consob; né era previsto il c.d. prospetto di quotazione, trattandosi di titoli non ammessi alla quotazione su un mercato regolamentato”* (sentenza del Tribunale di Roma n. 6853).

Con la sentenza n. 2667/06, la Corte di Appello di Roma ha respinto un ricorso avverso la domanda risarcitoria proposta, tra gli altri, nei confronti della Consob da un gruppo di risparmiatori per asserito negligente esercizio dei poteri di vigilanza nei confronti di una società fiduciaria. Detta pronuncia ha confermato la sentenza di primo grado che aveva correttamente dichiarato prescritto il diritto degli attori al risarcimento del danno.

Con sentenza n. 3993/06, il medesimo giudice di appello ha altresì respinto un ricorso avverso la domanda risarcitoria proposta da un gruppo di risparmiatori, costituiti in associazione, nei confronti della Consob per asserito negligente esercizio dei poteri di vigilanza nei confronti di una società fiduciaria. La Corte di Appello ha rigettato le domande degli attori per la mancanza del nesso causale tra pretesa omissione di vigilanza e il danno sofferto dagli appellanti.

VIII – LA GESTIONE INTERNA E LE RELAZIONI CON L'ESTERNO

1. La gestione finanziaria

Nell'esercizio 2006 le entrate complessive (al netto dell'avanzo di amministrazione) sono risultate pari a 89,8 milioni di euro (Tav. 45), di cui 73,1 milioni (81,4%) per entrate contributive (riferibili prevalentemente alle categorie degli emittenti, dei promotori finanziari e degli intermediari finanziari; Tav. 46).

Sotto il profilo della spesa, si è registrato un aumento di quella corrente, correlato essenzialmente alla spesa per il personale. La spesa in conto capitale (8,5 milioni di euro) registra anch'essa un incremento, dovuto essenzialmente ad acquisizioni di apparecchiature informatiche.

Tav. 45

Schema riassuntivo delle entrate e delle spese
(milioni di euro)

Voci	2000 ¹	2001 ¹	2002 ¹	2003 ¹	2004 ¹	2005 ¹	2006 ²
Entrate							
Avanzo di amministrazione ³	50,7	74,0	12,3	11,6	11,7	15,3	12,8
Fondo a carico dello Stato	31,0	31,0	23,7	23,3	26,7	24,4	13,1
Entrate proprie							
Entrate da corrispettivi istruttori ⁴	3,0	1,5	—	—	—	—	—
Entrate da corrispettivi per partecip. a esami ⁴	3,0	1,5	—	—	—	—	—
Entrate da contributi di vigilanza	31,8	27,4	39,9	41,6	49,2	46,9	73,1
Entrate da contributi sulle negoziazioni ⁴	5,2	3,6	—	—	—	—	—
Entrate diverse	4,2	11,6	3,8	4,9	3,5	3,7	3,6
<i>Totale entrate</i>	<i>128,9</i>	<i>150,6</i>	<i>79,7</i>	<i>81,4</i>	<i>91,1</i>	<i>91,3</i>	<i>102,6</i>
Spese							
Spese correnti							
Spese per i componenti la commissione	1,2	1,4	1,4	1,3	2,2	2,0	2,5
Spese per il personale	33,7	45,8	42,2	43,2	44,6	48,0	61,4
Spese per acquisizione di beni e servizi	14,2	16,4	18,7	18,9	19,4	19,4	24,7
Oneri per ripristino e ampl. immobilizzaz.	2,4	3,8	4,7	4,6	4,3	4,3	5,2
Spese non classificabili	0,1	4,9	1,1	0,4	5,2	4,6	0,3
<i>Totale spese correnti</i>	<i>51,6</i>	<i>72,3</i>	<i>68,1</i>	<i>68,4</i>	<i>75,7</i>	<i>78,3</i>	<i>94,1</i>
Spese in conto capitale	3,6	66,8	2,8	1,7	2,6	1,5	8,5
<i>Totale spese</i>	<i>55,2</i>	<i>139,1</i>	<i>70,9</i>	<i>70,1</i>	<i>78,3</i>	<i>79,8</i>	<i>102,6</i>

¹ Dati consuntivi. ² Dati di preventivo definitivo. ³ L'avanzo è dato dalla differenza tra il totale delle entrate e il totale delle spese, nonché dalle differenze derivanti dalla gestione dei residui e dalle rettifiche di valore delle disponibilità investite (non indicate nella tavola). L'avanzo 2005 è riportato tra le entrate 2006. ⁴ A partire dall'esercizio 2002, per effetto dell'intervenuta riformulazione del comma 3 dell'art. 40 della Legge n. 724/1994, il regime contributivo contempla un'unica tipologia di contribuzione denominata "contributo di vigilanza".

Contribuzioni per categoria di soggetti vigilati
(milioni di euro)

	Sim e agenti di cambio	Banche	Società di revisione	Promotori di servizi finanziari	Organismi di mercato ³	Emittenti	Oicr ⁴	Soggetti che sollecitano il pubblico risparmio	Negoziatori titoli quotati su Mta / Mercato Expandi	Altri	Totale entrate contributive
2000 ¹	0,5	2,9	2,3	10,3	1,2	8,4	3,0	9,2	5,2	0,0	43,0
2001 ¹	0,5	2,8	2,1	8,7	1,4	7,9	3,1	3,5	3,6	0,4	34,0
2002 ¹	1,2	7,5	2,0	6,4	2,8	8,9	5,3	4,9	—	0,9	39,9
2003 ¹	1,0	7,4	2,5	8,0	3,1	9,0	6,1	3,4	—	1,1	41,6
2004 ¹	0,9	7,7	3,7	9,5	3,9	8,8	6,2	7,1	—	1,4	49,2
2005 ¹	0,8	8,1	3,7	9,3	4,0	10,8	5,8	2,7	—	1,7	46,9
2006 ²	1,2	11,8	5,7	13,6	5,2	14,4	9,1	9,1	—	3,0	73,1

¹ Dati consuntivi. ² Dati di preventivo definitivo. ³ In tale categoria sono ricompresi Borsa Italiana Spa, Tlx Spa, Mts Spa, Cassa di compensazione e garanzia Spa e Monte Titoli Spa. ⁴ Incluso il contributo di vigilanza per le gestioni individuali svolte dalle Sgr.

Nel mese di dicembre è stato approvato il bilancio di previsione per il 2007. Le entrate previste sono pari a 90,7 milioni di euro e derivano per 11 milioni dal «Trasferimento da parte dello Stato» per tale anno, per 72 milioni dalle «Entrate contributive», per 7,7 milioni da «Altre Entrate» dell'Istituto. A esse si aggiungono 22,5 milioni di euro derivanti dall'«Avanzo di amministrazione presunto dell'esercizio 2006». Questo ultimo è ripartito nelle separate componenti di «Avanzo di amministrazione disponibile» per la copertura finanziaria di spese programmate per l'esercizio 2007 (21,9 milioni di euro) e «Avanzo di amministrazione generato dalle prenotazioni di impegno 2006 trasferite all'esercizio 2007 ai sensi dell'art. 19 del Regolamento di contabilità» (0,6 milioni di euro) riconnesso al differimento della realizzazione di una nuova biblioteca presso la sede romana e ad acquisizioni di software.

La previsione effettiva della spesa complessiva per l'esercizio 2007 (considerata al netto delle suddette prenotazioni di impegno trasferite dall'esercizio 2006 e ricomprese nelle spese in conto capitale) è pari a 112,7 milioni di euro, di cui 100,7 per «Spese correnti» e 12 per «Spese in conto capitale». La previsione di spesa corrente per il 2007 registra un incremento rispetto all'omologo dato di previsione definitiva 2006 pari a 6,6 milioni di euro, per effetto essenzialmente della crescita degli oneri correlati al completamento dell'organico di legge. La previsione di spesa 2007 in conto capitale riflette, invece, il generale programma di ammodernamento e potenziamento del sistema informatico dell'Istituto, oltre al citato allestimento di una nuova biblioteca.

A dicembre 2006 la Commissione ha definito il regime contributivo valevole per l'anno 2007 individuando, in base a quanto previsto dall'art. 40 della legge 724/1994, le categorie di soggetti vigilati tenuti al pagamento della contribuzione e la misura dei contributi medesimi.

I relativi provvedimenti contengono alcune modifiche rispetto al regime previgente, indotte dalle innovazioni che hanno interessato nel corso del 2006 la disciplina dei mercati finanziari. In particolare, è stato previsto: (i) l'introduzione di un contributo di vigilanza a carico delle imprese di assicurazione; (ii) l'eliminazione del contributo di vigilanza a carico dei soggetti che istituiscono fondi pensione aperti; (iii) l'introduzione, per le sollecitazioni all'investimento effettuate da banche ai sensi dell'art. 33, comma 4, del Regolamento n. 11971/1999, di un contributo fisso per ciascuna sollecitazione conclusa.

2. La gestione delle risorse umane

Nel corso del 2006 sono state assunte nel complesso 42 unità di personale, di cui 25 a ruolo e 17 con contratto a tempo determinato. Nello stesso anno sono cessati dal servizio 17 dipendenti di ruolo (per dimissioni volontarie) e 6 dipendenti a contratto (a seguito del passaggio in ruolo ex art. 2, comma 4-*duodecies*, della legge 14 maggio 2005, n. 80). Rispetto al 2005, l'organico effettivo dell'Istituto è quindi cresciuto di 19 unità (Tavv. 47 e 48).

Tav. 47

Il personale¹

	Dipendenti di ruolo				Dipendenti a tempo determinato	Totale
	Carriera direttiva	Carriera operativa	Carriera dei servizi generali	Totale		
1990	91	63	16	170	67	237
1993	134	72	16	222	96	318
1996	128	152	16	296	108	404
1997	125	161	21	307	96	403
1998	122	156	17	295	88	383
1999	116	205	19	340	24	364
2000	110	246	20	376	13	389
2001	110	241	19	370	15	385
2002	126	250	15	391	17	408
2003	129	245	15	389	19	408
2004	131	236	15	382	20	402
2005	182	218	15	415	25	440
2006	195	214	14	423	36	459

Confronta Note metodologiche. ¹ Dati al 31 dicembre.

In particolare, sono stati assunti a ruolo a seguito di concorsi pubblici: 11 coadiutori (con laurea in discipline economiche) presso la sede di Milano; 2 coadiutori (con laurea in discipline giuridiche) presso la sede di Roma; 6 vice assistenti presso la sede di Roma.

Sono, invece, stati assunti con contratto a tempo determinato a seguito di apposite selezioni espletate ai sensi della speciale normativa in materia di cui alla delibera n. 11412/1998: 10

funzionari di 2^a (per l'Ufficio Relazioni Internazionali); un coadiutore; un funzionario di 2^a (con profilo professionale di analista finanziario); 4 funzionari di 2^a (con profilo professionale di analista di bilancio). Tutti sono stati destinati alla sede di Roma. Inoltre è stato assunto a contratto un funzionario di 2^a (per lo svolgimento di attività relative alla gestione degli immobili) presso la sede di Milano.

Tav. 48

Distribuzione del personale per carriera e per unità organizzativa¹

Divisioni	Carriera direttiva		Carriera operativa	Carriera dei servizi generali	Totale
	Superiore	Inferiore			
Emittenti	10	56	25	--	91
Intermediari	5	29	53	--	87
Mercati e Consulenza Economica	7	26	34	--	67
Amministrazione e Finanza	4	8	33	15	60
Consulenza Legale	4	16	9	--	29
Relazioni Esterne	5	7	4	--	16
Risorse	2	10	15	--	27
Altri Uffici ²	11	24	47	--	82
<i>Totale</i>	<i>48</i>	<i>176</i>	<i>220</i>	<i>15</i>	<i>459</i>

Confronta Note metodologiche. ¹ Dati al 31 dicembre 2006. I contrattisti sono distribuiti secondo la loro equiparazione. ² Comprende gli uffici non coordinati nell'ambito delle Divisioni.

Nel 2006, in attuazione dell'art. 2, comma 4-duodecies, della legge 14 maggio 2005, n. 80, è stato espletato l'esame-colloquio finalizzato all'immissione in ruolo di 6 dipendenti in precedenza assunti con contratto di lavoro a tempo determinato (di cui uno con qualifica equiparata a funzionario di 1^a e 5 con qualifica di funzionario di 2^a).

Sempre nel 2006, inoltre, si è concluso il concorso interno per l'accesso alla carriera direttiva di 22 dipendenti con la qualifica di coadiutore che ha consentito il passaggio alla qualifica di funzionario di 2^a di 15 dipendenti.

Nel corso del 2006 sono stati sottoscritti accordi negoziali concernenti modifiche al "Trattamento giuridico ed economico del personale", al "Trattamento pensionistico complementare a favore del personale assunto dal 28 aprile 1993" e alla "Disciplina del rapporto di lavoro a tempo parziale".

Per quanto riguarda l'attività di formazione, le ore erogate nel corso del 2006 sono state complessivamente 25.092 (22.135 nel 2005; +13% circa) con una media *pro-capite* di 55 ore (50 ore nel 2005).

Come negli anni precedenti, sono stati disegnati percorsi formativi su materie attinenti alle attività istituzionali per far fronte ai fabbisogni derivanti dall'assegnazione di nuove competenze all'Istituto conseguenti al recepimento della direttiva sugli abusi di mercato e all'emanazione della legge sul risparmio.

Inoltre, in conformità agli indirizzi maturati in ambito Cesr, che auspicano l'adozione di un modello di vigilanza risk based, ampio spazio è stato riservato all'aggiornamento delle conoscenze matematiche e statistiche del personale addetto alla predisposizione e alla manutenzione dei sistemi di vigilanza.

Nel 2006 è proseguita anche la formazione linguistica, oramai stabilmente inserita nei piani formativi, per agevolare l'incremento dell'attività internazionale dell'Istituto.

3. Le relazioni con l'esterno e l'attività di investor education

Nel corso del 2006 la Consob ha intrattenuto intensi rapporti con altre Istituzioni pubbliche in occasione dei lavori di predisposizione e approvazione di importanti interventi legislativi volti, fra l'altro, a recepire le norme comunitarie in materia di servizi di investimento e di mercati e a rendere pienamente operative le numerose innovazioni apportate dalla legge 28 dicembre 2005, n. 262, attraverso i necessari interventi di coordinamento con la normativa preesistente (in particolare, con il Tuf e il Tub), fornendo il proprio contributo di conoscenze tecniche e di esperienza nell'attività di vigilanza.

Notevole è stato anche l'impegno nel fornire all'Autorità di governo gli elementi necessari per dare seguito a numerose interrogazioni parlamentari e *question time* concernenti materie di competenza dell'Istituto.

L'attività di comunicazione della Consob verso l'esterno ha avuto l'obiettivo di soddisfare le esigenze informative di risparmiatori e operatori del mercato.

In particolare, si segnala la trasformazione del Bollettino ufficiale dell'Istituto, che vede l'affiancamento di una nuova versione elettronica alla tradizionale pubblicazione cartacea. All'interno del sito internet della Consob è infatti presente la sezione "Bollettino" che ospita tutti i contenuti presenti nel Bollettino cartaceo, compresi quelli precedentemente non pubblicati nel sito. Attraverso questa innovazione, si è voluto estendere allo strumento di comunicazione ufficiale istituzionale i vantaggi propri della tecnologia internet. È ora possibile alimentare progressivamente il Bollettino con gli atti di volta in volta adottati dalla Commissione, senza aspettare le scadenze quindicinali; evidenti sono anche i vantaggi in tema di fruibilità dell'informazione, grazie alla disponibilità per gli utenti di motori di ricerca che offrono chiavi di ricerca, anche combinate, per periodo, contenuto, data, materia e tipologia del provvedimento.

Il sito internet istituzionale si conferma lo strumento centrale dell'attività di comunicazione della Consob.

Nel corso dell'anno è, pertanto, continuata l'attenzione dedicata dall'Istituto a elevare la quantità e la qualità delle informazioni disponibili sul proprio sito. Degne di nota sono le novità apportate alla sezione dell'albo dei promotori finanziari, ora organicamente integrata con il database interno Consob, dove è presente un motore di ricerca con il quale trovare, in un unico contesto, tutte le informazioni aggiornate disponibili relative a ogni singolo promotore.

La continua crescita del numero di accessi al sito ne confermano la centralità e importanza per operatori e risparmiatori (Tav. 49).

Accessi alle pagine del sito internet

Pagine	2002	2003	2004	2005	2006
Home Page (Novità)	829.385	953.900	1.563.957	2.040.414	2.674.672
Per i risparmiatori	102.159	144.333	156.023	158.124	303.315
Per gli operatori ¹	—	70.573	69.071	101.098	358.795
La Consob	121.688	118.407	157.075	229.123	
Emittenti	1.014.943	2.214.855	2.567.876	2.811.214	3.936.630
Intermediari e mercati	262.218	189.417	234.561	289.627	889.495
Decisioni della Consob	416.423	387.879	421.345	519.469	596.785
Regolamentazione	555.583	430.937	501.071	727.141	955.965
Pubblicazioni e comunicati	438.993	451.318	495.005	521.198	634.400
Altri siti	30.148	27.122	29.087	14.098	17.980
Motore di ricerca unico	242.315	223.459	245.013	275.192	276.195
Aiuto e mappa del sito	63.927	64.543	72.354	89.210	25.125
Versione in lingua inglese	200.237	132.605	136.357	141.498	428.925

¹ Sezione inserita nel corso dell'anno 2003.

Tra gli strumenti tradizionali di comunicazione della Consob vi è sempre il periodico “Consob Informa”, che rappresenta un appuntamento per gli operatori e i giornalisti utile per conoscere e approfondire l'attività svolta dalla Commissione.

Fra le altre iniziative, si evidenzia l'ormai consueto appuntamento con il Forum della Pubblica Amministrazione, occasione di incontro diretto con il pubblico. In tale manifestazione la Consob promuove la propria immagine istituzionale e acquisisce importanti indicazioni sulle aspettative e sui bisogni informativi dei risparmiatori.

La Consob ha partecipato anche a una manifestazione svoltasi nel mese di novembre presso la Fiera di Bologna (Com. Pa. – Salone europeo della comunicazione pubblica dei servizi al cittadino e alle imprese).

Nell'ambito dell'attività di comunicazione verso l'esterno, l'*investor education* mantiene un'importanza strategica.

Nell'attesa di realizzare nuove iniziative volte a illustrare le profonde innovazioni recentemente intervenute nella disciplina dei mercati finanziari, si è sviluppata un'attività di confronto e collaborazione con altre Autorità europee attraverso la partecipazione a un gruppo di lavoro creato all'interno del Cesr. Obiettivo del gruppo di lavoro è l'implementazione di comuni attività di investor education dedicate, in particolare, agli investimenti cross border.

Va infine ricordata la consueta attività di risposta alle richieste che continuamente pervengono all'Istituto (Tav. 50), anche attraverso lo “sportello telefonico”, quotidianamente impegnato a soddisfare esigenze informative di varia natura, provenienti da risparmiatori e operatori.

Richieste di documentazione e informazioni relative all'attività dell'Istituto

	Richiedenti			Oggetto della richiesta				Totale
	Investitori e operatori istituzionali	Risparmiatori, studenti e altri soggetti	Totale	Delibere, comunicazioni, prospetti	Testi integrati di leggi e regolamenti	Dati e informazioni	Altro	
1997	673	441	1.114	451	367	286	10	1.114
1998	597	448	1.045	427	300	300	18	1.045
1999	540	475	1.015	310	290	300	115	1.015
2000	1.460	1.158	2.618	588	379	1.261	390	2.618
2001	782	1.407	2.189	365	112	1.259	453	2.189
2002	655	922	1.577	182	79	1.092	224	1.577
2003	365	1.114	1.479	149	6	1.007	317	1.479
2004	247	1.277	1.524	182	48	1.024	270	1.524
2005	298	1.542	1.840	192	53	1.397	198	1.840
2006	153	1.306	1.459	145	20	1.216	78	1.459

4. Lo sviluppo del sistema informativo

Nel corso del 2006 è continuata l'attività di adeguamento della piattaforma *hardware* e *software* ai più recenti standard tecnologici.

In particolare, sono stati acquisiti 8 nuovi server destinati alla ricezione dei flussi dati dall'esterno e al miglioramento dei servizi informativi interni.

È in fase di realizzazione il sistema di *Transaction Reporting* per l'attuazione dell'obbligo (ex art. 25 della direttiva Mifid) per gli intermediari nazionali di segnalare alla Consob le operazioni effettuate su strumenti finanziari ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato dell'Unione Europea.

L'intero sistema che dovrà essere attivo dal 1° novembre 2007, consentirà alle Autorità europee di scambiarsi i dati necessari a migliorare l'attività di sorveglianza sui mercati.

In materia di canali di telecomunicazioni, è stato raddoppiato il collegamento di rete con la sede di Milano, portando a 200 Mbit il flusso complessivo dei dati. Tale raddoppio risulta propedeutico per attivare le procedure di *disaster recovery*, che comporteranno la possibilità di replicare i dati in sedi fisicamente lontane al fine di minimizzare l'impatto di eventuali eventi catastrofici.

È stato acquisito, ed è in fase di test, il nuovo sistema di gestione documentale che permetterà una maggiore integrazione con le applicazioni attualmente esistenti e un migliore accesso ai documenti che costituiscono il patrimonio informativo dell'Istituto.

C

APPENDICE E
NOTE METODOLOGICHE

NOTE METODOLOGICHE

Avvertenze

- Nelle tavole del testo e dell'Appendice sono adoperati i seguenti segni convenzionali:
- rilevazione quantitativa nulla;
 - fenomeno non esistente;
 - fenomeno esistente ma dati non noti;
 - .. i dati non raggiungono la cifra significativa dell'ordine minimo considerato.

Fonte dei dati: se la fonte non è espressamente citata, i dati riportati nelle tavole si intendono acquisiti dalla Consob nell'ambito dell'esercizio delle attività istituzionali di vigilanza.

Figg. 1, 3-5, 7-8

I grandi gruppi quotati sono rappresentati da un campione “chiuso” di 30 gruppi per i quali è disponibile una serie completa di bilanci dal 1998 al 2005 e censiti nell'annuario R&S 2006 di Mediobanca. A fine 2005 tali gruppi abbracciavano circa 50 società quotate che rappresentavano l'80% circa della capitalizzazione complessiva delle società non finanziarie quotate. Si tratta quindi di un'analisi che copre quasi tutto il panorama del listino di borsa per ciò che riguarda i settori dei servizi e dell'industria. I gruppi considerati sono i seguenti (tra parentesi sono indicate le principali quotate consolidate nel bilancio 2005): Enel (dal 2005 viene considerata a parte Terna che non è più consolidata in Enel), Eni (Snam Rete Gas, Saipem), Autostrade, Telecom, Ifi (Ifil, Juventus; dal 2004 viene considerata a parte Fiat che non è più consolidata in Ifi), Edizione Holding (Autogrill, Benetton), Aurelia (Autostrada TO-MI, Sias), Italmobiliare (Italcementi), Luxottica, Alitalia, Aem, Fininvest (Mondadori, Mediaset), Edison-Italenergia, Erg, Acea, Pirelli & C., Cofide (Cir, L'Espresso, Sogefi), Buzzi Unicem, Marzotto (Linificio; dal 2005 viene considerata a parte Valentino F.G, nata da una scissione parziale da Marzotto), Tenaris-Dalmine, Impregilo, Gim (Smi), Rcs MediaGroup, Finmeccanica, Caltagirone (Cementir, Vianini industrie, Vianini lavori), Indesit-Merloni, Bulgari, Davide Campari, Snia (dal 2004 viene considerata a parte Sorin, nata da uno scorporo da Snia). Per rendere omogenea la serie storica dei bilanci del gruppo Telecom è stato considerato anche il gruppo Seat Pagine Gialle (prima consolidato in Telecom). In alcuni casi è stato preso in considerazione il bilancio consolidato della *holding* capogruppo anche se non quotata (in particolare, per Fininvest, Edizione Holding e Aurelia).

Figg. 2 e 6

Per la Francia sono state considerate le prime 30 imprese per capitalizzazione incluse nell'indice Cac40 per le quali è disponibile una serie completa di bilanci nel periodo 1999-2005; per la Germania sono state prese in considerazione le prime 30 imprese per capitalizzazione appartenenti all'indice Dax100 con bilanci completi nel periodo 1999-2005. Per l'Italia sono stati considerati i grandi gruppi quotati non finanziari italiani elencati nella Nota metodologica relativa alle figure 1, 3-5, 7-8.

Figg. 20, 21, Tav. 5, Tavv. A.3, A.4, A.5

La fonte dei dati è rappresentata dall'Archivio Consob sulla trasparenza proprietaria, costituito dalle comunicazioni inviate ai sensi dell'art. 120 del Tuf (in base al quale tutti coloro che partecipano in una società quotata italiana, in misura superiore al 2% del capitale rappresentato da azioni con diritto di voto, devono darne comunicazione scritta alla società stessa e alla Consob, che diffonde tali informazioni al mercato).

Per partecipazione rilevante si intende il possesso di quote azionarie superiori al 2% del capitale rappresentato da azioni con diritto di voto (art. 120 Tuf).

I dati riportati nelle tavole si riferiscono alle partecipazioni calcolate sul capitale ordinario delle società.

Fig. 21, Tav. A.4

La definizione dei modelli di controllo è la seguente:

- di diritto: quando un singolo azionista detiene più del 50% dei diritti di voto esercitabili in assemblea ordinaria;
- di fatto: quando un soggetto, che non controlla di diritto la società, è in grado di esercitare un'influenza dominante sull'assemblea ordinaria;
- patto di sindacato: quando la quota aggregata dei diritti di voto detenuta dagli aderenti a un patto di sindacato di voto è superiore al 50% dei diritti di voto esercitabili in assemblea ordinaria o consente di esercitare un controllo di fatto.

Tavv. 1, 2, 3, 4, Tav. A.1

Per la trattazione delle offerte finalizzate all'ammissione a quotazione vengono adottati i seguenti criteri:

- non vengono considerate le offerte effettuate da parte di società estere;
- i dati relativi all'ammontare delle offerte sono riferiti agli esiti dei collocamenti comprensivi delle azioni eventualmente allocate agli investitori istituzionali, alla chiusura dell'offerta, nell'ambito dell'*over allotment*. Si prescinde, pertanto, dalla circostanza che nei 30 giorni successivi all'offerta, in seguito all'esercizio dell'attività di stabilizzazione da parte dei collocatori, la *green shoe* possa non essere esercitata, del tutto o in parte;
- i dati relativi all'evoluzione della struttura proprietaria sono tratti dai prospetti informativi e tengono conto dell'esito dell'offerta comprensivo dell'eventuale effettivo esercizio della *green shoe*; nel caso di riduzione del numero di azioni offerte in vendita rispetto alla previsione contenuta nel prospetto informativo, e in mancanza di specifica indicazione in merito, il computo delle quote *post* offerta di ogni singolo azionista venditore viene effettuato operando una ripartizione della vendita risultante proporzionale a quella prevista;
- la determinazione della quota dell'azionista di controllo segue un criterio di natura sostanziale che tiene conto di tutte le azioni detenute dai membri di uno stesso nucleo familiare, delle azioni detenute da diverse società facenti capo a un unico soggetto, delle azioni non conferite in eventuali patti di sindacato da parte di soggetti aderenti ai relativi

patti; in mancanza di un azionista di controllo, alla voce azionista di controllo viene indicato il primo azionista;

- le azioni proprie vengono detratte dal capitale sociale dell'emittente ai fini del calcolo delle quote degli azionisti rilevanti e della capitalizzazione.

Tav. 4

Sono comprese le partecipazioni degli *sponsor* e dei soggetti collocatori che hanno curato l'operazione, o dei soggetti controllanti o controllati dagli stessi, nelle società ammesse a quotazione e/o nelle società che le controllano.

Sono compresi i rapporti creditizi esistenti alla data dell'offerta fra gli *sponsor* e i soggetti collocatori che hanno curato l'operazione, o i soggetti controllanti o controllati dagli stessi, e le società ammesse a quotazione o le loro controllate.

Nell'ambito dei rapporti creditizi non si considerano le operazioni relative a crediti commerciali, nonché quelle in cui non è stato possibile determinare la quota dei finanziamenti erogati; solo in alcuni casi, particolarmente rilevanti, si è tenuto conto del dato relativo ad affidamenti non utilizzati.

Non si considerano le opzioni per l'acquisto o la sottoscrizione di azioni detenute dai predetti soggetti ai fini della rilevazione dei rapporti partecipativi.

Tav. 6, Tavv. A.6, A.7

Le informazioni sui patti di sindacato sono ricavate dalle comunicazioni di cui all'art. 122 del Tuf, in base al quale qualunque patto o accordo che comporti per gli aderenti limitazioni o regolamentazioni del diritto di voto, obblighi o facoltà di preventiva consultazione per l'esercizio dello stesso, obblighi circa il trasferimento di azioni, ovvero qualunque accordo per l'acquisto concertato, deve essere comunicato, pena l'inefficacia, alla Consob, entro cinque giorni dalla data di stipula.

Sono stati considerati solo i patti la cui quota sindacata è superiore al 5 per cento.

Fig. 24

La procedura per la costruzione dell'indicatore è basata sul lavoro di Kumar, M. e Persuad, A. (2002), "Pure contagion and investors' shifting risk appetite: analytical issues and empirical evidence", *International Finance*, Vol. 5, pag. 401-426 e sulla metodologia applicativa proposta da Misina, M. (2005), "Benchmark Index of Risk Appetite", *Bank of Canada working paper*. In particolare, sono state estratte le componenti principali dalle serie degli extra-rendimenti dei singoli titoli inclusi nell'indice azionario ed è poi stata stimata la volatilità applicando un modello Garch(1,1) sulle componenti principali. La correlazione di rango è calcolata fra la volatilità stimata al mese $t-1$ e le componenti principali estratte dagli extra-rendimenti al mese t .

Figg. 45-52, Tav. 19

I dati si riferiscono ai seguenti gruppi bancari italiani: Banca Intesa, Unicredito-HVB, San Paolo IMI, Capitalia, MPS, BNL, Mediobanca, BPU, BPVN, Banca Antonveneta. Si tratta di un

campione che rappresenta sostanzialmente i 2/3 dell'intero sistema bancario italiano in termini di totale attivo. Per l'anno 2000 sono comprese le principali banche successivamente confluite nei gruppi bancari considerati.

Fig. 45

Il margine di interesse include il saldo delle operazioni in derivati di copertura su tassi di interesse, i dividendi su partecipazioni e gli utili o perdite delle partecipazioni valutate al patrimonio netto. I ricavi da intermediazione mobiliare comprendono i profitti o le perdite da operazioni finanziarie e le commissioni nette per servizi di investimento e gestioni collettive (inclusa la negoziazione di valute, la consulenza, la custodia e l'amministrazione titoli, i servizi di banca depositaria e il collocamento di prodotti e servizi assicurativi). I ricavi da servizi bancari comprendono le commissioni nette per garanzie rilasciate e derivati su crediti, per servizi di incasso e pagamento, per servizi di esattorie e ricevitorie e di *servicing* su operazioni di cartolarizzazione, commissioni nette su conti correnti, carte di credito e Bancomat.

Fig. 46

I ricavi da gestione del risparmio comprendono le commissioni nette derivanti dalle gestioni individuali e collettive e le commissioni da banca depositaria. I ricavi da collocamento comprendono le commissioni nette da collocamento titoli e altri prodotti finanziari e assicurativi (inclusa l'offerta fuori sede). I ricavi da negoziazione in conto terzi comprendono le commissioni nette da negoziazione titoli e valute e le commissioni nette da raccolta ordini. Gli altri ricavi comprendono essenzialmente le commissioni nette da consulenza e da custodia e amministrazione titoli.

Fig. 65

Le tipologie di giudizio che possono essere rilasciate dalla società di revisione sono le seguenti:

1) *Giudizio con rilievi*. Il revisore esprime un giudizio con rilievi qualora accerti: significative mancanze di conformità alle norme che disciplinano il bilancio; significativi disaccordi con gli amministratori rispetto ai criteri contabili; errori nella loro applicazione o inadeguatezza dell'informazione; significative limitazioni al procedimento di revisione per impedimenti tecnici o restrizioni imposte dagli amministratori; presenza di una situazione di incertezza significativa non adeguatamente descritta in bilancio o laddove le azioni poste in essere dagli amministratori appaiano non condivisibili.

2) *Giudizio negativo*. Il revisore esprime un giudizio negativo qualora gli effetti dei rilievi concernenti significative mancanze di conformità alle norme che disciplinano il bilancio, ovvero significativi disaccordi con gli amministratori rispetto ai criteri contabili, errori nella loro applicazione o inadeguatezza dell'informazione, sono così rilevanti da compromettere l'attendibilità e la capacità informativa del bilancio considerato nel suo insieme.

3) *Impossibilità a esprimere un giudizio per gravi limitazioni.* Il revisore si dichiara impossibilitato a esprimere un giudizio qualora i possibili effetti delle limitazioni alle procedure di revisione sono così rilevanti da far mancare gli elementi indispensabili per un giudizio.

4) *Impossibilità a esprimere un giudizio per incertezze.* In presenza di più situazioni di incertezza o di un'incertezza che pone in discussione l'attendibilità complessiva del bilancio o la continuità aziendale, il revisore dichiara l'impossibilità di esprimere un giudizio quando ritiene che le azioni intraprese dagli amministratori si basino su presupposti fortemente opinabili.

Tavv. 47 e 48

La carriera direttiva superiore comprende le qualifiche di Direttore generale, Funzionario generale, Condirettore centrale, Direttore principale, Direttore e Condirettore. La carriera direttiva inferiore comprende le qualifiche di Primo funzionario, Funzionario di 1^a, Funzionario di 2^a. La carriera operativa comprende la qualifica di Coadiutore principale, Coadiutore, Assistente superiore, Assistente e vice Assistente.



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

A. L'EVOLUZIONE DEL QUADRO DI RIFERIMENTO 1

I.	LE SOCIETÀ	
1.	<i>La struttura finanziaria e la redditività</i>	3
2.	<i>I flussi finanziari</i>	9
3.	<i>La qualità del credito</i>	10
4.	<i>La raccolta di capitale di rischio e le quotazioni in borsa</i>	13
5.	<i>Le operazioni di acquisizione e fusione</i>	17
6.	<i>Gli assetti proprietari e gli organi societari</i>	20
II.	I MERCATI	
1.	<i>La congiuntura economica e i mercati azionari</i>	24
2.	<i>Il mercato degli strumenti finanziari derivati</i>	30
3.	<i>Il mercato dei covered warrants e dei certificates</i>	34
4.	<i>Il mercato obbligazionario</i>	36
5.	<i>Il mercato delle asset backed securities e dei covered bonds</i>	42
III.	GLI INTERMEDIARI E LE FAMIGLIE	
1.	<i>La struttura del settore dell'intermediazione mobiliare</i>	45
2.	<i>I principali gruppi bancari</i>	46
3.	<i>Gli investitori istituzionali</i>	53
4.	<i>Le famiglie</i>	59

B. L'ATTIVITÀ DELLA CONSOB 61

I.	LA VIGILANZA SULLE SOCIETÀ	
1.	<i>L'informativa societaria</i>	63
2.	<i>L'informativa nelle operazioni di appello al pubblico risparmio e finanza straordinaria</i>	66
3.	<i>L'informativa in sede assembleare</i>	74
4.	<i>L'informativa contabile</i>	75
5.	<i>Le società di revisione</i>	77

II.	LA VIGILANZA SUI MERCATI	
1.	<i>Gli abusi di mercato</i>	81
2.	<i>La gestione di mercati regolamentati e gli scambi organizzati</i>	87
3.	<i>I servizi di compensazione, liquidazione e gestione accentrata di strumenti finanziari</i>	89
III.	LA VIGILANZA SUGLI INTERMEDIARI	
1.	<i>Banche, Sim e agenti di cambio</i>	90
2.	<i>Le società di gestione del risparmio</i>	96
3.	<i>I promotori finanziari</i>	102
IV.	I PROVVEDIMENTI SANZIONATORI E CAUTELARI	
1.	<i>I provvedimenti relativi agli intermediari e ai promotori finanziari</i>	103
2.	<i>I provvedimenti relativi agli emittenti e alle società di revisione</i>	105
3.	<i>L'attività di enforcement su internet</i>	109
V.	L'ATTIVITÀ REGOLAMENTARE E INTERPRETATIVA E GLI SVILUPPI INTERNAZIONALI	
1.	<i>La disciplina dell'appello al pubblico risparmio</i>	111
2.	<i>La disciplina dell'informativa societaria continua</i>	113
3.	<i>La disciplina dell'informativa contabile e periodica e delle società di revisione</i>	114
4.	<i>La disciplina dei mercati</i>	115
5.	<i>La disciplina degli intermediari e del risparmio gestito</i>	118
VI.	LE RELAZIONI INTERNAZIONALI	
1.	<i>La cooperazione internazionale</i>	121
2.	<i>L'attività nell'ambito dell'Unione Europea</i>	122
3.	<i>L'attività nell'ambito del Committee of the European Securities Regulators (Cesr)</i>	123
4.	<i>L'attività nell'ambito dell'International Organization of Securities Commissions (Iosco) e in altre sedi internazionali</i>	126
VII.	I CONTROLLI GIURISDIZIONALI SULL'ATTIVITÀ DELLA CONSOB	
1.	<i>Il contenzioso sui provvedimenti in materia di vigilanza</i>	128
2.	<i>La verifica in sede giurisdizionale dell'attività dell'Istituto</i>	132

VIII. LA GESTIONE INTERNA E LE RELAZIONI CON L'ESTERNO

1. <i>La gestione finanziaria</i>	134
2. <i>La gestione delle risorse umane</i>	136
3. <i>Le relazioni con l'esterno e l'attività di investor education</i>	138
4. <i>Lo sviluppo del sistema informativo</i>	140

C. APPENDICE E NOTE METODOLOGICHE	141
--	------------

<i>Indice delle tavole</i>	143
<i>Tavole statistiche</i>	145
<i>Note metodologiche</i>	163

C

APPENDICE E
NOTE METODOLOGICHE

INDICE DELLE TAVOLE

- Tav. A.1 Struttura proprietaria delle società italiane di nuova quotazione
- Tav. A.2 Offerte pubbliche di acquisto e/o di scambio su titoli di società italiane quotate
- Tav. A.3 Concentrazione proprietaria delle società italiane quotate in Borsa/Mta e Mtax
- Tav. A.4 Modelli di controllo delle società italiane quotate in Borsa/Mta e Mtax
- Tav. A.5 Partecipazioni rilevanti nelle società italiane quotate in Borsa/Mta e Mtax
- Tav. A.6 Patti di sindacato in società quotate italiane
- Tav. A.7 Patti di sindacato in società che controllano società quotate italiane
- Tav. A.8 Distribuzione delle società italiane quotate in borsa per numero di partecipanti alle assemblee
- Tav. A.9 Quota dei diritti di voto detenuta dagli azionisti rilevanti e dagli investitori istituzionali nelle assemblee delle società italiane quotate
- Tav. A.10 Quota dei diritti di voto detenuta dagli investitori istituzionali non rilevanti nelle assemblee delle società italiane quotate
- Tav. A.11 Ricorsi contro atti adottati o proposti dalla Consob presentati avanti al giudice amministrativo negli anni 2004-2006
- Tav. A.12 Ricorsi contro atti adottati o proposti dalla Consob presentati avanti al giudice ordinario negli anni 2004-2006
- Tav. A.13 Azioni contro la Consob per risarcimento danni

Struttura proprietaria delle società italiane di nuova quotazione
(quote percentuali del capitale sociale con diritto di voto)

	Prima dell'offerta		Dopo l'offerta	
	Azionisti di controllo	Azionisti con più del 2 %	Azionisti di controllo	Azionisti con più del 2 %
Media 1995	79,0	96,3	55,6	63,3
Media 1996	78,3	94,7	52,8	61,2
Media 1997	81,2	90,8	55,6	61,3
Media 1998	89,7	98,6	57,8	60,1
Media 1999	88,9	97,4	55,6	57,9
Media 2000	73,8	93,9	54,5	68,0
Media 2001	78,3	94,8	53,4	62,8
Media 2002	83,3	98,9	57,8	67,3
Media 2003	87,0	90,8	54,5	58,2
Media 2004	85,6	99,2	56,1	63,8
Media 2005	72,8	94,0	49,0	58,7
2006				
Ansaldo Sts	100,0	100,0	40,0	40,0
Antichi Pellettieri	88,5	91,5	53,5	56,3
Arkimedica	49,7	88,5	34,4	51,9
Ascopiave	100,0	100,0	60,0	60,0
Banca Generali	77,4	98,2	60,4	67,5
Bolzoni	65,6	95,6	51,0	63,7
Cobra	71,7	99,6	51,2	63,7
Cogeme Set	99,1	99,1	63,9	63,9
Eems	82,4	95,2	45,6	51,3
Elica	69,9	92,8	54,6	52,8
Gas Plus	100,0	100,0	72,2	72,2
Kerself	48,8	97,1	31,3	47,7
Marazzi Group	64,7	97,5	60,0	69,6
Nice	98,4	98,4	63,5	63,5
Noemalife	65,9	85,5	50,2	61,4
Piaggio	92,2	97,4	60,8	60,8
Pierrel	100,0	100,0	60,0	60,0
Poltrona Frau	75,0	100,0	52,1	59,4
Polynt	100,0	100,0	31,0	31,0
Saras	100,0	100,0	63,7	62,5
Valsoia	80,0	98,0	69,5	85,3
<i>Media 2006</i>	82,4	96,9	53,8	59,3

Fonte: Consob. Confronta Note metodologiche.

Offerte pubbliche di acquisto e/o di scambio su titoli di società italiane quotate¹
(valori monetari in milioni di euro)

	Volontarie		Preventive ²		Incrementali ³		Successive		Residuali		Su azioni proprie		Totale	
	N° operazioni	Controvalore	N° operazioni	Controvalore	N° operazioni	Controvalore	N° operazioni	Controvalore	N° operazioni	Controvalore	N° operazioni	Controvalore	N° operazioni	Controvalore
1992	5	611	--	--	--	--	2	11	--	--	--	--	7	622
1993	2	850	2	543	--	--	3	12	5	7	--	--	12	1.412
1994	2	72	1	1.947	--	--	11	832	6	23	--	--	20	2.874
1995	4	75	--	--	--	--	8	975	9	24	--	--	21	1.074
1996	6	264	2	213	1	53	9	161	10	14	--	--	28	705
1997	5	378	2	234	1	4	7	376	8	27	--	--	23	1.019
1998	2	96	2	1.658	1	126	6	102	3	23	--	--	14	2.005
1999	4	631	8	53.292	--	--	8	640	2	5	--	--	22	54.568
2000	7	4.299	8	4.878	--	--	6	2.734	7	218	--	--	28	12.129
2001	4	171	2	726	--	--	7	5.573	11	196	--	--	24	6.666
2002	10	3.724	4	809	--	--	4	26	5	44	1	709	24	5.312
2003	8	5.837	4	7.359	--	--	6	174	8	356	--	--	26	13.726
2004	4	142	--	--	--	--	10	293	3	79	1	2	18	516
2005	4	16.593	1	11	--	--	12	3.007	4	82	1	148	22	19.841
2006	2	878	--	--	--	--	10	6.046	5	480	--	--	17	7.404

Fonte: archivio Consob su documenti di offerta e avvisi della Borsa Italiana Spa. ¹ Il corrispettivo in titoli delle offerte di scambio è valutato ai prezzi di mercato del giorno antecedente l'annuncio dell'operazione. L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. ² Il numero di operazioni include le offerte concorrenti. ³ Tipologia prevista dalla legge 149/1992 e non dall'attuale disciplina del Tuf.

Concentrazione proprietaria delle società italiane quotate in Borsa/Mta e Mtax¹
(situazione al 31 dicembre)

	Mta			Mtax		
	Primo azionista	Altri azionisti rilevanti	Mercato	Primo azionista	Altri azionisti rilevanti	Mercato
1996	50,4	10,7	38,9	—	—	—
1997	38,7	8,4	52,9	—	—	—
1998	33,8	9,7	56,5	—	—	—
1999	44,2	8,2	47,6	—	—	—
2000	44,0	9,4	46,6	44,8	25,9	29,3
2001	42,2	9,2	48,6	41,8	23,7	34,5
2002	40,7	8,0	51,2	41,0	21,8	38,2
2003	33,5	11,6	54,9	36,2	19,4	44,4
2004	32,7	13,0	54,3	36,3	18,6	45,2
2005	28,6	15,5	55,9	33,2	15,4	51,5
2006	27,5	15,2	57,3	32,2	15,7	52,1

Fonte: archivio Consob sulla trasparenza proprietaria. Confronta Note metodologiche. ¹ In percentuale sulla capitalizzazione del capitale ordinario di tutte le società quotate in Borsa/Mta e Mtax (già Nuovo Mercato). L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti.

Modelli di controllo delle società italiane quotate in Borsa/Mta e Mtax¹
(situazione al 31 dicembre)

	Società controllate di diritto		Società controllate di fatto		Società controllate da patto		Società non controllate	
	Numero	Peso ²	Numero	Peso ²	Numero	Peso ²	Numero	Peso ²
Mta								
1996	130	66,8	26	12,2	26	4,8	26	16,2
1997	122	48,1	28	12,4	27	6,3	28	33,2
1998	128	32,3	31	21,7	24	7,4	35	38,6
1999	148	55,0	31	16,7	29	10,8	32	17,5
2000	141	51,4	34	18,5	24	9,6	38	20,5
2001	135	49,7	37	22,5	21	11,4	39	16,4
2002	142	46,0	37	28,4	20	10,2	32	15,4
2003	130	40,2	25	25,5	28	15,3	36	19,0
2004	134	32,7	22	27,2	26	15,1	37	25,0
2005	124	22,8	28	30,6	24	16,5	44	30,1
2006	128	22,8	25	29,1	26	22,3	44	25,8
Mtax								
2000	14	51,1	8	32,4	13	14,6	4	1,9
2001	15	42,0	7	36,3	9	12,7	13	9,0
2002	12	43,4	9	33,2	10	13,3	12	10,1
2003	10	18,5	10	33,3	3	2,0	18	46,3
2004	9	19,1	8	23,4	6	8,5	14	49,0
2005	10	17,8	6	21,8	5	9,6	15	50,8
2006	11	17,1	6	24,3	2	8,1	16	50,5

Fonte: archivio Consob sulla trasparenza proprietaria. Confronta Note metodologiche. ¹ L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. ² Rapporto in percentuale tra la capitalizzazione del capitale ordinario delle società riferibili a ciascun modello di controllo e capitalizzazione del capitale ordinario di tutte le società quotate in Borsa/Mta e Mtax (già Nuovo Mercato).

Partecipazioni rilevanti nelle società italiane quotate in Borsa/Mta e Mtax¹
(situazione al 31 dicembre)

	Soggetto dichiarante								Totale
	Soggetti esteri	Assicurazioni	Banche	Fondazioni	Investitori istituzionali	Società di capitali	Stato e enti locali	Persone fisiche	
Mta									
1996	4,5	1,9	4,3	3,8	0,8	8,2	32,5	5,5	61,5
1997	5,0	2,2	5,1	3,1	0,1	14,4	12,1	4,8	46,8
1998	5,9	2,5	4,8	5,2	0,1	12,6	8,8	3,8	43,6
1999	6,2	1,5	5,3	4,5	0,2	19,4	10,6	4,5	52,2
2000	6,5	3,2	5,9	5,0	0,3	17,2	10,2	4,9	53,1
2001	5,6	1,8	4,4	4,9	0,1	18,2	11,1	5,0	51,1
2002	4,9	1,1	3,4	4,5	0,7	16,8	12,3	5,1	48,8
2003	6,7	1,2	3,9	3,6	--	12,3	11,2	6,2	45,1
2004	7,3	1,4	3,5	3,3	0,1	13,7	10,7	5,7	45,7
2005	8,9	1,6	4,5	4,0	0,1	9,6	9,6	5,9	44,2
2006	6,7	1,6	3,8	4,4	0,1	10,4	9,8	6,1	42,7
Mtax									
2000	14,2	--	0,7	--	1,1	4,2	--	50,4	70,7
2001	16,7	--	0,6	0,1	0,5	4,8	--	42,7	65,5
2002	12,1	--	0,3	0,2	0,8	4,8	--	43,6	61,8
2003	7,7	--	1,0	--	0,2	4,8	--	41,7	55,6
2004	5,9	0,2	0,3	--	0,3	8,0	0,1	40,0	54,8
2005	5,2	0,1	0,4	--	0,8	10,1	0,1	31,9	48,5
2006	6,7	0,1	--	--	0,8	10,4	0,1	29,8	47,9

Fonte: archivio Consob sulla trasparenza proprietaria. Confronta Note metodologiche. ¹ Partecipazioni superiori al 2% del capitale votante. Rapporto in percentuale tra valore di mercato delle partecipazioni calcolato sul capitale ordinario e capitalizzazione del capitale ordinario di tutte le società quotate in Borsa/Mta e Mtax (già Nuovo Mercato). L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti.

Patti di sindacato in società quotate italiane
(situazione al 31 dicembre 2006)

Società oggetto	Tipo patto	Scadenza	Quota sindacata ¹	Numero partecipanti
Acsm	Globale	29.10.2009	60,5	2
Actelios	Blocco	04.08.2009	73,2	2
Aeroporto di Firenze	Globale	30.10.2008	20,0	3
Alerion Industries	Globale	18.03.2009	53,1	21
Anima sgr	Blocco	26.10.2007	9,6	2
Apulia Prontoprestito	Globale	06.12.2008	85,1	2
Arkimedica	Globale	31.07.2009	68,3	10
Assicurazioni Generali	Voto	13.09.2007	8,1	3
Azimut	Globale	07.07.2007	22,7	784
Banca Carige	Blocco	07.05.2009	55,0	2
Banca Generali	Globale	01.10.2008	66,8	2
Banca Intesa	Globale	15.04.2008	43,5	23
Banca Italease	Globale	05.05.2008	44,1	6
Banca Lombarda e Piemontese	Globale	31.12.2007	46,9	304
Banca Popolare di Spoleto	Globale	30.06.2007	77,0	3
Banca Profilo	Globale	31.05.2008	30,0	3
Banco di Sardegna	Globale	30.03.2007	100,0	2
Brioschi	Globale	16.04.2008	65,8	2
Bulgari	Globale	17.07.2008	51,7	3
Capitalia	Globale	03.07.2008	31,0	23
Cassa di Risparmio di Firenze	Globale	11.04.2009	37,6	3
Cit	Globale	Indeterminata	58,0	3
	Globale	06.09.2008	43,0	3
Csp	Globale	15.06.2007	60,7	7
Dada	Globale	10.11.2008	57,6	6
	Blocco	Indeterminata	15,4	2
Datalogic	Globale	Bilancio 2006	62,7	18
Dmail Group	Globale	30.06.2007	37,3	4
Ducati Motor Holding	Globale	26.03.2009	29,8	7
Edison	Globale	12.05.2008	88,6	4
	Globale	06.07.2008	71,2	7
Enertad	Globale	15.10.2009	67,7	2
Esprinet	Globale	19.04.2009	51,0	5
Euphon	Globale	10.01.2007	33,4	3
	Globale	23.03.2007	27,7	3
Eurofly	Blocco	31.12.2007	49,2	3
Exprivia	Globale	Bilancio 2007	59,1	2
Gemina	Globale	Bilancio 2006	43,4	7
Gim	Globale	Bilancio 2006	60,5	20

--- Segue ---

--- Seguito Tav. A.6 ---

Società oggetto	Tipo patto	Scadenza	Quota sindacata ¹	Numero partecipanti
Hera	Voto	05.11.2009	7,2	5
	Voto	08.03.2008	7,7	29
	Voto	31.12.2008	58,1	144
	Blocco	31.12.2008	51,0	144
	Voto	31.12.2008	5,4	163
	Voto	31.12.2008	20,4	163
I Viaggi del Ventaglio	Blocco	29.12.2007	15,5	2
Igd	Globale	11.02.2008	60,4	2
Immobiliare Lombarda	Voto	01.12.2008	56,9	3
Interpump	Globale	Bilancio 2007	19,3	8
Iride	Globale	30.10.2009	58,3	4
Italjolly	Globale	10.11.2009	74,5	3
La Doria	Globale	30.06.2008	70,0	7
Linificio e Canapificio Nazionale	Globale	26.04.2009	67,8	2
M&C Management e Capitali	Globale	02.02.2009	44,9	11
Marcolin	Globale	15.12.2007	71,2	9
Mediobanca	Globale	30.06.2007	52,7	47
Mediolanum	Globale	13.09.2007	51,0	4
Nice	Blocco	19.05.2007	64,0	3
Permasteelisa	Globale	31.07.2009	26,1	3
Pirelli & C.	Globale	15.04.2007	46,2	10
Premafin	Globale	31.10.2008	44,7	5
Premuda	Globale	31.12.2007	45,0	3
Rcs	Globale	15.03.2009	63,5	16
Rdm Realty	Blocco	04.12.2008	16,7	2
Rgi	Globale	30.04.2007	52,5	10
Richard-Ginori 1735	Globale	15.07.2007	50,0	2
Sanpaolo Imi	Globale	Bilancio 2006	25,4	5
Seat Pagine Gialle	Voto	17.03.2008	54,1	6
	Globale	24.03.2007	54,1	32
Stefanel	Globale	27.01.2008	14,1	2
Tamburi Investment Partners	Globale	06.10.2008	40,9	15
Telecom Italia	Globale	17.10.2009	23,2	6
Trevisan Cometal	Globale	Bilancio 2006	16,8	3
Valsoia	Voto	Bilancio 2006	64,5	2
Zucchi	Globale	23.02.2009	54,0	20

Confronta Note metodologiche. ¹ In percentuale del capitale sociale ordinario.

Patti di sindacato in società che controllano società quotate italiane
(situazione al 31 dicembre 2006)

Società quotata	Società controllante oggetto del patto	Tipo patto	Scadenza	Quota sindacata ¹	Numero partecipanti
A.S. Roma	Compagnia Italtroli	Voto	29.03.2007	50,8	3
		Globale	21.06.2007	100,0	6
Aeroporto di Venezia	Marco Polo Holding	Globale	24.05.2008	100,0	5
Autostrade	Schemaventotto	Globale	31.12.2007	100,0	5
Cogeme Set	Tms-Ekab	Globale	24.09.2009	100,0	5
Credito Emiliano	Credito Emiliano Holding	Blocco	20.07.2007	72,9	229
Datalogic	Hydra	Globale	03.03.2007	100,0	4
Edison	Delmi	Globale	06.07.2008	100,0	7
	Delmi	Voto	06.07.2008	14,0	3
	Transalpina di Energia	Globale	12.05.2008	100,0	4
	Transalpina di Energia	Globale	06.07.2008	35,6	7
Gefran	Fingefran	Globale	15.10.2009	54,0	3
Gemina ²	Investimenti Infrastrutture	Globale	15.11.2008	100,0	4
Greenvision-Bioera	Greenholding ³	Globale	02.04.2009 ³	10,0	2
Gruppo Coin	Financiere Tintoretto	Globale	30.11.2009	100,0	6
Immsi ⁴	Omniapartecipazioni ⁵	Voto	Bilancio 2006	100,0	2
	Omniainvest	Voto	31.10.2008	89,7	4
Impregilo	Igli	Globale	12.06.2008	100,0	4
	Tesir	Globale	12.06.2008	100,0	2
Intek	Quattrodue Holding	Voto	30.06.2007	100,0	4
Isagro	Manisa	Globale	02.12.2007	100,0	12
Lottomatica ⁶	B&D Holding di Marco Drago e C. Sapa	Globale	08.11.2008	100,0	46
Marazzi Group	Finceramica	Globale	21.12.2007	100,0	2
	Burani Private Holding	Globale	21.12.2009	85,4	4
Mariella Burani F.G. ⁷	Burani Designer Holding	Globale	12.12.2009	61,6	2
	Burani Designer Holding	Globale	12.12.2009	91,7	5
	Burani Designer Holding	Globale	12.12.2009	97,7	6
	Burani Designer Holding	Globale	17.12.2009	92,1	5
	Burani Designer Holding	Globale	22.12.2009	30,3	5
	Burani Designer Holding	Globale	22.12.2009	30,3	5
Piaggio & C.	Omniainvest	Voto	31.10.2008	89,7	4
	Omniapartecipazioni ⁵	Voto	Bilancio 2006	100,0	2
Reply	Alika	Globale	09.11.2007	51,0	4
Sabaf	Giuseppe Saleri	Globale	22.05.2008	100,0	6
	Technology Systems Holding	Globale	16.12.2009	100,0	3
Sirti ⁸	Albrida	Globale	14.09.2009	100,0	2
	Global Technology Systems	Globale	16.12.2007	100,0	2
	Technology Systems Holding	Globale	16.12.2007	60,0	2
	Technology Systems Holding	Globale	16.12.2007	60,0	2
Telecom Italia	Olimpia ⁹	Globale	04.10.2007	67,2	2
Trevi Fin. Industriale	Trevi Holding Aps	Voto	31.12.2007	8,0	2
Unipol	Finsoe	Globale	15.04.2007	84,1	2
	Finsoe	Globale	07.02.2009	60,7	2
Vemer Siber Group	Hopa ⁸	Globale	01.09.2007	54,4	15
Vittoria Assicurazioni	Vittoria Capital	Blocco	13.09.2008	80,0	4

Confronta Note metodologiche. ¹ In percentuale del capitale sociale ordinario. ² Investimenti Infrastrutture non esercita il controllo su Gemina. ³ Greenholding controlla al 51% Greenvision Ambiente e al 57,7% Boera. ⁴ Il controllo sulla società è detenuto da Roberto Colaninno, tramite Omniaholding, che controlla Omniainvest, che a sua volta controlla Omniapartecipazioni. ⁵ Il patto contiene anche accordi sulla società quotata. ⁶ B&D, controlla, per il tramite della società interamente posseduta De Agostani Spa, la società Lottomatica. ⁷ Il controllo sulla società è detenuto da Walter Burani, con una partecipazione diretta e tramite Burani Private Holding, che a sua volta controlla Burani Designer Holding. ⁸ I patti sono relativi alla controllante e a società appartenenti al suo gruppo. ⁹ Patti comunicati ai sensi dell'art. 122 del Tuf anche se al momento della comunicazione la società riteneva di non controllare la società quotata.

Distribuzione delle società italiane quotate in borsa per numero di partecipanti alle assemblee
(2002-2006)

	Numero di partecipanti				Totale	Numero medio di partecipanti ¹
	< 50	tra 50 e 100	tra 100 e 500	> 500		
Mib30 e Midex						
Assemblee 2002	18	5	21	5	49	178
Assemblee 2003	19	6	20	5	50	184
S&P/Mib e Midex						
Assemblee 2004	21	6	20	4	51	190
Assemblee 2005	28	3	26	6	63	164
Assemblee 2006	21	17	24	5	67	179
Star						
Assemblee 2003	36	1	--	--	37	16
Assemblee 2004	39	1	1	--	41	21
Assemblee 2005	42	--	--	1	43	15
Assemblee 2006	52	2	--	--	54	13

Fonte: Verbali delle assemblee di approvazione dei bilanci delle società quotate facenti parte del Mib30 (S&P/Mib dal 2004), del Midex e del segmento Star. ¹ Media aritmetica semplice.

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

		Azionisti rilevanti ¹			Investitori istituzionali non rilevanti ¹		
		Media	Min	Max	Media	Min	Max
Mib30 e Midex							
Assemblee 2002	Quota sul capitale sociale totale con diritto di voto	49,7	17,5	71,2	2,9	--	9,7
	Quota sul capitale sociale rappresentato in assemblea	89,2	50,6	100,0	5,8	--	26,7
Assemblee 2003	Quota sul capitale sociale totale con diritto di voto	52,4	24,1	83,7	2,2	--	8,0
	Quota sul capitale sociale rappresentato in assemblea	90,7	58,6	99,6	4,3	--	16,1
S&P/Mib e Midex							
Assemblee 2004	Quota sul capitale sociale totale con diritto di voto	52,3	17,1	81,5	2,4	--	6,3
	Quota sul capitale sociale rappresentato in assemblea	89,4	49,0	99,9	4,5	--	14,5
Assemblee 2005	Quota sul capitale sociale totale con diritto di voto	52,0	22,0	78,0	2,5	--	9,7
	Quota sul capitale sociale rappresentato in assemblea	88,3	58,3	99,9	4,6	--	16,6
Assemblee 2006	Quota sul capitale sociale totale con diritto di voto	48,4	4,0	84,7	2,5	--	9,9
	Quota sul capitale sociale rappresentato in assemblea	84,2	25,2	99,7	5,3	--	48,7
Star							
Assemblee 2003	Quota sul capitale sociale totale con diritto di voto	58,9	19,8	76,5	1,1	--	8,6
	Quota sul capitale sociale rappresentato in assemblea	93,8	7,7	100,0	1,9	--	12,1
Assemblee 2004	Quota sul capitale sociale totale con diritto di voto	59,2	--	77,4	0,5	--	4,8
	Quota sul capitale sociale rappresentato in assemblea	92,6	--	100,0	1,0	--	10,6
Assemblee 2005	Quota sul capitale sociale totale con diritto di voto	57,1	14,0	76,5	0,9	--	4,0
	Quota sul capitale sociale rappresentato in assemblea	94,0	37,0	100,0	1,7	--	9,4
Assemblee 2006	Quota sul capitale sociale totale con diritto di voto	58,3	19,6	79,3	0,7	--	5,2
	Quota sul capitale sociale rappresentato in assemblea	95,6	57,5	100,0	1,4	--	8,6

Fonte: Verbali delle assemblee di approvazione dei bilanci delle società quotate facenti parte del Mib30 (S&P/Mib dal 2004), del Midex e del segmento Star. ¹ Per azionista rilevante (non rilevante) si intende un soggetto con una quota azionaria superiore (inferiore) al 2% del capitale rappresentato da azioni con diritto di voto (art. 120 del Tuf).

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

		Sgr italiane	Fondi pensione italiani	Banche e assicurazioni italiane	Fondi esteri	Banche e assicurazioni estere	Totale
Mib30 e Midex							
Assemblee 2002	Quota sul capitale sociale totale con diritto di voto	0,5	0,8	0,4	1,5	0,1	2,8
	Quota sul capitale sociale rappresentato in assemblea	1,0	0,7	0,7	3,0	0,4	5,8
Assemblee 2003	Quota sul capitale sociale totale con diritto di voto	0,2	0,2	0,5	1,2	0,1	2,2
	Quota sul capitale sociale rappresentato in assemblea	0,4	0,4	1,0	2,3	0,2	4,3
S&P/Mib e Midex							
Assemblee 2004	Quota sul capitale sociale totale con diritto di voto	0,2	0,2	0,6	1,2	0,2	2,4
	Quota sul capitale sociale rappresentato in assemblea	0,4	0,4	1,0	2,3	0,2	4,5
Assemblee 2005	Quota sul capitale sociale totale con diritto di voto	0,2	0,1	0,5	1,4	0,2	2,5
	Quota sul capitale sociale rappresentato in assemblea	0,4	0,2	0,9	2,7	0,3	4,6
Assemblee 2006	Quota sul capitale sociale totale con diritto di voto	0,1	0,1	0,5	1,6	0,2	2,5
	Quota sul capitale sociale rappresentato in assemblea	0,2	0,3	0,9	3,4	0,5	5,3
Star							
Assemblee 2003	Quota sul capitale sociale totale con diritto di voto	0,1	--	0,1	0,8	0,1	1,1
	Quota sul capitale sociale rappresentato in assemblea	0,1	--	0,2	1,4	0,2	1,9
Assemblee 2004	Quota sul capitale sociale totale con diritto di voto	--	--	0,1	0,3	0,1	0,5
	Quota sul capitale sociale rappresentato in assemblea	0,1	--	0,2	0,6	0,1	1,0
Assemblee 2005	Quota sul capitale sociale totale con diritto di voto	0,1	--	--	0,8	--	0,9
	Quota sul capitale sociale rappresentato in assemblea	0,2	--	--	1,5	--	1,7
Assemblee 2006	Quota sul capitale sociale totale con diritto di voto	--	--	0,3	0,4	--	0,7
	Quota sul capitale sociale rappresentato in assemblea	0,1	--	0,5	0,8	--	1,4

Fonte: Verbali delle assemblee di approvazione dei bilanci delle società quotate facenti parte del Mib30 (S&P/Mib dal 2004), del Midex e del segmento Star. ¹ Per azionista non rilevante si intende un soggetto con una quota azionaria inferiore al 2% del capitale rappresentato da azioni con diritto di voto (art. 120 del Tuf).

Ricorsi contro atti adottati o proposti dalla Consob presentati avanti al giudice amministrativo negli anni 2004-2006

Tipologia ricorrenti	Ricorsi	Oggetto atto	Esito al 31 dicembre 2006	
			Ricorso al Tar	Appello al Consiglio di Stato
ANNO 2004				
Promotori	4	radiazione	respinto (4)	
Promotori	2	sospensione sanzionatoria	respinto (2)	
Promotori	3	sospensione cautelare	respinto (1) in corso (2)	
Promotori	3	cancellazione	respinto (2) in corso (1)	
Promotori	1	mancato superamento esame di idoneità	in corso (1)	
Esponenti aziendali Sim	1 ¹	scioglimento organi amministrativi	respinta sospensiva (1)	
Dipendenti agenti di cambio	1	sanzione pecuniaria	in corso (1)	
Società di revisione e revisore	1	diniego accesso atti	accolto parzialmente (1)	
Società di revisione e revisore	4	intimazione di non avvalersi di socio	respinto (4) in corso (2)	
Società di revisione	1	cancellazione dall'Albo	respinto (1)	
Società quotate	1	sospensione quotazione	in corso (1)	
Società non quotate	5	divieto sollecitazione	respinta sospensiva (3) respinto (1) rinunciato (1)	
Emittenti strumenti finanziari diffusi	1	iscrizione elenco strumenti finanziari diffusi	respinto (1)	
Altri	1	diniego accesso atti	respinto (1)	
<i>Totale</i>		29		
<i>Ricorso straordinario al Capo dello Stato</i>				
Azionista società quotata	1	nulla-osta Opa	respinto (1)	
Obbligazionista società non quotata	1	decadenza Opsec	respinto (1)	
<i>Totale</i>		2		

--- Segue ---

--- Seguito Tav. A.11 ---

Tipologia ricorrenti	Ricorsi	Oggetto atto	Esito al 31 dicembre 2006	
			Ricorso al Tar	Appello al Consiglio di Stato
ANNO 2005				
Promotori	2	sospensione cautelare	respinto (2)	
Banche	1	diniego accesso atti	parzialmente accolto (1)	parzialmente accolto appello Consob (1)
Sgr	1	diniego accesso atti	respinto (1)	
Società quotata	1	provvedimenti ex art. 114 Tuf	respinta sospensiva (1)	
Società quotata	1	accertamento interposizione di persona ²	rinunciato (1)	
Società non quotata	2	divieto sollecitazione	in corso (1)	
			rinunciato (1)	
Controllante società quotata	1	fissazione prezzo Opa residuale	accolto (1)	
Esponenti società quotata	1	accertamento patto occulto ³	rinunciato (1)	
Esponenti società quotata esponenti società non quotata società non quotata	1	qualificazione offerta e risarcimento danni	respinto (1)	
Azionisti società quotata	7	accertamento patto occulto ⁴	in corso (6)	
			rinunciato (1)	
Azionista società quotata	1	documento Opa	in corso (1)	
Azionista società quotata	1	sospensione Opa e Opac	rinunciato (1)	
Azionista società quotata	1	fissazione prezzo Opa residuale	respinto (1)	
Associazione consumatori	1	documento Opac	respinto (1)	
Associazione consumatori	1	rifiuto diffida Opac	respinto (1)	respinto appello ricorrente (1)
Associazione consumatori	1	diniego sospensione Opac	respinto (1)	
Gestore estero di fondi	1	accertamento interposizione di persona ⁵	respinto (1)	
Società di revisione	1	diniego accesso atti	respinto (1)	
<i>Totale</i>	26			

--- Segue ---

--- Seguìto Tav. A.11 ---

Tipologia ricorrenti	Ricorsi	Oggetto atto	Esito al 31 dicembre 2006	
			Ricorso al Tar	Appello al Consiglio di Stato
ANNO 2006				
Promotori	1	sospensione sanzionatoria	respinta sospensiva (1)	
Esponenti aziendali Sgr	1	diniego accesso atti	respinto (1)	accolto appello ricorrente (1)
Società quotata	1	accertamento patto parasociale non dichiarato	in corso (1)	
Società non quotata	1	delibera di impugnazione del bilancio	in corso (1)	
Azionista società non quotata e società non quotata	1	sanzione pecuniaria	respinto (1)	
Azionista società quotata	1	nulla osta Opa	respinta sospensiva (1)	respinto appello ricorrente (1)
Azionista società non quotata	1	nulla osta Opa	in corso (1)	
Revisore	3	intimazione di non avvalersi di socio	in corso (3)	
Società di revisione	1	intimazione di non avvalersi di socio	in corso (1)	
<i>Totale</i>		<i>11</i>		

¹ Il ricorso è stato presentato congiuntamente da cinque esponenti di una Sim. ² La medesima delibera è stata impugnata, con autonomo ricorso, anche da un gestore estero di fondi di investimento. ³ Avverso la medesima delibera sono stati presentati anche sei ricorsi da parte di azionisti di una società quotata. ⁴ Avverso il medesimo provvedimento hanno presentato ricorso, con un unico atto, 17 esponenti di una società quotata. ⁵ La medesima delibera è stata impugnata anche da una società quotata.

Ricorsi contro atti adottati o proposti dalla Consob presentati avanti al giudice ordinario negli anni 2004-2006

Tipologia ricorrenti	Ricorsi	Autorità adita	Tipologia sanzione	Esito al 31 dicembre 2006	
				Primo grado	Ricorso in Cassazione
ANNO 2004					
Promotori	2	Tribunale (2)	radiazione (2)	accolto (1) respinto (1)	
Esponenti aziendali Sim	1 ¹	Corte d'Appello (1)	pecuniaria (1)	respinto (1)	
Esponenti aziendali banche	42 ²	Corte d'Appello (42)	pecuniaria (42)	accolto (6) ridotta sanzione (6) respinto (30)	in corso (6) in corso (1) in corso (9)
Agenti di cambio	2	Corte d'Appello (2)	pecuniaria (2)	respinto (2)	in corso (1)
Dipendenti agenti di cambio	2	Corte d'Appello (2)	pecuniaria (2)	respinto (2)	in corso (1)
Esponenti Sgr	7 ³	Corte d'Appello (7)	pecuniaria (7)	accolto (1) accolto parzialmente (1) respinto (5)	in corso (1) in corso (1)
Esponente controllante società quotate	1	Corte d'Appello (1)	pecuniaria (1)	respinto (1)	in corso (1)
Esponenti società quotate	3	Corte d'Appello (3)	pecuniaria (3)	accolto (3)	in corso (3)
Esponenti emittenti titoli diffusi	1	Corte d'Appello (1)	pecuniaria (1)	accolto (1)	
<i>Totale</i>		<i>61</i>			
ANNO 2005					
Promotori	2	Tribunale (2)	radiazione (2)	accolto (1) in corso (1)	
Promotori	4	Tribunale (4)	sospensione sanzionatoria (4)	respinto (3) ridotta sanzione (1)	
Promotori	1 ⁴	Tribunale (1)	sospensione cautelare (1)	respinto (1)	
Banche	6	Corte d'Appello (6)	pecuniaria (6)	respinto (5) ridotta sanzione (1)	
Esponenti aziendali banche	121 ⁵	Corte d'Appello (121)	pecuniaria (121)	respinto (94) accolto (21) ridotta sanzione(4) in corso (2)	
Esponente società quotata	1	Corte d'Appello (1)	pecuniaria (1)	parzialmente accolto (1)	
Società non quotata	2	Corte d'Appello (2)	pecuniaria (2)	respinto (1) accolto (1)	in corso (1)
Esponente società non quotata e società non quotata	1	Corte d'Appello (1)	pecuniaria (1)	in corso (1)	
<i>Totale</i>		<i>138</i>			

--- Segue ---

--- Seguìto Tav. A.12 ---

Tipologia ricorrenti	Ricorsi	Autorità adita	Tipologia sanzione	Esito al 31 dicembre 2006	
				Primo grado	Ricorso in Cassazione
ANNO 2006					
Promotori	1	Corte d'Appello (1)	radiazione (1)	in corso (1)	
Promotori	1	Tribunale (1)	radiazione (1)	respinta sospensiva (1)	
Promotori	3	Tribunale (3)	sospensione sanzionatoria (3)	accolto (1) in corso (2)	
Promotori	1	Tribunale (1)	revoca riammissione all'albo (1)	in corso (1)	
Banche	1	Corte d'Appello (1)	pecuniaria (1)	in corso (1)	
Esponenti aziendali banche	16 ⁶	Corte d'Appello (16)	pecuniaria (16)	accolto (1) respinto (1) in corso (13)	
Società non quotata	1	Corte d'Appello (1)	pecuniaria (1)	in corso (1)	
Esponente società non quotata	2	Corte d'Appello (2)	pecuniaria (2)	in corso (2)	
Esponente società non quotata e società non quotata	4	Corte d'Appello (4)	pecuniaria (4)	respinto (4)	
<i>Totale</i>		30			

¹ L'opposizione è stata presentata da 9 esponenti di una Sim, unitamente a quest'ultima. ² Gli opposenti sono in totale 118, appartenenti a otto istituti di credito; due di essi hanno impugnato il medesimo provvedimento sanzionatorio avanti a due diverse Corti d'Appello. In 4 casi, l'opposizione è stata presentata congiuntamente alle persone fisiche, anche dalla banca di appartenenza. ³ Gli opposenti sono in totale 27. In un caso, l'opposizione è stata presentata congiuntamente da 11 esponenti e dalla Sgr di appartenenza; un ulteriore esponente della medesima Sgr ha presentato un autonomo gravame. Due opposizioni sono state presentate da altrettanti esponenti di una medesima Sgr. ⁴ Il medesimo ricorso è stato presentato anche al Tar del Lazio. ⁵ Gli opposenti sono in totale 574; tra essi figurano anche 18 banche, che hanno proposto opposizione congiuntamente a propri esponenti aziendali e dipendenti; 2 banche e 33 persone fisiche, autrici di 13 opposizioni, hanno impugnato il medesimo decreto sanzionatorio avanti a due Corti d'Appello. ⁶ Gli opposenti sono in totale 66; tra essi figura anche una banca, che ha proposto opposizione congiuntamente a propri esponenti aziendali e dipendenti.

Azioni contro la Consob per risarcimento danni¹

1996	1997	1998	1999	2000 ²	2001	2002	2003 ³	2004	2005	2006	Motivi	Esito al 31 dicembre 2006
Cliente di intermediario												
1	1	4	9	1	--	--	29	59	125	194	Omissione attività di controllo	In corso; 36 sentenze 1° grado favorevoli; in corso 2 giudizi di appello
--	1	--	1	--	4	--	--	--	--	--	Omissione attività di controllo - citazione ex art. 185, comma 2, c.p.	In corso ⁴ ; 1 sentenza favorevole
--	2	--	--	--	--	--	--	--	--	--	Diffamazione	In corso
Fallimento Sim												
--	1	--	--	--	--	--	--	--	--	--	Omissione attività di controllo	Sospeso
Sim												
--	1	--	--	--	--	--	--	1	--	--	Omissione attività di controllo - chiamata in causa ex art. 106, c.p.c.	In corso
--	1	--	--	--	--	--	--	--	1	--	Diniego estensione autorizzazione/iscrizione Albo Sim	1 ricorso in Cassazione avverso una sentenza favorevole di appello; 1 sentenza favorevole - proposto appello
--	--	--	--	--	--	--	--	2	--	--	Comportamento illegittimo nell'attività di vigilanza	In corso
Azionista di società quotata												
1	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	Illegittimità dell'esonero Consob dall'obbligo di promuovere Opa	Respinta domanda di risarcimento in 2° grado
1	--	--	--	--	2	1	--	1	--	1	Omissione attività di controllo	In corso ⁵ ; 1 sentenza 1° grado favorevole; in corso
Cliente di agente di cambio												
1	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	Fatto illecito dipendente - citazione ex art. 185, comma 2, c.p.	Respinta domanda di risarcimento in 2° grado - proposto ricorso in Cassazione
--	--	--	3	1	--	--	--	1	1	--	Omissione attività di controllo	In corso
Fallimento agente di cambio												
--	--	--	--	--	--	--	1	--	1	--	Omissione attività di controllo	In corso
Cliente di agente di cambio e Sim												
1	--	--	--	--	--	--	--	--	1	--	Omissione attività di controllo	In corso
Comitato azionisti												
--	--	1	--	--	--	--	--	--	--	--	Interdizione attività di abusiva sollecitazione	In corso
Cliente di società fiduciaria												
--	--	--	2	--	1	--	--	--	--	--	Omissione attività di controllo	In corso; respinta una domanda di risarcimento; 2 sentenze favorevoli in Corte d'Appello
Cliente di promotore												
--	--	--	8	--	--	5	--	--	--	--	Omissione attività di controllo	In corso; respinta una domanda di risarcimento

--- Segue ---

--- Seguìto Tav. A.13 ---

1996	1997	1998	1999	2000 ²	2001	2002	2003 ³	2004	2005	2006	Motivi	Esito al 31 dicembre 2006
Promotore												
--	--	--	--	--	1	1	--	--	--	--	Illegittima cancellazione	1 sentenza favorevole
Consulente di società quotata												
--	--	--	--	--	--	--	--	1	--	--	Omissione attività controllo – chiamata in causa ex art. 106 c.p.c.	In corso
Altro												
--	--	--	--	--	--	--	--	1	--	--	Comportamento illegittimo nell'attività di accertamento ex art. 185 Tuf	In corso
Totale												
5	7	5	23	2	8	7	30	66	129	195		

¹ Alle azioni riportate si aggiunge un ricorso ex art. 700 c.p.c. promosso da un intermediario al fine di ottenere l'inibitoria dell'attività sanzionatoria avviata dalla Consob. Inoltre, nel corso del 1999, è stato proposto appello avverso 3 sentenze che hanno respinto 3 domande di risarcimento proposte nel 1994 e nel 1995 da clienti di intermediari. ² Con riguardo a 3 contenziosi, rispettivamente instaurati nel 1999 e 2000, promossi innanzi al giudice amministrativo le Sezioni Unite della Cassazione hanno dichiarato la giurisdizione del giudice ordinario avanti al quale gli stessi sono stati riassunti. ³ Nel corso del 2003 la Cassazione ha respinto il ricorso presentato avverso la favorevole sentenza emessa nel 2000 dalla Corte d'Appello di Milano, che aveva rigettato un'azione di risarcimento danni formulata nel 1994 dal cliente di una Sim. ⁴ In un caso la Consob si è a sua volta costituita parte civile nei confronti degli imputati. ⁵ Due delle domande presentate nei confronti della Consob nel corso del 2002 non contengono richieste di risarcimento, bensì formulano al giudice civile una richiesta di condanna dell'Istituto, a un facere, consistente nell'adozione di provvedimenti amministrativi. Sempre nel corso del 2002 è stato proposto appello avverso 2 sentenze che hanno respinto altrettante domande di risarcimento proposte, rispettivamente nel 1996 da un intermediario e nel 1997 dai clienti di un intermediario.

NOTE METODOLOGICHE

Avvertenze

- Nelle tavole del testo e dell'Appendice sono adoperati i seguenti segni convenzionali:
- rilevazione quantitativa nulla;
 - fenomeno non esistente;
 - fenomeno esistente ma dati non noti;
 - .. i dati non raggiungono la cifra significativa dell'ordine minimo considerato.

Fonte dei dati: se la fonte non è espressamente citata, i dati riportati nelle tavole si intendono acquisiti dalla Consob nell'ambito dell'esercizio delle attività istituzionali di vigilanza.

Figg. 1, 3-5, 7-8

I grandi gruppi quotati sono rappresentati da un campione "chiuso" di 30 gruppi per i quali è disponibile una serie completa di bilanci dal 1998 al 2005 e censiti nell'annuario R&S 2006 di Mediobanca. A fine 2005 tali gruppi abbracciavano circa 50 società quotate che rappresentavano l'80% circa della capitalizzazione complessiva delle società non finanziarie quotate. Si tratta quindi di un'analisi che copre quasi tutto il panorama del listino di borsa per ciò che riguarda i settori dei servizi e dell'industria. I gruppi considerati sono i seguenti (tra parentesi sono indicate le principali quotate consolidate nel bilancio 2005): Enel (dal 2005 viene considerata a parte Terna che non è più consolidata in Enel), Eni (Snam Rete Gas, Saipem), Autostrade, Telecom, Ifi (Ifil, Juventus; dal 2004 viene considerata a parte Fiat che non è più consolidata in Ifi), Edizione Holding (Autogrill, Benetton), Aurelia (Autostrada TO-MI, Sias), Italmobiliare (Italcementi), Luxottica, Alitalia, Aem, Fininvest (Mondadori, Mediaset), Edison-Italenergia, Erg, Acea, Pirelli & C., Cofide (Cir, L'Espresso, Sogefi), Buzzi Unicem, Marzotto (Linificio; dal 2005 viene considerata a parte Valentino F.G, nata da una scissione parziale da Marzotto), Tenaris-Dalmine, Impregilo, Gim (Smi), Rcs MediaGroup, Finmeccanica, Caltagirone (Cementir, Vianini industrie, Vianini lavori), Indesit-Merloni, Bulgari, Davide Campari, Snia (dal 2004 viene considerata a parte Sorin, nata da uno scorporo da Snia). Per rendere omogenea la serie storica dei bilanci del gruppo Telecom è stato considerato anche il gruppo Seat Pagine Gialle (prima consolidato in Telecom). In alcuni casi è stato preso in considerazione il bilancio consolidato della *holding* capogruppo anche se non quotata (in particolare, per Fininvest, Edizione Holding e Aurelia).

Figg. 2 e 6

Per la Francia sono state considerate le prime 30 imprese per capitalizzazione incluse nell'indice Cac40 per le quali è disponibile una serie completa di bilanci nel periodo 1999-2005; per la Germania sono state prese in considerazione le prime 30 imprese per capitalizzazione appartenenti all'indice Dax100 con bilanci completi nel periodo 1999-2005. Per l'Italia sono stati considerati i grandi gruppi quotati non finanziari italiani elencati nella Nota metodologica relativa alle figure 1, 3-5, 7-8.

Figg. 20, 21, Tav. 5, Tavv. A.3, A.4, A.5

La fonte dei dati è rappresentata dall'Archivio Consob sulla trasparenza proprietaria, costituito dalle comunicazioni inviate ai sensi dell'art. 120 del Tuf (in base al quale tutti coloro che partecipano in una società quotata italiana, in misura superiore al 2% del capitale rappresentato da azioni con diritto di voto, devono darne comunicazione scritta alla società stessa e alla Consob, che diffonde tali informazioni al mercato).

Per partecipazione rilevante si intende il possesso di quote azionarie superiori al 2% del capitale rappresentato da azioni con diritto di voto (art. 120 Tuf).

I dati riportati nelle tavole si riferiscono alle partecipazioni calcolate sul capitale ordinario delle società.

Fig. 21, Tav. A.4

La definizione dei modelli di controllo è la seguente:

- di diritto: quando un singolo azionista detiene più del 50% dei diritti di voto esercitabili in assemblea ordinaria;
- di fatto: quando un soggetto, che non controlla di diritto la società, è in grado di esercitare un'influenza dominante sull'assemblea ordinaria;
- patto di sindacato: quando la quota aggregata dei diritti di voto detenuta dagli aderenti a un patto di sindacato di voto è superiore al 50% dei diritti di voto esercitabili in assemblea ordinaria o consente di esercitare un controllo di fatto.

Tavv. 1, 2, 3, 4, Tav. A.1

Per la trattazione delle offerte finalizzate all'ammissione a quotazione vengono adottati i seguenti criteri:

- non vengono considerate le offerte effettuate da parte di società estere;
- i dati relativi all'ammontare delle offerte sono riferiti agli esiti dei collocamenti comprensivi delle azioni eventualmente allocate agli investitori istituzionali, alla chiusura dell'offerta, nell'ambito dell'*over allotment*. Si prescinde, pertanto, dalla circostanza che nei 30 giorni successivi all'offerta, in seguito all'esercizio dell'attività di stabilizzazione da parte dei collocatori, la *green shoe* possa non essere esercitata, del tutto o in parte;
- i dati relativi all'evoluzione della struttura proprietaria sono tratti dai prospetti informativi e tengono conto dell'esito dell'offerta comprensivo dell'eventuale effettivo esercizio della *green shoe*; nel caso di riduzione del numero di azioni offerte in vendita rispetto alla previsione contenuta nel prospetto informativo, e in mancanza di specifica indicazione in merito, il computo delle quote *post* offerta di ogni singolo azionista venditore viene effettuato operando una ripartizione della vendita risultante proporzionale a quella prevista;
- la determinazione della quota dell'azionista di controllo segue un criterio di natura sostanziale che tiene conto di tutte le azioni detenute dai membri di uno stesso nucleo familiare, delle azioni detenute da diverse società facenti capo a un unico soggetto, delle azioni non conferite in eventuali patti di sindacato da parte di soggetti aderenti ai relativi

patti; in mancanza di un azionista di controllo, alla voce azionista di controllo viene indicato il primo azionista;

- le azioni proprie vengono detratte dal capitale sociale dell'emittente ai fini del calcolo delle quote degli azionisti rilevanti e della capitalizzazione.

Tav. 4

Sono comprese le partecipazioni degli *sponsor* e dei soggetti collocatori che hanno curato l'operazione, o dei soggetti controllanti o controllati dagli stessi, nelle società ammesse a quotazione e/o nelle società che le controllano.

Sono compresi i rapporti creditizi esistenti alla data dell'offerta fra gli *sponsor* e i soggetti collocatori che hanno curato l'operazione, o i soggetti controllanti o controllati dagli stessi, e le società ammesse a quotazione o le loro controllate.

Nell'ambito dei rapporti creditizi non si considerano le operazioni relative a crediti commerciali, nonché quelle in cui non è stato possibile determinare la quota dei finanziamenti erogati; solo in alcuni casi, particolarmente rilevanti, si è tenuto conto del dato relativo ad affidamenti non utilizzati.

Non si considerano le opzioni per l'acquisto o la sottoscrizione di azioni detenute dai predetti soggetti ai fini della rilevazione dei rapporti partecipativi.

Tav. 6, Tavv. A.6, A.7

Le informazioni sui patti di sindacato sono ricavate dalle comunicazioni di cui all'art. 122 del Tuf, in base al quale qualunque patto o accordo che comporti per gli aderenti limitazioni o regolamentazioni del diritto di voto, obblighi o facoltà di preventiva consultazione per l'esercizio dello stesso, obblighi circa il trasferimento di azioni, ovvero qualunque accordo per l'acquisto concertato, deve essere comunicato, pena l'inefficacia, alla Consob, entro cinque giorni dalla data di stipula.

Sono stati considerati solo i patti la cui quota sindacata è superiore al 5 per cento.

Fig. 24

La procedura per la costruzione dell'indicatore è basata sul lavoro di Kumar, M. e Persuad, A. (2002), "Pure contagion and investors' shifting risk appetite: analytical issues and empirical evidence", *International Finance*, Vol. 5, pag. 401-426 e sulla metodologia applicativa proposta da Misina, M. (2005), "Benchmark Index of Risk Appetite", *Bank of Canada working paper*. In particolare, sono state estratte le componenti principali dalle serie degli extra-rendimenti dei singoli titoli inclusi nell'indice azionario ed è poi stata stimata la volatilità applicando un modello Garch(1,1) sulle componenti principali. La correlazione di rango è calcolata fra la volatilità stimata al mese $t-1$ e le componenti principali estratte dagli extra-rendimenti al mese t .

Figg. 45-52, Tav. 19

I dati si riferiscono ai seguenti gruppi bancari italiani: Banca Intesa, Unicredito-HVB, San Paolo IMI, Capitalia, MPS, BNL, Mediobanca, BPU, BPVN, Banca Antonveneta. Si tratta di un

campione che rappresenta sostanzialmente i 2/3 dell'intero sistema bancario italiano in termini di totale attivo. Per l'anno 2000 sono comprese le principali banche successivamente confluite nei gruppi bancari considerati.

Fig. 45

Il margine di interesse include il saldo delle operazioni in derivati di copertura su tassi di interesse, i dividendi su partecipazioni e gli utili o perdite delle partecipazioni valutate al patrimonio netto. I ricavi da intermediazione mobiliare comprendono i profitti o le perdite da operazioni finanziarie e le commissioni nette per servizi di investimento e gestioni collettive (inclusa la negoziazione di valute, la consulenza, la custodia e l'amministrazione titoli, i servizi di banca depositaria e il collocamento di prodotti e servizi assicurativi). I ricavi da servizi bancari comprendono le commissioni nette per garanzie rilasciate e derivati su crediti, per servizi di incasso e pagamento, per servizi di esattorie e ricevitorie e di *servicing* su operazioni di cartolarizzazione, commissioni nette su conti correnti, carte di credito e Bancomat.

Fig. 46

I ricavi da gestione del risparmio comprendono le commissioni nette derivanti dalle gestioni individuali e collettive e le commissioni da banca depositaria. I ricavi da collocamento comprendono le commissioni nette da collocamento titoli e altri prodotti finanziari e assicurativi (inclusa l'offerta fuori sede). I ricavi da negoziazione in conto terzi comprendono le commissioni nette da negoziazione titoli e valute e le commissioni nette da raccolta ordini. Gli altri ricavi comprendono essenzialmente le commissioni nette da consulenza e da custodia e amministrazione titoli.

Fig. 65

Le tipologie di giudizio che possono essere rilasciate dalla società di revisione sono le seguenti:

1) *Giudizio con rilievi*. Il revisore esprime un giudizio con rilievi qualora accerti: significative mancanze di conformità alle norme che disciplinano il bilancio; significativi disaccordi con gli amministratori rispetto ai criteri contabili; errori nella loro applicazione o inadeguatezza dell'informazione; significative limitazioni al procedimento di revisione per impedimenti tecnici o restrizioni imposte dagli amministratori; presenza di una situazione di incertezza significativa non adeguatamente descritta in bilancio o laddove le azioni poste in essere dagli amministratori appaiano non condivisibili.

2) *Giudizio negativo*. Il revisore esprime un giudizio negativo qualora gli effetti dei rilievi concernenti significative mancanze di conformità alle norme che disciplinano il bilancio, ovvero significativi disaccordi con gli amministratori rispetto ai criteri contabili, errori nella loro applicazione o inadeguatezza dell'informazione, sono così rilevanti da compromettere l'attendibilità e la capacità informativa del bilancio considerato nel suo insieme.

3) *Impossibilità a esprimere un giudizio per gravi limitazioni.* Il revisore si dichiara impossibilitato a esprimere un giudizio qualora i possibili effetti delle limitazioni alle procedure di revisione sono così rilevanti da far mancare gli elementi indispensabili per un giudizio.

4) *Impossibilità a esprimere un giudizio per incertezze.* In presenza di più situazioni di incertezza o di un'incertezza che pone in discussione l'attendibilità complessiva del bilancio o la continuità aziendale, il revisore dichiara l'impossibilità di esprimere un giudizio quando ritiene che le azioni intraprese dagli amministratori si basino su presupposti fortemente opinabili.

Tavv. 47 e 48

La carriera direttiva superiore comprende le qualifiche di Direttore generale, Funzionario generale, Condirettore centrale, Direttore principale, Direttore e Condirettore. La carriera direttiva inferiore comprende le qualifiche di Primo funzionario, Funzionario di 1^a, Funzionario di 2^a. La carriera operativa comprende la qualifica di Coadiutore principale, Coadiutore, Assistente superiore, Assistente e vice Assistente.