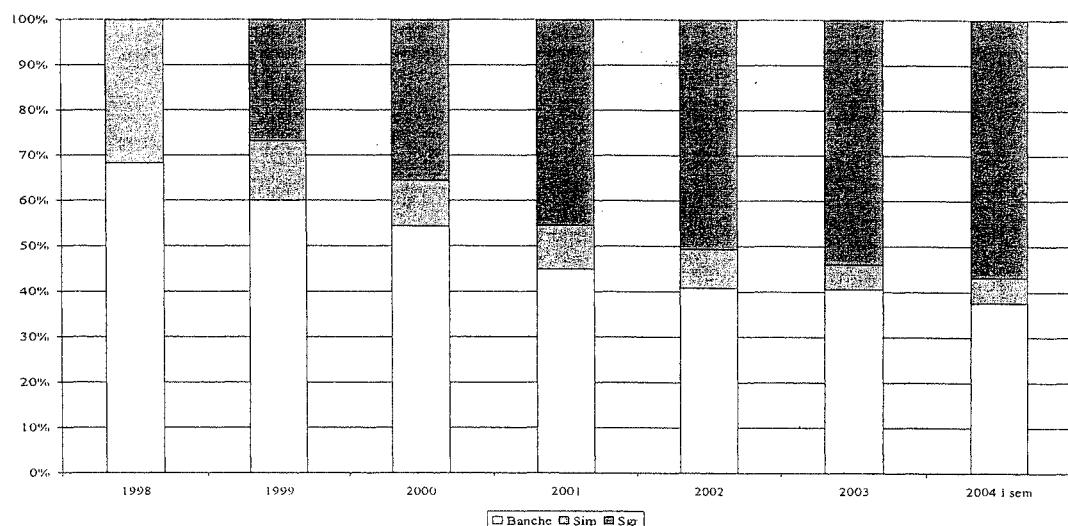


XIV LEGISLATURA – DISEGNI DI LEGGE E RELAZIONI - DOCUMENTI

Sussistono le differenze, già rilevate negli anni precedenti, circa le scelte di investimento di banche e Sim (Tav. aIII.5). Per le prime, infatti, si rileva un peso maggiore rispetto a quello delle seconde, di titoli di stato e quote di Oicr che alla fine del primo semestre 2004 risultava pari rispettivamente al 27 e al 48 per cento circa (a fronte del 17 e del 33 per cento circa registrato per le Sim). Si sono peraltro ridotte le differenze tra banche e Sgr. Il peso dei titoli di stato nel patrimonio gestito da queste ultime è infatti pari al 35 per cento circa, in linea con il dato a fine 2003 (37 per cento circa) ma in calo rispetto al valore a fine 2002 (quando si attestava attorno al 46 per cento); lo stesso fenomeno si osserva con riferimento alle quote di Oicr, che pesavano per il 35 per cento circa alla fine del primo semestre dello scorso anno (37 per cento alla fine dell'anno precedente a fronte del 27 per cento a fine 2002).

Fig. III.5

Gestioni individuali: ripartizione del patrimonio per soggetto gestore



Fonte: Elaborazioni su dati Banca d'Italia. Si veda la sezione note metodologiche.

Tav. III.8

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

	Titoli di stato	Obbligazioni italiane	Obbligazioni estere	Azioni italiane	Azioni estere	Quote di Oicr	Liquidità e altri valori mobiliari	Totale
1997	55,1	5,9	7,2	5,5	1,6	17,9	6,8	100,0
1998	42,5	3,6	6,8	4,9	1,6	35,3	5,3	100,0
1999	30,2	3,9	5,9	5,7	2,7	46,8	4,8	100,0
2000	25,0	5,4	4,8	5,6	2,5	52,4	4,3	100,0
2001	30,2	8,2	4,4	5,1	1,9	46,6	3,7	100,0
2002	35,9	9,7	5,8	3,2	1,5	40,2	3,7	100,0
2003	31,4	11,7	7,0	3,2	1,5	41,0	4,1	100,0
2004 ²	30,8	12,1	7,5	3,5	1,5	40,9	3,6	100,0

Fonte: Elaborazioni su dati Banca d'Italia. Si veda la sezione Note metodologiche. ¹ L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. ² I dati sono relativi al primo semestre.

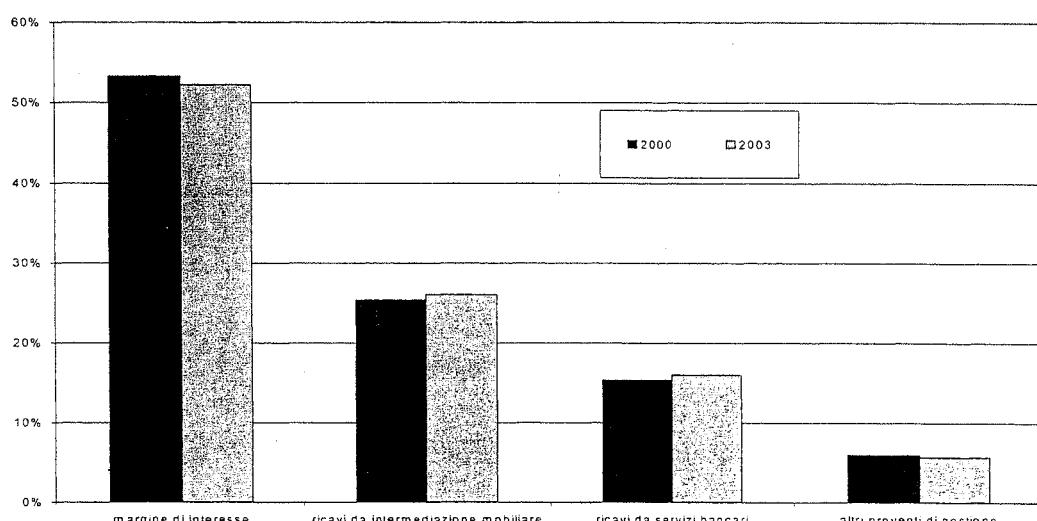
L'attività di intermediazione mobiliare dei principali gruppi bancari

L'analisi della dinamica dei bilanci dei primi cinque gruppi bancari italiani fra il 2000 e il 2003 conferma il peso di rilievo ormai assunto dall'attività di intermediazione mobiliare delle banche sia per ciò che riguarda la generazione dei ricavi sia per ciò che riguarda la raccolta.

Sotto il primo profilo, la Fig. III.6 illustra la composizione percentuale del margine di intermediazione (cioè il totale dei ricavi netti) con riferimento alle diverse aree di generazione dei ricavi. Il margine di interesse, dato sostanzialmente dalla differenza fra interessi attivi e passivi, pesa per poco più della metà dei ricavi complessivi dei primi cinque gruppi bancari, con una dinamica sostanzialmente invariata fra il 2000 e il 2003. Il peso dei ricavi generati dall'attività di intermediazione mobiliare risulta pure stabile intorno al 26 per cento. Gli altri ricavi sono invece rappresentati da commissioni nette per altri servizi di natura bancaria (incassi e pagamenti, crediti di firma, gestione di esattorie, etc.), che pesano per circa il 15 per cento dei ricavi netti totali, e da altri proventi di gestione (6 per cento circa).

Fig. III.6

Composizione del margine di intermediazione dei primi 5 gruppi bancari



Fonte: Elaborazioni sui dati dei bilanci consolidati. Il margine di interesse include i dividendi e gli utili o perdite delle partecipazioni valutate al patrimonio netto. I ricavi da intermediazione mobiliare includono i profitti o perdite da operazioni finanziarie e le commissioni nette da 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 assicurativi). I ricavi da servizi bancari includono le commissioni nette per garanzie rilasciate, servizi di incasso e pagamento, esattorie e ricevitorie, commissioni nette su conti correnti, Bancomat, etc..

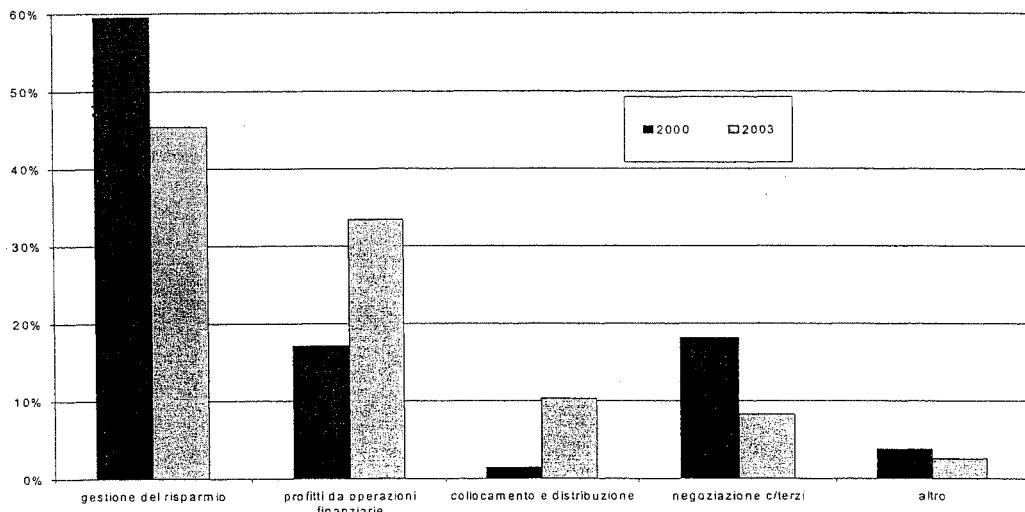
Sebbene il peso dei ricavi riconducibili ad attività di intermediazione mobiliare risulti stabile intorno al 26 per cento circa del margine di intermediazione, fra il 2000 e il 2003 si è registrata una sensibile ricomposizione del contributo delle singole attività che concorrono a formare tale voce di ricavi.

In particolare, il peso dei ricavi netti da gestione del risparmio (gestioni individuali, collettive e ricavi netti da servizi di banca depositaria) si è ridotto dal 60 al 45 per cento circa, mentre è fortemente cresciuto il peso dei ricavi da operazioni finanziarie (plusvalenze derivanti dall'operatività in conto proprio su strumenti e prodotti finanziari e su

valute), passato dal 17 al 33 per cento circa (Fig. III.7). In forte crescita risulta anche il peso dei ricavi netti da collocamento e distribuzione di titoli e prodotti finanziari, passato dall'1 al 10 per cento circa. Al contrario di quanto osservato per la negoziazione in conto proprio, il peso dei ricavi netti da attività di negoziazione in conto terzi (inclusa la raccolta ordini e la negoziazione di valute) si è fortemente ridotto, passando dal 18 all'8 per cento circa.

Fig. III.7

Composizione dei ricavi da intermediazione mobiliare dei primi 5 gruppi bancari

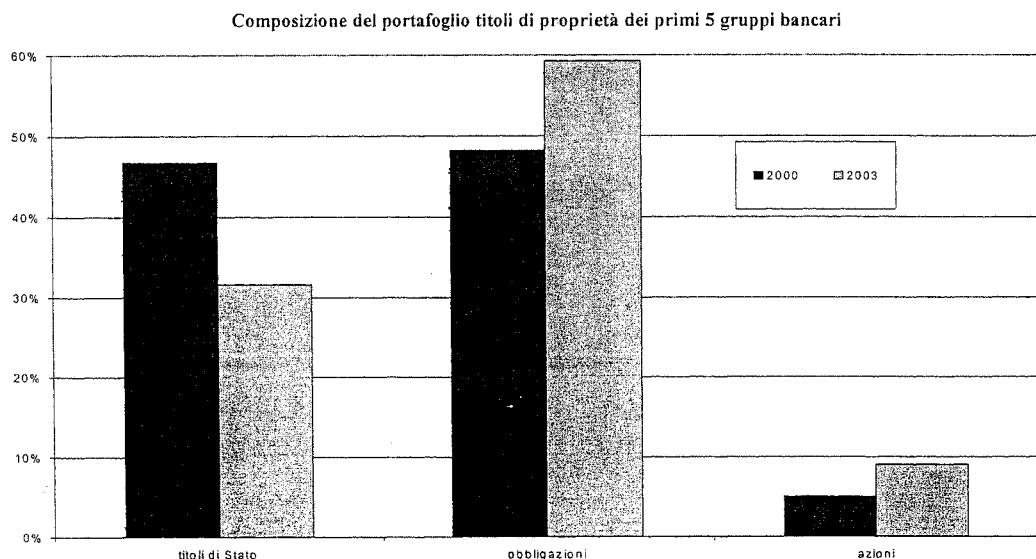


Fonte: Elaborazioni sui dati dei bilanci consolidati. I ricavi da gestione del risparmio comprendono le commissioni nette derivanti dalle gestioni individuali e collettive e le commissioni da banca depositaria. I ricavi da collocamento comprendono le commissioni nette da collocamento titoli e da collocamento di altri prodotti finanziari (inclusa l'offerta fuori sede). I ricavi da negoziazione in c/terzi includono le commissioni nette da negoziazione titoli e valute e le commissioni nette da raccolta ordini. Gli altri ricavi includono essenzialmente le commissioni nette da custodia e amministrazione titoli e da attività di consulenza.

L'importanza dei ricavi derivanti dall'operatività in conto proprio si è accompagnata tuttavia a una riduzione del peso dei titoli di proprietà (immobilizzati e non) sul totale dell'attivo. Complessivamente, il peso dei titoli di proprietà è sceso dal 17 al 12 per cento del totale dell'attivo; in particolare, il peso dei titoli immobilizzati è sceso dal 6 al 3 per cento del totale attivo, mentre il peso dei titoli non immobilizzati è sceso dall'11 al 9 per cento del totale attivo. Anche in valore assoluto, il portafoglio titoli di proprietà dei primi cinque gruppi bancari si è ridotto da 160 a 116 miliardi di euro (-27,5 per cento). Il portafoglio titoli di proprietà dei primi cinque gruppi bancari ha subito anche una forte ricomposizione per tipologia di strumenti finanziari. In particolare, il peso dei titoli di Stato è sceso dal 47 al 32 per cento circa, mentre il peso delle obbligazioni è salito dal 48 al 59 per cento circa e il peso delle azioni è pure salito dal 5 al 9 per cento circa (Fig. III.8).

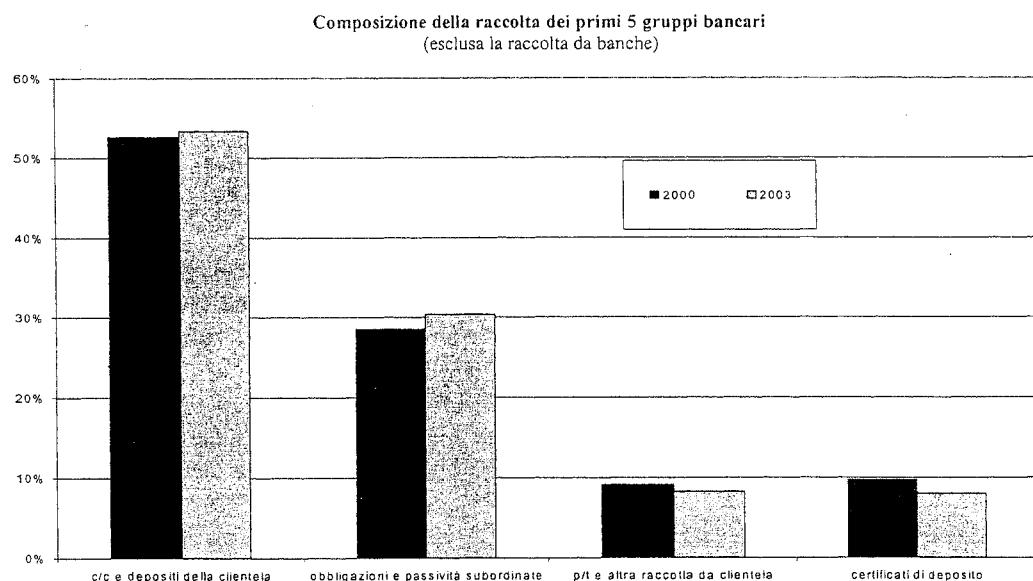
Per ciò che riguarda invece la raccolta bancaria, si osserva un consolidamento dell'importanza della raccolta rappresentata da titoli sulla raccolta complessiva dalla clientela. Infatti, mentre il peso dei conti correnti e dei depositi è rimasto sostanzialmente invariato intorno al 53 per cento, il peso delle obbligazioni (inclusa le passività subordinate) è cresciuto, fra il 2000 e il 2003, dal 28,6 al 30,4 per cento (Fig. III.9). Si è ridotta invece l'importanza dei certificati di deposito, passati dal 9,7 all'8 per cento circa, e della raccolta tramite pronti contro termine, passata dal 9,1 all'8,3 per cento.

Fig. III.8



Fonte: Elaborazioni sui dati dei bilanci consolidati.

Fig. III.9



Fonte: Elaborazioni sui dati dei bilanci consolidati.

L'attività della Consob

PAGINA BIANCA

IV. LA VIGILANZA SULLE SOCIETÀ

L'informativa societaria

Nel corso del 2004 la vigilanza sull'informativa societaria è stata molto intensa. Rispetto al 2003, si è fortemente ridotta l'esigenza di richiesta di dati e notizie agli esponenti aziendali. La Commissione ha inviato circa 120 richieste di informazione, contro le quasi 500 del 2003 (Tav. IV.1 e aIV.1); tali richieste erano legate per altro a un numero molto limitato di casi (in particolare, Cirio, Parmalat e Giacomelli).

Tav. IV.1

Vigilanza sull'informativa societaria, gli assetti proprietari e gli studi

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

È sensibilmente aumentato il numero di casi in cui la Commissione è intervenuta con richieste formali di pubblicazione di dati e notizie (da circa 70 nel 2003 a oltre 120 nel 2004). È rimasto pure relativamente elevato, anche in virtù della particolare rilevanza del provvedimento, il numero di impugnative di bilancio (quattro, come nel 2003; si veda anche il successivo paragrafo “*L'informativa contabile*”).

Per ciò che riguarda le richieste di pubblicazione di dati e notizie, gli interventi più importanti sono stati motivati dalla necessità di rendere più completa l'informazione contabile e sull'andamento delle singole situazioni societarie anche attraverso la diffusione al mercato di appositi comunicati stampa con cadenza mensile. In altri casi la Commissione è intervenuta richiedendo agli amministratori di integrare l'informativa per gli azionisti, in occasione di assemblee ordinarie e/o straordinarie, con informazioni aggiuntive in ordine a specifiche operazioni.

Nel corso del 2004, sono state effettuate anche numerose richieste di informazioni per le vie brevi nei confronti degli emittenti quotati nei mercati regolamentati e dei soggetti controllanti. In particolare, è stato richiesto di verificare la necessità di diffondere commenti a indiscrezioni di stampa, anche in presenza di andamenti anomali delle quotazioni di borsa dei titoli, e di diffondere comunicati stampa a integrazione di comunicati già diffusi, ma giudicati incompleti.

Anche la vigilanza sugli studi relativi a emittenti quotati è stata particolarmente attenta. La Commissione in 3 casi è dovuta intervenire per richiedere la diffusione immediata al pubblico di studi in presenza di indiscrezioni sul loro contenuto accompagnate da sensibili variazioni dei prezzi dei titoli oggetto degli studi stessi.

In termini generali, l'analisi dei dati sugli studi su emittenti quotati italiani rivela la perdurante preponderanza degli studi che contengono una raccomandazione di acquisto (buy), pari al 53 per cento del totale, rispetto a quelli con raccomandazioni di vendita (sell), pari a solo il 6,2 per cento del totale (Tav. aIV.2). Nel corso del 2004, così come già rilevato nel 2003, il numero di società oggetto di studi è aumentato, ma circa un terzo delle società sono oggetto di meno di 5 studi all'anno, mentre il 9 per cento circa è oggetto di più di 50 studi all'anno (Tav. aIV.3).

La Commissione, sin dalla fine del 2002, ha assoggettato un certo numero di emittenti quotati, che non avevano ricevuto un giudizio positivo dalla società di revisione sulla relazione semestrale e/o sul bilancio di esercizio, o che versavano in situazioni di difficoltà finanziaria/patrimoniale, alla diffusione, con cadenza mensile, di un comunicato stampa riportante aggiornamenti sull'andamento economico-finanziario (fatturato e posizione finanziaria netta), su aspetti specifici relativi a singole problematiche societarie, sull'avanzamento di eventuali piani di ristrutturazioni in essere, etc.

Alla fine del 2003, gli emittenti assoggettati a tale obbligo erano 15, di cui 5 con azioni negoziate al Nuovo Mercato. Durante il 2004, 5 società delle suddette 15, di cui 2 del Nuovo Mercato, sono state revocate dal listino e, di conseguenza, escluse dagli obblighi di comunicazione mensile; mentre una società quotata al Mercato Telematico Azionario (MTA) di Borsa Italiana, è stata esclusa dagli obblighi di comunicazione mensile, in quanto la situazione economica, patrimoniale e finanziaria è ritornata in equilibrio e la società di revisione ha espresso giudizi positivi sulle situazioni contabili periodiche. Infine, 12 nuovi emittenti sono stati assoggettati all'obbligo di comunicazione mensile, di cui 3 negoziati sul mercato Expandi (ex Mercato Ristretto) e uno negoziato al Nuovo Mercato. Di conseguenza, alla fine del 2004, risultano assoggettati al suddetto obbligo 21 emittenti, di cui 14 negoziati sull'MTA, 3 sul mercato Expandi e 4 al Nuovo Mercato.

La Commissione ha svolto un'azione di vigilanza specifica sull'informativa relativa a operazioni con parti correlate effettuate dalle società quotate o da società del medesimo gruppo. Infatti, a partire dal 2003, cioè a seguito dell'entrata in vigore dell'art. 71-bis del regolamento in materia di emittenti, le operazioni con parti correlate sono state oggetto di specifica disclosure nei confronti del pubblico e della Consob.

Nel corso del 2004 sono stati diffusi 9 documenti informativi e 9 comunicati stampa relativi a operazioni con parti correlate (Tav. IV.2). I documenti hanno riguardato prevalentemente operazioni infra-gruppo di cessione di immobili, rami d'azienda e siti produttivi.

XIV LEGISLATURA – DISEGNI DI LEGGE E RELAZIONI - DOCUMENTI

Operazioni con parti correlate comunicate al mercato da società quotate nel 2004

Tav. IV.2

Società	Tipologia di operazione	Controparti dell'operazione
<i>Documenti informativi</i>		
Acqua Marcia	Operazioni di finanziamento (due casi)	Società dello stesso gruppo
Aedes	Cessioni immobili	Società quotate e sua partecipata
Banca Profilo	Cessioni immobili	Società controllata e società partecipata (controllata dal Presidente del CdA)
Cairo Communication	Trasformazione in Spa e aumento di capitale	Società quotate e sua controllata
Gruppo Coin	Conferimento di ramo d'azienda	Società quotate e sua controllata
It Holding	Cessione partecipazione	Società quotate e sua controllata
Sadi	Cessione sito produttivo	Società quotate e società collegata
Indesit Company (ex Merloni)	Garanzia su prestito obbligazionario	Società quotate e sua controllata
<i>Comunicati stampa</i>		
Banca Popolare Verona e Novara	Accentramento rami d'azienda	Varie società del gruppo
Inferentia Fullsix	Cessione di partecipazione	Società quotate e azionista di riferimento della quotata
Innotech	Conferimento di partecipazione a fronte di aumento di capitale	Società quotate e società controllata dall'amministratore delegato della quotata
Ipi	Cessione partecipazione	Società quotate e società controllata dal controllante della quotata
Sicc	Cessione immobile	Società quotate e società dell'azionista di controllo della quotata
Snia	Cessione immobili	Società quotate e sua controllata
Unicredit	Acquisto immobili	Società dello stesso gruppo
Unipol	Operazioni di fusione e incorporazioni (due casi)	Varie società del gruppo

Le operazioni rese note al mercato tramite comunicati stampa hanno riguardato pure con una certa frequenza la cessione di asset immobiliari e hanno coinvolto in alcuni casi società appartenenti agli azionisti di riferimento o controllanti le quotate. Tra queste si segnalano, ad esempio, le cessioni di partecipazioni da parte di una quotata a una società azionista di riferimento della stessa, ovvero da parte di una società appartenente all'azionista di controllo a una società del gruppo della quotata.

Per ciò che riguarda la vigilanza sulla diffusione al pubblico di informazioni sui possessi azionari, la Commissione è intervenuta in 21 casi richiedendo la conferma di comunicazioni su partecipazioni rilevanti (49 casi nel 2003).

Nel corso del 2004 sono state effettuate 1.100 dichiarazioni relative a partecipazioni in società quotate (Tav. aIV.4), delle quali circa l'80 per cento hanno riguardato società quotate nel Mercato Telematico Azionario e circa il 20 per cento società quotate nel Nuovo Mercato o nel Mercato Expandi. Si tratta di un valore sostanzialmente pari a quello del 2003 e lievemente superiore a quello medio dei precedenti 5 anni.

Le dichiarazioni hanno riguardato per il 29 per cento dei casi il superamento della soglia del 2 per cento del capitale, per il 25 per cento la riduzione entro tale soglia e per il 46 per cento la variazione di partecipazioni rilevanti già detenute, di cui il 16 per cento ha riguardato comunicazioni relative a variazioni nel titolo del possesso o nella catena partecipativa.

Per quanto riguarda le dichiarazioni effettuate da investitori istituzionali nel corso del 2004, si riscontra anche in questo caso una situazione invariata rispetto all'anno precedente: infatti, il peso sul totale è aumentato solamente dal 17 per cento al 18 per cento. La maggior parte delle dichiarazioni degli investitori istituzionali proviene da soggetti esteri (circa ¼ del totale). La tipologia di soggetto dichiarante più dinamica è stata quella delle società di capitali che hanno effettuato circa il 40 per cento del totale delle operazioni dichiarate, seguita dalle persone fisiche che ne hanno effettuato il 25 per cento e dalle banche con il 17 per cento.

Nel corso del 2004 sono state inoltre effettuate 5 dichiarazioni relative all'acquisizione o cessione di partecipazioni potenziali relative a 4 società quotate.

Sempre in tema di informativa societaria, la Consob è intervenuta approvando le modifiche alle Istruzioni al Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana Spa, concernenti il contenuto minimo dei comunicati stampa relativi ai fatti rilevanti. Infatti, la definizione e la standardizzazione del contenuto minimo dei comunicati, oltre a contribuire a una più chiara e precisa informazione al pubblico, rende più efficace l'attività di vigilanza della Consob sull'informazione *price sensitive*.

*Le modifiche, approvate da Borsa Italiana in attuazione di quanto previsto dall'art. 67 del Regolamento Consob in materia di emittenti, dall'art. 2.6.5 del Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana Spa e dell'art. 2.6.6 del Regolamento del Nuovo Mercato, sono racchiuse in 12 articoli; i primi due hanno carattere generale per ogni tipologia di informazione *price sensitive* e concernono "Criteri generali e Modalità di rappresentazione dei comunicati" con particolare riferimento alle parti di cui si compone un comunicato (titolo-sommario-testo-contatti societari); i rimanenti 10 disciplinano, invece, gli elementi di informazione dei comunicati stampa inerenti gli eventi che più di frequente sono oggetto di informazione al mercato da parte delle società.*

L'adozione di nuovi strumenti informatici come il Network Information System (NIS) da parte degli emittenti per la diffusione delle informazioni finanziarie, ha determinato un sensibile incremento del numero di notizie diffuse delle agenzie di stampa; si è riscontrato, inoltre, che le informazioni diffuse dalle agenzie di stampa, grazie all'accesso al medesimo NIS, replicano sostanzialmente il contenuto dei comunicati stampa diffusi dagli emittenti. Tale circostanza ha reso quindi necessaria l'adozione di norme per una più omogenea redazione dei comunicati stampa da parte degli emittenti.

L'azione di vigilanza della Consob si è estesa, come previsto dalle norme del Tuf, anche agli emittenti i cui strumenti finanziari, ancorché non ammessi alle negoziazioni in mercati regolamentati, sono diffusi in misura rilevante fra il pubblico.

La disciplina degli emittenti titoli diffusi ha conosciuto, negli ultimi anni, significative innovazioni che hanno interessato, fra l'altro, i criteri stessi per la loro individuazione. La Consob, nel dicembre 2003, aveva infatti modificato, alla luce della nuova disciplina del diritto societario, i criteri per l'individuazione degli emittenti azioni diffuse, prevedendo nuovi requisiti qualitativi e modificando quelli quantitativi già esistenti. Erano rimasti immutati, invece, i criteri per individuare gli emittenti obbligazioni diffuse.

Nell'introdurre i nuovi requisiti, la Commissione aveva stabilito che gli emittenti già inclusi nell'elenco, nonché quelli non iscritti ma risultanti in possesso dei requisiti previsti precedentemente al dicembre 2003, dovessero comunicare, entro sei mesi dalla predetta data, il possesso dei nuovi requisiti. La Consob ha valutato le comunicazioni inviate dalle società entro il termine stabilito e, nel luglio 2004, ha provveduto al consueto aggiornamento semestrale dell'elenco degli emittenti strumenti finanziari diffusi.

La maggiore selettività dei nuovi requisiti ha determinato una notevole riduzione del numero degli emittenti diffusi sottoposti alla vigilanza della Consob, passati da circa 160 a 90 (Tav. IV.3). Tali emittenti sono prevalentemente banche (68 emittenti su 90), e in particolare banche popolari e casse di risparmio.

Tav. IV.3

Emittenti con strumenti finanziari diffusi
(situazione al 31 luglio 2004)

Tipologia di strumenti finanziari	Numero emittenti
Azioni ordinarie	71
Azioni ordinarie e obbligazioni convertibili	10
Azioni di partecipazione cooperativa	3
Azioni ordinarie privilegiate	2
Azioni ordinarie e di risparmio	1
Azioni privilegiate	1
Obbligazioni convertibili	1
Obbligazioni non convertibili	1
<i>Totale</i>	90

Fonte: Consob.

L'inclusione delle società nell'elenco degli emittenti strumenti finanziari diffusi determina l'assoggettamento agli obblighi informativi, assimilabili a quelli degli emittenti quotati, nei confronti del mercato e della Consob, come disposto dall'art. 116 del Tuf. Tale disposizione garantisce che la negoziazione dei titoli di dette società, anche attraverso sistemi di scambi organizzati, possa avvenire in presenza di un contesto informativo idoneo a garantire la formulazione da parte del pubblico di consapevoli decisioni di investimento.

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

Nel corso del 2004 la Commissione ha rilasciato il nulla osta alla pubblicazione di circa 430 prospetti informativi, di cui circa 370 relativi a Oicr e fondi pensione aperti (Tav. IV.4). La Consob ha, inoltre, esaminato oltre 500 relazioni illustrate relative a modifiche statutarie, aumenti di capitale, fusioni e scissioni e altre operazioni straordinarie poste in essere da emittenti quotati.

Nel corso del 2004 la Consob ha rilasciato il nulla osta alla pubblicazione di 7 prospetti informativi e di quotazione di azioni sul mercato Mta gestito da Borsa Italiana.

In un caso (TeamSystem), tuttavia, l'offerta di vendita e sottoscrizione di azioni finalizzata alla quotazione è stata ritirata, non essendo stato concluso l'accordo di collocamento e garanzia relativo al collocamento istituzionale.

Nell'avviso in cui è stato informato il mercato del ritiro dell'offerta, in conformità a quanto previsto nel prospetto informativo, la società ha precisato che la decisione è maturata in considerazione del fatto che la valorizzazione della società sulla base dei parametri ricavabili dall'offerta, in termini di domanda e di indicazioni di prezzo, non era in linea con le aspettative di prezzo ricavabili da una vendita privata della società stessa.

L'istruttoria che ha condotto al rilascio del nulla osta alla pubblicazione del prospetto di Terna ha presentato alcuni profili di criticità legati al particolare quadro normativo di riferimento del settore in cui l'emittente opera.

XIV LEGISLATURA – DISEGNI DI LEGGE E RELAZIONI - DOCUMENTI

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

Tav. IV.4

Tipologia	2002	2003	2004
<i>Numero di prospetti informativi relativi a:</i>			
Ammissione a quotazione di titoli azionari ¹	14	14	7
di cui tramite offerta	6	4	7
Prestiti obbligazionari	21 ²	28	4
di cui sola ammissione a quotazione ³	16 ³	24	1
Emissione di covered warrants ⁴	102	26	17
Ammissione a quotazione di warrants	6	8	--
Altre offerte relative a titoli quotati ⁵	1	1	1
Offerte di titoli non quotati di emittenti italiani ⁶	3	2	5
Offerte ai dipendenti ⁷	39	35	28
Offerte in opzione ai soci ⁸	23	10	2
Offerte di emittenti esteri	13	3	--
di cui riconoscimento di prospetti esteri	13	3	--
di cui offerte pubbliche panceuropee	--	--	--
Oicr e fondi pensione ⁹	520	268	374
<i>Totali</i>	742	422	438
<i>Numero di relazioni illustrate relative a operazioni di finanza straordinaria:</i>			
Fusioni	43	44	34
Scissioni	6	10	5
Aumenti di capitale sociale ¹⁰	58	66	68
Acquisto/alienazione azioni proprie	78	93	90
Modifiche statutarie	81	85	302
Conversione azioni	1	3	4
Emissioni obbligazioni	5	9	7
Riduzione capitale sociale	8	13	14
<i>Totali¹¹</i>	254	323	524

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

Terna è il principale proprietario in Italia di infrastrutture elettriche costituenti la rete di trasmissione nazionale ed è stata costituita dall'Enel in attuazione di quanto previsto dal D.Lgs. 79/1999, mediante conferimento del ramo di azienda relativo all'esercizio dei diritti di proprietà di tutta la rete di trasmissione dell'energia elettrica che in quel momento era di proprietà della stessa Enel.

L'assetto normativo che regolava l'attività di Terna, modellato dal decreto del 1999, è stato successivamente modificato dall'emanazione del D.L. n. 239 del 29.8.2003, convertito, con modificazioni, nella legge n. 290 del

27.10.2003. Il futuro assetto del sistema è stato delegato, nel rispetto dei principi generali espressi nel citato decreto-legge, a un successivo provvedimento da emanare da parte del Presidente del Consiglio dei Ministri. Tale provvedimento è stato emanato nel corso dell'istruttoria. La nuova disciplina prevede l'unificazione fra Terna e il soggetto gestore della stessa, con relativo trasferimento di beni, rapporti, attività, e la graduale aggregazione in Terna delle residue porzioni di rete elettrica nazionale. Inoltre sono previsti gli adeguamenti statutari e di corporate governance necessari per consentire al nuovo soggetto di svolgere tutti i compiti a esso affidati dalla legge. L'istruttoria ha quindi dovuto tener conto dei mutamenti in atto a livello di regolamentazione del settore affinché fossero adeguatamente descritti nel prospetto informativo.

Nel 2004 la Commissione è stata chiamata a rilasciare il nulla osta alla pubblicazione di un prospetto di quotazione relativo a un prestito obbligazionario convertibile in azioni AEM del Comune di Milano.

Nel corso di questa istruttoria, particolare rilievo ha assunto il contenzioso in essere tra il Comune di Milano e alcune associazioni di consumatori e di azionisti di AEM relativo alle impugnative di due delibere del Consiglio Comunale di Milano. Tali delibere hanno riguardato l'approvazione da parte del Consiglio Comunale dell'emissione del citato prestito obbligazionario e l'approvazione di alcune modifiche statutarie introdotte nello statuto di AEM, tra cui il sistema di nomina diretta, da parte del Comune di Milano, di un numero di amministratori non superiore a un quarto del numero complessivo degli amministratori da eleggere, ex art. 2449 c. c., e l'elezione dei restanti membri del consiglio di amministrazione di AEM tramite il voto di lista. Per effetto di tali previsioni statutarie, il Comune di Milano manterrà il diritto di nominare la maggioranza assoluta degli amministratori di AEM, anche a seguito della perdita del controllo di diritto della società municipalizzata. A seguito di un complesso iter giudiziale, nel settembre 2004 il TAR della Lombardia ha sospeso il procedimento tra le parti chiedendo alla Corte di Giustizia Europea di pronunciarsi, in via interpretativa, sulla compatibilità dell'art. 2449 c. c. con l'art. 56 del Trattato UE.

L'intervento in sede istruttoria è stato quindi rivolto soprattutto a garantire una adeguata informativa nel prospetto sui possibili scenari che si potranno verificare (i) nell'ipotesi in cui la Corte di Giustizia Europea dovesse ritenere l'art. 2449 c. c. incompatibile con la normativa comunitaria e, (ii) conseguentemente, il TAR della Lombardia emanasse una sentenza esecutiva di annullamento della delibera di emissione del prestito obbligazionario nella parte in cui è stata deliberata l'emissione del prestito, nonché l'annullamento di tutti gli atti consequenziali all'operazione di emissione.

Al riguardo, sono state inserite nel regolamento del prestito obbligazionario e nel prospetto informativo disposizioni volte a disciplinare specificamente gli effetti della sentenza nei rapporti tra il Comune di Milano e gli obbligazionisti convertibili. Nel corso dell'istruttoria è stato infine richiesto di garantire una adeguata informativa, nella parte relativa alla struttura dell'offerta, sul trattamento preferenziale previsto, in sede di riparto, a favore dei cittadini milanesi rispetto al pubblico indistinto. Tale trattamento ha formato oggetto nel 2004 di una specifica richiesta di parere da parte del Comune di Milano. La Consob, nel confermare l'orientamento già espresso nella comunicazione n. DEM/67661 del 13.9.2000, ha rilevato che, nel caso di specie, non si rinvenivano elementi ostativi circa l'utilizzo, in sede di riparto, di un criterio preferenziale in base al quale si fosse proceduto dapprima a soddisfare le richieste presentate in sede di offerta dai cittadini milanesi e, successivamente, ove l'offerta pubblica fosse risultata ancora capiente, al pubblico indistinto, purché ciò fosse avvenuto nel rispetto del principio di parità di trattamento nell'ambito dei soggetti aderenti e appartenenti alla medesima categoria e le relative modalità fossero state descritte in modo esaustivo nel prospetto informativo.

Fra le altre operazioni di rilievo relative a emittenti quotati, si segnala il rilascio del nulla osta alla pubblicazione di un prospetto informativo relativo all'offerta in opzione ai soci di azioni ordinarie emesse da Telecom Italia Media.

XIV LEGISLATURA – DISEGNI DI LEGGE E RELAZIONI - DOCUMENTI

L'operazione in questione, pur configurando una sollecitazione non subordinata, ai sensi dell'art. 33, comma 2, lett. a) del regolamento Consob in materia di emittenti, al rilascio del nulla osta Consob, è stata oggetto di istruttoria su richiesta della società, al fine di attivare la procedura di riconoscimento del prospetto all'estero ai sensi dell'art. 94, comma 4 del Tuf.

Per ciò che riguarda la vigilanza sulle offerte pubbliche di acquisto, nel 2004 la Consob ha rilasciato il nulla osta alla pubblicazione di documenti informativi relativi a 28 operazioni, di cui 7 relative a obbligazioni e 2 relative ad azioni non quotate (Tav. IV.5).

Tav. IV.5

Strumenti finanziari oggetto di offerte pubbliche di acquisto e/o di scambio
per cui è stato concesso il nulla osta nel 2004

	Su azioni quotate			Su obbligazioni	Su azioni non quotate	Totale
	Ordinarie	Risparmio	Privilegiate			
Volontarie	4	1	--	7	2	14
Preventive	--	--	--	--	--	--
Successive	10	--	--	--	--	10
Residuali	3	--	--	--	--	3
Su azioni proprie	1	--	--	--	--	1
<i>Totale</i>	<i>18</i>	<i>1</i>	<i>--</i>	<i>7</i>	<i>2</i>	<i>28</i>

Fonte: Archivio Consob su documenti di offerta.

Con particolare riguardo alle Opa aventi ad oggetto obbligazioni, nel corso del 2004 si sono svolte due operazioni di ristrutturazione di prestiti obbligazionari, mediante modifica, tra l'altro, delle relative condizioni (interessi e scadenze).

Si tratta dei prestiti obbligazionari emessi da due controllate estere di società italiane, rispettivamente dalla Italtractor ITM S.A. e dalla Fantuzzi Finance S.A. Le modifiche alle obbligazioni esistenti sono state sottoposte all'approvazione degli obbligazionisti appositamente convocati in assemblea, le cui deliberazioni dovevano essere adottate con quorum costitutivi e deliberativi qualificati. In caso di approvazione delle delibere assembleari le società emittenti riconoscevano altresì il pagamento immediato di una somma in denaro, la cosiddetta "consent fee", agli obbligazionisti che votassero favorevolmente alle modifiche proposte.

Le suddette operazioni sono state considerate riconducibili a offerte pubbliche di acquisto e scambio, in quanto la convocazione degli obbligazionisti in assemblea (in numero superiore a 200) e la relativa proposta di modifica dei tassi di interesse e delle scadenze del prestito si sostanzia in un'offerta di scambio, come definita dall'art. 1, comma 1, lett. v) del Tuf. L'invito a modificare le condizioni del prestito in termini di durata e di tassi di interessi, configura, infatti, una nuova proposta di investimento in sostituzione della precedente. Ciò comporta una nuova scelta da parte dell'obbligazionista e realizza i presupposti di un'offerta sottoposta alla disciplina di cui agli artt. 102 e ss. del Tuf.

Sempre con riferimento alle offerte aventi ad oggetto obbligazioni, nel dicembre 2004, la Commissione ha concesso il nulla osta alla pubblicazione del prospetto informativo relativo all'offerta pubblica di scambio promossa dalla Repubblica Argentina, avente ad oggetto proprie obbligazioni in stato di *default*, in cambio di obbligazioni di nuova emissione.

L'offerta, che ha avuto luogo nei primi mesi del 2005, fa parte di un più vasto "Invito Globale" che comprende altre offerte effettuate ad analoghe condizioni in altri Paesi (Argentina, Stati Uniti, Germania, Lussemburgo, Paesi

Bassi e Spagna), al fine di realizzare il piano di ristrutturazione del debito annunciato dalla Repubblica Argentina il 1° giugno 2004. A fronte delle obbligazioni esistenti, la Repubblica Argentina ha offerto nuove obbligazioni denominate Par, Quasi-Par e Discount, aventi scadenze che vanno dal 2033 al 2035, nonché "titoli PIL", che attribuiscono il diritto a ricevere una somma in denaro in relazione all'andamento del PIL argentino. I titoli oggetto dello scambio, che appartengono a oltre 170 serie di obbligazioni, ammontano complessivamente a 81,8 miliardi di dollari, di cui 79,7 miliardi di dollari di capitale non rimborsato e 2,1 miliardi di dollari a titolo di interessi.

Nel corso del 2004, infine, la Consob ha risposto a un quesito relativo all'applicabilità dell'esenzione prevista dall'art. 49, comma 1, lett. b) del Regolamento Emittenti, a una operazione di sottoscrizione di un aumento di capitale di una società quotata in crisi. Nella fattispecie la Consob ha riscontrato la sussistenza di tutti i presupposti per il riconoscimento dell'esenzione.

L'informativa in sede assembleare

Nel 2004 la Consob è intervenuta in diverse occasioni per richiedere alle società quotate di integrare l'informativa resa agli azionisti in sede assembleare. Tali richieste vengono generalmente formulate in occasione dell'assemblea di bilancio, in modo da offrire agli azionisti, e in generale al mercato attraverso il comunicato stampa successivo all'assemblea, elementi ulteriori per assumere consapevolmente le decisioni relative all'approvazione del documento contabile annuale.

In un caso, sono state richieste informazioni in merito a un prestito obbligazionario emesso dalla società e ad alcune operazioni su strumenti derivati che, per caratteristiche, numero e perdite potenziali, potevano rappresentare un elemento di tensione finanziaria significativo per l'emittente.

In un altro caso, a una società per la quale erano già stati attivati gli obblighi di informativa mensile, è stato richiesto di integrare l'informativa da rendere in assemblea di bilancio, fornendo chiarimenti sul nuovo piano operativo in via di predisposizione dai nuovi amministratori per far fronte alla situazione di grave crisi in cui versava la società, con particolare riferimento agli obiettivi da conseguire e ai tempi di realizzazione, nonché alla problematica della continuità aziendale in caso di mancata approvazione del piano in questione. Inoltre, nell'immediato, è stato richiesto agli amministratori di illustrare le misure in concreto adottate per far fronte alle scadenze finanziarie in atto, con particolare riferimento alle prossime scadenze di prestiti obbligazionari della società e di sue controllate.

In altri quattro casi, le informazioni che si è richiesto di fornire durante i lavori assembleari hanno costituito anche oggetto di aggiornamento sulla base degli obblighi informativi mensili imposti alle stesse società a partire dal mese successivo.

Più complessa è stata invece la vicenda che ha riguardato un altro emittente quotato (Enertad), al quale è stato innanzitutto richiesto di integrare le informazioni contenute nella quarta relazione trimestrale in merito ai rapporti con parti correlate, con particolare riferimento alla natura, composizione e durata dell'esposizione nei confronti della società controllante e delle altre parti correlate. Successivamente, in occasione della diffusione di un prospetto informativo relativo a un'operazione di aumento di capitale in opzione ai soci (operazione per la quale il Regolamento Emittenti non prevede nulla osta alla pubblicazione del prospetto da parte della Consob) si è richiesto alla società di fornire, durante la concomitante assemblea di bilancio, alcune delle informazioni rese nel prospetto, in particolare con riferimento alla natura e durata dei finanziamenti concessi dalla società alla sua controllante e alla destinazione degli stessi; all'indicazione dei tempi e delle modalità previste per il rientro dei finanziamenti medesimi; alla descrizione del sistema di tesoreria accentrativa di gruppo di cui la società si avvale; alla destinazione delle risorse raccolte con l'aumento di capitale e alla motivazione che ha indotto la società a promuovere la raccolta di risorse finanziarie pur in

presenza di un rilevante credito verso la società controllante apportato nell'ambito del contratto di gestione della tesoreria.

La Commissione è inoltre intervenuta, esercitando i poteri di cui all'art. 114, comma 3 del Tuf, per richiedere a un emittente quotato (Aedes) di fornire ulteriori elementi in sede assembleare.

A tale ultimo riguardo, la Commissione ha richiesto alla società quotata di integrare l'informativa predisposta per l'assemblea di approvazione del bilancio con le considerazioni degli amministratori in ordine a una segnalazione, ex art. 155, comma 2, del Tuf, effettuata dalla società di revisione PricewaterhouseCoopers Spa alla Consob, al collegio sindacale e per conoscenza al consiglio di amministrazione, in merito a una specifica operazione, posta in essere dalla società e da una sua controllata. La Commissione ha altresì invitato il collegio sindacale a formulare nella medesima assemblea di bilancio le proprie considerazioni sulla specifica materia.

In particolare, con la suddetta segnalazione, la società di revisione, pur avendo espresso un parere positivo sul bilancio di esercizio e consolidato della società in questione, ha evidenziato, a seguito delle verifiche svolte, alcune criticità circa il trattamento contabile della citata operazione e circa l'opportunità di tale operazione nell'ambito di una corretta gestione aziendale.

In altre occasioni la richiesta di informativa ha riguardato, invece, assemblee straordinarie.

In un caso (Finarte-Semenzato) la Commissione è intervenuta in occasione dell'assemblea convocata per la fine di gennaio 2004 dal consiglio di amministrazione, ai sensi dell'art. 2446 c.c., per esaminare la situazione patrimoniale aggiornata al 30 settembre 2003 e deliberare la riduzione per perdite e il contestuale aumento del capitale.

In particolare, è stato richiesto alla società di informare gli azionisti in merito ai lavori effettuati dai revisori sulla situazione al 30 settembre e alle considerazioni da essi svolte sul punto; di chiarire le valutazioni compiute e le azioni intraprese o da intraprendere da parte degli amministratori relativamente alla recuperabilità di alcuni crediti verso i clienti e verso i mandanti; di relazionare con riguardo a un finanziamento concesso alla società da uno dei suoi azionisti e alle modalità del rimborso di detto finanziamento, in scadenza nel mese di febbraio 2004; di indicare le tendenze prevedibili più significative della gestione e gli elementi essenziali dei piani che la società intendeva predisporre per assicurare la continuità aziendale.

A seguito degli esiti negativi di tale assemblea, la Commissione ha richiesto alla società di informare mensilmente il mercato in merito all'evoluzione della sua situazione economico/patrimoniale e finanziaria. In particolare, a decorrere dal mese di febbraio 2004, sono state richieste informazioni aggiornate sulla composizione dettagliata della posizione finanziaria netta a breve, a medio e a lungo termine, sui rapporti creditori verso i clienti della Società e informazioni dettagliate sulle modalità di rimborso di un finanziamento concesso all'emittente da una parte correlata.

Un altro intervento ha riguardato l'assemblea di una società di calcio (A.S. Roma), chiamata a deliberare la copertura delle perdite e un contestuale aumento di capitale scindibile in opzione ai soci, da liberarsi anche mediante conversione di crediti certi, liquidi ed esigibili vantati nei confronti della società.

In tale occasione è stato richiesto di integrare le informazioni contenute nella relazione illustrativa predisposta dagli amministratori per l'assemblea, fornendo informazioni in merito all'entità e alla tipologia dei debiti della società, alla stima del complessivo fabbisogno finanziario del gruppo derivante dalla gestione operativa e all'indicazione delle risorse finanziarie individuate per la copertura di tali fabbisogni.

La richiesta era volta anche a chiarire i termini e lo stato di attuazione dell'accordo, intervenuto prima dell'assemblea e fatto oggetto di comunicato stampa, fra la famiglia Sensi e la Banca di Roma per la ristrutturazione del gruppo societario facente capo a tale famiglia. L'accordo prevedeva, infatti, fra gli obiettivi a breve, la canalizzazione del ricavato delle programmate dismissioni a favore della società quotata, in modo da consentire