della Repubblica Ceca e della Repubblica Turca, per la cooperazione e lo scambio di informazioni che vanno ad aggiungersi ai precedenti accordi conclusi con altre Autorità di controllo di Paesi dell'UE ed extracomunitari (in tutto 22 accordi di cooperazione e 3 intese per il mantenimento della riservatezza delle informazioni scambiate).

Nel 2001 la Consob ha proseguito l'intensa attività di collaborazione con Autorità estere, ricevendo 72 richieste di cooperazione (contro le 61 del 2000) e inoltrandone 24. In tale ambito si segnala che persistono difficoltà nella cooperazione con la Svizzera a causa di una legge e di orientamenti giurisprudenziali che impediscono, di fatto, l'acquisizione dei dati identificativi dei soggetti che abbiano operato per il tramite di intermediari svizzeri.

La gestione dell'Istituto e le relazioni con l'esterno

Nel corso dell'anno è stato avviato il primo esercizio di pianificazione strategica dell'Istituto che ha portato alla definizione, da parte della Commissione, di linee di indirizzo alle quali la struttura deve orientare lo svolgimento delle proprie attività nel medio periodo. Dal punto di vista della gestione interna, tali linee di indirizzo sono volte ad un miglioramento dell'efficienza nell'impiego delle risorse ed hanno già trovato una prima attuazione nel rafforzamento dell'interazione tra le diverse unità operative (tramite l'istituzione di due funzioni di collaborazione con il Direttore Generale, affidate a Funzionari Generali), nello svolgimento dell'azione di coordinamento delle attività istituzionali, di supporto e strumentali e nell'implementazione di metodi di pianificazione e controllo delle attività che, sfruttando al meglio le sinergie tra le diverse aree funzionali, assicurano coerenza di comportamenti, massimizzazione del risultato e controllo della spesa. I metodi di pianificazione e controllo svolgeranno effetto e saranno soggette ad affinamento nel corso del 2002.

Nel corso dell'anno sono state realizzate importanti iniziative, funzionali alla soluzione dei problemi logistici dell'Istituto su Roma e su Milano. Dal 1° maggio è divenuta operativa la nuova sede romana dell'Istituto in via Giovan Battista Martini, n. 3, acquisita nel febbraio 2001 mediante permuta, con conguaglio, dell'immobile di proprietà in via Isonzo. Per quanto attiene agli uffici in Milano, nella seconda metà dell'anno, a seguito dell'espletamento di gara comunitaria si è proceduto all'affidamento dei lavori di restauro e risanamento conservativo di Palazzo Carmagnola in via Broletto, ottenuto a titolo di concessione d'uso, per un periodo di 60 anni, dal Comune di Milano. La durata dei lavori di ristrutturazione è stimata in 22 mesi.

Nel corso del 2001 è proseguita l'attività di sviluppo e aggiornamento del sistema informatico dell'Istituto. Tra le applicazioni di maggior rilievo rese operative nell'anno, si segnalano il nuovo sistema di gestione documentale dell'Istituto (*Document Management System* - DMS) e la connessa applicazione informatica (*Tempi di Risposta*) per la gestione e il controllo dei procedimenti *ex lege* n. 241/1990. Sempre in tema di procedure informatizzate, nel 2001, sono state attivate le procedure di gestione delle segnalazioni di vigilanza delle Sgr.

Nell'esercizio 2001 le entrate sono risultate nel complesso pari a 146,6 milioni di euro, di cui 32,5 relativi a entrate contributive, 31 al "trasferimento a carico dello Stato", 9 alle entrate diverse e 74 all'avanzo di amministrazione dell'anno precedente.

Per quanto attiene alle spese, si è registrato un aumento di quelle in conto capitale correlato essenzialmente alle iniziative immobiliari. L'aumento delle spese correnti è invece essenzialmente correlato, da un lato, all'incremento degli accantonamenti per ripristino immobilizzazioni, dall'altro, ad un accantonamento di natura straordinaria al Fondo Pensionistico Integrativo per il personale di ruolo, riconnesso alle modifiche normative intervenute nella disciplina della previdenza pubblica.

Nel mese di dicembre è stato approvato il bilancio di previsione per il 2002. Le entrate previste per l'esercizio assommano in complesso a 65,4 milioni di euro e derivano, per 24,7 milioni, dal «Trasferimento da parte dello Stato», per 38,5 milioni dalle «Entrate contributive» e, per 2,3 milioni, da «Altre Entrate» dell'Istituto. Si aggiunge, per 11,2 milioni di euro, il complessivo «Avanzo di amministrazione presunto dell'esercizio 2001». La previsione effettiva della spesa complessiva per l'esercizio 2002 (considerata al netto delle suddette prenotazioni di impegno trasferite dall'esercizio 2001 ricomprese nelle spese in conto capitale) assomma a 75,7 milioni di euro, di cui 72,7 per «Spese correnti» e 3 per «Spese in conto capitale».

La *"legge finanziaria per il 2001"* (legge n. 388/2000) ha sostituito l'originaria formulazione del comma 3 dell'art. 40 della legge 23 dicembre1994, n. 724, superando il legame (presente nella vecchia norma) tra le contribuzioni e le singole tipologie di servizi resi dalla Consob, e quello tra le contribuzioni e la complessiva attività di vigilanza svolta relativamente a ciascuna categoria di soggetti.

L'effetto innovativo più immediato è che i provvedimenti recanti il regime contributivo per il 2002 adottati nel dicembre 2001 contemplano, in luogo delle preesistenti quattro tipologie di contribuzione («corrispettivo istruttorio», «corrispettivo per la partecipazione ad esami», «contributo di vigilanza», «contributo sulle negoziazioni»), un'unica tipologia di contribuzione (denominata «contributo di vigilanza»).

In merito ai criteri di tariffazione si segnala peraltro che, in connessione alle richiamate innovazioni di sistema derivanti dall'applicazione del nuovo testo del comma 3, ai fini della definizione del regime contributivo per il 2002 si è ritenuto utile ed opportuno procedere ad una consultazione delle Associazioni di categoria interessate.

Nel corso del 2001 si è proceduto all'immissione in ruolo di 10 nuove unità e all'assunzione con contratto a tempo determinato di 6 nuove unità. A fronte delle predette nuove immissioni, si è nello stesso anno verificata la cessazione dal servizio di 20 unità, di cui 14 per dimissioni volontarie e 6 per pensionamento. Per cui, a fine 2001, l'organico dell'Istituto risultava essere pari a 385 unità.

Per l'anno 2002, sulla base delle procedure concorsuali in atto e di quelle programmate, è prevista l'assunzione di 53 nuove unità. Tali nuove assunzioni, pur tenendo conto delle dimissioni e dei pensionamenti che si verificheranno nell'anno, consentiranno di approssimarsi in modo consistente al completamento dell'organico di legge (450 unità).

Nel corso del 2001 la Consob ha profuso un particolare impegno nell'attività di comunicazione verso l'esterno attraverso la diffusione di pubblicazioni e l'ampliamento del proprio sito Web.

Per quanto concerne le prime, si ricordano le innovazioni apportate alla *newsletter* "Consob Informa", che hanno interessato la struttura stessa del notiziario e della sua versione telematica che rimanda direttamente, tramite *link*, ai provvedimenti emanati.

Il sito istituzionale è stato arricchito con una serie di interventi volti a offrire ai risparmiatori e agli operatori un panorama informativo sempre più completo, preciso e tempestivo. Fra questi, si segnala la pubblicazione degli estratti dei patti parasociali e la creazione di una nuova area di consultazione dedicata all'*Investor education*, con l'obiettivo di accrescere la cultura finanziaria dei risparmiatori e la loro capacità di autotutela, anche attraverso la messa a disposizione di sofisticati strumenti di calcolo. In particolare, sono state inserite sezioni con informazioni relative a due strumenti finanziari che hanno avuto larga diffusione presso il pubblico: i *covered warrants* e le obbligazioni *reverse convertible*.

La Consob ha partecipato nel mese di maggio 2001 al Forum della Pubblica Amministrazione per avere una comunicazione diretta con i risparmiatori e fornire maggiori informazioni sulle proprie funzioni.

II. LINEE DI INDIRIZZO E QUESTIONI APERTE

La revisione del Tuf e del diritto societario

Il Testo unico della finanza si pone l'obiettivo di assicurare un'adeguato livello di protezione degli investitori attraverso il contemporaneo perseguimento di tre finalità: la trasparenza dei mercati e dei prezzi; la protezione del risparmiatore nei confronti degli intermediari e dei gestori del risparmio; la tutela dei diritti degli azionisti di minoranza delle società quotate.

La valutazione dei risultati conseguiti con il Testo unico e con le norme regolamentari che lo attuano è certamente positiva, anche se lo sviluppo dei mercati e dei prodotti ha fatto emergere nuove esigenze, che possono essere fronteggiate solo in parte dal periodico processo di revisione della normativa secondaria che vede la Consob impegnata con cadenza annuale.

Modifiche legislative si renderanno comunque necessarie per l'adeguamento della nostra legislazione con quella comunitaria, vigente o in corso di approvazione, e per la necessità di coordinare la disciplina dettata dal Testo unico con la legislazione delegata di riforma del diritto societario.

Tra le questioni per le quali si rende opportuna una riflessione sull'efficacia dell'attuale quadro normativo, si segnalano i mezzi di tutela offerti agli azionisti di minoranza. Il Testo unico ha inteso aumentare

la possibilità di "voce" degli azionisti di minoranza. In alcuni casi, tuttavia, le norme necessiterebbero di alcuni aggiustamenti volti a migliorarne l'efficacia: la raccolta di deleghe è impraticabile a motivo della macchinosità delle procedure; i requisiti per la partecipazione all'assemblea sono in parte obsoleti, in regime di dematerializzazione, in parte troppo onerosi, soprattutto per gli investitori istituzionali, a motivo dell'immobilizzazione delle azioni.

Anche per quanto riguarda l'informazione del mercato, che deve garantire una base affidabile e costantemente aggiornata alla decisioni di investimento e disinvestimento dei risparmiatori, è possibile individuare alcune possibili integrazioni alle disposizioni attuali. Manca, in particolare, un adeguato e organico sistema di informazione tempestiva sui comportamenti dei cosiddetti *insider,* cioè dei soggetti che, svolgendo funzioni di direzione strategica all'interno della società, si trovano strutturalmente in una situazione di privilegio informativo rispetto al mercato e di potenziale conflitto d'interessi.

Anche gli intermediari, in funzione della loro polifunzionalità, possono essere indotti ad operare in situazioni di conflitto d'interessi. Le informazioni diffuse al pubblico da operatori polifunzionali tramite studi e statistiche, aventi ad oggetto titoli emessi dalle società quotate, possono presentarsi particolarmente critiche, alla luce dei rapporti che spesso legano i soggetti che li producono agli emittenti oggetto degli stessi. Questo specifico fenomeno è oggetto dell'attenzione della Commissione che ha deciso di assumere l'iniziativa per un primo intervento sulla materia teso a garantire un livello di informativa più adeguato proprio in relazione ad eventuali situazioni conflittuali. L'intervento della Consob ha però risentito della limitazione dei poteri che le sono conferiti dal Tuf. Tali poteri sono imperfettamente disegnati: la figura dell'analista finanziario non è specificatamente prevista (le prescrizioni riguardanti tali soggetti devono pertanto, allo stato attuale, essere indirizzate agli intermediari per i quali essi lavorano); scarsi sono i poteri di indirizzo nelle scelte organizzative degli intermediari che, invece, rappresentano quell'area nella quale possono svilupparsi i conflitti d'interessi.

Altro punto che merita di essere riconsiderato è quello della regola di passività in pendenza di un'offerta ostile. Il Testo unico impone un divieto di adozione di misure difensive contro un'offerta ostile da parte degli amministratori della società bersaglio senza previa approvazione degli azionisti. Non precisa tuttavia da quando debba valere una siffatta "regola di passività", pur se ad altri fini distingue fra una "prima comunicazione alla Consob" e la "pubblicazione del documento di offerta". La Consob ritenne inizialmente che il periodo di offerta dovesse iniziare con la prima comunicazione al mercato, anche se precedente la presentazione del prospetto: se ne inferiva la vigenza da quel momento sia della regola di passività sia delle regole di trasparenza e correttezza. In seguito a sentenze avverse dei tribunali amministrativi, il termine iniziale è ora individuato nel momento della presentazione di un documento di offerta completo, che Consob ritiene ricevibile per iniziare il procedimento di istruttoria. Tuttavia, la prima soluzione adottata dalla Consob appare preferibile, per limitare l'autonomia degli amministratori di ostacolare l'offerta, perseguendo interessi propri in contrasto con quelli degli azionisti, e per ridurre al minimo il privilegio informativo degli *insider* al corrente della progettata offerta rispetto ai partecipanti al mercato, e i rischi conseguenti di abusi di mercato. Un chiarimento legislativo sarebbe dunque opportuno.

L'innovazione finanziaria, che costantemente arricchisce la gamma degli strumenti di investimento, pone l'esigenza di garantire comunque la tutela degli investitori. Pur se in via di principio la disciplina dell'offerta e della sollecitazione dovrebbe riguardare tutti i prodotti finanziari, da chiunque emessi, quelli non quotati emessi da banche che non diano diritto ad acquistare azioni e quelli emessi da assicurazioni sono esentati dalla disciplina del prospetto e da quella dell'offerta fuori sede. Si tratta molto spesso di prodotti complessi, con contenuto implicito di derivati ed esposti al rischio di manipolazioni.

La disciplina sugli abusi di mercato ha finora dimostrato una scarsa efficacia, come è evidente dal limitato numero di provvedimenti giudiziari rispetto al volume di indagini avviate. Ciò rischia di ridurre il potere deterrente della disciplina sui comportamenti. Le difficoltà di *enforcement*, in parte inevitabili e comuni agli altri paesi europei, sono enfatizzate da alcune caratteristiche dell'attuale legislazione: la trattazione degli abusi come reati penali (sottratti pertanto alla sanzione amministrativa), la definizione restrittiva delle condizioni che configurano il reato, la relativa mitezza delle pene pecuniarie soprattutto per l'aggiotaggio (che non prevedono la restituzione dei profitti conseguiti), la possibilità del patteggiamento, che vanifica sia la pubblicità sia le conseguenze accessorie. La nuova direttiva europea sugli abusi di mercato è fortemente innovativa rispetto a questa situazione: definisce le condotte che costituiscono presunzione di abusi, amplia le fattispecie di illecito, introduce in via primaria sanzioni amministrative, aumenta le competenze e i poteri delle autorità di vigilanza. La direttiva sarà probabilmente approvata in tempi relativamente rapidi: ne discenderà la necessità di modificare la disciplina del Testo unico.

Il Testo unico della finanza prevede la responsabilità della persona fisica, e limiti minimi e massimi di sanzione pecuniaria relativamente esigui. In numerosi casi è prevista la possibilità di oblazione, senza alcuna pubblicità. Questo sistema ha un grado di deterrenza assai limitato: sia a motivo dei livelli di sanzione, assai inferiori a quelli di altri ordinamenti; sia perché l'onere individuale della sanzione costituisce sovente una *fictio*; sia perché, a causa delle modalità di pubblicazione, manca un'adeguata sanzione di reputazione; sia perché la possibilità di oblazione consente a poco prezzo di mettersi al riparo anche da qualsiasi pubblicità. Occorrerebbe aumentare, per lo meno in alcuni casi, l'ammontare delle sanzioni; garantire una maggiore pubblicità degli illeciti accertati, anche in capo ai soggetti non persone fisiche; abolire l'istituto dell'oblazione o quanto meno consentirne la pubblicità. Più in generale, sarebbe desiderabile riformare le disposizioni del Tuf che sanciscono la responsabilità amministrativa a carico delle persone fisiche, per reintrodurre un sistema sanzionatorio che la pongano in capo alle società e agli enti operanti nel settore dell'intermediazione mobiliare.

Diversi aspetti della legge (366/2001) di delega per la riforma del diritto societario interessano il mercato finanziario e le società quotate: ne deriva la necessità di un coordinamento fra le norme delegate e quelle già vigenti nel Testo unico. L'art. 4.8 d) della delega, ad esempio, lascia agli statuti la possibilità di scegliere fra tre distinti modelli di controllo sull'amministrazione: questo potrà spettare, come oggi avviene, ad un collegio sindacale; oppure ad amministratori non esecutivi (modello monistico); oppure a un consiglio di sorveglianza (modello dualistico). Il controllo dei conti potrà essere affidato o a revisori contabili esterni o ad altri soggetti (individuati secondo i criteri di nomina previsti dalla normativa vigente per il collegio sindacale). Onde non vanificare le positive innovazioni del Testo unico circa i compiti del collegio sindacale e il rapporto di esso con

i revisori e con la Consob, dovranno prevedersi meccanismi analoghi anche quando il collegio sindacale non sia presente. L'art. 4.7 c) della delega, che limita a cinque anni la durata dei patti parasociali, vietando quelli stipulati a tempo indeterminato, andrà coordinato con il disposto del Testo unico (art. 123), che consente patti a tempo indeterminato, salvo diritto di recesso. Si introduce una disciplina dei gruppi, con cui si ammettono decisioni delle società controllate ispirate a una "motivata valutazione degli interessi del gruppo": considerando le conseguenze che ne possono derivare per gli azionisti delle società controllate, è auspicabile, nel caso di società quotate o, più in generale, di quelle che fanno appello al mercato dei capitali, l'introduzione di rigorosi limiti alla prevalenza dell'interesse di gruppo.

Problemi ulteriori potranno derivare dall'introduzione, entro il 2004, della "società europea", prevista da un recente regolamento del Consiglio europeo: è un nuovo modello che andrà ad affiancarsi, senza sostituirle, alle tipologie già esistenti nei vari Stati membri. Ciò potrà porre esigenze di coordinamento con la disciplina prevista da alcune norme del Testo unico nel caso in cui la società europea di diritto nazionale sia ammessa alle negoziazioni in Italia. Alcune norme che si riferiscono esplicitamente al collegio sindacale o al consiglio di amministrazione potrebbero, infatti, trovare difficoltà applicative o interpretative nei confronti degli organi della società europea.

Il mercato unico dei capitali e dei servizi finanziari

Il processo di creazione del mercato unico europeo dei capitali e dei servizi finanziari ha compiuto importanti progressi nel corso del 2001, anche se permangono alcune difficoltà sia nelle procedure istituzionali che regolano il processo decisionale a livello europeo, sia nell'individuazione di soluzione adeguate su alcuni temi specifici.

La piena realizzazione del Piano di Azione dei Servizi Finanziari, sul quale i governi hanno ribadito il loro consenso in occasione delle riunioni del Consiglio europeo, è ormai un obiettivo politico rilevante e condiviso. Il consiglio europeo di Lisbona ha indicato nel 2005 il termine ultimo entro il quale gli obiettivi del Piano d'Azione dovranno essere raggiunti e il Consiglio di Stoccolma ha fissato il termine al 2003 per il settore dei valori mobiliari.

Sul piano delle procedure istituzionali, il Consiglio europeo di Stoccolma ha approvato le proposte avanzate da un gruppo di esperti (il comitato Lamfalussy) per rendere più spedita la legislazione comunitaria di armonizzazione delle regole nel settore della finanza. Il nuovo sistema prevede che le direttive, soggette alla decisione congiunta di Consiglio e Parlamento europeo, stabiliscano principi generali, mentre la definizione e il successivo adattamento delle disposizioni tecniche siano demandate a una normativa di secondo livello. Tale normativa è affidata a un comitato di rappresentanti dei governi (*Securities Committee*) su iniziativa della Commissione, con l'assistenza di un comitato delle autorità di vigilanza (*Committee of European Securities Regulators*). La Commissione ha istituito i due comitati nel giugno 2001.

Su proposta del Parlamento europeo, è stato previsto che il mandato per la definizione e l'adattamento delle regole tecniche affidato ai due comitati abbia una durata di quattro anni, a partire dall'entrata in vigore della direttiva, e che possa essere rinnovato solo previo ulteriore consenso.

La decisione adottata a Stoccolma, pur accogliendo lo spirito della proposta del comitato Lamfalussy, rappresenta una soluzione di compromesso con la posizione originaria del Parlamento europeo, che osteggiava un trasferimento di sovranità a vantaggio dei comitati. Il limite temporale stabilito al mandato per l'attuazione e la "manutenzione" della normativa secondaria rischia infatti di riproporre, alla sua scadenza, l'esigenza di riavviare il complesso *iter* legislativo comunitario, considerando che la veloce dinamica dei mercati finanziari pone un'esigenza continua di adattamento delle norme tecniche di attuazione di principi generali. Inoltre, il tempo di validità effettiva del mandato è ulteriormente ridotto dal fatto che il limite dei quattro anni decorre a partire dalla data di adozione della direttiva e non da quella di recepimento da parte degli Stati membri, che avviene di sovente con un certo ritardo.

Per quanto riguarda l'evoluzione delle normative specifiche, le aree di maggiore interesse riguardano l'adozione a livello europeo dei principi contabili internazionali, l'adeguamento delle norme sul prospetto, la definizione di una normativa comune sugli abusi di mercato, la revisione delle norme sui servizi di investimento e l'introduzione di regole comuni sulle offerte pubbliche d'acquisto.

La proposta di regolamento sull'adozione a livello europeo dei principi contabili internazionali è stata approvata dal Parlamento europeo, con alcuni emendamenti rispetto al testo della Commissione che richiederanno una procedura di conciliazione. L'adozione dei principi stabiliti dagli *International Accounting Standards* (IAS) a livello europeo consentirà di uniformare, su un comune elevato livello qualitativo, le tecniche di rappresentazione contabile adottate da parte delle società europee. La filosofia di tale impostazione, che privilegia la definizione di principi contabili generali rispetto all'individuazione dettagliata di regole per ogni fattispecie concepibile (presente per esempio nei principi US GAAP adottati negli Stati Uniti) appare la più adeguata a garantire una maggiore trasparenza soprattutto rispetto a strutture finanziarie complesse, connesse ad esempio all'adozione di estese e articolate strutture di gruppo, e all'uso di strumenti finanziari sofisticati.

La proposta di direttiva sul prospetto si propone di introdurre un passaporto unico per gli emittenti in base al principio del paese di origine, di adeguare ed armonizzare i requisiti di informazione, di ammettere il rinvio al documento di registrazione per le emissioni successive, di semplificare il regime linguistico. In primo esame, il Parlamento ha introdotto alcune modifiche che, alterando lo stesso impianto della proposta, rendono problematica una sua rapida adozione.

La proposta di una nuova direttiva sui servizi di investimento (ISD) è ancora in fase di elaborazione da parte della Commissione. I punti maggiormente problematici all'esame sono: l'esecuzione di ordini di negoziazione fuori dei mercati regolamentati, l'applicazione di regole di trasparenza agli scambi organizzati condotti dalle imprese di investimento, la revisione della lista dei servizi d'investimento e quella degli strumenti finanziari; la classificazione degli investitori istituzionali.

Sul tema delle offerte pubbliche d'acquisto, dopo la bocciatura della proposta di direttiva da parte del Parlamento europeo, la Commissione Europea ha chiesto un rapporto a un gruppo ad alto livello di esperti di diritto societario. Il rapporto contiene indicazioni largamente condivisibili (di cui molte trovano già attuazione nella nostra legislazione), che vanno al di là di quelle della originaria proposta di direttiva.

In particolare il rapporto ribadisce la soluzione in tema di difese contro le Opa ostili già contenuta nella proposta di direttiva, prevedendo il loro divieto senza l'autorizzazione dell'assemblea. Il Rapporto propone di introdurre un correttivo alla regola dell'autorizzazione assembleare: sulle tattiche difensive sarebbero chiamati a decidere tutti i possessori di azioni, ordinarie, privilegiate o di risparmio, nel rigoroso rispetto del principio "un'azione, un voto", non rilevando eventuali limiti statutari all'esercizio del diritto di voto. Tale principio, che mira a ristabilire un equilibrio tra chi detiene il possesso e chi detiene il controllo della società, rischia però di non essere pienamente efficace quando la separazione tra proprietà e controllo è raggiunta attraverso forme diverse dalle azioni con diritto di voto nullo o differenziato, quali l'uso di catene di controllo all'interno di gruppi piramidali, che consentono al soggetto a capo della catena di diluire la propria quota di partecipazione, in termini di diritti ai dividendi, mantenendo il potere di controllo in termini di diritti di voto esercitabili.

Il governo societario e l'informativa

Elevata concentrazione proprietaria e uso diffuso dei gruppi piramidali rappresentano due caratteristiche strutturali degli assetti proprietari e di controllo delle società quotate italiane.

La concentrazione proprietaria delle società quotate resta alta anche alla fine del 2001: la quota del mercato (cioè degli azionisti che hanno meno del 2 per cento del capitale) sul totale della capitalizzazione di borsa è inferiore al 50 per cento, pur in lieve crescita rispetto al 2000. Tale valore aveva superato il 50 per cento solo nel 1997 e nel 1998, nei quali erano state effettuate le più grandi operazioni di privatizzazione sul mercato.

Il grado di separazione tra proprietà e controllo ottenuto tramite l'uso del gruppo piramidale resta elevato e si è accresciuto nel 2001, soprattutto in seguito all'acquisto di pacchetti rilevanti di società quotate di grandi dimensioni da parte di gruppi già quotati.

La contemporanea presenza di un'elevata concentrazione proprietaria e di un diffuso ricorso alla forma organizzativa del gruppo piramidale, che tende a divaricare gli interessi del soggetto capogruppo da quelli degli azionisti di minoranza che possono partecipare ai vari livelli della catena di società quotate appartenenti al gruppo, pone con particolare enfasi il problema di definire un adeguato sistema di controlli che tuteli gli azionisti e più in generale il mercato rispetto ai possibili abusi.

Per quanto riguarda i controlli interni alla società, un ruolo decisivo nel sistema disegnato dal Testo unico spetta ai sindaci, cui è attribuito il dovere di vigilare sull'attività degli amministratori, con obblighi di denuncia alla Consob e poteri di denuncia al tribunale delle irregolarità rilevate. Alla Consob sono attribuiti poteri di vigilanza sull'operato dei sindaci, di denuncia del collegio sindacale al tribunale e di impugnativa dei bilanci.

Il sistema è in via di principio efficiente. Pur se i sindaci faticano ad adattarsi alle loro nuove responsabilità, si nota un aumento di incisività della loro azione.

Parimenti importante è però il ruolo dei controlli esercitabili dal mercato, e che si esprime nella valutazione che esso attribuisce ai titoli quotati. Perché tali controlli siano efficaci è però necessario che al mercato sia garantita un'informazione continua e tempestiva.

Un'area critica a tale riguardo, come è stato già indicato nel paragrafo precedente, riguarda le transazioni condotte dai soggetti *insider*. L'opportunità di prevedere obblighi di informazione continua su tali comportamenti deriva dal contributo che essi possono portare all'efficienza informativa dei mercati, fornendo indicazioni utili per determinare il valore delle azioni e per esprimere un giudizio sulla qualità degli amministratori, anche al fine dell'eventuale promozione di azioni di responsabilità da parte di minoranze qualificate.

Attualmente, le operazioni con parti correlate sono oggetto di *disclosure* continua solo nel caso in cui l'emittenti le configuri come operazioni *price-sensitive* ai sensi dell'art.114 del Tuf. Un'informazione periodica è peraltro prevista per le operazioni atipiche e/o inusuali effettuate con parti correlate, in occasione della pubblicazione del bilancio e della relazione semestrale, nell'ambito della relazione del collegio sindacale. La Commissione ha sottoposto alla consultazione una proposta di modifica dell'attuale regolamento in materia di emittenti, finalizzata ad introdurre un obbligo di informazione continua sulle operazioni atipiche, inusuali o significative concluse con parti correlate e a fornire una precisa definizione delle parti correlate.

Ugualmente insoddisfacente appare l'informazione al pubblico sulle operazioni compiute dagli *insiders* sui titoli della società, che attualmente, secondo quanto previsto dall'art. 79 del regolamento n. 11971 del 1999, devono essere indicate con cadenza annuale nella relazione sulla gestione.

Negli altri principali paesi un obbligo di comunicazione tempestiva al mercato in merito a tali operazioni è stabilito o dalle leggi o dai regolamenti di gestione dei mercati regolamentati come requisito per l'ammissione alla quotazione. In Italia la legge non prevede un tale obbligo né attribuisce alla Consob adeguati poteri in merito alla diffusione al pubblico di informazioni da parte di amministratori e sindaci delle società. In attesa di un'iniziativa da parte del gestore del mercato, e in attesa di una auspicabile introduzione di tale materia nel Tuf, la Commissione ritiene opportuno richiedere agli emittenti di adottare le necessarie misure interne per assicurare la diffusione al pubblico delle informazioni sulle operazioni effettuate dagli *insiders*, con modalità e tempi adeguati a garantire una tempestiva informazione al mercato.

Problemi più generali, riguardo all'adeguatezza dell'assetto del governo societario e dei controlli, sono stati sollevati dal recente "caso Enron", che ha evidenziato aree di criticità estremamente rilevanti nella relazione tra gestione della società e mercato, indipendentemente dagli assetti proprietari e di controllo delle società coinvolte. Le principali aree di criticità riguardano l'adeguatezza dei sistemi contabili, la disciplina dell'attività di *auditing*, la correttezza della produzione di studi da parte degli analisti.

L'istituzione da parte del Ministro dell'economia e delle finanze di una commissione di studio per valutare in dettaglio le possibili implicazioni per il sistema italiano rappresenta un'iniziativa opportuna, cui la Consob intende partecipare attivamente, apportando tutta la propria esperienza e competenza tecnica.

La Consob ha inoltre attivato una collaborazione con i consigli nazionali dei dottori commercialisti e dei ragionieri e con l'associazione dei revisori per la formulazione di un principio di revisione in materia di finanza innovativa, con particolare riguardo agli strumenti derivati.

I mercati e gli intermediari mobiliari

La quotazione delle borse, favorendone la crescita e il ricorso al capitale di rischio, può essere letta come una conseguenza fisiologica del loro processo di privatizzazione e progressiva demutualizzazione. La quotazione, infatti, è idonea, soprattutto se accompagnata ad una reale apertura degli assetti proprietari e di controllo delle società di gestione, a ridurre quei conflitti d'interesse altrimenti connaturati ad un assetto proprietario basato su "azionisti-clienti", grazie anche ai più elevati standard di trasparenza e ai più efficaci meccanismi di controllo che caratterizzano le società quotate.

Allo stesso tempo, però, la quotazione della borsa, qualora avvenga sul mercato da essa gestita, acuisce il problema dell'esercizio, da parte della società di gestione del mercato, delle funzioni di rilevanza pubblica ad essa affidate nell'ordinamento e, in particolare, il problema di come le società di gestione possano esercitare tali funzioni nei confronti di se stesse. Tale problema rileva in particolare con riferimento ai criteri con le quali le società di gestione fissano i requisiti e le modalità di ammissione a quotazione.

Tale problema può essere mitigato o neutralizzato, come avvenuto in alcuni paesi europei, attraverso opportuni interventi legislativi (a volte anche drastici, come nel Regno Unito), volti a ridisegnare la ripartizione di competenze in tema di *listing,* eventualmente affiancati da specifici interventi regolamentari da parte delle autorità di vigilanza.

In quest'ottica è da sottolineare come ai radicali cambiamenti che hanno caratterizzato l'industria delle borse negli anni più recenti, anche in termini di evoluzione tecnologica e organizzativa, si contrapponga una relativa inerzia del quadro regolamentare europeo in materia di mercati e requisiti per la quotazione. Sebbene il legislatore comunitario stia per portare a termine progetti di revisione di ampio respiro, e per alcuni versi radicali, della disciplina che regola l'accesso delle imprese ai mercati di borsa, è evidente la discrasia esistente fra le direttive comunitarie tutt'ora vigenti, ma concepite ormai più di venti anni fa, in tema di requisiti per l'ammissione alla quotazione e di prospetto di quotazione, e l'evoluzione del contesto di riferimento. Infatti, tali direttive erano state emanate avendo in mente la connotazione pubblicistica che all'epoca caratterizzava i mercati. Questa impostazione risulta però superata, in virtù del recente processo di privatizzazione delle borse.

Specifici problemi si pongono, inoltre, in merito allo svolgimento, da parte della società di gestione, dell'attività di *market surveillance,* in particolare nel caso in cui gli atti di gestione abbiano ad oggetto i titoli della medesima.

Per quanto attiene gli intermediari, occorre sottolineare come il settore del risparmio gestito ha conosciuto fortissimi tassi di crescita negli ultimi anni: fra il 1995 e il 2001 il peso delle gestioni individuali e collettive sulla ricchezza finanziarie delle famiglie italiane è passato dal 10 al 30 per cento circa. Il settore si sta lentamente aprendo alla concorrenza da parte di gestori esteri: i prodotti di soggetti non residenti autorizzati alla commercializzazione in Italia sono passati da circa 400 nel 1995 ad oltre 2.000; è in aumento anche la quota di mercato dei prodotti di società di gestione estere, per la maggior parte domiciliate nel Lussemburgo, controllate da banche e intermediari domestici.

L'offerta alla clientela individuale si è ampliata. Le gestioni patrimoniali in fondi e i fondi di fondi ne sono un esempio. A confronto con i fondi tradizionali, questi sono prodotti che, in linea di principio, consentono di allargare notevolmente il *set* delle opportunità di investimento in termini di combinazioni efficienti di rischio e rendimento.

Vi sono tuttavia rischi di scarsa trasparenza sul versante dei costi e di conflitti di interessi nelle scelte di investimento. I costi delle gestioni in fondi non sono pienamente trasparenti per il risparmiatore: ai costi di gestione diretti si devono, infatti, sommare i costi indiretti dei fondi bersaglio oggetto delle politiche di investimento. La presenza diffusa di accordi di retrocessione di commissioni fra le società che gestiscono i fondi di fondi e quelle che gestiscono i fondi bersaglio potrebbe determinare un incremento dei costi per i sottoscrittori, non pienamente giustificato da fattori legati all'ottimizzazione delle politiche gestionali.

Un altro elemento che pone profili di potenziale insufficiente informativa ai risparmiatori riguarda l'offerta, da parte di alcuni gestori, di prodotti diversi che si presentano però del tutto simili in termini di *benchmark* e stile di gestione. In molti casi si tratta di un fenomeno fisiologico, legato al fatto che il consolidamento di fondi simili in precedenza gestiti da Sgr diverse, ma appartenenti allo stesso gruppo, risulta spesso non agevole o immediato. Tuttavia, in alcuni casi si sono riscontrate differenze di performance difficili da spiegare, spesso concentrate su intervalli temporali molto brevi, fra fondi della stessa Sgr con uguale *benchmark* e categoria di riferimento.

Allo sviluppo del settore del risparmio gestito si accompagna una crescente diffusione di prodotti collegati ad indici. Questa tendenza, insieme allo sviluppo di strumenti derivati sugli stessi indici, ha prodotto importanti benefici, ma anche introdotto alcuni potenziali rischi: l'utilizzo di indici può svolgere un ruolo importante nel garantire liquidità e strumenti di copertura al mercato, ma può anche amplificare eventuali *trend* negativi del mercato, aumentandone la volatilità, soprattutto nel breve periodo.

Le risposte regolamentari nei confronti di questo fenomeno consistono nel fissare regole specifiche e nel garantire un adeguato livello di trasparenza. Le prime hanno ad oggetto soprattutto la microstruttura dei mercati finanziari, con particolare riguardo alla composizione e alle modalità di ridefinizione degli indici, e risultano particolarmente importanti in caso di crisi e di *market disruption;* le misure sulle trasparenza dovrebbero avere l'obiettivo di rendere sufficientemente chiare le caratteristiche dei prodotti del risparmio gestito offerti ai risparmiatori – ed in particolare la loro natura attiva o passiva e i relativi costi – e la struttura e le caratteristiche degli indici utilizzati.

La Commissione ha modificato il regolamento intermediari al fine di puntualizzare le competenze attribuite all'Organismo per la tenuta dell'albo dei promotori finanziari previsto dall'art. 31, 4° comma, del d.lgs. n. 58/1998. A tale riguardo sono state formulate, da parte di associazioni di categoria dei soggetti abilitati e dei promotori finanziari, delle proposte di modifica legislativa dell'Organismo per la tenuta dell'albo dei promotori finanziari, finalizzate ad attribuire per legge all'Organismo autonomia organizzativa, funzionale e finanziaria, nonché il potere sanzionatorio nei confronti dei promotori finanziari.

La Commissione si è già espressa a favore dell'evoluzione verso una più spiccata autodisciplina del settore; si ritiene tuttavia opportuno un periodo di "rodaggio" dell'Organismo, nella veste attualmente prevista dal Testo unico della finanza, al fine di ridurre gli eventuali inconvenienti iniziali legati all'attuazione di tali forme di autodisciplina.

Stampato su carta riciclata ecologica

DOC14-28-2
€ 0,93