RELAZIONE ANNUALE ATTIVITÀ DELLA CONSOB PER L'ANNO 2001

La relazione annuale della Commissione per le Società e la Borsa rappresenta l'occasione per mettere in evidenza l'attività di vigilanza svolta dalla Commissione nel quadro del perseguimento dello sviluppo del mercato finanziario congiuntamente con un'adeguata tutela dei risparmiatori.

Una compiuta analisi dell'attività di istituto della CONSOB non può prescindere dalla complessiva valutazione del funzionamento dei meccanismi normativi e di vigilanza approntati dal decreto legislativo n.58/98 - Testo Unico dell'Intermediazione Finanziaria.

Il Testo Unico dell'Intermediazione Finanziaria

Il Testo Unico dell'Intermediazione Finanziaria (TUF) ha rappresentato il tentativo tuttora più avanzato di affrontare il tema dei rapporti tra le autorità indipendenti che svolgono funzioni di vigilanza sul settore dell'intermediazione finanziaria, nonché dei rapporti tra dette autorità e le Amministrazioni dello Stato a cui sono attribuite attività di supervisione in materia.

Occorre però tenere presente che il TUF, pur rappresentando un momento di profonda innovazione rispetto a numerosi ambiti della regolamentazione del mercato finanziario, ha disciplinato le funzioni di vigilanza nel rispetto della situazione esistente al momento dell'avvio dei lavori per la stesura del testo normativo. Pertanto, il legislatore non ha inteso riformare il sistema della vigilanza del mercato finanziario esistente, ma ha voluto introdurre elementi di maggiore efficacia dell'azione delle autorità nel contesto dato.

Tale scelta, tuttavia, non ha comportato la rinuncia del legislatore ad incidere sulle competenze spettanti alle singole autorità ed alle amministrazioni dello Stato, in vista dell'obiettivo di chiarirne le attribuzioni, nell'ottica anche di favorire la certezza per il mercato dei ruoli spettanti a ciascuna autorità.

L'attività di vigilanza

L'approccio seguito per il perseguimento di detti obiettivi è stato quello della cosiddetta vigilanza per finalità, la quale comporta che le autorità del mercato svolgano la propria attività di supervisione nei confronti di tutti i soggetti, ma ciascuna per il perseguimento degli obiettivi di rispettiva competenza. In particolare la Banca centrale vigila sulle questioni suscettibili di incidere sulla stabilità dei soggetti, mentre la Consob opera per garantire la correttezza dei comportamenti.

Ciò se comporta da un lato il definitivo superamento di un'impostazione della vigilanza articolata in base ai soggetti destinatari della stessa (che già la vecchia legge 1/91, cosiddetta legge

SIM, intendeva abbandonare), dall'altro introduce il rischio di possibili sovrapposizioni dell'attività di supervisione da parte delle autorità.

La vigilanza per finalità impone così la necessità di definire con precisione i confini delle rispettive competenze delle Autorità e, al tempo stesso, richiede l'individuazione di strumenti di cooperazione tra le stesse autorità.

Entrambe le esigenze trovano nel Testo Unico una risposta: le competenze delle autorità sono nettamente delineate e le autorità stesse sono destinatarie di un obbligo di cooperazione al fine di favorire l'efficace supervisione (articolo 4) ed altresì di ridurre i costi della stessa per il mercato (articolo 5).

Non sono tuttavia mancati taluni elementi di criticità del sistema i quali impongono alcune riflessioni.

La distinzione dei ruoli e delle competenze delle autorità non è compiutamente definita. Inoltre il TUF pur registrando la presenza di altre autorità oltre Banca d'Italia e Consob le cui competenze hanno riflessi sul mercato finanziario (ad esempio l'Istituto per la vigilanza sulle assicurazioni private – ISVAP e la Commissione di vigilanza sui fondi pensione – COVIP), non ha disciplinato le varie interconnessioni.

In ossequio all'indipendenza delle varie autorità non sono stati immaginati efficaci meccanismi di coordinamento nelle situazioni in cui le stesse siano coinvolte in una comune azione di vigilanza. La legge si è limitata a prevedere da un lato l'obbligo di concertazione nei casi in cui è prevista l'emanazione di normativa secondaria, dall'altro un mero onere di consultazione tra autorità nel caso di interventi di vigilanza.

In tale contesto appare rilevante il ruolo svolto dal Ministero dell'Economia nel favorire detti meccanismi di coordinamento. Emerge l'esigenza di un rafforzamento anche sul piano normativo di una attività di alta vigilanza del Ministero dell'Economia in grado anche di mediare tra le posizioni delle autorità attributarie di competenze sui mercati finanziari.

L'attività normativa

Il testo unico ha rappresentato una occasione significativa anche per incidere nella dinamica della produzione normativa riguardante il mercato finanziario.

La scelta di base del legislatore è stata quella di favorire ampiamente i meccanismi di delegificazione. Ciò sia trasferendo la sede normativa dalla legislazione primaria alla regolamentazione secondaria, sia limitando l'intervento normativo delle autorità, in favore di meccanismi di autodisciplina degli operatori del mercato.

Anche in questo caso i risultati, pur soddisfacenti necessitano di ulteriori interventi.

L'autodisciplina e l'autonomia negoziale degli operatori del mercato può aggiungere ulteriori elementi di flessibilità e di innovazione. Tale ulteriore ampliamento del ruolo dell'autoregolamentazione tuttavia, deve avvenire, come l'esperienza insegna, avendo presente l'obiettivo della tutela del risparmio e sotto il controllo delle Autorità di vigilanza le quali mantengono un ampia competenza normativa.

Per quanto riguarda la normativa secondaria si è assistito ad una crescita del numero e del dettaglio degli interventi; ciò può esporre ad un duplice rischio: la contemporanea emanazione di discipline da parte di diverse autorità sullo stesso fenomeno, pur per profili differenti, espone al rischio di sovrapposizioni; la copiosità degli interventi rende più gravoso l'onere per il mercato di conoscenza e adeguamento.

Infine, l'eterogeneità delle fonti di regolamentazione comporta talune incertezze sui meccanismi di produzione delle stesse e sul relativo grado di cogenza: mentre i provvedimenti ministeriali sono in gran parte di natura regolamentare e sono sottoposti a specifiche procedure per la loro emanazione (l.n.400/88), le autorità tecniche beneficiano invece di maggiore flessibilità procedurale che rende più difficile l'inquadramento, nella gerarchia delle fonti, dei relativi atti.

Il controllo sull'informativa

Nell'ambito dell'attività di vigilanza demandata alla Consob sugli emittenti quotati, si evidenzia –tra le altre cose- un sensibile incremento, rispetto allo scorso anno, delle richieste di informazioni rivolte agli emittenti stessi ed alle società di revisione incaricate. Un analogo aumento si rileva nelle richieste di pubblicazione di dati e notizie. L'estensione degli obblighi di pubblicazione costituisce un'iniziativa di indubbia utilità per il Mercato. D'interesse più specifico per gli azionisti, ma di pari importanza, sono le richieste, della Commissione stessa, di integrazione delle informative rese dagli amministratori o dai sindaci in sede di assemblea ordinaria o straordinaria.

Un aspetto affrontato dalla Consob per la prima volta è stato quello delle informazioni relative al *controllo di fatto* –rilevante ex art. 2359, comma 1, n. 2, c.c.- per l'individuazione del quale la Consob ha definito i criteri generali utilizzabili.

La Commissione ha posto in particolare l'attenzione sul grado di frazionamento del restante azionariato e sul livello di usuale assenteismo dei soci titolari di quote più esigue verificando, in occasione delle trascorse assemblee ordinarie, la percentuale dei voti che è stata mediamente necessaria per raggiungere il *quorum* deliberativo.

Nella sua Relazione la Commissione descrive le varie attività svolte nello specifico settore della vigilanza informativa distinguendo tra *informativa contabile* ed *informativa continua.* Mentre la prima si estrinseca nei periodici controlli sui bilanci e sulle società di revisione e nell'eventuale attivazione dei poteri di impugnativa previsti dal Testo unico, la seconda attività trova espressione in occasione di particolari eventi; in presenza, infatti, di operazioni societarie di particolare importanza è indispensabile che il pubblico venga tempestivamente informato e, a tal fine, in caso di inottemperanza, la Consob interviene richiedendo l'immediata diffusione di comunicati stampa o la trasmissione di dati e notizie.

In tale contesto vanno inquadrate due specifiche *comunicazioni* (la Dme/1000796 del 4.1.2001 e la Dme/1039328 del 18.5.2001) relative, rispettivamente, all'utilizzo di siti internet per la diffusione di informazioni da parte di società emittenti ed al tema dei *profit warning.* Con tale ultima comunicazione la Commissione ha raccomandato alle società emittenti di monitorare tutta l'informazione a disposizione del mercato, comprese le analisi finanziarie pubblicate, e di rettificare le notizie circa i risultati attesi che hanno precedentemente formato oggetto di altri comunicati, commenti o similia.

In relazione, poi, al sensibile aumento degli *studi sulle società quotate,* la Consob ha ritenuto opportuno modificare il relativo regolamento prevedendo che tali studi "riportino, con evidenza grafica, un'avvertenza nella quale sia indicato che chi li diffonde può avere un proprio specifico interesse riguardo agli emittenti, agli strumenti finanziari e alle operazioni oggetto di analisi, indicandone le ragioni e l'estensione". Alla modifica normativa è seguita una specifica comunicazione (la Dme/1029755 del 20.4.2001) con la quale vengono esemplificati gli interessi da indicare e vengono fornite raccomandazioni sulla trasparenza delle fonti, sulla modalità e tempistica di diffusione degli studi stessi, sull'indipendenza e correttezza degli analisti finanziari ecc.

In considerazione dello specifico ruolo che il testo unico ha confermato per le società di revisione nonché del mutamento del quadro normativo di riferimento relativo all'attività dei sindaci, ai quali viene richiesto di dialogare direttamente con la Consob, la Commissione stessa ha proseguito nell'emanazione di specifiche comunicazioni rivolte a tali soggetti.

Alle società di revisione è stata raccomandata la predisposizione annuale di una scheda di controllo relativa ai dati ed alle informazioni contenute nei bilanci delle società quotate mentre ai collegi sindacali sono stati indicati i principi di comportamento e gli obblighi informativi ed è stata raccomandata, anche a loro, la predisposizione e l'invio alla Consob di una scheda riepilogativa dell'attività di controllo svolta.

L'attenzione della Commissione si è rivolta anche agli intermediari; in particolare, con una comunicazione del luglio 2001 ha raccomandato un principio contabile per la revisione dei bilanci

degli intermediari, stabilendo norme di comportamento e modalità dell'attività di revisione sui bilanci degli intermediari (Sim, S.g.r., Sicav, agenti di cambio).

L'attenzione posta dalla Commissione sull'attività di "controllo interno" degli intermediari emerge anche dal numero e dalla qualità delle sanzioni irrogate dal Ministero dell'economia –su proposta della Consob- nei confronti dei soggetti che svolgono le funzioni di *controller.*

I mercati e gli intermediari mobiliari

Nel corso del 2001 il mercato italiano ha avuto un andamento in linea con quello dei principali mercati europei ed ha presentato –come gli altri- una forte riduzione dei prezzi delle azioni quotate. La tendenza ribassista, già manifestatasi nel 2000, è stata ancor più amplificata a seguito dei noti eventi dell'11 settembre successivamente ai quali, tuttavia, le contrattazioni hanno ripreso ad incrementarsi pur se accompagnate ad una diffusa volatilità dei prezzi, che ancora permane tutt'oggi.

Tale situazione ha ovviamente rallentato l'afflusso di nuove società verso la quotazione nei mercati regolamentati; nel contempo, però, sono cresciuti i volumi delle contrattazioni serali sul mercato *"Trading After Hours" (Tah)* gestito dalla Borsa Italiana s.p.a.

Sempre in relazione all'andamento del mercato, la Consob segnala un calo di interesse da parte degli operatori verso i derivati su titoli di Stato che ha portato nel corso dell'anno ad una completa assenza di scambi sul mercato MIF; ciò è stato determinato dalla concentrazione dell'attenzione degli operatori sui contratti *future* sui titoli di Stato tedeschi, a seguito dell'avvento dell'euro.

Per quanto concerne, invece, il mercato telematico all'ingrosso dei titoli di Stato (Mts), i controvalori negoziati hanno presentato una crescita.

Si è ulteriormente sviluppata l'operatività dei sistemi di scambi organizzati di strumenti finanziari, intendendosi per tali "un insieme di regole e di strutture, anche automatizzate, che consente in via continuativa o periodica di raccogliere e diffondere proposte di negoziazione di strumenti finanziari e di dare esecuzione alle stesse", così come definiti dalla Consob (Comunicazione n. 980977477 del 24.12.1998).

Questi sistemi di scambi organizzati, che si contrappongono ai mercati regolamentati italiani ed esteri, prevedono negoziazioni sia sugli stessi titoli quotati nei mercati regolamentati, sia su titoli non quotati ed atipici. In relazione a ciò, ed in considerazione della necessità di evitare eventuali pregiudizi alla clientela, atteso che la maggior parte dei sistemi in argomento si rivolge alla clientela *retail* operante in contropartita diretta con il gestore del sistema, la Consob ha avviato l'elaborazione di un progetto di revisione della specifica regolamentazione.

Nelle more di un successivo riesame della normativa primaria anche in ambito comunitario è necessario monitorare l'evoluzione dei sistemi di scambi organizzati e, a tal fine, ha agito la Consob che, come si rileva nella Relazione in esame, ha intensificato la vigilanza nei confronti di tali gestori.

La Commissione ha proceduto in tale ambito sia attraverso richieste di dati e notizie sulle caratteristiche e sulle modalità di funzionamento di tali sistemi, sia mediante un'indagine conoscitiva condotta su un consistente campione di sistemi di scambi organizzati. Quest'ultima analisi ha evidenziato la mancanza di una pluralità di acquirenti e venditori in effettiva concorrenza tra loro, trattandosi di operatori-clienti degli stessi intermediari, ed altresì un meccanismo di formazione dei prezzi che non deriva dall'effettivo incontro della domanda e dell'offerta, essendo determinato da criteri prefissati dal medesimo intermediario organizzatore.

Va in proposito rammentato che il testo unico non definisce nel dettaglio la struttura e l'organizzazione dei sistemi in argomento ma, nel rimettere all'autorità di vigilanza la facoltà di valutare la sussistenza dei requisiti minimi di trasparenza delle condizioni degli scambi, consente di riconoscere solamente quei sistemi che risultino affidabili. Tale intervento che non si configura come un potere conformativo dell'autorità ad un modello precostituito, consente tuttavia di operare una selezione dei sistemi a tutela degli investitori.

Un argomento di cui si è occupata la Consob nel 2001 è il nuovo *market model* adottato dalla Borsa Italiana s.p.a. La principale innovazione del sistema di negoziazione è l'introduzione di un meccanismo (*l'asta di chiusura*) idoneo a fornire un prezzo nell'ultima fase della seduta di borsa più rappresentativo di quello adottato finora (*il prezzo di riferimento*), consistente nella media ponderata di tutti i prezzi realizzati nell'ultimo 10% degli scambi sul titolo interessato.

Attraverso il meccanismo dell' *asta di chiusura* si cerca di evitare l'influenza degli operatori nella formazione dei prezzi nella fase di chiusura delle negoziazioni, posto che i prezzi in tale fase sono spesso risultati non in linea con quelli registrati durante la seduta; la nuova modalità, in definitiva, mira a concentrare la domanda e l'offerta complessive presenti sul mercato in quel determinato intervallo di tempo ottenendo, quindi, un risultato, in termini di rappresentatività di prezzo, più attendibile.

Ulteriori modifiche hanno riguardato l'introduzione del *prezzo di controllo* quale parametro per la gestione dei meccanismi automatici di sospensione delle negoziazioni, nonché altre rettifiche nei sistemi di negoziazione tese ad assicurare maggiore flessibilità operativa come, ad esempio, l'eliminazione dell'obbligo per gli operatori di negoziare quantitativi pari al *lotto minimo negoziabile* o a multipli di esso.

Dal punto di vista normativo, in base alle previsioni del Testo unico che attribuisce alla Consob - fatta eccezione per i mercati all'ingrosso di titoli Stato - il potere di approvare le modifiche regolamentari delle società di gestione dei mercati, la Commissione ha autorizzato la creazione, da parte della Borsa s.p.a. e nell'ambito del mercato telematico azionario (Mta), di un nuovo segmento denominato STAR, Segmento Titoli con Alti Requisiti, destinato ad accogliere le aziende di capitalizzazione medio-piccola che soddisfano una serie di requisiti legati principalmente al flottante, all'informativa societaria, all'obbligo di pubblicazione di studi ed alla *corporate governance* (adesione ad un codice di autodisciplina).

Per quanto riguarda le prospettive dell'attività di *trading* e *post trading* il mercato italiano presenta interessanti profili di sviluppo e taluni aspetti problematici.

Per quanto riguarda il *post trading* in generale si osserva che l'assenza di una normativa armonizzata europea, cui si sta cercando di porre rimedio nell'ambito della revisione della direttiva sui servizi di investimento, rende necessaria una attenta valutazione di possibili rischi di arbitraggi regolamentari laddove si prospettano casi di rilevanti asimmetrie normative.

Sul piano operativo la Consob sta attivamente seguendo il progetto di costituzione di una Controparte Centrale per il mercato all'ingrosso dei titoli di Stato mediante un accordo di cooperazione tra la Cassa di compensazione e Garanzia e la Società francese Clearnet.

Tale particolare operazione garantisce al mercato del debito pubblico italiano una maggior garanzia e sicurezza delle transazioni in un'ottica di internazionalizzazione equilibrata, che consente lo sviluppo della Controparte centrale italiana, che può giovarsi dell'esperienza internazionale di una CCP (Central Counter Part) europea.

Per quanto attiene agli assetti dell'industria finanziaria italiana e agli ultimi eventi societari di alcune delle entità che compongono la cd. "piazza finanziaria" nazionale, si segnala una situazione in evoluzione.

Nell'ambito del mercato all'ingrosso del reddito fisso si è da tempo raggiunto un elevato livello di integrazione europea sotto il profilo organizzativo, tecnologico e regolamentare, proprio grazie alla spinta proveniente dall'Italia.

Nell'ambito del mercato azionario si osserva da un lato una spinta verso l'integrazione verticale dei sistemi di trading e post trading, dall'altro non emerge chiaramente la strategia di alleanze che si intendono sviluppare in campo internazionale in vista del rafforzamento

della società che gestisce il mercato italiano, con possibili rischi di marginalizzazione del mercato stesso.

I dati più significativi sull'attività svolta

La Consob rappresenta nella relazione annuale i dati più significativi dell'attività svolta, dall' approvazione di alcune modifiche ai regolamenti dei mercati, alla vigilanza su mercati, intermediari e promotori finanziari.

La Commissione rileva che continua il trend di riduzione del numero degli intermediari finanziari autorizzati a prestare servizi di investimento (SIM e banche) iniziato nel 1997, mentre si registra un significativo incremento del numero dei promotori finanziari (11.000 nuove iscrizioni).

La Consob segnala l'importanza degli esposti dei risparmiatori da cui la stessa riceve significative informazioni per l'esercizio dell'attività di vigilanza. Di essi circa l'80 % riguarda banche ed è pari a circa il doppio dei reclami formulati nei confronti di tali soggetti nell'anno precedente.

Per quanto riguarda i mercati all'ingrosso dei titoli di Stato, in relazione ai quali il potere regolamentare è attribuito al Ministero dell'economia, viene ricordata l'attivazione da parte dell'Mts s.p.a. di un nuovo segmento di mercato denominato "Bondvision", funzionante su un sistema telematico collegato ad Internet o Intranet.

Il Ministero, avvalendosi delle facoltà concesse nel Testo unico, ed analogamente a quanto deciso per il mercato telematico dei titoli del debito pubblico, ha ammesso alle negoziazioni anche soggetti diversi dagli intermediari autorizzati estendendo, quindi, l'operatività su tale mercato anche alle imprese di assicurazione ed alle società di gestione del risparmio, seppure per queste ultime limitatamente all'attività di gestione collettiva o di gestione per conto di soggetti ammessi alle negoziazioni; tra i soggetti ammessi figurano anche le imprese di assicurazione estere ed i soggetti esteri che effettuano la gestione collettiva del risparmio, qualora esistano adeguate forme di vigilanza nel paese di appartenenza.

Sul piano normativo, nel 2001 la Consob ha collaborato ad una iniziativa promossa dalla Banca d'Italia volta ad elaborare istruzioni di vigilanza concernenti l'attività di gestione dei mercati, quella di gestione accentrata di strumenti finanziari, nonché quella di gestione di sistemi di compensazione e garanzia. L'iniziativa ha per obiettivo la ricognizione ed il coordinamento sistematico di norme per lo più già emanate ai sensi di numerose disposizioni del Testo unico nelle materie considerate.

Emerge dai dati presenti nella Relazione l'enorme crescita che il settore del risparmio gestito ha avuto negli ultimi anni e, di fronte a tale realtà, pur ritenendo detta forma di investimento

sufficientemente tutelata nei confronti dei risparmiatori, preme sottolineare l'esigenza di una costante attività di vigilanza verso gli intermediari affinché gli stessi mantengano alto il livello di trasparenza nei rapporti con i clienti privati, in particolare per quanto attiene ai costi complessivi gravanti sugli stessi.

Nell'ambito del risparmio gestito si sono ad esempio moltiplicate le gestioni individuali "in fondi" e le gestioni collettive sotto forma di "fondi di fondi" per cui agli originari costi di gestione diretti si sommano quelli indiretti impliciti nei singoli fondi, cosiddetti "bersaglio", correlati ai diffusi accordi di retrocessione di commissioni fra le società di gestione.

D'altro canto la tendenza del mercato alla concentrazione dell'attività di gestione, anch'essa recentemente manifestatasi, diventa tanto più apprezzabile se consente di trasferire ai clienti la riduzione dei costi di gestione derivanti dalle evidenti economie di scala realizzate.

Si rafforza dunque la necessità di monitorare ed assicurare la trasparenza dei costi.

A tale indefettibile esigenza si aggiunge quella di evitare, come rilevato dalla Consob stessa, l'insorgenza di conflitti di interesse nelle scelte di investimento.

Argomento collegato agli intermediari è quello dell'offerta fuori sede da parte dei promotori finanziari. La Consob ha modificato il relativo regolamento al fine di meglio individuare le competenze riconosciute all'Organismo per la tenuta dell'albo. In relazione alle proposte di modifica legislativa avanzate da alcune associazioni di categoria, modifiche tendenti a conferire una più forte autodisciplina di settore, si ritiene di condividere il parere della Commissione circa l'opportunità di un primo periodo di assestamento dell'Organismo stesso lasciando salve ed impregiudicate eventuali, successive, aperture normative nel senso richiesto.

L'attività in sede giurisdizionale.

La relazione annuale CONSOB fornisce una sintesi puntuale dell'attività svolta in sede giurisdizionale nel corso dell'anno; essa si sofferma in particolare sugli aspetti di seguito rappresentati.

Nel riferire i dati concernenti le impugnazioni avverso i provvedimenti adottati o proposti dalla Commissione in materia di vigilanza, la relazione annuale sottolinea l'incidenza, per l'esito delle impugnative, della posizione di recente espressa dalla Corte di Cassazione in merito alla decorrenza del termine di cui all'art.14, comma 2, della L.n.689/81. Per tale disposizione la contestazione degli addebiti da sanzionare in via amministrativa deve avvenire entro 90 giorni dall'accertamento senza ulteriori specificazioni.

Il giudice di legittimità, distinguendo tra attività di accertamento e di contestazione delle violazioni, risolvendo incertezze interpretative anche giurisprudenziali, ha stabilito che il termine in

oggetto inizia a decorrere dal momento in cui la Commissione, in composizione collegiale, è investita della decisione in ordine alla sussistenza degli illeciti sulla base dei fatti rappresentati alla stessa e dei risultati dell'ispezione. Tale pronuncia è molto significativa per l'efficacia dell'attività sanzionatoria e dovrebbe permettere il superamento della contraria interpretazione sulla cui base, in passato ed in più occasioni, è stato argomentato l'annullamento di sanzioni amministrative.

La relazione dà conto inoltre dei dati significativi relativi sia all'intervento della Consob in giudizi civili e penali sia alle azioni di risarcimento contro di essa esperite da risparmiatori per lesione di interessi legittimi in connessione con l'esercizio dell'attività di vigilanza.

In materia di giudice competente vengono svolte considerazioni in ordine alle possibili incertezze interpretative riguardanti la disposizione (art. 33 del d. lgs. 80/1988 come modificato dall'art. 7 della legge n.205/2000) che ha attribuito alla giurisdizione esclusiva del giudice amministrativo tutte le controversie "afferenti alla vigilanza... sul mercato mobiliare".

Nella relazione si riferisce in proposito di pronunce contrastanti della giurisprudenza civile (App. Napoli 27 giugno 2001) ed amministrativa (T.A.R. Campania ord. N.5795 del 5 dicembre 2001) sull'incidenza della disposizione richiamata sulla previsione di cui all'art. 195 del Testo unico dell'intermediazione finanziaria che attribuisce alla Corte d'appello la competenza a conoscere del reclami avverso le sanzioni amministrative irrogate dal Ministero dell'Economia e delle Finanze.

In proposito il Dicastero ha ritenuto di promuovere, in una fattispecie sottoposta alla sua attenzione, il regolamento di giurisdizione.

Più in generale, il sistema sanzionatorio sembra necessitare di alcuni interventi di affinamento. Dall'esame di singole fattispecie, emerge l'opportunità di rivedere talune disposizioni, sia della normativa primaria (T.U.F.) che di quella secondaria (Regolamenti CONSOB e Banca d'Italia), con riferimento, in particolare, alla determinazione dei soggetti responsabili e alla individuazione della condotta passibile di sanzione.

Il mercato unico dei capitali e dei servizi finanziari.

Il Piano d'azione dei servizi finanziari e le nuove procedure di comitatologia.

L'obiettivo della creazione del mercato unico europeo dei servizi finanziari, secondo il programma delineato nel Piano d'azione dei servizi finanziari, ha registrato nel corso dell'anno significativi sviluppi che vengono illustrati nella relazione annuale della Consob e, più ampiamente, nel volume "*Dati ed analisi*" prodotto a corredo della stessa.

Il Piano d'azione dei servizi finanziari, come è noto, è stato elaborato dalla Commissione europea ed approvato dal Consiglio europeo di Colonia per dare un decisivo impulso al processo di integrazione dei mercati finanziari comunitari.

A tal fine il Piano delinea le iniziative da intraprendere per superare le asimmetrie normative esistenti e fissa le tappe del processo riformatore con lo scopo di giungere entro il 2003 all'integrazione del mercato dei valori mobiliari ed entro il 2005 alla compiuta realizzazione del mercato unico europeo dei servizi finanziari.

Si tratta di obiettivi politici condivisi dai Paesi UE e più volte dagli stessi ribaditi in occasione delle periodiche verifiche fin qui compiute sullo stato di attuazione del Piano.

Essi inoltre sono pienamente sostenuti dall'Italia che, anche attraverso l'operato della Consob, partecipa attivamente alle iniziative comunitarie, cercando di contemperare il conseguimento dei richiamati obiettivi con la tutela delle specificità nazionali.

E' emerso che al rispetto delle scadenze programmate dal Piano d'azione ostano i tempi di norma occorrenti per perfezionare il processo di produzione della normativa europea necessaria a tal fine (in media circa due anni).

La lunghezza dei negoziati è dovuta sia alle articolazioni (seconda lettura, fase di conciliazione) che può assumere la procedura della co-decisione Consiglio – Parlamento europeo, prescritta nel Trattato dell'Unione (art. 251) per l'emanazione delle direttive comunitarie in materia, sia al contenuto complesso delle regolamentazioni proposte ed alle differenze, talora notevoli, esistenti nelle discipline dei Paesi UE.

Tale criticità ha indotto la Commissione europea a ricercare nuovi strumenti per accelerare il processo di produzione normativa, demandandone l'individuazione ad un gruppo di esperti costituito *ad hoc*, noto come il Comitato dei Saggi, presieduto da Lamfalussy.

In ogni caso le iniziative ancora da avviare e quelle da portare a compimento secondo quanto previsto nel Piano sono ancora molto numerose, come verrà evidenziato nel prosieguo. I Paesi membri sono chiamati pertanto ad un impegno notevole affinché possano essere rispettate le scadenze programmate.

Il Comitato dei Saggi, al quale ha partecipato anche il Presidente della Consob, nella relazione finale conclusiva dei suoi lavori pubblicata nel 2001, ha proposto l'adozione di alcune misure che, principalmente, si sostanziano nel ricorso a procedure di Comitatologia e in una particolare conformazione del contenuto delle nuove direttive.

Secondo quanto delineato dal Gruppo dei saggi, le direttive interessate dovrebbero infatti limitarsi ad indicare i principi generali regolatori della materia, lasciando la definizione e l'implementazione degli stessi ad una normativa di secondo livello posta in essere da un Comitato

di rappresentanti dei governi nazionali, con l'assistenza di un altro Comitato espressione delle Autorità di vigilanza.

La minore complessità ed analiticità del contenuto delle direttive (vere e proprie regolamentazioni quadro) dovrebbero determinare la chiusura dei relativi negoziati in tempi più rapidi, sia pure nel pieno rispetto della procedura della co-decisione; al tempo stesso una accelerazione deriverebbe dall'adozione delle più agili procedure di comitatologia per la predisposizione della regolamentazione di secondo livello.

Tali soluzioni sono state fatte proprie dal Consiglio europeo di Stoccolma nel marzo 2001 e, nel febbraio 2002, dal Parlamento europeo sia pure con talune precisazioni.

Sono state in tal modo superate le iniziali resistenze dell'Assemblea parlamentare europea preoccupata di perdere talune prerogative, adottando alcune soluzioni di compromesso rispetto alle originarie previsioni del rapporto Lamfalussy.

Si è deciso, ad esempio, di limitare a quattro anni il termine di durata del mandato affidato ai Comitati per la definizione e l'adattamento della regolamentazione di carattere generale contenuta nelle direttive; il termine viene fatto decorrere dall'entrata in vigore delle direttive con la possibilità di un rinnovo del mandato solo previo ulteriore consenso politico di Consiglio e Parlamento.

La Consob formula alcuni rilievi critici sulla soluzione adottata, sottolineando l'importanza che, attraverso l'opera dei Comitati, venga assicurata la possibilità di un adattamento continuo delle norme tecniche di attuazione dei principi generali, non circoscritta, quindi, ai soli primi quattro anni; ciò in considerazione della veloce e continua dinamica dei mercati finanziari.

La Commissione rinviene una ulteriore limitazione nella previsione che fa decorrere la durata del mandato ai Comitati dall'entrata in vigore della direttiva e non dal recepimento della stessa, alla luce dei possibili ritardi da parte degli Stati dell'Unione europea nel conformarsi al diritto comunitario.

Il nostro Paese ha sin dall'inizio manifestato un convinto sostegno all'adozione delle procedure di comitatologia delineate nella relazione Lamfalussy, ritenendole uno strumento adeguato al conseguimento delle finalità di integrazione europea, secondo la tempistica prevista nel piano d'azione.

Le modalità di attuazione approvate appaiono nel loro complesso accettabili in un ottica di necessario compromesso tra le varie istituzioni interessate.

I due Comitati previsti dalla relazione Lamfalussy sono stati istituiti dalla Commissione nel giugno 2001. Si tratta del Comitato valori mobiliari (*Securities Committee)* e del Comitato delle Autorità di vigilanza (*Committee of European Securities Regulators),* quest'ultimo derivante dalla trasformazione del FESCO *(Forum of European Securities Commissions*). Tale Comitato svolgerà