

che i poteri *ex art. 115* sono destinati a breve ad essere rafforzati ed ampiamente integrati per effetto dell'imminente attuazione della Direttiva sugli abusi di mercato, avrebbe potuto cogliersi – e ciò potrebbe ancora avvenire - l'occasione per ridisegnare in modo organico i poteri e gli strumenti di vigilanza con riguardo a tutte le aree sottoposte ai controlli della Consob, ivi compresa quella degli intermediari mobiliari, rispetto alla quale la Direttiva MiFID di prossima attuazione prevede l'attribuzione all'Autorità competente di poteri di vigilanza e di indagini analoghi a quelli previsti dalla disciplina degli abusi di mercato.

Fra gli strumenti di indagine, di rilievo appare la facoltà prevista per ogni esigenza di vigilanza, di ricorrere alla collaborazione della Guardia di Finanza, che rimane vincolata al segreto d'ufficio per tutte le notizie, informazioni e dati acquisiti.

Positivi anche gli interventi sul regime delle sanzioni amministrative che rispondono alle esigenze, in più circostanze evidenziate dalla Consob, di dissuasività e di efficienza delle procedure finalizzate alla loro irrogazione. Oltre a un congruo aumento dell'importo delle sanzioni, è stato previsto che la Consob proceda direttamente alla loro applicazione.

Inoltre, è stato previsto che la responsabilità per violazioni di natura amministrativa faccia direttamente capo alla persona giuridica, con introduzione generalizzata dell'obbligo di rivalsa nei confronti degli esponenti aziendali alla cui condotta siano ascrivibili le violazioni. Tale intervento consentirà alla Consob una significativa semplificazione delle istruttorie – le quali oggi devono tener conto del ruolo di ogni singolo soggetto in realtà organizzative notevolmente complesse e comportano onerose moltiplicazioni di adempimenti formali – e ridurrà drasticamente i tempi di irrogazione delle sanzioni.

Altrettanto positiva è la norma che esclude l'applicazione per le violazioni di maggiore rilevanza delle disposizioni sul pagamento in misura ridotta contenute nell'art. 16 della legge 689/81. Disposizioni che, comportando la conclusione del procedimento sanzionatorio senza l'adozione di un provvedimento di irrogazione della sanzione, non consentono alcuna forma di pubblicità delle violazioni riscontrate.

Infine, il disegno di legge sul risparmio attribuisce all'Istituto compiti di definizione di procedure di conciliazione ed arbitrato nelle controversie tra risparmiatori e intermediari, finalizzate all'indennizzo nel caso di accertato inadempimento. Viene altresì attribuito alla Consob il compito di gestire il fondo di garanzia per l'indennizzo ai risparmiatori dei danni cagionati dalla violazione delle disposizioni in materia di intermediazione, con attribuzione altresì della legittimazione ad agire in giudizio in rappresentanza del fondo per la tutela dei diritti e la rivalsa nei confronti dell'intermediario responsabile.

Tali nuove attribuzioni sono destinate a produrre un impatto significativo sull'operatività della Consob, con qualche rischio di riduzione di efficacia dell'attività di vigilanza. In proposito potrebbe essere opportuno prevedere che la gestione del fondo di garanzia per l'indennizzo sia affidata, in luogo della Consob, ad un soggetto appositamente costituito, anche in coerenza con la gestione dei sistemi di indennizzo già esistenti.

Il recepimento delle Direttive europee

In attesa del completamento dell'*iter* parlamentare del disegno di legge sul risparmio, che dovrebbe ridefinire i perimetri e gli obiettivi delle attività di vigilanza e la regolazione dei principali elementi critici

emersi dalle crisi, i maggiori elementi di novità, per quanto riguarda il quadro di riferimento legislativo per l'attività istituzionale della Consob, provengono dal completamento del piano di azione dell'Unione Europea per i Servizi Finanziari e dalla necessità di attuazione delle nuove Direttive europee approvate in tale ambito.

Il Piano d'Azione è stato in gran parte attuato. Oltre il 93 per cento delle misure di natura legislativa sono state realizzate con regole che interessano i diversi settori del mercato mobiliare (emittenti, prestatori di servizi, mercati e Autorità di vigilanza) e che in parte avrebbero già dovuto essere recepite nell'ordinamento interno.

L'impatto di questo complesso processo di ridefinizione delle regole per un mercato unico europeo dei servizi finanziari sarà molto rilevante sia per quanto riguarda la struttura e i funzionamenti dei mercati, sia per quanto riguarda il ruolo e i compiti delle Autorità di controllo.

Le linee portanti sono individuabili in una estesa liberalizzazione dell'accesso ai mercati nazionali attraverso la rimozione delle barriere, di natura regolamentare e strutturale, all'offerta dei servizi di investimento e all'operatività degli intermediari e dei mercati su scala europea.

In questo quadro, si delinea un modello di "competizione armonizzata" che coinvolge i diversi operatori del mercato, ma anche i sistemi nazionali. In tale processo le istituzioni politiche e le Autorità di controllo mantengono un ruolo decisivo sia nelle fasi di definizione delle regole e di successiva verifica e adeguamento nelle sedi europee, sia nella scelta dei "livelli" di adeguamento e delle modalità concrete di recepimento delle norme europee e della loro integrazione con le regolamentazioni nazionali.

È necessario un coordinamento tra le diverse Autorità e istituzioni coinvolte nel processo di normazione europea, in funzione di una strategia comune che valuti soddisfacentemente gli effetti dell'adeguamento normativo sui costi che gli operatori devono sostenere. In questo quadro si dovrà porre notevole attenzione nell'introdurre, laddove le normative europee lascino tale facoltà, disposizioni più stringenti di quanto previsto in sede europea (c.d. "*super equivalence*"), limitandosi ai soli casi giustificati da specifiche esigenze di tutela degli investitori nel contesto nazionale e sulla base di una analisi costi-benefici delle misure "aggiuntive".

È essenziale che alla definizione di strategia contribuisca il mercato attraverso adeguate procedure di consultazione che coinvolgano gli operatori, le associazioni di categoria e le associazioni dei consumatori, al fine di favorire l'emergere e il confronto delle diverse esigenze e dei diversi punti di vista.

In un contesto di mercati globali assume un'importanza centrale la capacità dei singoli paesi di agire come "sistema", dove le istituzioni politiche, le Autorità di controllo e i vari soggetti che costituiscono la piazza finanziaria dovrebbero concorrere, nella diversità dei compiti e delle funzioni, a definire una strategia di gestione della progressiva integrazione internazionale che consenta nel contempo di valorizzare le capacità competitive e di sviluppo del sistema economico italiano e di tutelare gli interessi degli investitori.

L'integrazione dei mercati finanziari rappresenta infatti un'opportunità per offrire maggiore qualità ed efficienza nei servizi offerti agli emittenti e agli investitori, in quanto aumenta il grado di concorrenzialità e la diversificazione delle tipologie e delle caratteristiche dei soggetti che li offrono. Nonostante la forte spinta all'internazionalizzazione, permangono infatti elementi di segmentazione nel mercato dei servizi finanziari, soprattutto di quelli offerti alla clientela non qualificata, in conseguenza della forte posizione competitiva rappresentata dalle reti di distribuzione nazionali, essenzialmente basate nell'economia italiana sul ruolo dei

gruppi bancari nazionali, sui quali gravano rilevanti conflitti di interessi. La maggiore apertura che si sta realizzando su scala europea, e che subirà una notevole accelerazione con l'attuazione della Direttiva sui mercati degli strumenti finanziari, può rappresentare uno strumento efficace per correggere dette anomalie.

Ciò richiederà un confronto e un coordinamento tra le varie categorie di soggetti coinvolte, sia a livello nazionale che nelle diverse sedi sopranazionali, nella costruzione del quadro legislativo e regolamentare, nella definizione delle politiche di vigilanza e sanzionatorie, nello sviluppo delle migliori pratiche di mercato (*best practice*).

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

L'attività istituzionale della Consob si colloca in un contesto istituzionale e di mercato sottoposto a rapida evoluzione. La velocità dei cambiamenti in atto e la permanenza di elementi di indeterminazione nella definizione del quadro legislativo richiede l'adozione di un approccio di vigilanza e di regolamentazione aperto e flessibile al fine di tener conto delle nuove criticità e delle nuove esigenze che emergono nella tutela dell'integrità del mercato e degli interessi degli investitori.

Particolarmente rilevante appare l'esigenza di adeguare il ruolo della Consob ai mutamenti introdotti dalle normative europee. Sebbene numerose iniziative legislative siano *in itinere*, non si può non rilevare come i ritardi registrati nell'attribuzione all'Autorità di vigilanza dei poteri richiesti dagli *standard* europei ne limitino notevolmente l'azione sollevando, altresì, perplessità sull'autorevolezza della stessa nelle diverse sedi europee.

L'adeguamento del quadro normativo e il rafforzamento dei poteri dell'Autorità di vigilanza rappresenta condizione necessaria pur se non sufficiente per garantire uno sviluppo del mercato finanziario compatibile con la sua integrazione internazionale e con le specifiche esigenze di tutela degli investitori nella realtà italiana.

Le nuove caratteristiche che i processi di intermediazione finanziaria stanno progressivamente assumendo comportano una maggiore esposizione al rischio per gli investitori e un più complesso rapporto tra fornitori e utenti dei servizi d'investimento anche a causa dell'intensificazione dei conflitti di interessi di soggetti polifunzionali e sempre più internazionalizzati.

Si accentua la criticità e l'importanza del rapporto fiduciario che si deve instaurare fra intermediario e cliente, lungo tutta la catena della fornitura dei servizi di investimento, dalla negoziazione, alla gestione, alla produzione di studi, ponendo l'accento sull'importanza di regole di condotta adeguate a garantire la correttezza di comportamento dei soggetti che si trovano strutturalmente in una posizione di forza nei confronti degli investitori.

Inoltre, dal lato degli emittenti si sta verificando una progressiva, sebbene ancora limitata, apertura al finanziamento da parte del mercato sia del capitale di rischio, con un tendenziale aumento della quota di flottante, sia del capitale di debito, con la crescita delle emissioni obbligazionarie. Da ciò deriva una maggiore esigenza di garantire la presenza di meccanismi di governo societario in grado di assicurare forme di controllo efficaci sulla gestione, nel quadro di una maggiore dialettica tra i diversi interessi coinvolti nella proprietà degli emittenti.

Questi mutamenti strutturali richiedono a tutti i soggetti interessati allo sviluppo del mercato una maggiore assunzione di responsabilità ma anche un maggiore grado di “consapevolezza” da parte dei risparmiatori nell’adozione di strategie di investimento maggiormente esposte al rischio.

L’evoluzione delle scelte d’investimento dei risparmiatori richiede infatti una adeguata “cultura finanziaria” per confrontarsi con un’offerta di prodotti e di servizi finanziari che, insieme a una più ampia possibilità di rispondenza alle esigenze di investimento, comportano una crescente complessità delle combinazioni tra rischio e rendimento che devono essere attentamente comprese e valutate. A tale scopo è opportuno sviluppare un programma serio e incisivo di “alfabetizzazione finanziaria”.

La Consob ha avviato alcune importanti iniziative di educazione degli investitori (*investor education*), attraverso il proprio sito *internet*, tese a fornire nozioni di base in materia di rischi degli investimenti in strumenti finanziari, a illustrare le caratteristiche di alcuni prodotti particolarmente complessi e dei meccanismi di calcolo delle spese relative ad alcuni servizi di gestione. Sarebbe opportuno che le iniziative della Consob fossero integrate da un programma più ambizioso che, attraverso l’acquisizione di un adeguato stanziamento di fondi e di risorse, sia in grado di raggiungere i risparmiatori utilizzando canali di comunicazione più ampi e penetranti.

Il quadro delineato evidenzia con chiarezza il notevole accrescimento dei compiti dell’Istituto, del numero e del novero dei soggetti vigilati, dei settori presidiati dall’attività di controllo, delle patologie potenziali su cui intervenire, degli impegni internazionali connessi.

Lo sforzo della Consob è diretto in particolare ad aumentare la capacità di cogliere tempestivamente i segnali che si manifestano sul mercato riguardo a situazioni anomale o critiche sotto il profilo della trasparenza, completezza e simmetria informativa e sotto il profilo dell’integrità dei mercati e dell’offerta di servizi di intermediazione.

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

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

Per far fronte a tutto ciò occorrono dotazioni di personale e mezzi finanziari adeguati.

Sul piano delle risorse umane, il disegno di Legge comunitaria per il 2004 assegna all’Istituto 150 unità di personale aggiuntive, portando così la dotazione organica a complessive 600 unità.

L’aumento dell’organico, che la Consob ha in passato più volte richiesto con determinazione, risponde all’esigenza di fronteggiare i compiti derivanti dalla principale missione istituzionale della Consob: vigilare affinché siano prevenuti e sanzionati comportamenti scorretti sul mercato che mettono a repentaglio la tutela degli investitori.

La vigilanza della Consob assume molteplici forme: non solo quelle legate alla definizione di regole e allo svolgimento di istruttorie di autorizzazione (nulla-osta a prospetti informativi, autorizzazioni all'iscrizione agli Albi tenuti dall'Autorità, autorizzazioni alle società di gestione dei mercati), ma soprattutto quelle legate alla valutazione su base continuativa dei complessi *input* informativi, frutto di segnalazioni esterne (esposti, quesiti, dati di vigilanza) e di elaborazioni interne (comprese le richieste di dati e notizie, l'attività ispettiva e la cooperazione con altre Autorità), che consentono all'Istituto di individuare gli elementi di rischio nel comportamento degli operatori (emittenti, intermediari, società di gestione del mercato).

Tale vigilanza è costituita da attività di analisi necessariamente tutelate da un regime di riservatezza, e quindi "invisibili" all'esterno, che assorbono una quota consistente delle risorse assegnate a compiti di vigilanza e portano l'Istituto ad individuare i presupposti per l'avvio di procedimenti finalizzati all'irrogazione di sanzioni.

Particolarmente rilevante è l'attività di risposta a quesiti relativi a materie di competenza istituzionale, che svolge una funzione importante nel fornire indirizzi interpretativi e applicativi che favoriscono l'omogeneità dei comportamenti e la certezza degli operatori. Tale attività, proprio per la sua natura "para-regolamentare", richiede analisi approfondite e laboriose, in quanto i quesiti fanno spesso riferimento a situazioni e fenomeni innovativi del mercato, il cui inquadramento nell'assetto normativo deve essere valutato con attenzione, al fine di mantenerne la necessaria coerenza. Per contemperare l'esigenza del mercato di poter disporre di tale attività interpretativa con quella di assicurare un efficiente impiego delle limitate risorse professionali a disposizione, la Consob ha definito criteri di selezione *ex ante* dei quesiti da esaminare, dando seguito di norma a quelli inviati dagli operatori del mercato e dai risparmiatori e aventi ad oggetto situazioni non del tutto ipotetiche o astratte.

Analogo impegno è richiesto per la gestione degli esposti inviati da risparmiatori o da altri soggetti che indicano ipotesi di violazioni delle norme in vigore che, pur non costituendo atti che comportano necessariamente l'apertura di procedimenti amministrativi, possono costituire un'utile fonte di informazione e di segnalazione sia in merito a comportamenti individuali che al manifestarsi di "patologie" più sistematiche soprattutto nell'attività di prestazione di servizi finanziari. Anche qui, esigenze di economicità dell'azione di vigilanza, considerato il numero elevatissimo di esposti inviati, richiedono una attenta selezione *ex-ante*, finalizzata alla individuazione delle informazioni potenzialmente rilevanti per l'apertura di un'istruttoria.

Per i procedimenti ad istanza di parte, quali le richieste di autorizzazione alla prestazione di servizi d'investimento, all'esercizio di un mercato regolamentato o alla pubblicazione di documenti e prospetti informativi, i tempi delle istruttorie derivano da norme di legge e regolamentari e la Consob ne assicura il rigoroso e puntuale rispetto¹.

¹ Con riguardo alla prestazione dei servizi d'investimento da parte delle Sim e delle imprese di investimento extracomunitarie, i tempi di autorizzazione o di eventuale estensione o rinuncia sono fissati dal Regolamento Intermediari della Consob in 120 giorni.

Per l'iscrizione all'Albo dei promotori finanziari, il Regolamento Consob sui promotori stabilisce un termine di 30 giorni dal ricevimento della proposta da parte delle Commissioni regionali. Per l'autorizzazione all'esercizio di mercati regolamentati, la tempistica fissata dal Regolamento Consob sui procedimenti è di 120 giorni, che si riducono a 60 giorni nel caso di modifiche al Regolamento del mercato.

Per le attività di vigilanza, al contrario, i tempi non possono derivare da disposizioni normative, perchè sono il frutto di un “monitoraggio” permanente delle informazioni disponibili, che trova un esito al configurarsi di elementi sufficienti ad avviare veri e propri procedimenti sanzionatori, con l’invio di formali contestazioni di ipotesi di irregolarità ai soggetti vigilati, o d’impugnazione. In tali casi, si avvia un procedimento a rilevanza esterna, per il quale, come noto, la Consob si è data dei tempi massimi di conclusione² in ossequio alle disposizioni contenute nella legge n. 241/90, assicurando, tra l’altro, tutti i presidi di trasparenza e partecipazione al procedimento previsti dalla legge.

Nella Relazione Annuale della Consob sono pubblicati i dati relativi alle principali attività di vigilanza realizzate nel corso di ogni anno, distinte per fenomeni vigilati e per tipologia di attività svolta, analogamente a quanto fanno le Autorità degli altri principali paesi. Sono inoltre forniti gli elementi informativi e le valutazioni generali riguardo all’evoluzione dei fenomeni rilevanti per la funzione istituzionale che sono alla base dell’individuazione delle linee di indirizzo e delle priorità nella realizzazione delle specifiche attività di vigilanza.

L’Istituto ha inoltre avviato l’applicazione di sistemi di monitoraggio della propria produttività, volti ad assicurare l’efficienza dell’impiego delle risorse della Consob e a offrire precisi e tempestivi segnali al mercato su comportamenti lesivi dell’integrità del mercato. È infatti interesse generale, da un lato, garantire un’allocazione delle risorse destinate all’attività di vigilanza coerente con la gravità delle criticità che si manifestano, e dall’altro assicurare rapidità nei tempi che intercorrono tra la rilevazione di elementi di rischio e la conclusione di un procedimento sanzionatorio. A tale riguardo non può non rilevarsi l’incidenza che sui tempi complessivi di applicazione delle sanzioni possono avere il crescente contenzioso presso le diverse sedi giurisdizionali (amministrative, civili e penali) e l’esistenza di una fase amministrativa del procedimento non governata dalla Consob (l’irrogazione delle sanzioni).

La limitatezza delle risorse e le caratteristiche strutturali dell’attività di vigilanza hanno reso necessario adottare strumenti organizzativi atti ad assicurare il migliore svolgimento dell’attività. La Consob ha infatti adottato un sistema di valutazione (*rating*) dei soggetti vigilati, per individuare le situazioni di maggiore rischiosità da sottoporre a specifici controlli.

Il fabbisogno di risorse è strettamente collegato all’opportunità di potenziare l’area di vigilanza testè descritta. È importante che nuovi compiti, che possono derivare dalla normativa comunitaria e dal d.d.l. sul risparmio, siano pertinenti e funzionali al raggiungimento della missione istituzionale della Consob e non

Per l’autorizzazione alla pubblicazione di prospetti informativi relativi all’offerta al pubblico di prodotti finanziari, i tempi previsti vanno da 15 giorni (stabiliti dal Tuf nel caso di titoli già quotati o diffusi o nel caso di mutuo riconoscimento) a 40 giorni (fissati dal Regolamento Emittenti della Consob nel caso di prodotti finanziari non quotati né diffusi) che arrivano a due mesi nel caso di contestuale ammissione a quotazione.

Per l’autorizzazione alla pubblicazione del documento informativo nel caso di offerte pubbliche di acquisto e/o scambio la tempistica prevista dal Tuf varia da 15 giorni (nel caso di prodotti finanziari quotati o diffusi) a 30 giorni (nel caso in cui non lo siano).

Per la concessione dell’esenzione dall’obbligo di diffusione al pubblico di informazioni idonee a influenzare sensibilmente il prezzo degli strumenti finanziari (*price-sensitive*), il Tuf stabilisce che la Consob ha 7 giorni per valutare i presupposti per l’esistenza del grave danno per l’emittente.

² I termini sono fissati in 180 giorni a partire, per i procedimenti sanzionatori, dal termine previsto per la presentazione di deduzioni da parte del soggetto sottoposto al procedimento o, per i procedimenti d’impugnazione, dal primo atto d’impulso della Consob.

sottraggano risorse alla vigilanza per assegnarle ad attività, pur di rilievo, ma che riguardano aree e settori limitrofi e che potrebbero essere efficacemente svolte da organi di diversa natura.

Sul piano delle risorse finanziarie, alla crescita dei compiti e della dotazione organica non può non corrispondere anche un incremento di mezzi finanziari.

La spesa complessiva risultante dal Bilancio dell'Istituto era pari per il 2001 a 73,01 milioni di euro; per il 2005 somma a 89,36 milioni di euro (+ 22 per cento). Nello stesso periodo il contributo dello Stato è diminuito da 31 milioni di euro a 25,44 milioni di euro (- 18 per cento). In questo contesto, per l'integrale copertura del fabbisogno finanziario è stato necessario operare un progressivo aumento della contribuzione complessiva a carico del mercato: le entrate contributive sono così salite da 32,5 milioni di euro per il 2001 a 47,13 milioni per il 2005 (+ 45 per cento).

In particolare, il concorso del finanziamento pubblico e di quello del mercato alla copertura dei costi della Consob, che nel 2001 risultava sostanzialmente paritetico, si ripartisce per il 2005 in misura pari, rispettivamente, al 35 per cento e al 65 per cento. In assenza di una inversione della tendenza in atto, il divario esistente potrebbe accentuarsi.

Ulteriore elemento da considerare consiste nel fatto che non è possibile prevedere con buona certezza l'evoluzione delle entrate contributive oltre l'orizzonte temporale di un singolo anno, dal momento che gli stanziamenti triennali del Bilancio dello Stato, di fatto, possono subire di anno in anno, riduzioni impreviste correlate all'andamento della finanza pubblica.

PAGINA BIANCA

*L'evoluzione
del quadro di riferimento*

PAGINA BIANCA

I. LE SOCIETÀ

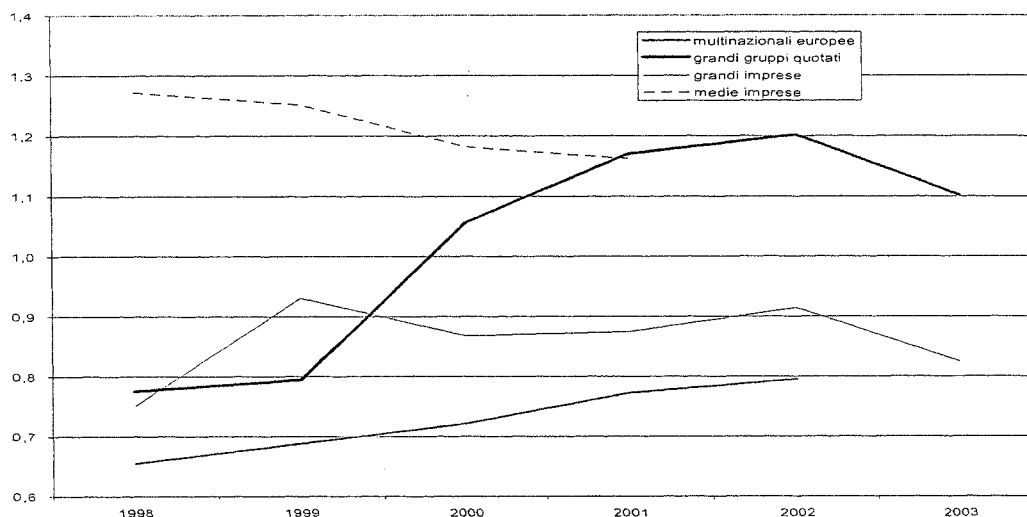
La struttura finanziaria e la redditività

Negli ultimi anni, il livello e la composizione dei debiti finanziari dei maggiori gruppi non finanziari quotati in borsa hanno registrato modifiche di carattere strutturale.

Il grado di indebitamento, invertendo una tendenza che si era avviata a partire dal 1999, ha registrato una riduzione, come si evince anche dal calo della leva finanziaria (pari al rapporto fra debiti finanziari e capitale netto) che nel 2003 si attestava al valore di 1,1, rispetto all'1,2 del 2002 (Fig. I.1).

Fig. I.1

Leva finanziaria delle imprese non finanziarie italiane e delle multinazionali industriali europee



Fonte: Elaborazioni su dati Mediobanca, R&S, Unioncamere. I grandi gruppi industriali quotati sono quelli censiti nell'annuario R&S 2004 (37 gruppi quotati); le multinazionali industriali europee sono quelle censite nella pubblicazione R&S "Dati cumulativi di 276 multinazionali" e si riferiscono a 137 gruppi europei; le grandi imprese sono quelle censite nella pubblicazione Mediobanca "Dati cumulativi di 1.945 società italiane" e si riferiscono a società con più di 500 addetti; le medie imprese sono quelle censite nella pubblicazione Mediobanca-Unioncamere "Le medie imprese industriali italiane" e si riferiscono a società con un numero di addetti compreso fra 50 e 500 (campione di circa 3.800 imprese). La leva finanziaria è calcolata come rapporto tra debiti finanziari e capitale netto. Il capitale netto è dato dalla somma del capitale sociale, delle riserve e delle rettifiche di consolidamento, delle azioni proprie, del reddito netto e delle perdite riportate.

La leva finanziaria dei maggiori gruppi quotati italiani rimane tuttavia su livelli assai superiori rispetto a quella delle principali imprese multinazionali europee (per le quali gli ultimi dati di bilancio, riferiti a un campione di 137 gruppi industriali, indicano per il 2002 una leva finanziaria pari a 0,8). Il livello di indebitamento delle grandi imprese quotate appare inoltre superiore a quello delle altre grandi imprese non quotate (un campione di 1.945 imprese con più di 500 addetti), per le quali nel 2003 la leva finanziaria risultava pari a circa 0,8. Le medie imprese italiane (un campione di circa 3.800 imprese quasi tutte non quotate e con un numero di addetti compreso fra 50 e 500 unità)

XIV LEGISLATURA – DISEGNI DI LEGGE E RELAZIONI - DOCUMENTI

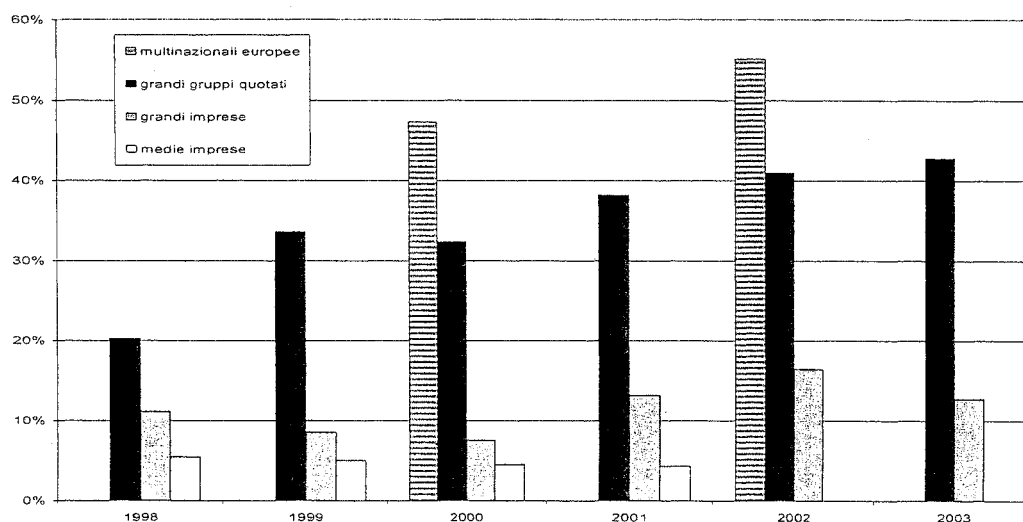
mostrano invece una leva finanziaria che nel 2001, ultimo dato disponibile, era simile a quella allora osservabile per i grandi gruppi quotati, ma di gran lunga superiore a quello delle grandi imprese.

La diminuzione della leva finanziaria e del grado di indebitamento delle grandi imprese quotate si è accompagnata a una radicale modifica della composizione dei debiti finanziari. In primo luogo, si è registrata una forte crescita del peso delle obbligazioni sul totale dei debiti finanziari.

Nel 1998, il peso delle obbligazioni sui debiti finanziari era pari a circa il 20 per cento, per arrivare nel 2003 a circa il 43 per cento (Fig. I.2). Ciò indica che, per i grandi gruppi quotati, la raccolta di capitale di debito attraverso l'emissione di obbligazioni e altri strumenti finanziari assume un peso ormai simile a quello del ricorso all'indebitamento bancario. Tale fenomeno è ancora più marcato per le grandi multinazionali europee, i cui debiti finanziari, nel 2002, erano rappresentati per oltre il 50 per cento da titoli obbligazionari (47 per cento circa nel 2000). Per le imprese italiane non quotate, invece, il peso delle obbligazioni sui debiti finanziari rimane modesto: per le grandi imprese è leggermente cresciuto negli ultimi quattro anni, attestandosi al 13 per cento circa nel 2000, mentre per le medie imprese il peso delle obbligazioni rimane vicino al 4 per cento circa.

Fig. I.2

Rapporto fra obbligazioni e debiti finanziari delle imprese non finanziarie italiane e delle multinazionali industriali europee

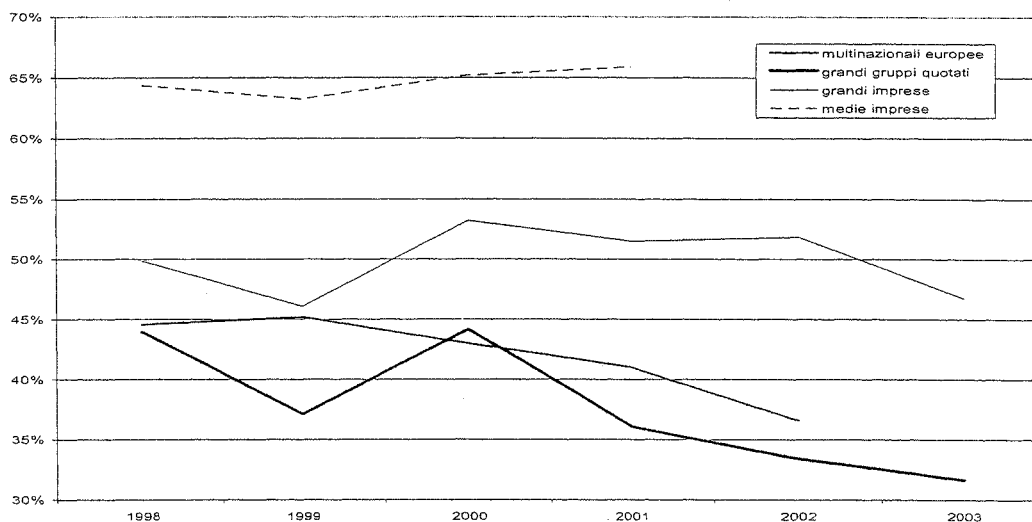


Fonte: Elaborazioni su dati Mediobanca, R&S, Unioncamere. I grandi gruppi industriali quotati sono quelli censiti nell'annuario R&S 2004 (37 gruppi quotati); le multinazionali industriali europee sono quelle censite nella pubblicazione R&S "Dati cumulativi di 276 multinazionali" e si riferiscono a 137 gruppi europei; le grandi imprese sono quelle censite nella pubblicazione Mediobanca "Dati cumulativi di 1.945 società italiane" e si riferiscono a società con più di 500 addetti; le medie imprese sono quelle censite nella pubblicazione Mediobanca-Unioncamere "Le medie imprese industriali italiane" e si riferiscono a società con un numero di addetti compreso fra 50 e 500 (campione di circa 3.800 imprese).

In secondo luogo, l'aumento del peso delle obbligazioni sui debiti finanziari complessivi dei grandi gruppi quotati ha contribuito a determinare una forte contrazione del peso dei debiti a breve (essendo le obbligazioni prevalentemente a medio e lungo termine). Il peso dei debiti a breve termine si è infatti progressivamente ridotto fra il 1998 e il 2003, passando dal 44 al 33 per cento circa (Fig. I.3).

Fig. 1.3

Rapporto fra debiti finanziari a breve e debiti finanziari totali
delle imprese non finanziarie italiane e delle multinazionali industriali europee



Fonte: Elaborazioni su dati Mediobanca, R&S, Unioncamere. I grandi gruppi industriali quotati sono quelli censiti nell'annuario R&S 2004 (37 gruppi quotati); le multinazionali industriali europee sono quelle censite nella pubblicazione R&S "Dati cumulativi di 276 multinazionali" e si riferiscono a 137 gruppi europei; le grandi imprese sono quelle censite nella pubblicazione Mediobanca "Dati cumulativi di 1.945 società italiane" e si riferiscono a società con più di 500 addetti; le medie imprese sono quelle censite nella pubblicazione Mediobanca-Unioncamere "Le medie imprese industriali italiane" e si riferiscono a società con un numero di addetti compreso fra 50 e 500 (campione di circa 3.800 imprese).

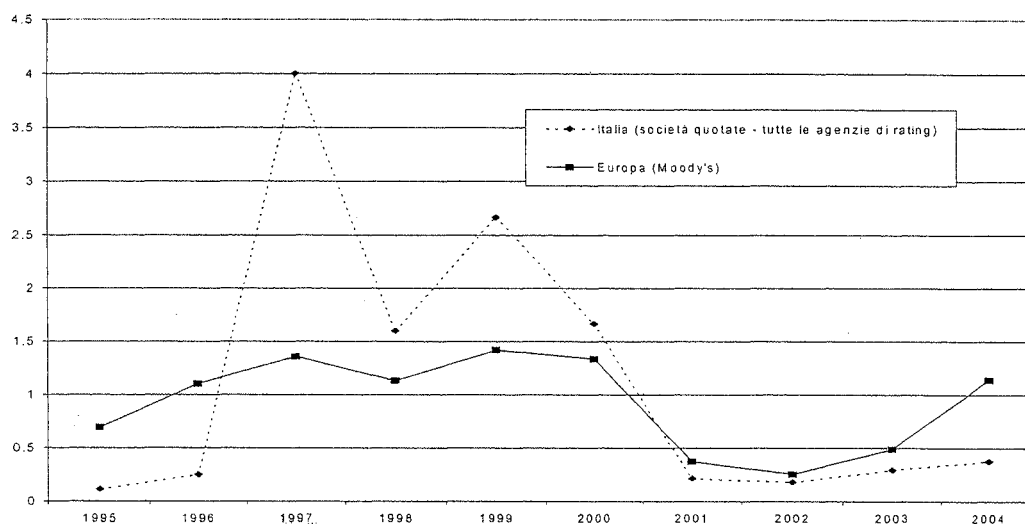
Un trend assai simile si osserva per le grandi multinazionali europee, per le quali il peso dei debiti a breve sul totale dei debiti finanziari si è ridotto dal 45 al 37 per cento circa fra il 1998 e il 2002. Da questo punto di vista, invece, la struttura finanziaria delle altre imprese italiane non ha mostrato particolari segni di mutamento. Per le grandi imprese il peso dei debiti a breve rimane vicino al 50 per cento, mentre per le medie imprese il peso dei debiti a breve rimane vicino al 65 per cento circa (ultimo dato disponibile relativo al 2001).

Con riferimento alla qualità del credito delle imprese quotate, un segnale di lieve miglioramento del quadro congiunturale emerge dall'andamento temporale del rapporto fra numero di miglioramenti (*upgrades*) e numero di declassamenti (*downgrades*) del rating, ossia dall'andamento delle revisioni rispettivamente positive e negative effettuate dalle agenzie indipendenti di valutazione del merito di credito (agenzie di rating; Fig. I.4). Tale dinamica riflette, sebbene in maniera assai più debole e volatile, quella che si registra a livello europeo, dove per la prima volta dal 2000 il numero di *upgrades* ha superato il numero di *downgrades*.

Nel 2004, l'attività delle agenzie di rating è stata particolarmente intensa e per la maggior parte degli emittenti si è risolta nella conferma del rating precedente o nella pubblicazione di valutazioni circa la probabilità di variazioni di rating nel medio e breve periodo (cosiddetto outlook). Per ciò che riguarda invece le vere e proprie variazioni di rating, si sono registrati 8 declassamenti che hanno avuto ad oggetto 4 società quotate (Fimatica, Fiat, Banca Antonveneta e Reno de Medici) e 3 miglioramenti (Banca popolare di Verona e Novara, Banca popolare di Milano e Edison).

Fig. 14

Rapporto fra il numero di miglioramenti (*upgrades*) e di declassamenti (*downgrades*) del rating in Italia e in Europa



Fonte: Elaborazioni su dati Moody's, Standard and Poor's e FitchRating per l'Italia; Moody's "European credit trends: 2004 Review & 2005 Outlook", gennaio 2005, per l'Europa.

Per ciò che riguarda i veri e propri default, in Italia si sono registrati i casi di Finmatica, Fin.part e Tecnodiffusione, fra le quotate, e altri due casi fra società non quotate (oltre a due casi di ristrutturazione di prestiti obbligazionari), portando il numero di insolvenze complessive del 2004 sul mercato obbligazionario a 5 e il valore nominale complessivo delle obbligazioni in default a quasi 600 milioni di euro. Si tratta naturalmente di un netta inversione di tendenza rispetto al valore dei default del 2002 (Cirio) e del 2003 (Parmalat e Giacomelli).

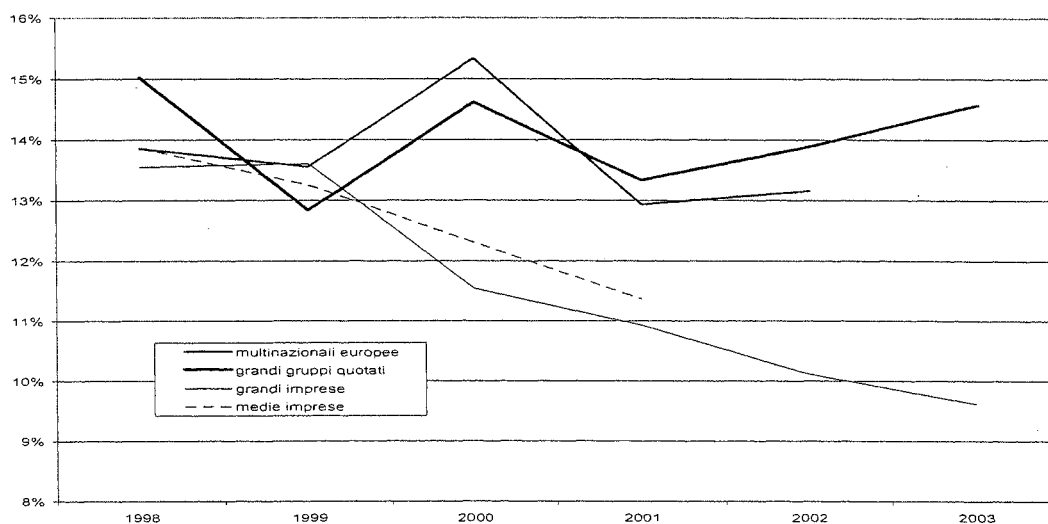
Anche a livello mondiale si registra una forte riduzione del numero e del valore delle insolvenze su titoli obbligazionari, trend iniziato a partire dal 2002. La percentuale di fallimenti su obbligazioni societarie provviste di rating è infatti scesa, in termini di numero di emissioni, dall'1,7 per cento nel 2003 allo 0,7 per cento nel 2004, mentre in termini di valore delle emissioni il tasso di default è sceso dall'1 per cento allo 0,4 per cento.

Per ciò che riguarda invece l'andamento dei profitti e della redditività, per i grandi gruppi quotati si osserva una netta risalita della redditività del capitale investito (*return on investments* o Roi), misurata dal rapporto fra margine operativo netto più proventi finanziari e capitale investito.

Nel 2003, il Roi dei grandi gruppi quotati era pari al 14,6 per cento, dopo essere sceso sotto il 14 per cento nei due anni precedenti (Fig. 1.5). L'andamento della redditività dei grandi gruppi quotati risulta sostanzialmente in linea con quella delle grandi multinazionali europee, ma nettamente divergente rispetto alla dinamica che caratterizza le altre imprese italiane. A partire dal 1999, si è registrata infatti una divaricazione fra la redditività delle grandi imprese quotate e quella delle altre imprese, per le quali la redditività si è ininterrottamente ridotta fino ad arrivare a valori inferiori al 10 per cento nel 2003.

Fig. 1.5

Redditività del capitale investito delle imprese non finanziarie italiane e delle multinazionali industriali europee



Fonte: Elaborazioni su dati Mediobanca, R&S, Unioncamere. I grandi gruppi industriali quotati sono quelli censiti nell'annuario R&S 2004 (37 gruppi quotati); le multinazionali industriali europee sono quelle censite nella pubblicazione R&S "Dati cumulativi di 276 multinazionali" e si riferiscono a 137 gruppi europei; le grandi imprese sono quelle censite nella pubblicazione Mediobanca "Dati cumulativi di 1.945 società italiane" e si riferiscono a società con più di 500 addetti; le medie imprese sono quelle censite nella pubblicazione Mediobanca-Unioncamere "Le medie imprese industriali italiane" e si riferiscono a società con un numero di addetti compreso fra 50 e 500 (campione di circa 3.800 imprese). La redditività del capitale investito è calcolata come rapporto fra la somma del margine operativo netto (MON) e dei proventi finanziari e il capitale investito. Il capitale investito, a sua volta, è dato dalla somma del capitale netto e dei debiti finanziari.

La raccolta di capitale di rischio e le quotazioni in borsa

Nel corso del 2004, la raccolta di capitale di rischio nei principali mercati mondiali ha registrato un incremento, interrompendo così la contrazione verificatasi a partire dal 2002.

Per quanto riguarda gli aumenti di capitale, il numero di operazioni effettuate nei mercati statunitensi nel corso del 2004 ha registrato un aumento del 16 per cento rispetto all'anno precedente, passando da 839 a 975; le risorse raccolte ammontano a circa 172 miliardi di dollari Usa, in crescita di 6 punti percentuali circa. In Europa, si rileva una crescita più sostenuta, con riferimento sia al numero delle operazioni, passate da 861 a 1.201 (+40 per cento circa), sia all'ammontare delle risorse raccolte, che si sono attestate attorno ai 223 miliardi di dollari (+57 per cento).

Con riferimento alle operazioni finalizzate all'ammissione a quotazione, negli Stati Uniti risulta quasi triplicato sia il numero di operazioni (passate da 88 nel 2003 a 245 nel 2004) che il relativo importo (cresciuto da 15 a 44 miliardi di dollari circa). Una tendenza simile si è rilevata anche per l'Europa, sia per il numero di operazioni (pari, rispettivamente, a 143 nel 2003 e 349 nel 2004) che per l'ammontare delle risorse raccolte (rispettivamente 16 e 52 miliardi di euro). In particolare, nei mercati Euronext Paris e Deutsche Börse, che nel 2003 non avevano registrato alcuna operazione di ammissione a quotazione, il numero di operazioni è risultato pari rispettivamente a 16 e 6 per un ammontare pari rispettivamente a oltre 4 e 2 miliardi di euro (nel caso tedesco, l'Ipo di Deutsche Postbank AG ha avuto un peso rilevante risultando pari a 1,5 miliardi); analogo aumento si è verificato nel mercato azionario del

XIV LEGISLATURA – DISEGNI DI LEGGE E RELAZIONI - DOCUMENTI

Regno Unito, dove il numero di operazioni è passato da 17 a 42, mentre il relativo ammontare è cresciuto da 3 a circa 5 miliardi di euro (Tav. I.1).

Ammissioni a quotazione nei principali mercati azionari europei¹
(valori monetari in miliardi di euro)

Tav. I.1

	Francia (Euronext Paris ²)		Germania (Deutsche Börse ³)		U.K. (London Stock Exchange ⁴)			
	Numero società	Risorse raccolte	Numero società	Risorse raccolte	Numero società		Risorse raccolte	
					di cui investment companies e preference shares		di cui investment companies e preference shares	
1996	54	1	20	10	....	....	14	....
1997	63	7	25	3	....	....	11	....
1998	116	7	67	3	84	....	6	....
1999	66	7	134	13	74	42	9	3
2000	77	12	134	26	133	51	18	5
2001	20	13	21	3	85	69	11	5
2002	8	3	5	..	42	25	8	2
2003	--	--	--	--	17	13	3	..
2004	16	4,4	6	1,8	42	25	4,8	1,8

Fonte: Borse nazionali. Dati relativi alle sole quotazioni tramite offerta (escluse scissioni, fusioni e passaggi da un segmento a un altro) di società domestiche. ¹ Per Francia e Germania i dati in valuta locale antecedenti al 1999 sono convertiti in euro al cambio fisso euro-franco e euro-marco tedesco. Per il Regno Unito i dati sono convertiti al cambio euro-sterlina di fine anno e per gli anni antecedenti al 1999 al cambio euro-sterlina di fine anno calcolato da Thomson Financial Data. ² Escluso *marché libre*. ³ Escluso il segmento *Freiverkehr*. ⁴ Escluso il segmento AIM.

Per quanto riguarda l'Italia, nel corso del 2004 la raccolta di capitale di rischio tramite offerte di azioni e obbligazioni convertibili (comprendenti sia le offerte legate a operazioni di ammissione a quotazione sia gli aumenti di capitale di società già quotate) ammonta a 4 miliardi di euro (Tav. I.2).

Le operazioni maggiori, che pesano per il 53 per cento sul totale delle risorse raccolte, sono state effettuate da banche (in particolare, Banca Nazionale del Lavoro, Reti Bancarie Holding e Credito Valiellinese).

Tenendo conto delle offerte di vendita di titoli già in circolazione, i collocamenti azionari sul mercato italiano sono risultati pari, nel 2004, a circa 16 miliardi di euro, in crescita del 24 per cento rispetto all'anno precedente.

L'importo complessivo dei collocamenti è costituito per il 26 per cento da emissione di nuovi titoli; tale dato risulta in netto calo rispetto al valore rilevato per il 2003 (80 per cento). Tra i soggetti destinatari dell'offerta, la categoria più rilevante è costituita dagli investitori istituzionali, ai quali risultano assegnate azioni e obbligazioni convertibili complessivamente per circa 8 miliardi di euro (51 per cento dell'offerta totale; Tav. al.1). Segue la categoria degli azionisti, ai quali sono stati assegnati titoli per un importo complessivo di 4,7 miliardi di euro (30 per cento dell'offerta totale). Rispetto al 2003, è aumentato il peso del pubblico, che risulta assegnatario di azioni e obbligazioni convertibili per 2,7 miliardi di euro circa (17 per cento del totale contro l'8 per cento dell'anno precedente).