ATTI PARLAMENTARI

XIV LEGISLATURA

CAMERA DEI DEPUTATI

Doc. **XXVIII**
n. **2**

RELAZIONE

SULL'ATTIVITÀ DELLA COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETÀ E LA BORSA (CONSOB)

(Anno 2001)

(Articolo 1 del decreto-legge 8 aprile 1974, n. 95, convertito dalla legge 7 giugno 1974, n. 216, come sostituito dall'articolo 1 della legge 4 giugno 1985, n. 281)

Presentata dal Ministro dell'economia e delle finanze

(TREMONTI)

Trasmessa alla Presidenza il 6 agosto 2002

STABILIMENTI TIPOGRAFICI CARLO COLOMBO

INDICE

RELAZIONE ANNUALE ..... *Pag.* 5

I. L'ATTIVITÀ DELLA CONSOB E IL MERCATO ..... *Pag.* 29

L'andamento dei settori di interesse dell'Istituto ..... » 29

Il Testo unico e la regolamentazione secondaria ..... » 31

Il controllo sull'informativa ..... » 33

La vigilanza sui mercati e sugli operatori ..... » 35

Le attività intraprese a seguito degli eventi dell'11 settembre 2001 ..... » 37

L'attività in sede giurisdizionale ..... » 38

Le relazioni internazionali ..... » 40

La gestione dell'Istituto e le relazioni con l'esterno ..... » 41

II. LINEE DI INDIRIZZO E QUESTIONI APERTE ..... *Pag.* 43

La revisione del Tuf e del diritto societario ..... » 43

Il mercato unico dei capitali e dei servizi finanziari ... » 46

Il governo societario e l'informativa ..... » 48

I mercati e gli intermediari mobiliari ..... » 50

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

sia le funzioni di consulenza alla Commissione europea, secondo quanto delineato dal Comitato di saggi, sia le funzioni di coordinamento e cooperazione tra Autorità di vigilanza precedentemente attribuite al FESCO.

I negoziati in corso concernenti la proposta di direttiva in materia di abuso di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato (*market abuse*) e quella in tema di prospetti da pubblicare per l'offerta al pubblico o l'ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari (*Prospectus*) costituiscono il primo banco di prova delle nuove procedure.

Le richiamate proposte, infatti, pur non essendo vere e proprie direttive quadro, fanno rinvio ai procedimenti di comitatologia per la specificazione ed implementazione di talune disposizioni tecniche di carattere generale ivi contenute.

La proposta di direttiva c.d. Market abuse. Ad essa, e più in generale alla materia dell'*insider trading*, la Consob riserva particolare attenzione nella relazione annuale e nel volume "*Dati* ed analisi" per l'incidenza della materia sui propri compiti istituzionali e per l'attualità delle tematiche coinvolte.

L'articolato si propone di riscrivere la disciplina europea contenuta nella vigente direttiva sull'*insider trading* (direttiva n. 89/592/CEE) che verrebbe abrogata e di regolamentare per la prima volta in ambito comunitario il fenomeno della manipolazione dei mercati; ciò allo scopo non solo di armonizzare le discipline nazionali ma anche di obbligare alcuni Stati membri a sanzionare tali pratiche.

La regolamentazione recepisce molte indicazioni elaborate in sede FESCO ed ha per obiettivo il rafforzamento della tutela dell'integrità dei mercati finanziari comunitari e l'accrescimento della fiducia degli investitori.

Costituiscono aspetti salienti della proposta di direttiva le definizioni degli illeciti (*insider trading e market manipulation*), la previsione obbligatoria di sanzioni amministrative e di misure preventive, l'indicazione di un'unica autorità nazionale competente, il rafforzamento dei poteri dell'autorità di vigilanza e della cooperazione internazionale.

Il negoziato è in fase avanzata anche per l'impulso dato ai lavori dai tragici fatti dell'11 settembre. Il recepimento della direttiva richiederà di modificare la disciplina nazionale e specificatamente il Testo unico dell'intermediazione finanziaria (d. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58), in particolare per introdurre sanzioni amministrative per gli illeciti considerati e per rafforzare l'informativa al mercato ed i poteri della Consob, armonizzandoli con quelli dell'Autorità giudiziaria.

La nuova normativa incontra il consenso della Consob che nella relazione evidenzia le criticità della vigente disciplina: questa infatti, alla prova dei fatti si è dimostrata poco efficace, come testimonia il limitato numero di provvedimenti giudiziari rispetto al volume delle indagini avviate.

In occasione del recepimento della direttiva, a cui il Governo intende procedere con la massima urgenza, si potrà valutare l'opportunità di ulteriori interventi normativi, anche diretti al coordinamento ed alla sistemazione razionale del quadro regolamentare vigente in materia di aggiotaggio, al fine di rendere più efficace la disciplina della prevenzione e repressione degli illeciti considerati.

La cooperazione internazionale e l'attività svolta in tema di abusi di mercato anche in relazione alla lotta al terrorismo.

La proposta di direttiva *market abuse* riveste altresì particolare interesse quale strumento per la lotta al terrorismo per via delle possibili connessioni tra attività criminose e sistemi finanziari.

La Consob illustra l'attività di cooperazione internazionale svolta nel corso dell'anno, le indagini effettuate nell'ambito dei cd. abusi di mercato ed i risultati conseguiti.

Quanto all'attività di cooperazione si registra un incremento delle iniziative, in particolare a seguito di richieste da parte di Autorità dell'Unione europea ed in correlazione ai tragici eventi dell'11 settembre.

Tali fatti, come è noto, hanno condizionato fortemente l'operatività dei mercati finanziari, con notevoli impatti sui prezzi dei titoli.

La Consob è stata interessata dalle indagini svolte dalle corrispondenti autorità americane (*Securities and Exchange Commission* e *Commodity Futures Trading Commission*) per verificare l'esistenza di eventuali violazioni della disciplina sugli abusi di mercato.

L'attenzione della Commissione si è incentrata sugli intermediari e sui titoli con l'obiettivo di verificare l'esistenza di consistenti posizioni ribassiste, aperte poco prima dell'11 settembre anche attraverso l'uso di derivati, e l'eventuale ricopertura nei giorni immediatamente seguenti.

"*Dalle analisi compiute* – si legge nella relazione - *non sono emersi elementi tali da giustificare l'adozione di ulteriori provvedimenti in merito alle anomalie riscontrate*".

Si segnala sul tema la partecipazione ed il contributo della Consob al Comitato di sicurezza finanziaria, costituito presso il Ministero dell'Economia e delle Finanze in adempimento di obblighi internazionali assunti dal nostro Paese nella strategia di lotta al terrorismo.

Va anche ricordata l'istituzione presso il Dicastero dell'Economia e delle Finanze della commissione di studio per esaminare le implicazioni del caso "Enron" sul nostro Paese, a cui

partecipa anche un rappresentante della Commissione. La Consob nella relazione annuale richiama in proposito l'attenzione sull'assetto del governo societario, indicando quali aree di criticità l'adeguatezza dei sistemi contabili, la disciplina dell'attività di *auditing* e la correttezza della produzione di studi da parte degli analisti.

La materia costituisce oggetto di particolare attenzione del Governo. Le preoccupazioni di una possibile estensione del fenomeno con l'emersione di altri casi non vanno sottovalutate; è pur vero di contro che il quadro ordinamentale europeo appare differente da quello statunitense alla luce dei presidi in essere e di quelli che si vanno introducendo. In proposito si segnala che il Consiglio dei Ministri dell'Unione europea ha recentemente approvato il regolamento che comporterà per tutte le società europee quotate l'adozione nel 2005 di criteri contabili comuni ispirati agli *International Accounting Standard.* L'obbligo riguarda i bilanci consolidati con la facoltà di estendere la previsione anche ai bilanci delle singole imprese.

L'inclusione fra i principi cardine di quello della prevalenza della sostanza sulla forma tende ad assicurare che il bilancio dia evidenza alla sostanza economica degli eventi e non alla forma giuridica; la rappresentazione contabile non dovrà essere limitata a registrare le caratteristiche dell'evento isolato, ma anche quelle relative alle operazioni ad esso correlate, il cui insieme concorre a determinare l'unitarietà del fatto negli aspetti sostanziali.

Il criterio del fair value sostituisce quello del valore di costo come cardine della rappresentazione dei valori aziendali. Il nuovo regolamento innalzando il livello di affidabilità trasparenza e comparabilità delle imprese europee, produrrà benefici effetti, tra l'altro, sulla contrattazione transfrontaliera dei titoli.

Oltre a ciò è da segnalare una iniziativa della Commissione Europea che ha emanato una raccomandazione sull'indipendenza dei revisori contabili, in vista di assicurare una maggiore credibilità alle informazioni finanziarie pubblicate e quindi una maggiore tutela degli investitori.

Nel mese di ottobre la Commissione ha ospitato le riunioni dei Comitati tecnico ed esecutivo della *International Organisation of Securities Commission* (IOSCO), nel corso delle quali è stata decisa la creazione di un Gruppo di lavoro *ad hoc*, con la partecipazione della Consob, per l'esame, tra l'altro, delle disposizioni in materia di cooperazione tra Autorità di vigilanza. L'obiettivo è quello di assicurare un adeguato livello di collaborazione nella repressione delle pratiche di *market abuse* e di individuare le informazioni e gli strumenti necessari per l'identificazione dei beneficiari delle negoziazioni poste in essere sui mercati finanziari.

La Consob segnala difficoltà nella cooperazione con la Svizzera, e specificatamente con la Commissione Federale delle Banche svizzere, a causa di una disciplina e di orientamenti della giurisprudenza elvetica che impediscono di fatto, contrariamente agli *standards* internazionali della

IOSCO, di acquisire dati identificativi dei soggetti che operano per il tramite di intermediari svizzeri, in particolare per indagini in materia di *insider trading.*

Tali difficoltà hanno riflessi importanti sulla programmata stipulazione di nuovi accordi di cooperazione con la Svizzera finalizzati al riconoscimento dell'operatività in tale paese di importanti segmenti dei mercati nazionali.

Il Governo, già informato della situazione, ha assunto iniziative adeguate presso le Autorità elvetiche per la risoluzione delle problematiche riscontrate.

Il Governo elvetico ha comunicato che la Commissione Federale delle Banche svizzere ha intrapreso l'esame della possibilità di modifiche legislative al fine di trovare una soddisfacente ed adeguata soluzione, che tenga conto delle competenze federali in materia stabilite dal proprio ordinamento e degli orientamenti giurisprudenziali ancora in corso di definizione.

Nell'ambito dell'attività finalizzata all'ingresso di nuovi paesi nell'Unione europea, la Consob riferisce della stipula di "*Memoranda of understanding*" con le Commissioni della Repubblica Ceca e della Repubblica Turca per la cooperazione e lo scambio di informazioni.

Si rappresenta altresì che nel corso dell'anno sono state inviate 28 segnalazioni all'Autorità giudiziaria concernenti per lo più (18 casi) ipotesi di violazione della norma sull'abuso di informazioni privilegiate (art. 180 del d.lgs. n.58/98).

Altre iniziative in corso previste nel Piano di azione.

La Consob dà conto di altre iniziative previste nel Piano di azione in ragione del significativo contributo offerto dalla stessa nei relativi negoziati.

Tra i risultati raggiunti viene menzionata l'approvazione delle due direttive in materia di organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM) (direttive 2001/107/CE e 2001/108/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 21 gennaio 2002).

Esse, attraverso la tecnica della novellazione, innovano la disciplina europea vigente contenuta nella direttiva 85/611/CEE di cui ormai da tempo si avvertiva la necessità di un adeguamento alle mutate esigenze del settore.

In tal modo risultano ampliate le tipologie di investimento consentite ai fondi armonizzati e le attività esercitabili dai relativi gestori. Ad essi viene ora permesso di effettuare gestioni di patrimoni individuali e di fondi pensione in linea con quanto previsto nella disciplina nazionale.

La nuova regolamentazione introduce sia il passaporto europeo per le società di gestione, che si sostanzia nel diritto di stabilire succursali in Paesi UE e di effettuare prestazioni transfrontaliere dei servizi sulla base del principio dell'*home country control,* sia il c.d. prospetto semplificato.

E' questo un documento informativo dal contenuto sintetico ed uniforme nello schema per tutti i Paesi membri, destinato ad offrire una rapida ed efficace informazione all'investitore, in aggiunta agli strumenti già previsti a tutela degli stessi (prospetto analitico ed altri documenti informativi di natura contabile).

Il recepimento delle direttive comporterà la necessità di intervenire sulla disciplina nazionale, in particolare per l'attuazione del passaporto europeo.

Tra le numerose iniziative in corso, rientranti sempre nell'attuazione del Piano d'azione, la Commissione riferisce delle proposte di regolamentazione europea di seguito sinteticamente richiamate, rappresentando lo stato dei negoziati, le criticità ed i possibili sviluppi.

La proposta di regolamentazione dei fondi pensione si propone di creare un quadro giuridico comunitario per la gestione degli enti pensionistici aziendali e professionali. Recenti sviluppi del negoziato rendono prevedibile il conseguimento dell'obiettivo in tempi brevi, superando la stasi che per molto tempo ha interessato i lavori. Tale risultato è dovuto anche al decisivo apporto al negoziato, riconosciuto da molti Paesi e dalla Commissione europea, della delegazione italiana che ha avanzato concrete proposte di compromesso che hanno ricevuto il consenso della maggioranza delle delegazioni.

La proposta di direttiva c.d. *prospectus* ha per obiettivo l'introduzione del c.d. passaporto unico per gli emittenti, che permetterà agli stessi di poter accedere a tutti i mercati europei utilizzando il prospetto di quotazione e sollecitazione approvato dall'autorità di vigilanza del paese d'origine.

Il prospetto in tal modo approvato verrà automaticamente riconosciuto dagli altri Paesi europei e potrà conseguentemente essere utilizzato per l'offerta al pubblico o l'ammissione alle negoziazioni transfrontaliere, nel presupposto dell'armonizzazione dei requisiti informativi operata dalla direttiva.

La delegazione italiana, che si avvale dell'apporto significativo della Consob nel negoziato in corso, sostiene la proposta della Commissione europea, ritenendo necessario procedere ad una rapida adozione della stessa.

L'iniziativa diretta alla disciplina dei conglomerati finanziari detta regole di vigilanza prudenziale supplementare sugli enti creditizi, sulle imprese di assicurazione e sulle imprese di investimento che vi fanno parte, indicando l'Autorità coordinatrice e definendone il relativo ruolo.

Come già riferito, è stato adottato il regolamento sull'adozione a livello europeo dei principi contabili internazionali. L'adozione a livello europeo dei principi stabiliti dagli *International Accounting Standards* (IAS) determina una armonizzazione su basi qualitativamente elevate delle tecniche di rappresentazione contabile seguite dalle società europee.

La Consob condivide la filosofia ispiratrice della nuova regolamentazione che privilegia la definizione di principi contabili generali rispetto all'individuazione dettagliata di regole per ogni fattispecie concepibile (come prevedono invece i principi US GAAP adottati negli USA); il nuovo approccio garantirebbe una maggiore trasparenza, considerata l'articolazione complessa delle strutture finanziarie e l'uso di strumenti finanziari sofisticati.

Quanto alle iniziative ancora da intraprendere rilevanza centrale rivestirà la programmata revisione della direttiva servizi di investimento (93/22/CE). E' questa una tra le più importanti iniziative tra quelle ancora da attuare nell'ambito del Piano ed è destinata ad incidere su aspetti molto significativi della vigente direttiva.

La Commissione europea sta portando a compimento la consultazione delle Istituzioni, delle Autorità e dei rappresentanti del mercato che dovrebbe preludere alla presentazione di una proposta di direttiva prevedibilmente nel prossimo autunno.

Tra i temi discussi si segnalano la revisione della lista dei servizi di investimento e degli strumenti finanziari, la disciplina dell'esecuzione degli ordini fuori dei mercati regolamentati e degli scambi organizzati condotti da imprese di investimento.

Nell'ambito della analisi del processo di creazione del mercato unico europeo dei capitali e dei servizi finanziari e del grado di attuazione del *Financial services action plan*, la relazione fa riferimento ai lavori condotti dalla Commissione europea per la redazione di un nuovo testo di proposta di XIII direttiva in materia societaria concernente le offerte pubbliche di acquisto, a seguito del voto negativo del Parlamento europeo che ha definitivamente respinto la precedente proposta.

La Commissione ha provveduto, nel settembre dello scorso anno, a costituire un gruppo di alto livello di esperti di diritto societario, che, fra l'altro, è stato incaricato di formulare raccomandazioni al fine di ridurre l'impatto sullo svolgimento delle offerte pubbliche di acquisto delle disomogeneità esistenti nel diritto commerciale degli Stati membri.

Il gruppo ha diffuso nel gennaio 2002 un rapporto che è stato oggetto di esame da parte del Ministero dell'economia e delle finanze congiuntamente con la Consob. Nei colloqui fin qui tenuti con gli uffici della Commissione europea la delegazione italiana, alla quale ha partecipato anche un rappresentante della Consob, nel ribadire il sostegno ad una celere approvazione di una direttiva in

materia, ha ritenuto condivisibili alcune delle indicazioni del rapporto, quali il riconoscimento del principio per il quale la decisione ultima in merito alla validità dell'offerta pubblica di acquisto spetta agli azionisti, le proposte volte ad assicurare un maggior grado di trasparenza degli assetti proprietari, l'introduzione del diritto di acquisto delle azioni residue e dell'obbligo dell'azionista di maggioranza di acquistare le azioni residue che gli vengono offerte dall'azionista di minoranza.

Perplessità sono state invece espresse, come rilevato anche nella Relazione, in particolare sulle misure volte ad assicurare, nel corso dell'offerta e successivamente ad essa, il diritto di voto, in proporzione alla quota posseduta, a tutti i portatori di titoli che attribuiscano il diritto non condizionato alla ripartizione degli utili e/o del patrimonio netto risultante dalla liquidazione, indipendentemente dalla presenza di limiti statutari all'esercizio del diritto di voto. I meccanismi proposti potrebbero infatti avere rilevanti effetti sulla struttura societaria e costituirebbero un incentivo al possesso azionario tramite gruppi piramidali e partecipazioni incrociate, in quanto l'esercizio del diritto di voto relativo a tali azioni non verrebbe comunque sterilizzato.

La relazione non si è soffermata sulla proposta del gruppo di specificare il criterio di determinazione del prezzo nell'offerta obbligatoria (riservato invece alla discrezionalità degli Stati membri nella proposta decaduta, che si limitava ad imporre l'offerta di un prezzo equo). Nel rapporto del gruppo si propone che il prezzo da corrispondere sia, salvo esenzioni, pari al prezzo più alto pagato dall'offerente per acquisti di azioni della stessa classe oggetto di offerta effettuati nei 6/12 mesi precedenti l'acquisizione del controllo, compreso l'acquisto che ha determinato il superamento della soglia. Il Ministero dell'economia e delle finanze, anche congiuntamente alla Consob, ha comunque rilevato nelle sedi opportune come l'adozione del citato criterio potrebbe rendere eccessivamente onerosa l'offerta pubblica di acquisto obbligatoria. La nuova normativa non si preoccupa invece di assicurare una maggiore tutela degli azionisti di minoranza attraverso la determinazione della soglia di controllo al fine dell'o.p.a. obbligatoria che non è stata, fin qui, oggetto di disposizioni di armonizzazione.

La disciplina delle società quotate

Con la legge 3 ottobre 2001 n. 366 è stata conferita al Governo la delega per la riforma delle società di capitali. La legge delega prevede una nuova disciplina di tutti gli aspetti dell'organizzazione e del funzionamento delle società per azioni, alcuni disciplinati, con riferimento alle sole società quotate, anche dal TUF, che, invece, non ha potuto incidere, in ragione dei limiti della delega, su aspetti fondamentali del modello di *governance* quali la disciplina dell'organo di amministrazione o la disciplina dei gruppi di imprese. E' pertanto avvertita l'esigenza, rilevata

anche dalla Consob, che venga assicurato un pieno coordinamento con il TUF ed i decreti legislativi di attuazione, come previsto dall'articolo 1, comma 2 della legge delega.

Analoghe esigenze di coordinamento sono rilevate dalla Consob a seguito dell'emanazione nell'ottobre 2001 del Regolamento CE recante lo statuto della società europea. Questo, in effetti, a differenza di quanto previsto nei progetti iniziali, non costituisce un modello societario regolato in ogni aspetto dal diritto comunitario. Numerosi sono i rinvii alla disciplina nazionale della società per azioni dello Stato nel quale la società europea viene registrata. Nonostante lo strumento normativo utilizzato sia quello del regolamento comunitario, inoltre, è necessaria l'emanazione di una normativa di attuazione, a fini in particolare di tutela dei creditori e dei terzi.

Parimenti esiste un'esigenza di coordinamento tra le nuove norme in materia societaria e la richiamata normativa europea in materia contabile al fine di non creare incertezze e aggravi di costi per gli operatori.

La Consob considera necessario, pur confermando il giudizio positivo sulla normativa recata dal TUF, un intervento normativo in materia di diritti degli azionisti di minoranza. La Commissione si sofferma specificamente sul grado di efficacia del complesso sistema degli istituti di tutela delle minoranze qualificate, dei quali, in realtà, gli investitori istituzionali, che ne sono nelle intenzioni del legislatore i principali destinatari, non sembra si siano avvalsi. Le motivazioni della mancata operatività degli istituti, ai quali comunque può essere riconosciuta un'efficacia deterrente, si ritiene siano da ricercare più che in particolari lacune della normativa, nel mancato sviluppo dei fondi pensione e nella indipendenza relativa dei fondi di investimento, che in maggioranza fanno parte di gruppi bancari. Ancora una volta è chiamata in causa la struttura coalizionale del controllo che scoraggia gli investitori istituzionali dal partecipare attivamente alla vita della società, favorendo strategie di *exit*, piuttosto che di *voice*, nel caso in cui le modalità di gestione dell'impresa non siano condivise.

In ogni caso aggiustamenti di una normativa che nel complesso sembra fornire un adeguato livello di protezione sono comunque possibili, con il fine di rafforzare ancora le possibilità di intervento delle minoranze qualificate.

Tra le possibili innovazioni rientra anche la questione del deposito delle azioni prima dell'assemblea, richiamata anche dalla Consob; i lavori per la redazione dei decreti legislativi di attuazione della legge delega di riforma del diritto societario sembrano essere la sede idonea per tutti gli aspetti relativi al funzionamento dell'assemblea sui quali il Testo Unico non è intervenuto.

Nella relazione, infine, si richiede un intervento normativo sulla decorrenza dell'obbligo di astensione imposto ai sensi dell'articolo 104 del TUF agli amministratori della società i cui titoli sono oggetto di offerta: la Consob auspica che sia introdotto, questa volta a livello di fonte primaria,

la distinzione, introdotta in via regolamentare dalla Consob stessa, fra prima comunicazione al mercato, dalla quale dovrebbe decorrere la regola della passività, e successiva trasmissione alla autorità di vigilanza del documento di offerta completo. Ferma restando la necessaria coincidenza del momento in cui decorre la *passivity rule* con quello in cui è fatto obbligo all'offerente di comunicare al mercato la propria intenzione di procedere all'offerta, la soluzione soddisferebbe l'esigenza di ridurre i rischi di *insider trading* nonché i rischi che eventuali fughe di notizie, precedenti la pubblicazione del documento di offerta completo, vanifichino l'efficacia stessa dell'offerta. D'altro canto un'eventuale modifica legislativa non potrà non considerare che la disciplina introdotta in via regolamentare risultava penalizzante per la società bersaglio poiché non prevedeva sostanziali vincoli temporali per la presentazione del documento di offerta, successivamente alla prima comunicazione, né per l'inizio dell'offerta vera e propria.

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

La Commissione ha avviato nel corso dell'anno il primo esercizio di pianificazione strategica dell'Istituto, definendo le linee di indirizzo per lo svolgimento dei compiti istituzionali nel medio periodo. L'obiettivo è quello di migliorare l'impiego delle risorse ed il coordinamento delle attività, implementare i metodi di pianificazione e controllo delle stesse al fine di rendere coerenti le azioni, ottimizzare i risultati ed il controllo della spesa.

Nella relazione si dà altresì conto di significative iniziative dirette sia alla risoluzione di problemi logistici ed informatici sia al miglioramento della comunicazione verso l'esterno, in particolare attraverso pubblicazioni ed attività anche sul sito Web, con l'obiettivo di offrire ai risparmiatori informazioni complete e tempestive.

Quanto al finanziamento della Consob, che, come è noto, è dalla legge in parte posta a carico del mercato ed in parte sul bilancio dello stato, si registra nel corso dell'anno la modifica, operata dalla legge finanziaria per il 2001 (legge n. 388/2000), del comma 3 dell'art. 40 della legge 23 dicembre 1994, n. 724, che ha eliminato il legame esistente tra contribuzioni e singole tipologie di servizi resi dalla Consob.

Il nuovo regime contributivo per il 2002, sul quale il Dicastero dell'Economia e delle Finanze ha espresso il prescritto parere necessario all'emanazione del Decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri (art. 1, L.216/74) è stato adottato dalla Consob nel dicembre 2001 dopo aver consultato le Associazioni di categoria. I nuovi provvedimenti, in cui si sostanzia il detto regime, in linea con la nuova disciplina, prevedono una unica tipologia di contribuzione (denominata

"contributo di vigilanza") in luogo delle quattro preesistenti (corrispettivo istruttorio, corrispettivo per la partecipazione ad esami, contributo di vigilanza, contributo sulle negoziazioni).

Si legge nella relazione che, nell'esercizio 2001, le entrate sono state pari a 146,6 milioni di euro, di cui 32,5 relativi ad entrate contributive, 31 allo Stato, 9 relative alle entrate diverse e 74 all'avanzo di amministrazione dell'anno precedente.

Dal bilancio di previsione per il 2002 risultano entrate previste per complessive 65,4 milioni di euro di cui 24,7 milioni a carico del bilancio dello Stato, 38, 5 milioni dalle entrate contributive e 2,3 milioni da altre entrate. Si prevede inoltre in 11,2 milioni di euro il complessivo avanzo di amministrazione presunto per l'esercizio 2001. La previsione di spesa per l'esercizio 2002 ammonta invece a 75,7 milioni di euro e quindi il presumibile avanzo di bilancio per l'esercizio 2002 dovrebbe risultare in 0,9 milioni di euro.

RELAZIONE AL MINISTRO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE

I. L'ATTIVITÀ DELLA CONSOB E IL MERCATO

L'andamento dei settori di interesse dell'Istituto

Nel 2001 l'andamento del mercato italiano è stato in linea con quello dei principali mercati europei, e ha riflesso, amplificandola, la tendenza del mercato statunitense dove è proseguita la riduzione dei corsi iniziata nel 2000. I principali indici del Mercato Telematico Azionario (Borsa) hanno registrato nel 2001 un calo di circa il 25 per cento, a fronte di una leggera crescita nel 2000, mentre per il Nuovo mercato la riduzione è stata pari a circa il 45 per cento (poco meno del doppio di quella dell'anno precedente).

Sull'andamento del mercato azionario italiano, come su quello delle altre principali piazze finanziarie, ha inciso la negativa congiuntura economica, sulla quale si sono innescate le conseguenze degli eventi dell'11 settembre, che hanno condizionato in maniera significativa gli andamenti congiunturali e le dinamiche dei corsi delle attività finanziarie a livello internazionale.

La dinamica negativa dei corsi azionari ha determinato una significativa riduzione della capitalizzazione complessiva del mercato di Borsa e degli altri mercati di strumenti azionari gestiti da Borsa Italiana spa. Nel complesso la capitalizzazione dei mercati azionari gestiti da Borsa Italiana spa è passata da 828,4 miliardi di euro di fine 2000 a 592,4 miliardi di euro a fine 2001. E' quindi diminuito il rapporto tra la capitalizzazione di borsa e il Pil (dal 70,2 per cento di fine 2000 al 48,5 per cento di fine 2001).

È lievemente calato, rispetto all'anno precedente, il numero complessivo delle società quotate (da 297 a 294); di queste continuano ad essere solo 6 quelle estere a conferma della scarsa attrattività del nostro mercato per gli emittenti esteri. Le società italiane ammesse a quotazione nel corso del 2001 sono state 18 (49 nel 2000), di cui 5 sul Nuovo mercato (33 lo scorso anno); la contrazione del numero di società di nuova quotazione è stata accompagnata da una riduzione del controvalore delle offerte pubbliche di vendita e sottoscrizione, passate dagli oltre 12.900 milioni di euro del 2000 a meno di 6.900 milioni. Nel corso del 2001 sono state effettuate 25 operazioni di aumento di capitale che hanno portato alla raccolta di circa 7.600 milioni di euro. Lo scorso anno vi era stato un numero maggiore di operazioni (31) caratterizzate, però, da una dimensione media inferiore (furono, infatti, raccolti circa 3.790 milioni di euro).

Il *Trading after hours* (TAH), il primo mercato regolamentato operante in orario serale, era stato avviato il 25 maggio del 2000 da Borsa Italiana Spa. Nel corso del 2001 gli scambi sono cresciuti del 39 per cento in termini di numero di contratti restando invece sostanzialmente stabili in termini di controvalore (ciò a causa del consistente calo dei corsi).

Nel corso del 2000 è proseguito lo sviluppo del mercato dei *covered warrants* in termini di gamma di prodotti offerti: le emissioni quotate sul mercato dei *covered warrants*, per il secondo anno consecutivo, sono più che raddoppiare (8.194 ammissioni nel 2001, 3.342 nel 2000 e 1.659 nel 1999). Gli scambi, invece, sono diminuiti sia per quanto attiene il loro controvalore (-34,1 per cento) sia come numero di contratti conclusi (-22

per cento). La contrazione del volume di attività ha riguardato tutti i principali mercati europei di tali strumenti, sebbene sulla base dei dati disponibili alla fine di giugno del 2001, il mercato telematico gestito da Borsa Italiana risultasse il secondo per controvalore degli scambi in ambito europeo, preceduto solo da quello gestito dalla Deutsche Borse Ag.

Anche il mercato italiano dei derivati (Idem) ha fatto registrare il nuovo massimo degli scambi: sono stati conclusi 17,1 milioni di contratti standard per un controvalore nozionale di 1.181 miliardi di euro (-14,6 per cento rispetto al 2000).

Il Mercato obbligazionario telematico (Mot) ha visto diminuire ulteriormente il numero dei titoli quotati. Per contro è aumentato, sia pur lievemente, il capitale nominale passato, per i titoli di Stato, dai 962,4 miliardi di euro del 1999 (976,2 nel 2000) ai 999 di fine 2001 e, per le obbligazioni, da 66,1 miliardi di euro del 1999 (70,5 nel 2000) a 71,4 miliardi di euro. In diminuzione sono risultati essere anche gli scambi: quelli di titoli di Stato sono calati del 10,5 per cento (126 miliardi di euro) e quelli di obbligazioni del 16,5 per cento (10 miliardi di euro). Nel corso del 2001, sono state quotate sull'EuroMot 9 nuove obbligazioni, il mercato istituito nel 2000 per *eurobonds* e *asset-backed securities*, portando il totale dei titoli quotati a 21 per un valore nominale di 31,7 miliardi di euro (valore aumentato del 73,9 per cento rispetto all'anno precedente). In questo caso, infine, anche gli scambi sono aumentati passando da 245 a 964 milioni di euro.

Quanto invece ai derivati su titoli di Stato e tassi di interesse, si è rilevata la completa assenza di scambi sul mercato Mif. Tale fenomeno è da ascrivere al fatto che, con l'entrata in vigore dell'euro, l'attenzione degli operatori si è concentrata in via quasi esclusiva sui contratti *future* aventi come sottostante titoli di Stato tedeschi (*bund*); infatti, anche il Liffe inglese ha deciso, nel corso del 2000, di sospendere l'operatività sui *futures* su Btp. Con riferimento al mercato telematico all'ingrosso dei titoli di Stato (Mts), gestito da Mts spa, si rileva un sensibile aumento dei controvalori negoziati (+12,6 per cento).

Per quanto attiene le operazioni di collocamento, nel corso del 2001 si è registrato un incremento della raccolta (passata da 3,5 a 8,3 miliardi di euro), da parte di società quotate, tramite operazioni di aumento di capitale riservate agli azionisti ed emissioni di obbligazioni convertibili. Le 18 operazioni di collocamento con offerta pubblica di vendita e/o sottoscrizione (48 nel 2000), finalizzate all'ammissione a quotazione, hanno raccolto 3,8 miliardi di euro.

Nel corso del 2001 sono state realizzate 22 (28 nel 2000) offerte pubbliche di acquisto (Opa) che hanno restituito al mercato un totale di 6,7 miliardi di euro (12,1 nel 2000); il valore è inferiore a quello dei due anni precedenti ma superiore a quelli registrati prima dell'entrata in vigore del Tuf. Le offerte collegate al passaggio del controllo sono state 9 (13 nel 2000). Le offerte residuali realizzate nel 2001 sono state 11, di cui una avente ad oggetto azioni negoziate al Mercato Ristretto.

Nel corso del 2000, sono stati altresì depositati in Consob 572 prospetti informativi concernenti operazioni di sollecitazione del pubblico risparmio (515 nel 2000); di questi, 274 hanno avuto ad oggetto l'offerta di quote e di azioni di organismi di investimento collettivi del risparmio (Oicr). I restanti prospetti erano invece inerenti ad offerte pubbliche di acquisto o vendita di titoli non quotati o a operazioni finalizzate

alla costituzione del flottante necessario per la successiva ammissione a quotazione dei titoli. Infine, sono stati autorizzati 6 prospetti informativi relativi a fondi pensione (11 nel 2000).

Il Testo unico e la regolamentazione secondaria

Nel mese di aprile 2001 si è conclusa la fase di revisione dei regolamenti attuativi del Testo unico della finanza (Tuf), avviata negli ultimi mesi del 2000. Le modifiche, precedentemente alla loro approvazione, sono state come di consueto sottoposte ad una fase di consultazione con i rappresentanti di categoria dei soggetti interessati. A fine anno, è stata avviata una nuova fase di verifica della rispondenza delle previsioni regolamentari che porterà all'adozione di nuove modifiche nel corso del 2002.

Le principali modifiche al regolamento emittenti hanno riguardato: la disciplina della sollecitazione all'investimento, con particolare riferimento alle emissioni effettuate sulla base di un programma; le norme relative alle offerte pubbliche di acquisto, fra cui quelle relative alle offerte concorrenti; gli obblighi connessi alla diffusione di studi e statistiche riguardanti gli emittenti strumenti finanziari.

Per quanto riguarda le offerte concorrenti, il sistema predisposto a seguito delle modifiche regolamentari è volto a chiarire lo svolgimento della competizione, realizzando un'alternanza fra le proposte e spingendo gli acquirenti a fornire rapidamente al mercato informazioni sulle loro effettive intenzioni.

E' stato inoltre modificato il requisito cui è subordinata l'applicabilità dell'esenzione dall'obbligo di offerta connessa a operazioni di fusione o scissione, con l'individuazione di parametri il più possibile oggettivi e verificabili.

Nel corso del 2001, sono state approvate alcune modifiche all'art. 69 del regolamento 11971/1999 sugli studi su emittenti strumenti finanziari. In particolare, si è stabilito che gli 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" (in precedenza era sufficiente indicare l'esistenza di un potenziale generico interesse in conflitto).

Tali modifiche, dettate dalle evidenze emerse circa la sussistenza di non eccezionali situazioni in cui gli studi erano stati diffusi da soggetti in capo ai quali esistevano situazioni di potenziale conflitto di interessi, sono state accompagnate e integrate da una comunicazione, con la quale si è provveduto a esemplificare quali possano essere gli specifici interessi di cui devono essere indicate le ragioni e l'estensione. Sono state inoltre fornite raccomandazioni su: trasparenza sulle fonti; indipendenza e correttezza degli analisti finanziari; trasparenza su modalità e tempistica di diffusione degli studi; trasparenza sulla continuità della copertura e sulla serie di giudizi espressi.

L'efficacia della regolamentazione italiana in materia di studi è peraltro resa problematica dai ritardi nella convergenza a livello internazionale degli approcci regolamentari, che incentivano fenomeni di arbitraggio normativo, e dall'assenza di efficaci forme di autodisciplina, che integrino e rafforzino le previsioni

regolamentari. Tuttavia, è da segnalare l'iniziativa della Iosco, che ha costituito un gruppo di lavoro (cui partecipano rappresentanti della Consob) che, sulla base di una ricostruzione di un quadro comparatistico delle regolamentazioni e delle prassi seguite nei principali Paesi, ha lo scopo di individuare le principali aree di criticità connesse alla produzione e alla diffusione degli studi e le possibili opzioni per una loro efficace regolamentazione.

Inoltre, sempre con riferimento al regolamento Emittenti, sono state modificate alcune norme inerenti alla sollecitazione all'investimento, al prospetto di quotazione e ad alcuni obblighi informativi riferiti a determinate categorie di operazioni.

Sono stati inoltre estesi alle società quotate in altri mercati regolamentati alcuni obblighi informativi relativi alle operazioni straordinarie, in precedenza previsti solo per le società quotate in Borsa.

Per quanto attiene il regolamento dei mercati, le principali modifiche hanno riguardato l'esclusione dagli obblighi di concentrazione nei mercati regolamentati delle negoziazioni aventi ad oggetto contratti a premio e altri strumenti finanziari derivati, l'ampliamento da cinque a quindici minuti del termine per la comunicazione alle società di gestione delle operazioni concluse fuori dai mercati regolamentati e la definizione di collegamenti telematici con i mercati esteri.

Nel corso del 2001 la Commissione ha collaborato intensamente con la Banca d'Italia al fine di coordinare l'azione di vigilanza sulle società di gestione di mercati regolamentati, di sistemi di gestione accentrata di strumenti finanziari, di sistemi di compensazione e garanzia nonché di servizi di liquidazione. Il perseguimento delle finalità di tutela degli investitori e di trasparente ed efficiente gestione dei mercati e dei relativi sistemi di supporto ha indotto la Consob e la Banca d'Italia ad approvare, nel mese di gennaio 2002, un provvedimento congiunto che fornisce le istruzioni di vigilanza per i soggetti prima menzionati. Tali istruzioni rappresentano un *corpus* normativo sistematico, volto ad integrare e completare le disposizioni del Testo unico della finanza concernenti l'attività di controllo sui mercati e finalizzato a conseguire maggiore efficacia e trasparenza dell'attività di sorveglianza.

Con riguardo agli Oicr, la Commissione dopo aver concentrato nel corso del 2000 la sua attività prevalentemente sul controllo degli standard redazionali in materia di informativa all'investitore, è intervenuta sugli schemi di prospetto informativo affinandone struttura e contenuto, al fine di assicurare all'investitore una maggiore consapevolezza. Più profonda è stata la modifica che ha interessato lo schema di prospetto informativo dei fondi pensione aperti, che è stato reso omogeneo nella struttura a quello dei fondi comuni d'investimento.

In materia di fondi di fondi, anche in seguito ad indagini promosse dalla Consob, la Commissione ha deliberato, al fine di dare piena trasparenza ai costi causati dalla presenza di accordi di retrocessione, che le Sgr evidenzino nel prospetto informativo l'eventuale conclusione di tali accordi sia nella parte dedicata alla descrizione delle fonti di costo, sia nell'illustrazione delle fonti di conflitto di interessi.

Il controllo sull'informativa

L'attività di vigilanza svolta dalla Commissione nel 2001 sugli emittenti quotati e sull'informativa da essi resa al mercato e agli azionisti ha portato a un notevole aumento delle richieste di informazioni agli stessi emittenti e alle rispettive società di revisione, cresciute dalle 89 del 2000 alle 397 del 2001, così come delle richieste di pubblicazione di dati e notizie, passate da 17 a 40. Nel corso del 2001 sono state, inoltre, avviate 4 ispezioni, di cui 3 nei confronti di società quotate e una nei confronti di una società di revisione. In 4 casi, inoltre, la Commissione, attraverso provvedimenti cautelari/interdittivi, ha vietato attività di abusiva sollecitazione all'investimento aventi a oggetto azioni e obbligazioni di emittenti non quotati.

In relazione a un'operazione di aumento di capitale effettuata da un emittente quotato, la Commissione ha richiesto alcune integrazioni al documento informativo in merito all'esistenza di soggetti controllanti. In tale occasione, la Commissione ha reso noto i criteri generali utilizzabili per configurare il controllo di fatto, rilevante ai sensi dell'art. 2359, comma 1, n. 2, del codice civile.

Tali criteri risultano utili per individuare i casi in cui possa ravvisarsi la situazione di "influenza dominante nell'assemblea ordinaria" da cui la norma codicistica fa dipendere il controllo di fatto. Situazione che non deve essere contingente ma deve invece presentare caratteri di almeno relativa stabilità desumibili da un'analisi dell'andamento delle assemblee per un arco di tempo ragionevolmente significativo, ma non necessariamente successivo al momento in cui il presunto controllore ha acquistato la partecipazione. A tal fine, assumono particolare rilievo, oltre ovviamente all'entità della quota di partecipazione di maggioranza relativa, il grado di frazionamento del restante azionariato, il livello di usuale assenteismo dei soci titolari di quote più esigue e la percentuale di voti che è stata mediamente necessaria per raggiungere il *quorum* deliberativo nelle precedenti assemblee ordinarie.

Complessivamente, nel corso del 2001, in 111 casi la Commissione ha proposto al Ministero dell'economia e delle finanze l'irrogazione di sanzioni pecuniarie, ovvero ha effettuato contestazioni che hanno portato al pagamento in misura ridotta, in relazione a illeciti relativi all'informativa societaria (inclusa la *disclosure* su partecipazioni rilevanti e patti parasociali) e alla sollecitazione. L'ammontare complessivo dei pagamenti in misura ridotta e delle sanzioni pecuniarie proposte è pari a oltre 2 milioni di euro.

In tema di sollecitazione, la fattispecie di gran lunga più frequente che ha dato luogo alla contestazione di condotte illecite riguarda il rispetto della norma del regolamento Consob in materia di emittenti che prevede che le operazioni di riparto siano effettuate direttamente dal responsabile del collocamento in maniera centralizzata. In due casi è stato contestato il mancato rispetto delle norme relative alla pubblicazione del prospetto informativo in occasione di emissioni di obbligazioni *reverse convertible*. In materia di informativa societaria, invece, 4 dei 17 casi di proposte di sanzioni o di pagamenti in misura ridotta riguardano il rispetto degli obblighi di diffusione di informazioni *price sensitive*, mentre i rimanenti casi riguardano il rispetto di obblighi relativi all'informativa da rendere in bilancio.

La Commissione è intervenuta per contestare la mancata comunicazione di due patti di sindacato, la cui esistenza era desumibile dai comportamenti dei soggetti coinvolti, e in particolare dalle modalità con cui tali soggetti avevano compiuto operazioni di acquisto di partecipazioni tali da determinare il superamento della soglia del 30 per cento rilevante per l'obbligo di Opa. L'esistenza dei patti parasociali in questione assumeva pertanto rilevanza ai fini dell'applicazione dell'obbligo di Opa, in quanto gli acquisti effettuati dagli aderenti a un patto parasociale anche nullo, quale quello per il quale è stata omessa la comunicazione, sono ritenuti rilevanti ai sensi dell'art.109 del Tuf per il superamento della soglia del 30 per cento.

La Commissione è intervenuta in diverse occasioni al fine di richiedere alle società quotate di integrare l'informativa resa agli azionisti in sede di assemblea ordinaria o straordinaria. È stato richiesto agli amministratori, in occasione dell'assemblea di approvazione del bilancio relativo all'esercizio 2000, di fornire informazioni aggiuntive e più dettagliate in ordine a operazioni finanziarie particolarmente complesse, con specifico riferimento al loro impatto sulla situazione economica, finanziaria e patrimoniale delle società.

La Commissione è anche intervenuta richiamando i collegi sindacali delle società quotate al rispetto delle comunicazioni Consob in materia di informativa da rendere agli azionisti, in occasione delle assemblee di approvazione dei bilanci, relativa a specifiche operazioni poste in essere dagli amministratori, in particolare quelle con parti correlate e quelle atipiche e inusuali.

La periodica attività di controllo sui bilanci delle società quotate svolta dalla Commissione nel corso dell'anno 2001 ha condotto, in un caso, all'attivazione dei poteri di impugnativa previsti dall'art. 157, comma 2, del Testo unico della finanza, con riferimento al bilancio consolidato per l'esercizio 2000 di una società quotata.

Un altro intervento ha tratto origine da una denuncia per fatti censurabili effettuata dal collegio sindacale di una banca quotata, trasmessa alla Commissione ai sensi dell'art. 149, comma 3, del Tuf, con la quale il collegio rilevava, relativamente al bilancio dell'esercizio 2000, irregolarità di natura operativa e contabile, sostanzialmente riconducibili a garanzie illegittimamente rilasciate dalla banca sul capitale e/o rendimento di gestioni patrimoniali effettuate per conto di alcuni clienti.

Nel corso del 2001 la Commissione è intervenuta in numerosi casi, in particolare in occasione di operazioni societarie di particolare importanza, al fine di garantire una corretta e tempestiva informativa al mercato da parte delle società quotate, sia attraverso contatti informali con gli emittenti sia attraverso richieste formali di pubblicazione di dati e notizie. Si è registrato, infatti, un aumento degli interventi tesi a ottenere, da parte delle società emittenti, la diffusione di comunicati stampa al pubblico oppure la comunicazione di dati e notizie alla stessa Consob. La diffusione di informazioni potenzialmente *price sensitive* attraverso Internet ha costituito un'altra area oggetto di un'azione di vigilanza specifica da parte della Commissione.

La Commissione ha affrontato, con una comunicazione, il tema dei *profit warning* da parte delle società quotate. A tale riguardo, la Commissione ha ribadito la necessità di assicurare un'informazione finanziaria regolare e frequente agli investitori. Inoltre, in modo più specifico, la Commissione ha sottolineato l'opportunità di emissione di *profit warning* sul *consensus estimate*, raccomandando alle società emittenti di monitorare tutta

l'informazione a disposizione del mercato, comprese le analisi finanziarie pubblicate, e di esaminare eventuali scostamenti significativi fra risultati attesi dal mercato e risultati attesi dalla società, in modo da correggere tempestivamente le aspettative della generalità degli investitori.

Con una comunicazione di carattere generale rivolta alle società di revisione, la Commissione ha rinnovato, ai sensi dell'art. 162 del Tuf, la richiesta, già formulata nel 1995 ai sensi dell'allora vigente normativa, di predisporre annualmente una scheda di controllo relativa ai dati e alle informazioni contenute nei bilanci delle società quotate.

La Commissione ha inoltre emanato una comunicazione finalizzata a indicare principi di comportamento e obblighi informativi che rappresentano le linee guida alle quali il collegio sindacale può attenersi per il corretto svolgimento delle proprie funzioni di controllo. In tale ambito, la Commissione ha raccomandato la predisposizione e l'invio alla stessa Consob di una scheda riepilogativa dell'attività di controllo svolta dai collegi sindacali, che può costituire un valido ausilio per i sindaci al fine della predisposizione della relazione all'assemblea.

La Commissione ha ritenuto opportuno richiedere anche ai revisori delle società emittenti titoli quotati informazioni analoghe a quelle previste per i sindaci, attraverso lo strumento della cosiddetta *check-list*.

Infine, con una comunicazione del luglio 2001, la Commissione ha raccomandato un principio per la revisione dei bilanci degli intermediari, con il quale sono stabilite le norme di comportamento e le modalità di svolgimento dei lavori sui bilanci dei soggetti autorizzati all'esercizio dei servizi di investimento, delle società di gestione del risparmio, delle Sicav che svolgono il servizio di gestione collettiva e degli agenti di cambio, nonché per la revisione dei rendiconti dei fondi comuni di investimento.

La vigilanza sui mercati e sugli operatori

Nel corso del 2001, la principale attività della Commissione nell'ambito della vigilanza sulle società di gestione di mercati ha riguardato l'approvazione delle modifiche regolamentari concernenti l'adozione di un nuovo *market model* da parte di Borsa Italiana spa. Una delle principali modifiche introdotte da Borsa Italiana spa attiene la microstruttura del mercato e riguarda l'introduzione dell'asta di chiusura. Tale modifica è stata motivata della necessità di fornire agli operatori un segnale di prezzo relativo all'ultima fase della seduta di negoziazione che fosse maggiormente significativo. L'asta di chiusura, concentrando la domanda e l'offerta complessive presenti sul mercato in un dato intervallo temporale, constituisce un meccanismo di formazione dei prezzi meno suscettibile di essere influenzato da parte degli operatori.

Un'ulteriore modifica ha riguardato l'eliminazione dell'obbligo per gli operatori di negoziare quantitativi pari o multipli di un lotto minimo di titoli definito da Borsa Italiana spa (come già previsto sul Nuovo Mercato).

La Commissione ha inoltre approvato alcune specifiche modifiche regolamentari relative a singoli mercati gestiti da Borsa Italiana spa. Per ciò che riguarda, in particolare, il mercato telematico azionario gestito da Borsa

Italiana spa (Mta), la Commissione ha autorizzato la creazione di un nuovo segmento di negoziazione, denominato Star (Segmento Titoli con Alti Requisiti). Tale segmento è dedicato alle aziende di capitalizzazione medio-piccola, già quotate o quotande, che soddisfano una serie di requisiti legati principalmente al flottante, all'informativa societaria, al sostegno della liquidità da parte di un intermediario specialista e alla *corporate governance*.

Con riferimento ai mercati all'ingrosso di titoli di Stato organizzati e gestiti da Mts spa, la Commissione ha rilasciato il previsto parere al Ministero dell'economia e delle finanze per l'autorizzazione a istituire un segmento di mercato denominato *Bondvision* e l'approvazione del relativo regolamento.

Nel corso del 2001, 27 nuovi soggetti hanno comunicato l'inizio dell'operatività di altrettanti sistemi di scambi organizzati (contro i 14 dell'anno 2000), di cui 25 banche, una Sim ed una società di gestione di mercati.

È stata intensificata l'attività di vigilanza nei confronti dei gestori dei sistemi di scambi organizzati, con richieste di dati e notizie volte a conoscere le caratteristiche dell'attività svolta e con richieste specifiche volte ad approfondire particolari modalità di funzionamento.

All'inizio del 2001, a seguito della definitiva abrogazione della legge n. 289/1986, la Consob, d'intesa con la Banca d'Italia, ha autorizzato la Monte Titoli spa all'esercizio dell'attività di gestione accentrata di strumenti finanziari, ai sensi dell'art. 80, comma 9, del Tuf.

A fine 2001, risultavano iscritte all'Albo 145 Sim nazionali (150 a fine 2000 e 155 a fine 1999). Nel corso del 2001 sono intervenute 19 cancellazioni dall'Albo e 15 iscrizioni ed è stato adottato un provvedimento di liquidazione coatta amministrativa. Analogamente a quanto osservato per le Sim, anche il numero delle banche autorizzate alla prestazione dei servizi di investimento risulta in diminuzione (si è passati dalle 781 banche autorizzate del 2000 a 753). Il *trend* di riduzione del numero di operatori autorizzati (Sim e banche) prosegue dal 1997.

Nel corso del 2001 si sono registrate circa 11.000 nuove iscrizioni all'Albo unico nazionale dei promotori finanziari (oltre 8.700 iscrizioni nel 2000) a fronte di 1.212 cancellazioni (1.085 nel 2000). Pertanto, a fine 2001, i promotori finanziari iscritti all'Albo erano 59.610 (49.856 nel 2000). La Commissione ha adottato 45 provvedimenti di sospensione cautelare e 41 di sospensione sanzionatoria (in totale, nel 2000, gli analoghi provvedimenti erano stati 114).

La Commissione ha, in totale, deliberato l'esecuzione di 8 verifiche ispettive (18 nel 2000). Nella maggior parte delle verifiche ispettive, il campo d'indagine è stato focalizzato sull'assetto organizzativo-procedurale, oppure su specifici servizi di investimento.

Nel corso del 2001, la Commissione ha inoltre utilizzato per la prima volta i poteri di cui all'art. 101, comma 3, lettera a), del Tuf, sospendendo in via cautelare una campagna promozionale relativa ad Oicr.

Utili si sono rivelate allo svolgimento dell'attività di vigilanza anche le informazioni provenienti dagli esposti inviati dagli investitori. Nel corso del 2001 sono pervenuti alla Commissione 771 reclami nei confronti

di banche, Sim ed agenti di cambio, di cui l'84 per cento hanno riguardato soggetti bancari. In confronto all'anno precedente, il numero totale di esposti nei confronti di questi soggetti è più che raddoppiato.

Gli esposti rappresentano per la Consob un importante strumento di acquisizione di informazioni che possono rappresentare il sintomo di eventuali violazioni di regole comportamentali. Dette violazioni sono valutate in modo sistematico, nell'ambito dell'ordinaria attività di vigilanza, ai fini dell'eventuale applicazione di provvedimenti sanzionatori. Infatti, benchè non sussista l'obbligo di aprire un'istruttoria a seguito della ricezione di esposti, essi sono sempre valutati nel loro contenuto. Peraltro, resta fermo che per tutelare le loro posizioni giuridiche individuali i risparmiatori devono adire la Magistratura ordinaria.

Nel corso del 2001 la Commissione ha concluso 11 procedimenti sanzionatori ai sensi degli artt. 190 e 195 d.lgs. n. 58/1998, nei confronti di esponenti aziendali di intermediari del mercato mobiliare, per violazioni della disciplina di settore.

Per quanto concerne le segnalazioni di ipotesi di reato concernenti l'intermediazione mobiliare, nel corso del 2001 sono stati trasmessi all'Autorità giudiziaria 11 rapporti relativi ad ipotesi di abusivo esercizio di servizi di investimento, 6 dei quali sono stati commessi attraverso mezzi di comunicazione a distanza (rete Internet).

La Commissione ha altresì adottato 128 provvedimenti sanzionatori e 50 provvedimenti di sospensione cautelare dall'esercizio dell'attività nei confronti di promotori finanziari. Infine, sono state trasmesse all'Autorità giudiziaria 72 segnalazioni relative ad ipotesi di reato connesse allo svolgimento dell'attività di promotore.

In materia di abuso di abuso di informazioni privilegiate e aggiotaggio, sono state inviate 28 segnalazioni all'Autorità giudiziaria; di queste 18 hanno ipotizzato la sussistenza di un illecito (21 nel 2000). In 14 casi queste ultime segnalazioni hanno riguardato ipotesi di violazione della norma sull'abuso di informazioni privilegiate (art. 180 del Tuf) e in 4 casi ipotesi di violazione della normativa sull'aggiotaggio su strumenti finanziari (art. 181 del Tuf).

Le attività intraprese a seguito degli eventi dell'11 settembre 2001

I tragici eventi dell'11 settembre 2001 hanno pesantemente condizionato l'operatività dei mercati azionari italiani come di quelli di tutti i principali paesi. Dopo la diffusione della notizia degli attentati, le contrattazioni sui mercati europei, che erano gli unici aperti, sono proseguite regolarmente, salvo alcune temporanee eccezioni (Finlandia e Portogallo). I mercati borsistici statunitensi, chiusi al momento degli attentati, non hanno ripreso le contrattazioni fino a lunedì 17 settembre.

L'impatto sui prezzi di tali eventi è stato immediato e molto pronunciato: tutti i mercati aperti hanno fatto registrare perdite comprese tra il 7,5 e l'8,5 per cento, con un rilevante numero di titoli che sono stati sospesi per eccesso di ribasso per gran parte della seduta. La scelta di non sospendere le negoziazioni, che è stata concordata dalle principali borse europee, ha consentito di diluire le pressioni al ribasso di tutti gli operatori

internazionali, che immediatamente si sono manifestate, su un paniere di mercati dotato di sufficiente ampiezza e spessore. Francoforte, unica borsa aperta nella seduta serale del'11 settembre, è stata infatti costretta a chiudere anticipatamente, perché le tensioni al ribasso scaricatesi su un unico mercato erano diventate difficilmente sopportabili.

In seguito agli eventi dell'11 settembre la Consob è stata impegnata, anche a seguito di richieste di cooperazione internazionale, in un'intensa attività di indagini volta a verificare l'esistenza di eventuali violazioni della disciplina sul *market abuse* da parte di soggetti che avessero operato conoscendo in anticipo il progetto di attacco terroristico a New York. L'attenzione è stata focalizzata sia sugli intermediari che sui titoli, mirando a evidenziare l'esistenza di consistenti posizioni ribassiste, aperte poco prima dell'11 settembre anche attraverso l'uso di derivati, e l'eventuale ricopertura nei giorni immediatamente seguenti. Dalle analisi compiute non sono emersi elementi tali da giustificare l'adozione di ulteriori provvedimenti in merito alle anomalie riscontrate.

La Commissione, insieme alle altre autorità di controllo del mercato finanziario, partecipa al Comitato di sicurezza finanziaria (CSF), costituito presso il Ministero dell'economia e delle finanze in ottemperanza agli obblighi internazionali assunti dall'Italia nella strategia di contrasto alle attività connesse al terrorismo internazionale. In tale ambito, la Commissione fornisce, anche in deroga alle disposizioni in materia di segreto di ufficio, le informazioni riconducibili alle materie di competenza del Comitato. In particolare, la Commissione ha riferito al Comitato in merito alle iniziative intraprese in sede IOSCO al fine di rinforzare la cooperazione internazionale in materia di abusi di mercato e ha fornito informazioni in merito agli eventi che si sono determinati sui mercati borsistici in seguito alle vicende dell'11 settembre.

L'attività in sede giurisdizionale

Nel corso del 2001, sono stati presentate 76 impugnazioni avverso provvedimenti adottati o proposti dalla Consob in materia di vigilanza, di cui 36 davanti al giudice amministrativo e 40 davanti al giudice ordinario. Nel corso del 2000 i ricorsi presentati erano stati rispettivamente 43 e 27.

Assumono rilievo le sentenze della Corte di Cassazione in merito al computo del termine di cui all'art. 14, comma 2, della legge 24 novembre 1981, n. 689, ai sensi del quale la contestazione degli estremi di violazioni rilevanti, ai fini dell'applicazione di sanzioni amministrative pecuniarie, deve avvenire entro novanta giorni dall'accertamento. La Cassazione ha chiarito che detto termine inizia a decorrere quando la Commissione, in composizione collegiale, abbia a disposizione i risultati dell'indagine svolta dai propri organi ispettivi e sia investita della decisione sugli illeciti configurabili nei fatti acclarati. Si tratta, infatti, di un termine previsto per la contestazione e non per l'accertamento delle violazioni, e che, pertanto, non è soggetto a limiti temporali predefiniti. Nel computo del termine si deve quindi «tenere conto, da un lato, della (...) anteriore fase delle indagini, che non consente l'accertamento fino a quando le indagini stesse non siano ultimate e si rendano

necessari od opportuni ulteriori riscontri e, d'altro canto, dello *spatium deliberandi*, che la natura e la consistenza della singola infrazione richiedano nel caso concreto».

Nel corso dell'anno 2001 è cresciuto il numero dei ricorsi innanzi alle Corti d'Appello competenti per territorio avverso sanzioni amministrative pecuniarie irrogate dal Ministero dell'economia e delle finanze, su proposta della Consob, per violazioni della disciplina sugli Emittenti dettata dal Tuf. I sette ricorsi presentati sono tuttora pendenti all'infuori di uno, concernente una sollecitazione abusiva posta in essere da un intermediario, in relazione al quale è intervenuta una pronuncia di rigetto dell'opposizione.

Si segnala che l'art. 33 del d.lgs. n. 80/1998 (già dichiarato costituzionalmente illegittimo, per eccesso di delega, con sentenza della Corte Costituzionale n. 292 del 17 luglio 2000, e successivamente riformulato ad opera dell'art. 7 della l. n. 205/2000) ha devoluto alla giurisdizione esclusiva del Giudice amministrativo "tutte le controversie in materia di pubblici servizi, ivi compresi quelli afferenti alla vigilanza (...) sul mercato mobiliare" e che, avendo riguardo a quanto coì stabilito, la Corte d'Appello di Napoli, con decreto emesso il 27 giugno 2001, ha ritenuto di dichiarare il proprio difetto di giurisdizione a conoscere di un'opposizione proposta dinanzi a essa ai sensi dell'art. 195 del Tuf.

L'effettiva portata di tale disposizione è peraltro, allo stato, da verificare. Infatti, il Tar della Campania, recentemente adito, attesa l'opinabilità del quadro normativo di riferimento, ai fini della declaratoria di illegittimità di provvedimenti sanzionatori adottati a norma dell'art. 195 del Tuf, ha reputato (ordinanza n. 5795 del 5 dicembre 2001) dubbia la giurisdizione esclusiva del Giudice amministrativo, tenuto conto della natura speciale della previsione recata dall'art. 195, comma 4, del Tuf rispetto alla sopravvenuta legge generale n. 205/2000.

Nel 2001 sono stati instaurati cinque nuovi giudizi civili in cui la Consob è stata convenuta in giudizio per il risarcimento dei danni; i relativi procedimenti sono tuttora in corso. La Consob è stata altresì citata quale responsabile civile, ai sensi dell'art. 83 c.p.p., nell'ambito di due procedimenti penali. In uno di questi procedimenti penali, la Commissione ha ritenuto per la prima volta di costituirsi parte civile, sottolineando il ruolo di danneggiato dello stesso Organo di vigilanza, le cui funzioni tutorie sono state dolosamente ostacolate e compromesse dal comportamento contestato agli imputati, in violazione dell'art. 171 del Tuf.

La Consob si è costituita parte civile in un altro procedimento penale, avviato su sua segnalazione, nei confronti di taluni esponenti aziendali di una società quotata, imputati di false comunicazioni sociali ed aggiotaggio.

Si rileva, da ultimo, che con decisione presa nel giugno 2001 è stato definito, in senso favorevole alla Consob, un giudizio di risarcimento danni instaurato nel 1996 da un gruppo di clienti di un intermediario dichiarato fallito.

Nel corso del 2001 la Consob è intervenuta in cinque procedimenti penali; di questi due erano stati avviati per *insider trading*, i restanti tre per altrettante ipotesi di aggiotaggio su strumenti finanziari. Tra questi ultimi meritano segnalazione due procedimenti conclusi nel corso del 2001 con sentenze di patteggiamento.

Infine, nel 2001 sono stati notificati alla Consob, in qualità di parte offesa, dieci avvisi di richieste di archiviazione (di cui due parziali, relative cioè solo a taluni indagati o ad uno dei reati contestati) formulati dal Pubblico Ministero, a conclusione delle indagini preliminari concernenti ipotesi di *insider trading* o aggiotaggio segnalate dalla Consob.

Le relazioni internazionali

Nel corso del 2001 la Consob ha partecipato attivamente ai gruppi costituiti nell'ambito dell'Unione Europea e nelle varie sedi internazionali. Il Comitato dei Saggi (il cosiddetto Comitato Lamfalussy), costituito dalla Commissione Europea per esaminare e proporre soluzioni al fine di migliorare la regolamentazione dei mercati di valori mobiliari e di cui il Presidente della Consob era componente, ha presentato le proprie conclusioni nel mese di febbraio. Le soluzioni proposte dal Gruppo dei Saggi sono state condivise dal Consiglio Europeo che ne ha raccomandato l'attuazione. La Commissione Europea ha, pertanto, istituito il Comitato Valori Mobiliari ed il Comitato delle Autorità di Vigilanza. Il Fesco ha provveduto a modificare il proprio statuto per renderlo conforme alle predette decisioni, assumendo il nuovo nome di Cesr (*Committee of European Securities Regulators*) che, in aggiunta alle funzioni di consulenza alla Commissione Europea, continuerà a svolgere le funzioni di coordinamento e cooperazione tra Autorità di vigilanza precedentemente attribuite al Fesco.

Tra l'attività svolta in corso d'anno in sede Cesr si segnala, in particolare, quella del Gruppo di lavoro, a presidenza Consob, in materia di offerta al pubblico, che ha prodotto una serie di documenti presentati alla Commissione Europea quale contributo alla nuova regolamentazione dei prospetti. Si rammentano altresì i lavori dei Gruppi su *market abuse*, sugli *Alternative Trading Systems* nonché sugli standard per la protezione degli investitori. I documenti discussi da tali gruppi di lavoro hanno costituito oggetto di pubblica consultazione.

La Consob ha altresì partecipato, presso le competenti sedi comunitarie, alle discussioni sulle proposte di direttiva presentate dalla Commissione Europea in materia di prospetti, *market abuse*, *collateral*, conglomerate finanziarie e fondi pensione.

La Consob ha ospitato, nel mese di ottobre, le riunioni dei Comitati Tecnico ed Esecutivo della Iosco. Nel corso degli incontri si è deciso di creare un gruppo di lavoro *ad hoc* (cui partecipa la Consob) con gli obiettivi di verificare l'esistenza di piani d'emergenza coordinati a livello internazionale a fronte di eventi eccezionali che comportino turbative dei mercati, esaminare le disposizioni in materia di cooperazione tra Autorità di vigilanza in modo da assicurare un adeguato livello di collaborazione nella repressione di pratiche di *market abuse* e indicare le informazioni e gli strumenti necessari all'identificazione dei beneficiari delle transazioni condotte sui mercati finanziari. Il Comitato Tecnico Iosco ha altresì approvato un documento in materia di trasparenza dei mercati prodotto dallo *Iosco Standing Committee* n. 2 (mercati secondari), presieduto da un rappresentante della Consob.

La Consob ha altresì partecipato a iniziative di supporto alle Commissioni di Paesi candidati all'ingresso nell'Unione Europea. Infine sono stati stipulati due nuovi *"Memoranda of understanding"* con le Commissioni

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