ATTI PARLAMENTARI

XIV LEGISLATURA

CAMERA DEI DEPUTATI

Doc. XXVIII
n. 3

RELAZIONE

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

(Anno 2002)

(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 14 ottobre 2003

TIPOGRAFIA DEL SENATO (200)

PAGINA BIANCA

INDICE

Relazione annuale ..... *Pag.* 5

Sezione A. Linee di indirizzo e questioni aperte ..... » 19

Sezione B. L'evoluzione del quadro di riferimento ... » 37

Sezione C. L'attività della CONSOB ..... » 97

Sezione D. Appendice statistica ..... » 191

PAGINA BIANCA

ALL.

CONSOB

COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETA' E LA BORSA

IL PRESIDENTE

PROT. 3020251

Roma, 31 marzo 2003

Signor Ministro,

Le invio qui allegata la Relazione predisposta dalla Commissione ai sensi dell'articolo 1/1, comma 13, della legge 7 giugno 1974, n. 216. Essa illustra l'attività svolta dalla Commissione nel 2002.

Nella Relazione vengono esposte le linee di indirizzo e indicate alcune questioni aperte nell'attività istituzionale sulle quali si ritiene necessario richiamare l'attenzione del Governo.

La Relazione è completata da due Sezioni dedicate alla descrizione analitica dell'attività della Consob e all'evoluzione del quadro di riferimento.

La Commissione rimane a disposizione per ogni approfondimento e chiarimento.

Colgo l'occasione, Signor Ministro, per inviarLe i miei saluti.

Suo Luigi Spaventa

On.le Prof. Giulio TREMONTI
Ministro dell'Economia e delle Finanze
Via XX Settembre, 97
00187 ROMA

PAGINA BIANCA

RELAZIONE del MINISTRO dell'ECONOMIA e delle FINANZE al PARLAMENTO sulla RELAZIONE CONSOB 2002

La Commissione nazionale per le società e la borsa – Consob - ha trasmesso al Ministero dell'economia e delle finanze, la relazione annuale sulla propria attività, per l'inoltro al Parlamento come previsto dall'art. 1, comma 13, del d.l. 8 aprile 1974 n.95, convertito, con modificazioni, in legge 7 giugno 1974 n.216.

La presentazione della relazione offre a questo Dicastero l'opportunità di una riflessione su alcune tematiche, evidenziate anche dalla Consob, destinate ad incidere in modo rilevante sull'assetto della regolamentazione e sull'industria finanziaria, quali, in particolare le questioni connesse alle crisi societarie, le riforme del sistema statunitense e le ricadute in Europa ed in Italia, le interconnessioni tra diritto societario e diritto dei mercati, lo sviluppo della regolamentazione dei mercati finanziari a livello comunitario anche nel quadro delle iniziative italiane per il semestre di turno della Presidenza Europea.

1. LE CRISI SOCIETARIE: LE RIFORME AMERICANE E LE CONSEGUENZE IN EUROPA E IN ITALIA

Nella Relazione per l'anno 2002 la Consob rileva che la sequela di scandali societari susseguitisi negli Stati Uniti (a partire da Enron) ed in Europa (Vivendi, Marconi, Elan, EmTV, Swiss Life ecc.) ha determinato una pronta e articolata reazione da parte del Congresso americano e delle autorità federali di controllo statunitensi, come anche iniziative, sia pure a uno stadio meno avanzato, in vari paesi europei e da parte della stessa Comunità Europea.

In particolare, il "Sarbanes-Oxley Act" approvato nel luglio 2002 dal Congresso americano, si caratterizza per i seguenti punti qualificanti:

- l'introduzione di un organo di vigilanza semi-pubblico sui revisori contabili;
- la previsione di regole per assicurare l'indipendenza dei revisori contabili, in particolare limitando significativamente la possibilità di fornire servizi diversi dalla revisione alla società che ha conferito l'incarico;
- l'imposizione di comitati di *audit* composti da amministratori indipendenti;
- gli obblighi di certificazione dei bilanci in capo ad amministratori delegati e direttori finanziari (C.E.O. e C.F.O.);
- una più incisiva disciplina delle operazioni in titoli da parte degli *insider*, in chiave di informazione al pubblico (che viene resa più tempestiva) e di divieto di operare in determinati periodi;
- il divieto di prestiti agli *insider*;
- l'aggravamento delle sanzioni civili e penali in caso di frode nei confronti degli investitori (es. falso in bilancio).

Il Ministero dell'economia e delle finanze , dal canto suo, ha tempestivamente costituito una commissione di studio presieduta dal prof. Galgano, incaricata di esaminare l'idoneità dell'ordinamento interno a fornire al mercato una rappresentazione veritiera della situazione economica, finanziaria e patrimoniale delle imprese quotate, che consenta di segnalare per tempo l'insorgere di situazioni di crisi e di individuare le misure correttive necessarie.

La Commissione ha incentrato la propria indagine su quattro profili: l'indipendenza dei revisori, l'attendibilità degli analisti finanziari, l'informazione al mercato e la *corporate*

governance. Nel settembre 2002, la Commissione ha formulato un'articolata serie di proposte di miglioramento della disciplina esistente.

Tra l'altro, la Commissione ha raccomandato di:

- ampliare i poteri regolamentari attribuiti alla Consob per: (1) recepire il concetto di rete di imprese entro la quale si colloca la società di revisione; (2) vietare alla società oggetto di revisione, e alle società che la controllano o ne sono controllate, di conferire alle entità componenti la rete incarichi diversi dalla revisione e valutati, per regolamento Consob, come suscettibili di pregiudicare l'indipendenza della società di revisione; (3) imporre pubblicità sui compensi che la società di revisione e la sua rete hanno percepito dalla società sottoposta a revisione;
- estendere la regola che vieta per un certo periodo l'assunzione dei revisori da parte della società sottoposta a revisione alle altre società del gruppo cui essa appartiene;
- modificare la disciplina del conferimento dell'incarico e della sua durata, prevedendo (1) la scelta da parte dell'assemblea sulla base di una terna proposta dagli amministratori e di un parere con preferenza motivata dell'organo di controllo interno e (2) la durata di sei anni dell'incarico, non rinnovabile;
- imporre con regolamento Consob la pubblicità tempestiva dei piani di *stock option*;
- dare evidenza nella nota integrativa dell'esistenza e dell'attività di eventuali *special purpose entities*;
- ridurre i tempi per la pubblicazione dell'informazione contabile periodica;
- accrescere la trasparenza della gestione in relazione alle operazioni di particolare rilievo, a quelle atipiche o inusuali, alle operazioni infragruppo e con parti correlate;
- prevedere per legge sanzioni a carico degli amministratori di società quotate per il solo fatto della omessa comunicazione agli altri amministratori di una situazione di conflitto di interessi, a prescindere dal danno alla società e reintrodurre il divieto di prestiti agli amministratori, eliminato con la riforma del diritto penale societario del 2002 e nel frattempo, come si è visto, introdotto per la prima volta nella legislazione federale statunitense;
- rivedere le sanzioni pecuniarie amministrative previste dal T.U.I.F., realizzando una maggiore proporzione tra importo della sanzione ed entità dei profitti conseguiti dagli autori di illeciti e un maggiore coinvolgimento delle società fra i destinatari delle sanzioni.

Alcune raccomandazioni della Commissione sono già state recepite in interventi regolamentari recenti.

Nel corso del 2002 infatti la Consob si è resa artefice di un intervento regolamentare con il quale è stato introdotto un obbligo di informazione continua sulle operazioni con parti correlate che "per oggetto, corrispettivo, modalità o tempi di realizzazione possono avere effetti sulla salvaguardia del patrimonio aziendale o sulla completezza e correttezza delle informazioni, anche contabili, relative all'emittente" (art. 71-*bis* e all. 3B, Regolamento Emittenti). La nozione di parti correlate è stata individuata con apposito provvedimento, che rielabora la definizione contenuta nel principio contabile internazionale "IAS24", adattandolo alla realtà italiana (e dunque, per esempio, includendovi anche i singoli partecipanti a sindacati di voto che riuniscano una quota di controllo).

Questa nuova disciplina, entrata in vigore il 1° gennaio 2003, colma una lacuna significativa dell'ordinamento italiano, più volte segnalata negli anni scorsi dalla stessa Consob. Per quanto sia ancora presto per valutarne l'efficacia applicativa, si osserva che la precisazione secondo cui le operazioni debbano poter "avere effetti sulla salvaguardia del patrimonio aziendale o sulla completezza e correttezza delle informazioni, anche contabili, relative all'emittente" sembra

lasciare margini di discrezionalità in capo agli emittenti nel decidere se fare oggetto degli obblighi informativi previsti una determinata, specifica operazione. Ad oggi, comunque, non si riscontrano comunicazioni effettuate ai sensi dell'art. 71-*bis*. .

Al contrario, ha fin dall'inizio trovato ampia applicazione la nuova disciplina della comunicazione delle operazioni sui titoli del gruppo effettuate dalla capogruppo, introdotta all'inizio di quest'anno. Si tratta di una disciplina che in qualche modo avvicina l'ordinamento italiano a quello statunitense sotto il profilo degli strumenti di prevenzione dell'*insider trading*: come negli Stati Uniti ogni azionista che possieda più del 10 per cento delle azioni è tenuto a informare il mercato mensilmente delle operazioni effettuate sui titoli dell'emittente, così ora, al di là della pur lodevole iniziativa di autoregolamentazione della Borsa Italiana s.p.a., che si applica ai soli esponenti aziendali, in Italia sarà possibile avere notizia dell'operatività del soggetto al vertice del gruppo, data l'evidente posizione di potenziale *insider* di detto soggetto.

Una più completa armonizzazione con le indicazioni in materia contenute nella relazione finale della Commissione Galgano potrà essere realizzata con il recepimento della direttiva 2003/6/CE, recante disposizioni in materia di abusi di mercato, alla cui analisi è dedicato il paragrafo 4 del presente documento. Si segnala fin d'ora che il Ministero dell'economia e delle finanze ha già predisposto, con la collaborazione della Consob, un testo di norma di delega da inserire nella legge comunitaria di prossima emanazione.

La relazione Consob afferma, inoltre, la necessità di definire migliori equilibri nei sistemi di incentivi dei soggetti coinvolti nella gestione delle imprese e di rafforzare i meccanismi di disciplina esterna del loro comportamento.

A tal fine, tra le linee di intervento individuate vi è quella di assicurare "*un ruolo più ampio ed efficace del risparmio diffuso all'interno della dialettica societaria*"; tale ruolo (si legge a pag. 8) deve "*potersi esplicare più efficacemente sia attraverso i meccanismi di exit, ottimizzando la qualità e la tempestività dei flussi informativi, sia attraverso i meccanismi di voice, potenziando gli strumenti di rappresentanza e di iniziativa degli azionisti di minoranza*".

Premesso che in un sistema di *governance* che si ispiri a modelli avanzati di democrazia societaria l'"*exit*" rappresenta un *second best* rispetto alla "*voice*", va osservato che il miglioramento dei flussi informativi non è solo funzionale all'opzione dell' "*exit*", ma anche presupposto per un corretto esercizio della "*voice*": l'implementazione della qualità e tempestività dell'informazione è quindi un *prius* rispetto ad entrambi.

Problema centrale è quello dell'onerosità dell'informazione: l'informazione costa infatti sia a chi la fornisce (produzione, messa a disposizione, effetto trasparenza), sia a suoi destinatari (ricerca e ricezione, analisi e valutazione, ecc.). Il miglioramento (e quindi la razionalizzazione) della qualità e tempestività dei flussi informativi potrebbe realizzarsi mediante un sistema che moduli uno zoccolo duro di informazione periodica standardizzata quanto a contenuti, tempi e modalità di pubblicazione (e quindi facilmente comprensibile e raggiungibile anche dal risparmiatore meno esperto) al quale si aggiunga (obbligatoriamente) un modulo di *disclosure* ulteriore, che rappresenti quei fatti e quelle valutazioni sull'andamento della società non suscettibili di rigida standardizzazione sotto il profilo contenutistico o periodico.

Nel documento, si rappresenta inoltre come il nostro ordinamento, pur collocandosi tra quelli maggiormente attivi nell'obiettivo di aumentare gli strumenti di tutela del risparmio diffuso, presenti ancora alcune lacune, segnatamente in tema di: funzioni di controllo esterno (società di revisione e analisti finanziari) e di conflitti di interesse all'interno delle società.

Con riferimento alle prime, va segnalato che, nell'ambito del testo di delega di recepimento della direttiva 2003/6/CE, sopra citato, è stata inserita una specifica disposizione che mira a rafforzare l'indipendenza delle società di revisione di società quotate secondo le raccomandazioni formulate dalla Commissione presieduta dal Prof. Galgano.

Con riferimento ai secondi, sembrerebbe che l'ampiezza dei poteri informativi della Consob (cfr, art. 114, commi 3 e 4 e art. 115 TUIF) già consentirebbe di intervenire in via regolamentare "*per assicurare trasparenza all'operatività da parte degli amministratori sui titoli delle società in cui svolgono la loro funzione*". Tuttavia una razionalizzazione dei poteri informativi stessi (invero previsti in una serie di rinvii), così come una riconsiderazione dell'ampiezza di quelli ispettivi e della efficacia deterrente dei sistemi sanzionatori potrebbe essere presa in considerazione in sede di coordinamento del TUIF con la riforma del diritto societario, (nei limiti invero stringenti in cui ciò è consentito dalla delega contenuta nell'art. 1, commi 2 e 5 della legge 366/2001 o in esecuzione di una eventuale nuova e più ampia delega di coordinamento).

Assolutamente condivisibile è infine l'esigenza di favorire nelle società quotate l'attivismo degli azionisti di minoranza qualificati e, specialmente, dei c.d. investitori istituzionali, soprattutto in un sistema come il nostro ove è elevato il livello di concentrazione proprietaria.

L'esperienza del TUIF insegna come taluni degli strumenti a tal fine predisposti abbiano effettivamente inciso (minoranza di blocco, autorizzazione assembleare per le misure di difesa contro OPA, disciplina del recesso dai patti di sindacato); altri invece hanno avuto scarsissima o ininfluente applicazione (deleghe di voto, voto per corrispondenza, flessibilità statutaria per l'attivazione da parte delle minoranze dei poteri di convocazione dell'assemblea, di denuncia al collegio sindacale o per l'esercizio dell'azione di responsabilità).

Al di là della persistente carenza in Italia di una diffusa cultura della partecipazione societaria e della riottosità delle società quotate ad ampliare in via statutaria le prerogative degli azionisti qualificati (e su quest'ultimo punto alternativa preferibile all'intervento del legislatore è l'adozione di meccanismi di incentivo da parte delle società di gestione del mercato), il problema dell'insuccesso di taluni strumenti di tutela degli azionisti di minoranza va essenzialmente rinvenuto nei costi di attivazione degli stessi. Su questo versante la disciplina regolamentare emanata dalla Consob può svolgere un ruolo importante.

Dal punto di vista legislativo un impatto positivo può essere atteso dall'eliminazione dell'obbligo di preventivo deposito delle azioni, previsto dalla riforma del diritto societario.

2. L'EXTRATERRITORIALITÀ DELLA RIFORMA AMERICANA E LE INTERCONNESSIONI TRA DIRITTO SOCIETARIO E DIRITTO DEI MERCATI

Il tema delle interconnessioni tra regole del mercato e regole di diritto societario è indubbiamente uno dei nodi centrali dell'integrazione dei vari sistemi economici.

La recente emanazione del *Sarbanes – Oxley Act* negli USA ha avallato un'applicazione extraterritoriale del diritto societario con riguardo ai Paesi esteri, ha sollevato il problema delle società europee quotate negli Stati Uniti, in via esclusiva o in "*dual listing*".

La problematica si innesta su un quadro normativo europeo ancora largamente perfettibile:

- sia perché nel nostro continente le tematiche del diritto societario e dei mercati e degli intermediari non sono sempre regolamentate da fonti univoche: si passa da regolamenti, a convenzioni, a direttive, invero prevalenti, ovvero infine a mere raccomandazioni;

- sia perché molti ambiti restano poi intangibili in relazione al principio di sussidiarietà e spesso le regolamentazioni si sovrappongono alimentando dubbi interpretativi; soprattutto in ambito societario vi è una obiettiva difficoltà a significativi livelli di coordinamento;
- sia infine perchè i principi del mutuo riconoscimento e dell'armonizzazione minimale hanno evidenziato limiti nella missione loro affidata di omogeneizzare il quadro regolamentare europeo, vuoi per l'insufficiente grado di uniformità che sono stati in grado di generare, vuoi per l'esistenza di altre materie (fiscale, lavoristica, civilistica, oltre quella societaria) che sono rimaste estranee al processo di omogeneizzazione.

Il rischio concreto è che gli emittenti nazionali, per poter quotare i loro titoli all'estero, siano tenuti al rispetto non solo della *market law* del Paese ove i titoli vengono negoziati, ma anche della *securities and governance law* di quel Paese.

Al di là dei costi derivanti dalla duplicazione di strumenti e meccanismi di *governance* per poter rispettare entrambe le normative societarie coinvolte (quella del Paese d'origine e quella del Paese ospitante), possono comunque verificarsi casi di incompatibilità tra le normative medesime, che rendano problematico il loro contemporaneo rispetto.

Nell'ambito del secondo mandato conferito dal Ministro dell'Economia e delle Finanze, la Commissione presieduta dal prof. Galgano, già menzionata, è stata incaricata di valutare l'applicabilità del *Sarbanes –Oxley Act* alle società italiane quotate nei mercati statunitensi, nonché di esaminare le problematiche connesse all'obbligo di registrazione presso la *PCAOB* delle società di revisione contabile straniere che prestino i propri servizi a favore di società quotate sui mercati statunitensi. La Commissione ha recentemente terminato i propri lavori e la relazione finale sarà prossimamente resa pubblica.

3. LA RIFORMA DEL DIRITTO SOCIETARIO

L'ampia riforma del diritto societario, attuata con il d.lgs. 6/2003, ha determinato discrasie e difficoltà interpretative, opportunamente messe in luce dalla Consob, per quanto concerne il suo raccordo con il TUIF; la stessa, ha anche profondamente innovato la disciplina delle società di capitali contenuta nel codice civile. Infatti, le nuove disposizioni si applicano anche alle società con azioni quotate in quanto non sia diversamente disposto da altre norme del codice o di leggi speciali (art. 2325 *bis*, comma 2). Alle società quotate si applicano altresì le disposizioni comunque riferibili alle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio (comma 1).

Ne deriva che alcune disposizioni si sovrappongono quasi integralmente a quelle del TUIF, le quali tuttavia non vengono esplicitamente abrogate (es. artt. 2393-*bis*, c.c., e 129, TUIF); in altri casi, regole nuove modificano significativamente l'assetto dei controlli, senza che sia chiaro in quale misura sia possibile derogare alle regole poste dal TUIF o se queste ultime vadano applicate *mutatis mutandis* (ad es. in materia di nomina dei sindaci da parte delle minoranze).

Alcune delle nuove disposizioni del diritto societario si prestano a rendere il quadro normativo delle società quotate più moderno e conforme ai desiderata dei grandi investitori istituzionali internazionali (a cui ormai fa capo la proprietà di una discreta quota della capitalizzazione di borsa). Si segnalano, in particolare, la nuova disciplina della legittimazione all'intervento in assemblea (art. 2370), la quale elimina (salva la possibilità di ripristinarlo parzialmente in via statutaria) l'anacronistico vincolo consistente nel deposito per cinque giorni delle azioni: si trattava di disposizione che, impedendo in quel pur apparentemente breve periodo di tempo al socio di alienare le azioni, disincentivava fortemente l'intervento in assemblea degli investitori istituzionali, per i quali la pronta liquidabilità dell'investimento era priorità

irrinunciabile. In secondo luogo, ove si superino i dubbi di compatibilità rispetto alla disciplina del TUIF, il modello c.d. monistico di amministrazione e controllo delle s.p.a. consentirà agli emittenti italiani a maggiore propensione internazionale (ad es. perché quotati in borse statunitensi) di assumere un assetto di *governance* sostanzialmente equivalente a quello proprio dei sistemi anglosassoni (e dunque meglio noto agli investitori internazionali e come tale da loro preferito).

La menzionata legge delega (art. 1, commi 2 e 5, della legge 366/2001) prevede espressamente che la riforma debba realizzare il necessario coordinamento con le altre disposizioni vigenti; tra queste sono comprese anche quelle recate dal TUIF in tema di società quotate.

Il legislatore delegato non ha ancora assolto a tale compito di coordinamento, nell'attesa che il periodo di transizione relativo all'entrata in vigore della riforma faccia emergere i punti problematici dell'opera di razionalizzazione, comunque necessaria.

L'elenco delle questioni sollevate è ampio e ancora più nutrito di quanto rappresentato nel documento Consob. Tra le principali si discute, ad esempio, delle modalità con le quali gli strumenti di tutela delle minoranze disciplinati dal TUIF in funzione del modello Consiglio di Amministrazione/Collegio Sindacale possano essere adeguati ai nuovi modelli di *governance* interna. Si discute inoltre su quali siano i limiti e gli effetti del giudizio di compatibilità previsto dall'art. 223 *septies*, comma 2, delle norme di attuazione e transitorie del Codice Civile, , che dispone per l'appunto l'applicazione "in quanto compatibili" delle norme relative ai sindaci anche ai membri del Consiglio di sorveglianza (nel sistema dualistico) e del comitato per il controllo della gestione (nel sistema monistico).

Vi sono poi profili di disciplina per i quali è dubbio se la stringatezza della delega consenta un adeguato coordinamento; è il caso, ad esempio, della disciplina relativa:

- alle c.d. "società speciali" (banche, sim, assicurazioni, sgr, ecc.), per le quali va valutata la compatibilità delle nuove disposizioni con le esigenze proprie della disciplina di vigilanza cui sono sottoposte;
- alle banche cooperative, che l'art. 223 *terdecies* esclude dalla riforma prevedendo una sostanziale ultrattività delle norme del vecchio codice, laddove l'art. 5, comma 3 della legge delega comunque non escludeva l'emanazione di norme di coordinamento con la nuova disciplina delle società cooperative.

L'impressione è che l'entrata in vigore della riforma del diritto societario non possa prescindere dalla previa emanazione di un ulteriore provvedimento di coordinamento.

4. IL RECEPIMENTO DELLA DIRETTIVA SUGLI ABUSI DI MERCATO

Come la Relazione annuale non manca di sottolineare, il recepimento della direttiva 2003/6/CE dovrà costituire un'occasione per ripensare completamente la tematica dell'*enforcement* dell'*insider trading*, sotto il profilo sia dei poteri investigativi sia delle sanzioni applicabili. Sotto il primo profilo, la direttiva prevede il rafforzamento dei poteri ispettivi spettanti alle autorità incaricate della vigilanza sull'osservanza dei divieti inerenti agli abusi di mercato. Sul piano delle sanzioni, essa impone la previsione di sanzioni "efficaci, dissuasive e proporzionate alla gravità della violazione e agli utili realizzati". Per un corretto recepimento della direttiva occorrerà considerare anche i tempi necessari all'applicazione della sanzione, che devono essere tali da evitare la prescrizione della medesima, a differenza di quanto può accadere oggi, se si tiene conto dei diversi gradi di giudizio.

Come già segnalato, questo Dicastero ha già predisposto una bozza di norma di delega con la quale si attribuiscono al Governo i poteri normativi necessari a trasporre nell'ordinamento nazionale la direttiva 2003/6/CE, il cui termine di recepimento scade nell'ottobre 2004.

La Consob viene individuata quale autorità competente in materia e si prevede quali poteri normativi la stessa debba esercitare, a livello secondario, per dare attuazione alla norma primaria e per integrare l'ordinamento nella medesima materia.

Si prevede che vengano disciplinati gli obblighi dei soggetti che posseggono informazioni privilegiate sia in termini di divulgazione al mercato sia in termini di comunicazione alla Consob.

Il decreto legislativo preciserà anche i poteri di vigilanza e di indagine della Consob, prevedendo il coordinamento con le funzioni ed i compiti dell'Autorità giudiziaria e della Guardia di Finanza.

Nel testo di delega in esame è, infine, previsto che vengano introdotte sanzioni amministrative e si precisano i criteri per distinguere i casi in cui vengano irrogate dette sanzioni ovvero, nei casi più gravi, sanzioni penali.

5. L'INTEGRAZIONE DEI MERCATI DEI CAPITALI EUROPEI: LE INIZIATIVE IN CORSO DURANTE IL SEMESTRE DI PRESIDENZA ITALIANA DELL'UNIONE EUROPEA.

Il semestre di presidenza italiano costituisce un fondamentale momento nell'ambito del programma per la realizzazione del piano per il mercato unico dei servizi finanziari.

La realizzazione del Piano è funzionale all'integrazione del mercato dei capitali europeo, in un quadro di stabilità e sotto l'egida di un livello di regolamentazione adeguato a garantire la migliore tutela degli investitori.

Il secondo semestre del 2003 è decisivo nell'ottica di portare ad attuazione le misure previste dal Financial Services Action Plan ed ancora oggetto di attività da parte delle istituzioni comunitarie.

A) La direttiva sui servizi di investimento (ISD 2)

È in fase avanzata di discussione il negoziato sulla proposta di direttiva sui servizi di investimento. La Commissione Europea ha presentato una proposta con la quale, oltre a suggerire taluni adattamenti all'evoluzione del mercato della normativa introdotta con la direttiva approvata nel 1992, ha ipotizzato una nuova struttura dei mercati finanziari. Il cuore della proposta, infatti, è rappresentato dal definitivo venir meno dell'obbligo di concentrare in borsa gli scambi e dalla possibilità di promuovere la concorrenza tra diversi sistemi di negoziazione.

Tra le questioni di maggior rilievo in tema di servizi d'investimento si ricordano le seguenti.

a) L'ampliamento dell'ambito di applicazione della direttiva anche ai derivati su merci.

b) L'inclusione della consulenza in valori mobiliari tra i servizi d'investimento e non più tra i servizi accessori.

c) La previsione dei c.d. *tied agents* (agenti collegati), figura in larga misura assimilabile ai nostri promotori finanziari con le rilevanti eccezioni della forma (non solo persona fisica ma anche

giuridica). In relazione alla figura giuridica è previsto che i *tied agents* aventi la veste di imprese di investimento possano svolgere la propria attività attraverso un plurimandato. Tale previsione, vietando l'attività plurimandato alle persone fisiche, è in linea con la regolamentazione nazionale che riserva tale facoltà alle sole imprese di investimento.

d) Le regole di condotta: la graduazione in relazione alla natura della clientela, la rivisitazione del principio di *best execution* e i conflitti d'interesse: la proposta di direttiva condivisibilmente articola le regole di condotta cui sono tenute le imprese investimento in relazione alla natura dei soggetti che beneficiano della prestazioni dei servizi: esse sono maggiormente stringenti per gli investitori inconsapevoli, lo sono meno per gli investitori professionali e sono escluse, salvo patto contrario, con le c.d. controparti ammissibili (banche imprese di assicurazioni, altre imprese d'investimento e qualunque altro intermediario finanziario autorizzato o regolamentato).

Appare fondamentale il riconoscimento di un livello adeguato di tutela dei risparmiatori inconsapevoli attraverso la disciplina delle regole di condotta. Se infatti gli investitori professionali possono beneficiare di minori tutele e le *eligible counterparties* possono persino rinunciare alle tutele in ragione della loro natura, i risparmiatori *retail* devono comunque poter contare su di una normativa in materia che garantisca la loro tutela.

Il principio di *best execution* viene precisato come perno della nuova disciplina dell'attività di intermediazione. Esso diventa tanto più rilevante nella valutazione della correttezza dei comportamenti degli intermediari in quanto detti intermediari non sono più tenuti ad eseguire sui mercati regolamentati gli ordini dei clienti. La disposizione non esprime più la mera valutazione dell'esecuzione corretta dell'ordine in termini di prezzo (l'art. 19, par. 1, della proposta prevede l'obbligo di garantire al cliente il miglior risultato possibile in termini di prezzo, costi, rapidità e probabilità di esecuzione, tenendo conto del momento, delle dimensioni e della natura degli ordini del cliente e di tutte le istruzioni da questo fornite) e impone alle imprese d'investimento di adottare ed aggiornare procedure tali da garantire detto obiettivo.

Viene infine precisato e ampliato l'obbligo di adottare misure atte ad identificare i conflitti d'interesse estendendone l'ambito oggettivo (anche tra clienti), rafforzati i presidi organizzativi a tutela del fatto che tali conflitti non rechino pregiudizio agli interessi dei clienti e prevista in ogni caso la *disclosure* dei conflitti stessi (qualora sussistenti) prima che l'impresa agisca.

e) La ripartizione delle competenze tra le autorità di vigilanza.

Le principali questioni in tema di **mercati** affrontate nella proposta di direttiva formulata dalla Commissione sono le seguenti.

a) La distinzione tra intermediari e mercati e la concorrenza tra sistemi alternativi di scambi: sul punto l'intervento proposto mira a chiarire le relazioni e le interazioni tra mercati regolamentati, *Multilateral Trading Facilities* (cioè sistemi multilaterali di negoziazione che consentono l'incontro al loro interno e sulla base di regole non discrezionali di interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi) e i sistemi internalizzati, (cioè sistemi occasionali o istituzionalizzati di *matching* degli ordini, organizzati internamente dall'intermediario per la propria clientela. La concentrazione dell'attività di negoziazione per conto terzi nella mani di un numero sempre più ristretto di intermediari ha infatti determinato una situazione in cui grandi volumi di ordini di clienti "occasionalmente" ovvero "istituzionalmente" vengono eseguiti internamente dall'intermediario, sia compensando ordini di segno opposto, sia eseguendo l'ordine sulle proprie posizioni. Questa pratica è ben consolidata soprattutto nei sistemi che non hanno introdotto l'obbligo di concentrazione degli scambi nei mercati regolamentati.).

In particolare è da ritenersi fondamentale l'introduzione di norme sulla informazione precontrattuale cui sono tenuti gli intermediari che internalizzano gli scambi (c.d. *pre-trade transparency*). È necessario infatti che gli internalizzatori pubblichino le condizioni di offerta alle quali sono disposti ad acquistare o vendere le azioni oggetto di scambio, al fine di garantire che la formazione dei prezzi sul mercato dei titoli si formi correttamente tenendo anche conto dell'attività degli internalizzatori. Oltre a ciò gli intermediari che internalizzano dovrebbero anche essere tenuti a garantire in modo non discriminatorio l'accesso alle quotazioni offerte ai propri clienti ed a coloro che chiedano di diventarlo.

b) La puntualizzazione dei principi che governano i mercati regolamentati: la proposta (Titolo III) fissa in maniera sistematica ed analitica i principi in tema di autorizzazione, regolamentazione e vigilanza che li governano.

In materia di mercati, il nostro ordinamento ha precorso le scelte che stanno maturando nell'ambito dell'Unione, e ciò anche con riguardo alla possibilità di delegare la vigilanza sugli stessi ad organismi di autoregolamentazione, fatta salva la responsabilità ultima dell'autorità pubblica. A tal proposito, la proposta prevede espressamente che le autorità competenti alla vigilanza sono "pubbliche", ma è fatta salva la possibilità di delega di funzioni ad altri soggetti (art. 45, par. 2 della proposta).

c) L'adeguamento degli obblighi di trasparenza relativi alle negoziazioni allo scopo di evitare che la frammentazione delle transazioni attraverso più sistemi di esecuzione degli ordini possa danneggiare la corretta formazione dei prezzi e ridurre in via generale l'efficienza del mercato.

d) Le strutture di post-negoziazione (*clearing and settlement*).

La proposta non mira a fissare un quadro armonizzato in materia di sistemi di compensazione, liquidazione e regolamento, in relazione alla complessità sia tecnica che politica delle questioni da affrontare. Essa si limita al rafforzamento dei diritti di accesso dei partecipanti al mercato e dei mercati stessi ai sistemi di *clearing and settlement*, senza pregiudicare quelle che saranno le future scelte strategiche sull'assetto dei sistemi di post-negoziazione.

B) Direttiva sui prospetti

Sotto Presidenza italiana si è concluso il negoziato sulla proposta di direttiva in materia di prospetti.

La direttiva mira ad assicurare che in tutti gli Stati membri siano in vigore norme adeguate ed equivalenti in materia di informazione quando degli strumenti finanziari sono offerti a tutti gli investitori europei o mediante offerta al pubblico, o per effetto della loro ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato.

Il testo normativo armonizza perciò le disposizioni in materia di redazione, approvazione e diffusione del prospetto. L'entrata in vigore della direttiva darà vita ad un vero e proprio passaporto europeo per gli emittenti, conferendo una validità su scala comunitaria al prospetto approvato dall'autorità competente del paese di origine dell'emittente e facilitando così la raccolta di capitali per tutti i tipi di emittenti.

C) Direttiva sull'armonizzazione degli obblighi di trasparenza degli emittenti quotati

La proposta di direttiva sulla trasparenza ha l'obiettivo di migliorare le informazioni messe a disposizione di tutti gli investitori in merito alle società i cui valori mobiliari sono negoziati in mercati mobiliari regolamentati nell'ambito dell'Unione europea.

La proposta costituisce una buona base di discussione ed è nell'interesse italiano che sia approvata, considerato soprattutto che essa impone a tutti gli Stati membri obblighi informativi che l'ordinamento italiano già in larga parte prevede e che invece sono assenti in buona parte degli altri Stati europei.

D) Proposta di direttiva concernente le offerte pubbliche di acquisto

Il negoziato relativo alla nuova proposta di direttiva OPA si è dimostrato, ancora una volta, molto difficoltoso.

L'imprescindibilità di addivenire a una regolamentazione comunitaria delle opa in genere, e di quelle obbligatoria in particolare, trova fondamento in molteplici ragioni:

- in un mercato del controllo delle imprese che è sempre più di dimensione comunitaria, anche grazie all'euro, non vi possono essere tutele significativamente differenziate per gli azionisti, collegate a un dato variabile quale la nazionalità dell'impresa o il mercato di quotazione;
- quello del controllo delle imprese è un mercato come gli altri e compito della Unione è creare condizioni uniformi minime per il suo libero svolgimento: discipline delle offerte pubbliche differenziate possono indebolire la posizione competitiva delle imprese quotate di quei Paesi che scegliendo norme che agevolano il ricambio del controllo si trovano esposte a scalate di società di paesi terzi, per le quali vigono regolamentazioni più restrittive, che le preservano da analoghe incursioni;
- le norme che ostacolano le opa possono essere considerate come dazi su merci (i titoli oggetto di opa) da pagarsi all'ingresso (da parte dello scalatore) o all'uscita (da parte del sottoscrittore che vende i propri titoli a prezzi ribassati rispetto a quelli in presenza di una disciplina dell'opa) di un determinato mercato nazionale;
- la concorrenza tra ordinamenti, pur essendo un potente strumento per l'omogeneizzazione delle regole, non è in grado da sola di raggiungere, in tempi brevi, quel grado di uniformità che consente di parlare di un unico mercato del controllo; nella materia in esame le variabili ordinamentali sono tali e tante ed il panorama delle discipline così diversificato che il processo di naturale convergenza può risultare impedito.

I punti della nuova proposta sui quali maggiormente aspro è il confronto investono le disposizioni che mirano a creare condizioni omogeneee di contendibilità delle imprese in ambito comunitario, gli articoli 9 e 11.

Il primo stabilisce il principio per il quale il diritto di giudicare dell'offerta deve essere riservato agli azionisti, proibendo, di conseguenza, agli amministratori di adottare misure difensive successive all'inizio dell'offerta, senza l'autorizzazione dell'assemblea; il secondo prevede che alcune barriere e misure difensive preventive (segnatamente, le limitazioni - statutarie o contrattuali - al trasferimento delle azioni e all'esercizio dei diritti di voto) siano inopponibili all'offerente o cessino di essere efficaci durante l'OPA o, successivamente ad essa, nella prima assemblea convocata dall'offerente.

Nel corso del semestre di Presidenza della Grecia, il Portogallo ha presentato una proposta di compromesso basata sulla previsione di un regime opzionale piuttosto che obbligatorio della disciplina recata dagli articoli 9 e 11. Nei termini in cui è stato presentato, il compromesso portoghese non è stato ritenuto accettabile dall'Italia, in considerazione della valenza armonizzatrice nulla, e della disparità di trattamento attuata a sfavore degli Stati che prescelgono la modalità più virtuosa di recepimento rendendo obbligatoria la relativa disciplina.

Il Ministero dell'economia e delle finanze, con il Dipartimento delle politiche comunitarie, ed il supporto della Consob e della Banca d'Italia, sta allo stato verificando possibili soluzioni di compromesso che, pur riprendendo la filosofia del precedente compromesso tentato dalla delegazione portoghese, possano almeno offrire la possibilità di ovviare alle conseguenze della mancata realizzazione del *level playing field*, consentendo lo svolgimento delle offerte pubbliche di acquisto in condizioni di efficienza e di parità concorrenziale.

Come evidenziato nel documento Consob, particolarmente problematiche sono per l'Italia le disposizioni relative alla definizione del prezzo da corrispondere in caso di obbligo di opa successiva.

La proposta della Commissione individua il "prezzo equo" da corrispondersi nel caso di opa totalitaria successiva in quello più elevato pagato per acquisti di azioni in un certo periodo antecedente l'opa. La soluzione non è in linea con il nostro ordinamento, che ha ritenuto eccessivamente oneroso tale criterio di commisurazione del prezzo.

Il criterio generale scelto dalla proposta di direttiva è quello che assicura il miglior trattamento possibile per gli azionisti che cedono le loro azioni in sede di offerta successiva. Detto criterio solleva tuttavia perplessità, in quanto costituisce un forte ostacolo alla contendibilità del controllo.

Difficilmente comprensibile appare anche la mancata previsione nella proposta di direttiva dell'istituto dell'opa preventiva parziale (che esonererebbe da quella totalitaria successiva). Come anche rappresentato nel documento Consob, la mancanza di tale strumento, previsto dal nostro ordinamento e ben conosciuto anche da altri di più lunga tradizione finanziaria (Gran Bretagna, per tutti), si palesa ancor più irragionevole laddove si ponga mente al carattere "punitivo" per lo scalatore del "prezzo equo" dell'opa totalitaria successiva.

E) Comunicazione della Commissione concernente la Modernizzazione del Diritto Societario e il rafforzamento della *Corporate Governance* in Europa

La Commissione europea il 21 maggio scorso ha pubblicato una Comunicazione con la quale ha indicato un Piano di azione concernente la modernizzazione del diritto societario ed il rafforzamento della *corporate governance*.

Il Piano contiene le linee di indirizzo secondo le quali la Commissione intende sviluppare la propria azione nel diritto societario nei prossimi anni.

In via generale il Piano di Azione comprende sia la revisione di alcune direttive già emanate (in particolare la II°, in materia di capitale sociale; la III° e la VI°, in materia di fusioni e scissioni; la VII° in materia di bilancio consolidato), sia aree di interesse nuove al legislatore comunitario (la *corporate governance*, il regolamento della società privata europea,) e aree sulle quali è da tempo in corso il dibattito a livello europeo (progetto di direttiva sulle fusioni transfrontaliere, sul

trasferimento della sede sociale, sulla disciplina dei gruppi, la disciplina di altre forme di esercizio collettivo dell'impresa).

Le misure proposte possono essere ricondotte a due finalità nel quadro di una competizione fra ordinamenti e nel rispetto del principio di sussidiarietà: la protezione di azionisti e creditori, in modo da evitare competizioni verso il basso fra gli Stati membri; la promozione dell'efficienza e della competitività delle imprese, nel quadro della realizzazione del mercato unico.

Nel corso della Presidenza italiana si è già pervenuti all'approvazione da parte del Consiglio dell'Unione del 22 settembre u.s. di un testo di conclusioni con il quale, in particolare, gli Stati membri hanno riconosciuto la necessità di rafforzare la *corporate governance* delle società che fanno ricorso al mercato dei capitali di rischio e hanno concordato sull'adozione di misure volte ad accrescere la trasparenza, a rafforzare i diritti degli azionisti, ed ammodernare le regole di funzionamento dell'organo amministrativo.

6. LE OBBLIGAZIONI SOCIETARIE

Nel documento Consob si palesa l'esigenza di riconsiderare i problemi relativi alla regolamentazione delle offerte di titoli obbligazionari e alle regole di condotta che gli intermediari devono seguire nel rapporto con la clientela *retail* nella prestazione dei servizi d'investimento (in particolare modo nella formazione del portafoglio dei clienti, laddove l'intermediario goda di margini di discrezionalità o possa comunque orientarne le scelte)

Recenti collocamenti di strumenti finanziari presso il pubblico, con gravi pregiudizi a danno dei risparmiatori, inducono ad una riflessione sull'assetto normativo e istituzionale in tema di tutela del risparmio per verificare l'adeguatezza delle regole e dei poteri di controllo.

La disciplina in essere è comunque destinata a subire rilevanti modificazioni, in relazione all'implementazione della nuova direttiva sul prospetto (nei limiti in cui si applica agli *eurobond*), ed in virtù dell'entrata in vigore della riforma del diritto societario che amplia dal punto di vista qualitativo e quantitativo i canali di finanziamento diretto delle imprese e richiede una rivisitazione dell'art. 11 del T.U.B. in tema di raccolta di risparmio di credito tra il pubblico.

Le regole nazionali, inoltre, potranno essere rafforzate anche dalla normativa in corso di preparazione a livello comunitario, ed in particolare dalla direttiva sui servizi di investimento sopra analizzata.

Per quanto riguarda l'assetto istituzionale, l'attuale frammentazione delle competenze e le modalità del loro esercizio inducono ad una riflessione sulla necessità di ricondurre i relativi poteri ad un'unica autorità preposta alla tutela del risparmio.

Le innovazioni normative dovranno in ogni caso essere accompagnate da una rivisitazione dei comportamenti che devono seguire gli intermediari nel collocamento di strumenti finanziari nei portafogli della clientela c.d. "inconsapevole".

Sezione A

LINEE DI INDIRIZZO E QUESTIONI APERTE

PAGINA BIANCA

LINEE DI INDIRIZZO E QUESTIONI APERTE

Le crisi societarie: le riforme americane e le conseguenze in Europa e in Italia

Le crisi societarie che sono emerse nel corso degli ultimi due anni hanno rivelato l'esistenza di alcune debolezze strutturali nel sistema di incentivi e nei meccanismi di controllo delle società quotate. Tali debolezze si sono manifestate con particolare drammaticità negli Stati Uniti, in presenza di un "modello" societario caratterizzato dalla massima separazione tra i soggetti che esercitano il controllo di una società e i soggetti che ne detengono la proprietà.

In tale contesto, con una particolare e inattesa intensità in alcune rilevanti società quotate, è entrato in crisi il complesso e delicato sistema di pesi e contrappesi che, sia sul piano delle regole che su quello degli incentivi e dei controlli, doveva assicurare che il comportamento dei *manager* fosse coerente con gli obiettivi degli azionisti.

La reazione delle autorità americane alla crisi di fiducia che ne è conseguita e che stava assumendo un carattere sistemico è stata rapida e incisiva ,almeno sugli aspetti sintomatici più evidenti che sono emersi nei principali episodi di crisi. Le riforme avviate con il *Sarbanes Oxley Act*, integrate da numerose iniziative della Sec, stanno profondamente ridisegnando ruoli e responsabilità di alcuni dei principali soggetti coinvolti nel sistema di *corporate governance* delle società statunitensi.

Sebbene la diagnosi dei fattori di patologia e le linee di riforma avviate negli Stati Uniti siano profondamente condizionate dagli assetti istituzionali e dal modello societario di quel paese, la dimensione e la natura profonda delle criticità emerse segnalano l'esistenza di debolezze strutturali e di potenziali distorsioni nei rapporti tra soggetti emittenti e mercati che interessano tutti i principali sistemi economici.

Nei paesi dell'Europa continentale, e in Italia in particolare, gli assetti proprietari e di controllo presentano caratteristiche profondamente diverse rispetto a quelli delle imprese statunitensi; da tali differenze deriva una diversa configurazione dei problemi legati all'esigenza che la gestione delle società sia coerente con gli interessi degli azionisti. L'elevata concentrazione proprietaria da un lato infatti riduce i rischi di "strapotere" manageriale che si sono manifestati nelle *public companies* ma fa emergere dall'altro potenziali divergenze di interesse tra azionisti di controllo, per i quali assumono rilevanza anche i benefici privati del controllo, e gli azionisti di minoranza che da tali benefici sono esclusi. Il rischio che l'estrazione di benefici privati avvenga a danno degli interessi della società è aumentato dalla diffusa presenza nelle imprese europee di meccanismi legali che consentono di moltiplicare i diritti di voto per ogni unità di capitale posseduto (attraverso vari strumenti quali i voti multipli, le azioni a diritto di voto nullo o limitato, la creazione di "piramidi" di società quotate, le partecipazione reciproche) e dalla ridotta

contendibilità del controllo che riduce il ruolo dei meccanismi di *monitoring* esterno basati sul mercato del controllo societario, la cui efficacia si è peraltro rivelata poco incisiva anche nei sistemi a proprietà diffusa laddove sono possibili misure di difesa che ostacolano la realizzazione di scalate ostili.

In tale quadro, anche per le imprese europee si pone l'opportunità di definire migliori equilibri nei sistemi di incentivi dei soggetti coinvolti nella gestione delle imprese e di rafforzare i meccanismi di disciplina esterna sul loro comportamento. Su entrambi questi aspetti la regolamentazione è chiamata a svolgere un ruolo innovativo e le iniziative in atto, robuste negli Stati Uniti, più timide per il momento nei paesi europei, mostrano una nuova consapevolezza di tale esigenza.

In generale, il problema che si pone all'interno di tutti i principali sistemi, e che anche nel processo di riforma in atto negli Stati Uniti ha finora trovato solo parziali risposte, è quello di assicurare un ruolo più ampio ed efficace del risparmio diffuso all'interno della dialettica societaria. Tale ruolo deve potersi esplicare più efficacemente sia attraverso i meccanismi di *exit*, ottimizzando la qualità e la tempestività dei flussi informativi, sia attraverso i meccanismi di *voice*, potenziando gli strumenti di rappresentanza e di iniziativa degli azionisti di minoranza.

Per quanto riguarda in particolare la situazione italiana, il quadro normativo delineato dal d.lgs. 58/1998 (Tuf) e dai relativi regolamenti attuativi rappresenta una valida base di partenza per affrontare le criticità già emerse e le debolezze potenziali del sistema di governo societario. La Consob, nel corso dell'ultimo anno, ha peraltro realizzato alcune modifiche regolamentari volte a migliorare gli *standard* informativi sul mercato con riferimento ad alcune aree di particolare rilevanza alla luce degli assetti proprietari delle società quotate italiane.

In particolare, con specifico riguardo alla diffusa presenza di gruppi societari che includono società quotate, sono state introdotte due disposizione volte a fornire informazioni al mercato su alcune particolari operazioni per le quali si ravvisa una strutturale presenza di potenziali conflitti di interessi.

Con la prima è stato previsto che, in caso di operazioni con parti correlate, le società quotate debbano predisporre un documento informativo, da mettere a disposizione del pubblico entro quindici giorni dalla conclusione dell'operazione, nel quale devono essere indicate, oltre alle caratteristiche dell'operazione e ai suoi effetti economici, patrimoniali e finanziari, anche le motivazioni economiche della società al compimento dell'operazione, le modalità di determinazione del prezzo dell'operazione e le valutazioni circa la sua congruità rispetto ai valori di mercato di operazioni similari.

Con la seconda disposizione, è stata prevista la pubblicazione, con cadenza mensile, di tutte le operazioni effettuate da parte dei soggetti capogruppo, o da loro controllate, sulle azioni quotate del gruppo o su strumenti finanziari, anche derivati, che consentano di acquistare o vendere tali

azioni. Precedentemente a tale modifica regolamentare, le operazioni delle capogruppo venivano rese note al mercato, a cura delle stesse capogruppo, solo quando il volume del mese eccedeva il limite del 25 per cento del volume scambiato nei sei mesi precedenti e la pubblicazione riguardava esclusivamente i dati aggregati su base mensile.

Nonostante l'evoluzione normativa degli ultimi anni sia stata estremamente efficace rispetto all'obiettivo di aumentare la tutela del mercato, consentendo al sistema italiano di collocarsi oggi tra quelli più avanzati tra i principali paesi, restano alcune lacune, la cui importanza è stata enfatizzata dalle crisi societarie di questi ultimi anni, in particolare per quanto riguarda l'area dei conflitti di interesse all'interno della società e nelle funzioni di controllo esterno.

Con riferimento a queste ultime, mancano attualmente solide basi legislative a una più efficace regolamentazione dei conflitti di interessi delle società di revisione, rispetto ai quali sarebbe necessario estendere l'incompatibilità dell'attività di revisione con quella di consulenza all'intero *network* di cui le società di revisione generalmente fanno parte. Analoghe carenze legislative si rilevano per la regolamentazione dell'attività degli analisti finanziari, la cui figura non è attualmente prevista nel Tuf.

Con riferimento ai conflitti di interessi all'interno delle società quotate, non è attualmente possibile per la Consob intervenire per via regolamentare per assicurare trasparenza all'operatività da parte degli amministratori sui titoli delle società in cui svolgono la loro funzione, analogamente a quanto è stato invece possibile fare per i soggetti capogruppo; questa impossibilità non consente, quindi, di completare il quadro informativo sui comportamenti dei soggetti *insider*.

Alcune lacune di portata più generale, ma che si rivelano importanti anche nel contesto specifico della regolamentazione in tema di *corporate governance*, sono inoltre riscontrabili nei limiti dei poteri ispettivi della Consob e nella modesta efficacia deterrente dei sistemi sanzionatori.

Inoltre, si sottolinea l'opportunità di valorizzare ulteriormente il ruolo del risparmio diffuso all'interno della dialettica societaria, cui il Tuf ha attribuito un importante riconoscimento sotto il profilo dell'enunciazione delle finalità, ma i cui poteri effettivi hanno mostrato finora limitata efficacia, anche a causa della scarsa propensione delle società quotate a impegnare i margini di autonomia statutaria che il Tuf esplicitamente loro attribuisce per favorire l'attivismo degli azionisti di minoranza. Su questo tema resta aperto il problema di stimolare una partecipazione più attiva degli azionisti di minoranza, soprattutto da parte di coloro che, come gli investitori istituzionali, detengono partecipazioni "qualificate", favorendo anche una loro maggiore rappresentatività e presenza negli istituti societari.

L'extraterritorialità del Sarbanes Oxley Act e le interconnessioni tra diritto societario e diritto dei mercati

L'ambito di applicazione della legge di riforma americana (*Sarbanes Oxley Act*) si estende anche alle società straniere quotate negli Stati Uniti. Tale estensione ha posto il problema di un possibile conflitto con gli ordinamenti degli altri paesi in quanto le previsioni della *Sarbanes* hanno a oggetto non soltanto comportamenti degli emittenti con riguardo alla trasparenza e alla diffusione delle informazioni, campo consolidato di azione delle *securities laws* per le quali tende a sussistere il principio della prevalenza della normativa del paese sul quale sono quotati i titoli, ma anche alcuni meccanismi interni di *governance* delle società, campo proprio delle diritto societario per le quali è tradizionalmente prevalso il principio della prevalenza della normativa del paese di origine delle società.

Proprio l'incidenza diretta della legge americana sul diritto societario rappresenta un elemento di novità anche all'interno del sistema giudico degli Stati Uniti, dove tradizionalmente tali materie sono state prevalentemente di pertinenza dei singoli Stati, mentre l'iniziativa federale è stata più marcata nelle materie legate alla trasparenza e all'integrità del mercato.

La modifica dell'approccio del legislatore americano rispetto alla tradizionale separazione di competenze riflette in realtà un'oggettiva difficoltà di tracciare un confine tra i due settori, difficoltà che è stata evidenziata proprio in conseguenza dei recenti scandali dai quali è emersa l'intrinseca connessione tra meccanismi interni di governo e di controllo delle società e possibilità di garantire trasparenza e integrità del mercato.

Il riconoscimento di tale connessione ha quindi spinto il legislatore americano verso un approccio globale ai problemi di fiducia emersi nei confronti del sistema delle imprese quotate, con l'intento di ristabilire una relazione efficace tra i meccanismi di controllo interno delle società e il controllo esercitato dal mercato, la cui efficacia dipende dalla quantità, qualità e tempestività delle informazioni fornite.

Problemi in parte analoghi stanno peraltro emergendo anche all'interno dell'Unione Europea, dove pure è riscontrabile una consolidata distinzione tra diritto societario di prevalente matrice statale e diritto dei mercati caratterizzato da un'incisiva attività del legislatore comunitario. Nel quadro delle iniziative comunitarie volte alla creazione di un mercato integrato del controllo societario, cui è finalizzata la proposta di direttiva sulle Opa, è emersa l'esigenza di ridurre le difformità nelle caratteristiche strutturali del governo societario, rese possibili dalla ridotta convergenza delle norme nazionali del diritto societario. A tal fine, l'Unione europea ha definito un Piano d'azione sul diritto societario che prevede anche la predisposizione di meccanismi di monitoraggio permanente del diritto societario e della *corporate governance* all'interno dei Paesi Membri.

Il tema dell'interconnessione tra regole del mercato e regole delle società sta emergendo come una delle questioni chiave su cui tutti i sistemi economici devono confrontarsi e che pone delicati problemi di competenze e di coordinamento soprattutto nel quadro della crescente estensione della presenza delle imprese su mercati di dimensione sopranazionale.

In tale quadro la riforma americana pone alcuni rilevanti problemi applicativi alle società europee che, in assenza di un adeguato livello di flessibilità, potrebbe riflettersi negativamente sull'integrazione dei mercati internazionali.

Sulle principali aree di criticità emerse, legate soprattutto alla presenza e al ruolo dell'*audit committee* e alla vigilanza sull'attività dei revisori, è in corso un confronto tra la Commissione europea e le autorità statunitensi volto all'individuazione di possibili soluzioni basate sul riconoscimento di garanzie equivalenti negli ordinamenti nazionali. L'iniziativa comunitaria è peraltro integrata anche da iniziative bilaterali condotte dai singoli Paesi Membri, rese necessarie dalle difformità presenti nei diversi sistemi nazionali.

Nell'ambito di tale confronto si sta delineando l'esigenza della ricerca di una progressiva convergenza dei diversi ordinamenti verso obiettivi condivisi di rafforzamento della fiducia del mercato e di un costante dialogo tra i soggetti regolatori al fine di assicurare adeguate forme di coordinamento e di collaborazione.

La riforma del diritto societario

La riforma del diritto societario attuata con il d.lgs. 6/2003 realizza un'opera di rinnovamento complessivo della disciplina contenuta nel codice civile del 1942, con l'obiettivo di fornire alle imprese italiane maggiori strumenti di crescita o di flessibilità organizzativa, attraverso l'aumento delle possibilità per le società e i loro soci di scegliersi l'assetto organizzativo più confacente ai propri interessi. La riforma estende inoltre alle società non quotate ad azionariato diffuso alcuni istituti per la tutela delle minoranza previste dal Tuf.

Nella riforma sono presenti anche alcuni nuovi strumenti di tutela della trasparenza e di prevenzione dei conflitti d'interessi. Questi temi assumono particolare rilevo alla luce delle recenti crisi societarie e delle iniziative di riforma in corso nei principali paesi, da cui emerge peraltro l'esigenza di assicurare l'efficacia del sistema sanzionatorio, nel complesso degli strumenti penali, civili e amministrativi chiamati a svolgere una funzione deterrente verso comportamenti illeciti. Rispetto a questa esigenza, la riforma del diritto penale societario, che ha preceduto la riforma organica del diritto societario, presenta sia alcuni problemi applicativi, connessi al sistema di soglie applicabile per la rilevanza penale delle false comunicazioni sociali e alla identificazione del comportamento illecito, sia problemi riguardanti l'efficacia deterrente, in temini di entità delle sanzioni e di tempi di prescrizione.

La riforma del diritto societario comporta inoltre significative novità per le società con azioni quotate, alle quali saranno applicabili alcune disposizioni che le riguardano espressamente (ad esempio in tema di obbligazioni e aumenti di capitale) o come parte della più generale categoria delle società che fanno ricorso al mercato dei capitali di rischio, ma anche molte delle nuove norme generali sulle società per azioni.

Alcuni aspetti della riforma rendono, peraltro, necessario coordinare la nuova normativa generale delle società con quella del Tuf, che detta norme speciali per gli emittenti con azioni quotate (artt. 119 e seguenti), volte ad assicurare una maggior tutela delle minoranze e del pubblico risparmio. Il coordinamento con le leggi speciali è espressamente previsto dalla legge delega 366/2001 (art. 1, comma 2), e può essere ora realizzato in attuazione del comma 5 dell'art. 1 della stessa legge delega.

L'aspetto di maggior rilievo riguarda l'utilizzo da parte delle società per azioni quotate o degli intermediari dei cosiddetti "modelli alternativi", nei quali non è presente il collegio sindacale, a cui il Tuf assegna rilevanti compiti di controllo interno e di interlocuzione con le Autorità di vigilanza. Sul punto la riforma contiene un principio generale volto a evitare il rischio di arbitraggi normativi fra i diversi modelli. Infatti, l'art. 223-*septies*, secondo comma, delle disposizioni di attuazione dispone che al consiglio di sorveglianza e al comitato per il controllo sulla gestione si applichino le norme sui sindaci previste da leggi speciali (compreso il Tuf), ove compatibili. Appare peraltro opportuno un chiarimento normativo sull'applicabilità di alcune norme specifiche del Tuf, relative ad esempio alla rappresentanza delle minoranze e a determinati poteri dei sindaci nelle quotate; in alcuni casi, fra l'altro, il mutamento della natura dell'organo di controllo potrebbe rendere necessario individuare soluzioni originali che consentano di raggiungere in modo diverso i medesimi risultati perseguiti dalla disciplina sui sindaci del Tuf.

Altri temi sui quali può essere opportuno un intervento di coordinamento della disciplina complessiva riguardano: l'applicabilità al collegio sindacale delle quotate di alcune nuove disposizioni sui sindaci; l'appartenenza dei nuovi strumenti finanziari introdotti dalla riforma all'elenco di strumenti finanziari previsto dall'art. 1, comma 2, del Tuf; la sovrapposizione fra alcune nuove disposizioni del codice civile riformato in materia di tutela delle minoranze e le norme del Tuf; la revisione contabile sulle società con titoli diffusi.

Su un piano più generale, relativo alla esigenza di assicurare un adeguato equilibrio nelle esigenze di tutela delle diverse categorie di società, si rileva infine come rimangano nell'ordinamento alcune differenze di trattamento tra società quotate e società non quotate, ad esempio in materia di sanzioni penali e - nella prospettiva del recepimento dei principi contabili internazionali - di bilancio, che possono rappresentare rilevanti disincentivi alla quotazione.

L'integrazione dei mercati dei capitali europei: le direttive sul prospetto e sulle offerte pubbliche d'acquisto

L'adozione delle direttive in materia di prospetti e di offerte pubbliche d'acquisto costituisce un elemento essenziale per la realizzazione del *Financial Services Action Plan* predisposto dalla Commissione Europea al fine di creare il mercato unico europeo dei capitali.

La finalità della direttiva sui prospetti è di rendere più semplice per gli emittenti dei paesi membri il ricorso al pubblico risparmio, garantendo nel contempo gli attuali *standards* in materia di protezione degli investitori. La situazione attuale infatti evidenzia una perdurante segmentazione del mercato della raccolta di capitali, in cui la realizzazione contemporanea in più paesi europei di offerte al pubblico è resa difficoltosa dalla scarsa armonizzazione delle regole e dagli ampi spazi lasciati dalle direttive vigenti alla discrezionalità dei legislatori nazionali.

Il principale strumento individuato dalla direttiva per aumentare l'integrazione del mercato è quello del passaporto europeo per gli emittenti. Il passaporto europeo consente agli emittenti che intendano offrire strumenti finanziari al pubblico o richiedere l'ammissione alle negoziazioni su di un mercato regolamentato in uno degli Stati Membri, di utilizzare lo stesso prospetto informativo approvato dall'autorità competente del paese d'origine semplicemente notificando tale intenzione all'autorità competente del/dei paesi ospitanti senza che da parte di questi sia possibile esperire alcun sindacato. A tal fine vengono armonizzate le informazioni che devono essere contenute nel prospetto e viene notevolmente semplificato il regime linguistico in quanto è possibile che solo la nota sintetica, e non l'intero prospetto, sia tradotta nella lingua degli investitori interessati. È peraltro significativo che il processo di armonizzazione, anche per le offerte senza contestuale ammissione a quotazione, non viene più limitato alle sole operazioni cosiddette *cross border* ma si estende alle offerte meramente domestiche che dovranno rispondere ai medesimi *standards* informativi.

L'approvazione della direttiva comporterà l'adozione di significative modifiche alla normativa nazionale, per quanto riguarda ad esempio i termini per l'autorizzazione alla pubblicazione del prospetto, i casi di inapplicabilità e la disciplina degli annunci pubblicitari, oltre che ovviamente quella del mutuo riconoscimento dei prospetti. Appaiono particolarmente significative, per gli effetti che ne deriveranno, soprattutto le modifiche che si renderanno necessarie relativamente ai casi di esenzione, attualmente disciplinati dall'art.100 del Tuf e dall'art. 33 del Regolamento Emittenti emanato dalla Consob.

Il progetto del passaporto europeo, così come definito nell'attuale proposta di direttiva, lascia peraltro aperte alcune questioni sulle quali sarà possibile intervenire con ulteriori iniziative legislative a livello comunitario. L'aspetto più importante riguarda la mancata contestuale definizione degli obblighi di informativa periodica. A differenza di quanto inizialmente proposto dalla Commissione Europea, l'adozione del cosiddetto *registration system*, non fa più parte del

progetto sul passaporto europeo, essendo solo prevista la possibilità per gli emittenti di redigere un *registration document*: manca invece un'adeguata disciplina riguardo all'aggiornamento delle informazioni contenute nel prospetto e alle relative misure di *enforcement*. Su questi aspetti potrebbe efficacemente intervenire la proposta di direttiva in materia di obblighi informativi degli emittenti, di imminente presentazione. Appare infatti particolarmente opportuno assicurare che le informazioni finanziarie diffuse dagli emittenti quotati siano aggiornate almeno annualmente e siano assoggettate ad adeguate verifiche in ordine alla loro conformità alle disposizioni applicabili.

Un'ulteriore esigenza riguarda l'opportunità di assicurare un'adeguata convergenza a livello internazionale degli *standards* informativi nelle offerte al pubblico: la proposta di direttiva contiene una prima indicazione in questa direzione prevedendo che, nel definire gli schemi di prospetto, le misure di attuazione dovranno essere in linea con gli *standards* informativi adottati dalla Iosco.

Alla realizzazione del mercato unico europeo del controllo societario è rivolta la proposta di direttiva sulle offerte pubbliche d'acquisto, sulla quale è ripresa un'intensa attività a livello comunitario, sulla base anche delle indicazioni emerse nel dibattito al Parlamento Europeo che ha accompagnato la mancata approvazione della precedente proposta. In particolare, il Parlamento Europeo lamentava l'assenza di effettive condizioni di parità, considerato che gli Stati Membri hanno differenti regole di diritto societario, che possono costituire altrettante misure difensive, e che la proposta non apportava modifiche a tali norme societarie. Un altro punto di conflitto era la mancata definizione del 'prezzo equo' che l'offerente è tenuto a proporre agli azionisti.

Nell'ottobre 2002, la Commissione Europea ha presentato una nuova proposta di direttiva, che tiene conto anche delle indicazioni del rapporto del Gruppo di esperti commissionato dal Parlamento (cosiddetto rapporto Winter). Il nuovo testo prevede la definizione di prezzo equo (individuato nel prezzo più elevato pagato per acquisti di azioni in un certo periodo antecedente all'Opa), impone regole di trasparenza, e introduce regole per il trattamento delle azioni rimaste ai soci di minoranza a seguito di un'Opa (cosiddetti *squeeze-out* e *sell-out*). In materia di misure difensive, è stata mantenuta la possibilità della loro adozione solo con l'autorizzazione dell'assemblea (*passivity rule*) e, soprattutto, viene proposta una regola per la neutralizzazione (*breakthrough rule*) di alcune norme di diritto societario in caso di Opa. Tuttavia, la Commissione Europea, nella sua proposta originaria, non ha ritenuto di dover sottoporre alla regola della neutralizzazione i diritti di voto multipli, sostenendo che tale misura avrebbe comportato il sorgere di questioni attinenti ai diritti di proprietà e alle norme di diritto societario.

Dalle discussioni tenutesi nell'ambito del Gruppo di lavoro istituito presso il Consiglio non sta emergendo una sufficiente convergenza sulle proposte della Commissione Europea, soprattutto a causa della mancata introduzione della sterilizzazione dei voti multipli. Tale istituto, infatti, nei Paesi in cui è previsto dalle norme di diritto societario, può rappresentare un'efficace misura difensiva; peraltro ciò crea delle asimmetrie rispetto al principio generale secondo cui le altre forme di difesa verrebbero fortemente limitate dall'obbligo di approvazione da parte dell'assemblea e

dall'applicazione della *breakthrough rule*. Su tali aspetti è intervenuto anche uno studio, realizzato per conto del relatore al Parlamento Europeo, che propone di ricomprendere i diritti di voto multipli tra le misure che vengono neutralizzate a seguito di un'Opa, a fronte di una compensazione economica per il venire meno di tali diritti.

Un ulteriore problema riguarda la mancata previsione nella proposta di direttiva dell'istituto dell'Opa preventiva parziale, presente invece nell'attuale legislazione italiana, che pure appare coerente con l'impostazione di fondo che privilegia la ricerca di una maggiore dinamicità del mercato del controllo societario su scala europea nel quadro di una rafforzata tutela degli azionisti di minoranza. Tale previsione potrebbe contribuire a ristabilire un adeguato equilibrio tra l'esigenza di tutela degli azionisti e quella di evitare un'eccessiva onerosità per gli acquirenti. Su questo secondo aspetto incide infatti l'attuale orientamento della proposta di direttiva riguardo al prezzo dell'Opa obbligatoria, individuato, come detto, nel prezzo massimo pagato dall'offerente senza alcun effetto di "attenuazione" come invece previsto nella legislazione italiana. L'istituto dell'Opa preventiva parziale, che prevede di ripartire in misura proporzionale gli acquisti tra tutti gli aderenti, non comporta peraltro alcuna limitazione al principio della parità di trattamento di tutti gli azionisti e quindi appare perfettamente coerente con le finalità poste alla direttiva.

La proposta di una nuova direttiva sui servizi di investimento e la disciplina dei mercati

Nel novembre del 2002 la Commissione Europea ha presentato una proposta di nuova direttiva sui servizi di investimento e i mercati regolamentati che, pur seguendo l'impostazione della precedente direttiva 93/22/CEE, introduce importanti novità, in particolare per ciò che riguarda la disciplina dei mercati. L'esigenza di una nuova disciplina nasce dall'evidente incapacità della vecchia direttiva di offrire risposte regolamentari adeguate ai profondi sviluppi che hanno caratterizzato la struttura dei mercati, fra cui l'intensificarsi della concorrenza fra mercati regolamentati (e fra questi e altri soggetti che offrono sistemi di esecuzione delle negoziazioni) e le maggiori incertezze nell'individuare il confine fra intermediari e mercati.

Nella proposta di direttiva vengono considerate anche altre questioni che erano rimaste fuori dall'ambito di applicazione della direttiva 93/22/CEE, quali la disciplina esplicita della consulenza in materia di investimenti e dell'operatività in derivati su merci. La disciplina di dettaglio relativa a diversi questioni di carattere generale affrontate dalla proposta di direttiva è demandata alle norme giuridicamente vincolanti che saranno emanate attraverso la procedura di comitato.

Alla base della nuova impostazione della disciplina dei mercati adottata dalla proposta di direttiva vi è l'assunto che la competizione tra diversi e concorrenti meccanismi di esecuzione delle negoziazioni può apportare benefici agli investitori finali attraverso una riduzione dei costi di transazione che favorisce l'afflusso di ulteriore liquidità al mercato. Inoltre, l'esecuzione degli ordini in mercati regolamentati può non costituire la modalità migliore di esecuzione per tutti i tipi

di ordini (in particolare quelli di grandi dimensioni o aventi a oggetto titoli poco liquidi), né può soddisfare tutte le diverse esigenze degli investitori. Seguendo questa impostazione, la proposta di direttiva non prevede il rinnovo della facoltà per gli Stati Membri di applicare la regola della concentrazione in borsa degli scambi, in quanto si ritiene che la regolamentazione non debba creare distorsioni ingiustificate rispetto ai luoghi e alle modalità di esecuzione delle negoziazioni, che possono avvenire su mercati regolamentati, ma anche su piattaforme alternative alle borse (sistemi multilaterali di negoziazione) o tramite operazioni fuori borsa con un'impresa di investimento (cosiddetta "internalizzazione" degli ordini).

La coesistenza di diversi luoghi e modalità di esecuzione delle negoziazioni relativamente a uno stesso strumento finanziario pone peraltro la necessità di ridefinire alcuni aspetti rilevanti della regolamentazione dei mercati, in conseguenza del profondo mutamento delle condizioni di funzionamento degli scambi e dell'introduzione di nuovi soggetti nell'organizzazione e nella gestione dei sistemi di negoziazione.

In tale quadro, un primo problema riguarda il rischio di un'eccessiva frammentazione degli scambi e di inefficienze nel meccanismo di formazione dei prezzi. Per far fronte a questi rischi la proposta di direttiva prevede un nuovo regime di trasparenza sulle negoziazioni che, pur minimizzando i rischi di arbitraggio regolamentare, è graduato in funzione delle caratteristiche specifiche dei diversi luoghi di esecuzione degli ordini. La proposta prevede quindi di estendere ai sistemi multilaterali di negoziazione obblighi di trasparenza *pre* e *post-trade* sostanzialmente omogenei a quelli previsti per i mercati regolamentati, mentre per le imprese di investimento che internalizzano gli ordini della clientela sono previsti in alcuni casi obblighi di trasparenza *pre-trade* meno stringenti, al fine di non disincentivare alcune categorie di operatori (in particolare i negoziatori in conto proprio) dal fornire liquidità al mercato.

La proposta di direttiva prevede inoltre un quadro regolamentare specifico per i sistemi multilaterali di negoziazione, che potranno operare in qualità di imprese di investimento autorizzate alla prestazione di un nuovo servizio e saranno assoggettate a una disciplina in parte analoga a quella prevista per le società di gestione di mercati regolamentati.

L'aumento del numero di luoghi in cui può essere eseguito un ordine solleva, inoltre, la necessità di predisporre presidi adeguati a tutela degli investitori finali rispetto all'obbligo di esecuzione delle negoziazioni alle migliori condizioni, non valutato in termini unicamente di prezzo, da parte delle imprese di investimento. La proposta di direttiva introduce, a tal fine, una forma più attiva e dinamica di obbligo di "*best-execution*", attraverso regole di gestione degli ordini che impongono alle imprese di esaminare regolarmente le diverse sedi potenziali di esecuzione degli ordini per verificare quali tra esse offrano le condizioni migliori, dimostrando di fare sistematicamente uso di tali informazioni per conto dei clienti e di seguire procedure che massimizzino la probabilità che il cliente ottenga le migliori condizioni. Allo stesso tempo, la proposta di direttiva affronta i problemi di tutela degli investitori legati ai conflitti di interessi che

sorgono quando l'esecuzione di un ordine avviene fuori borsa e in contropartita diretta con un'impresa di investimento che opera in conto proprio o in conto terzi.

Un ulteriore ordine di problemi deriva dalla coesistenza di diversi mercati regolamentati su cui possono essere scambiati gli stessi titoli. Tale problema è già presente nell'attuale contesto normativo italiano così come definito del Tuf. La proposta di direttiva affronta esplicitamente il caso in cui uno strumento finanziario sia trattato su più di un mercato, prevedendo che un valore mobiliare, una volta ammesso alle negoziazioni in un mercato regolamentato, possa essere ammesso anche in altri mercati regolamentati senza il consenso dell'emittente. Inoltre, la proposta prevede una disciplina specifica per la sospensione o il ritiro dalle negoziazioni di strumenti finanziari scambiati in diversi mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione.

In merito a questo specifico aspetto, la Consob ha all'esame alcune modifiche al Regolamento 11971/1999 concernente la disciplina degli emittenti e al Regolamento 11768/1998 in materia di mercati che contemplano la possibilità che mercati regolamentati ammettano alle negoziazioni strumenti finanziari già ammessi a quotazione in altri mercati regolamentati italiani, in assenza di domanda degli emittenti. Al riguardo, va rilevato in via generale che, sebbene la normativa vigente di cui al d.lgs. 58/1998 non preveda una distinzione tra "ammissione alle negoziazioni" e "ammissione a quotazione", la stessa non impedisce - in linea di principio - la possibilità di ammettere alle negoziazioni, senza il coinvolgimento dell'emittente, strumenti finanziari già ammessi alle negoziazioni in un altro mercato regolamentato italiano, a condizione che da tale nuova ammissione non derivino, in capo all'emittente medesimo, obblighi aggiuntivi. Per tenere conto di tali elementi, si è ritenuto necessario procedere alle opportune modifiche dei Regolamenti citati.

È in proposito da considerare che il Testo unico usa indifferentemente le espressioni "ammissione alle quotazioni" e "ammissione alle negoziazioni" e suddivide tra la società di gestione e la Consob le funzioni che in altri paesi vengono considerate appartenenti all'attività di *admission to listing*. In presenza di una nuova forma di concorrenza fra mercati, certamente diversa da quella originariamente ipotizzata dal Testo Unico, la Consob ritiene opportuno rimuovere eventuali ostacoli, presenti in norme regolamentari redatte quando ancora tale modalità di concorrenza fra mercati non era stata prospettata, ferma restando la necessità di verificare che le regole dei nuovi mercati uniscano alla possibilità di ammissione senza richiesta dell'emittente la necessaria tutela degli investitori.

Le obbligazioni societarie e la regolamentazione dei rischi bancari del nuovo accordo di Basilea

I recenti accadimenti relativi al mancato rimborso di un prestito obbligazionario di importo rilevante emesso da un emittente quotato segnalano l'opportunità di riconsiderare i problemi relativi alla regolamentazione delle offerte di obbligazioni e alle regole di condotta che gli intermediari devono seguire nel rapporto con la clientela *retail* nella prestazione dei servizi di investimento, specie nei casi in cui i risparmiatori possono non essere in grado di valutare appieno le caratteristiche di un investimento e il *trade-off* tra rendimento e rischio. Secondo una prassi diffusa, infatti, gli intermediari che curano i collocamenti privati di obbligazioni di società non finanziarie, spesso prive di *rating* o con *rating* molto bassi, procedono a collocare i titoli a investitori *retail* ancora prima che si chiuda la fase del mercato primario, oppure aderiscono all'offerta non "in conto proprio" ma per conto dei clienti gestiti.

Il fenomeno assume particolare rilievo alla luce dell'importanza crescente delle emissioni di obbligazioni quale forma di raccolta di mezzi finanziari per le imprese industriali italiane. Nel periodo 1999 - 2002, la quota del debito a media e lunga scadenza rappresentata da obbligazioni dei primi 43 gruppi operanti nell'industria e nei servizi è passata dal 53 al 61 per cento circa; inoltre, i nuovi finanziamenti a lungo termine sono stati coperti all'80 per cento da emissioni obbligazionarie. Gran parte dello *stock* delle obbligazioni dei principali gruppi industriali italiani (circa l'85 per cento, pari a 55 miliardi di euro) è quotato sui mercati borsistici del Lussemburgo e dell'Irlanda, mentre le obbligazioni quotate su mercati regolamentati italiani (e in particolare sul Mot) rappresentano una quota modesta (circa 6 miliardi di euro). La netta preferenza per la quotazione su mercati esteri è probabilmente legata al fatto che gli adempimenti da assolvere nei confronti delle autorità di vigilanza di Irlanda e Lussemburgo sono minori e consentono di collocare un prestito obbligazionario (soprattutto nel caso di offerte riservate agli investitori istituzionali) in tempi più contenuti di quelli possibili nel caso di offerta pubblica sul mercato italiano. L'emittente dei prestiti obbligazionari, inoltre, risulta essere di frequente una controllata estera di una società italiana e l'offerta avviene spesso attraverso un collocamento iniziale sull'Euromercato (cioè riservato a investitori istituzionali internazionali). Ciò, oltre a rispondere all'esigenza di effettuare l'operazione in tempi piuttosto contenuti, consente alle società di aggirare alcuni controlli previsti dal nostro ordinamento, non ultimo il limite quantitativo alle emissioni obbligazionarie alle imprese italiane posto dal codice civile.

Maggiori incentivi all'emissione di titoli obbligazionari da parte delle imprese potrebbero provenire anche in conseguenza del Nuovo Accordo di Basilea sui requisiti patrimoniali. Le nuove regole potrebbe infatti indurre le banche a ridurre l'esposizione creditizia verso le imprese, che saranno dunque sempre più incentivate a finanziarsi tramite collocamenti di titoli di debito direttamente sul mercato. Come noto, con riguardo al rischio di credito delle banche, l'Accordo modifica i criteri di ponderazione delle varie voci di rischio e definisce i requisiti di capitale con

riferimento a categorie di controparti ed esposizioni in modo analitico (ossia con riferimento alle singole posizioni di rischio) anziché sintetico. Le esposizioni verso le varie categorie di soggetti possono inoltre essere ponderate sulla base sia di valutazioni del merito di credito da parte di istituzioni esterne, sia di sistemi di *rating* interni alle banche (di base o avanzati).

È da sottolineare, tuttavia, che il Nuovo Accordo di Basilea, considerando esplicitamente il cosiddetto rischio operativo tra i fattori rilevanti ai fini della quantificazione dei requisiti patrimoniali, dovrebbe fornire un impulso alla definizione di sistemi di controllo e di procedure interni alle banche volte ad arginare le perdite derivanti, tra l'altro, da violazioni delle regole di comportamento nei confronti della clientela. Il Nuovo Accordo di Basilea definisce come rischio operativo "il rischio di perdite risultanti dall'inadeguatezza o dalla disfunzione di procedure, risorse umane e sistemi interni, oppure da eventi di origine esterna". Per i profili che più strettamente attengono alle regole di comportamento, il Nuovo Accordo prefigura esplicitamente un rischio legato a "perdite derivanti da violazioni non intenzionali o colpose delle regole di comportamento verso la clientela (incluse quelle attinenti al mandato fiduciario e all'adeguatezza), ovvero dalla natura e dalle caratteristiche del prodotto".

L'impulso al controllo del rischio operativo che dovrebbe provenire dalle disposizioni dell'Accordo è giustificato anche dall'evoluzione dell'attività delle banche, il cui sempre maggiore coinvolgimento nella prestazione di servizi di investimento ha avuto come effetto quello di aumentarne l'esposizione a contestazioni da parte della clientela e a perdite derivanti dal pagamento di sanzioni amministrative pecuniarie. Ciò trova riscontro anche nel crescente numero di esposti degli investitori nei confronti delle banche ricevuti dalla Consob (650 nel 2001 e 844 nel 2002).

La Direttiva sugli abusi di mercato e il ruolo dell'autorità competente

La Direttiva sugli abusi di mercato, proposta dalla Commissione Europea il 30 maggio 2001, è stata approvata il 3 dicembre 2002 con il recepimento degli emendamenti richiesti dal Parlamento Europeo. La rapidità del processo è spiegata dalla necessità di rispondere adeguatamente ai potenziali abusi di mercato connessi ad azioni terroristiche e dal più flessibile approccio regolamentare offerto dalla procedura Lamfalussy, in base alla quale le Direttive si devono limitare a delineare i principi di carattere generale (Livello 1), lasciando spazio alle procedure di comitatologia basate sul ruolo dell'*European Securities Committee* (Esc) e del *Committee of European Securities Regulators* (Cesr), per la definizione delle misure di dettaglio (Livello 2).

Proprio per l'attuazione delle misure di Livello 2, il Cesr, nel dicembre 2002 ha formulato proposte tecniche su una serie di aspetti (le definizioni di informazione privilegiata e di manipolazione; gli obblighi informativi degli emittenti di strumenti finanziari; la trasparenza sui conflitti di interesse e l'adeguata presentazione di studi e informazioni che raccomandano o suggeriscono strategie di investimento; le esenzioni per le operazioni di acquisto di azioni proprie

e per quelle di stabilizzazione) dopo aver consultato in più occasioni e in vari modi i partecipanti al mercato. Sulla base dei suddetti pareri la Commissione Europea ha pubblicato una prima bozza delle disposizioni. In aggiunta, lo scorso 31 gennaio 2003 la Commissione Europea ha richiesto al Cesr un ulteriore gruppo di proposte che dovranno essere definite entro il 31 agosto 2003.

La direttiva dedica particolare attenzione al ruolo dell'Autorità competente nell'attività di *enforcement*. Per evitare che l'esistenza negli Stati Membri di differenti Autorità competenti, con responsabilità e poteri diversi, possa generare confusione negli operatori economici e situazioni di opacità e incertezze che potrebbero pregiudicare l'integrità dei mercati finanziari, si prevede che in ogni Stato Membro venga individuata un'unica Autorità competente, cui spetti la responsabilità finale di controllare il rispetto delle disposizioni adottate ai sensi della direttiva nonché di prestare la cooperazione internazionale.

L'Autorità competente unica deve avere il carattere di organo amministrativo e essere indipendente dagli operatori economici per prevenire i conflitti di interessi, e deve disporre di tutti i poteri di vigilanza e di indagine necessari per l'esercizio delle funzioni di vigilanza dei mercati che l'Autorità competente potrebbe espletare direttamente, in collaborazione con o mediante delega ad altre Autorità o ai gestori del mercato oppure mediante una richiesta alle competenti autorità giudiziarie.

L'elenco esemplificativo dei poteri minimi che secondo la direttiva gli Stati Membri devono attribuire all'Autorità competente comporta importanti innovazioni sotto il profilo del diritto interno, in quanto dovranno essere accresciuti i poteri della Consob. In particolare, dovranno essere estesi i contenuti dei poteri ispettivi e informativi anche al fine di consentire l'esercizio degli stessi nei confronti di soggetti non vigilati. Infatti, nella direttiva, si prevede che l'Autorità competente possa esercitare in modo efficace il potere di convocare e procedere all'audizione di chiunque appaia in possesso di informazioni utili ai fini delle proprie indagini. Dovrebbero, altresì, essere attribuiti alla Consob nuovi poteri di congelamento e sequestro di *assets* (i poteri attribuiti all'Autorità amministrativa possono venir concessi anche mediante la cooperazione di altre Autorità, inclusa quella giudiziaria) e ingiuntivi (cessazione di qualsiasi prassi contraria alle disposizioni adottate dalla direttiva), nonché quello di richiedere la temporanea interdizione dall'esercizio di un'attività professionale.

Per garantire l'adeguatezza del quadro comunitario di contrasto agli abusi di mercato, la direttiva sancisce che ogni violazione dei divieti o degli obblighi fissati dalla stessa venga adeguatamente sanzionata. A tal fine, si stabilisce che gli Stati Membri introducano sanzioni efficaci, dissuasive e proporzionate alla gravità della violazione e al vantaggio economico conseguito. La direttiva prevede che tali sanzioni siano di natura amministrativa, fatta salva la possibilità di prevedere anche sanzioni penali. Le sanzioni dovrebbero essere applicate coerentemente dall'Autorità competente che dovrebbe comunicare al pubblico le misure e le sanzioni applicate per il mancato rispetto delle disposizioni adottate in attuazione della direttiva,

salvo il caso in cui la divulgazione possa mettere gravemente a rischio i mercati finanziari o possa arrecare un danno sproporzionato alle parti coinvolte. Ciò comporterà rilevanti innovazioni all'ordinamento interno, stante l'attuale assenza di competenze sanzionatorie in materia di abusi di mercato, la cui tutela è rimessa esclusivamente al diritto penale.

Appare inoltre importante che nel recepimento della direttiva venga fornita una definizione dell'aggiotaggio che ricomprenda espressamente le condotte poste in essere attraverso "operazioni simulate" finalizzate a provocare l'apparenza di un mercato attivo, vista la possibilità di una lettura restrittiva dell'attuale definizione fornita dell'art.2637 c.c., così come statuito da una recente giurisprudenza (Tribunale di Milano, 7-2-2003).

PAGINA BIANCA

Sezione B

L'EVOLUZIONE DEL QUADRO DI RIFERIMENTO

PAGINA BIANCA

I. IL GOVERNO DELLE SOCIETÀ QUOTATE

La struttura proprietaria e gli assetti di controllo

La struttura proprietaria delle società quotate italiane nel Mercato Telematico Azionario (Borsa) alla fine del 2002 conferma una sostanziale stabilità nel tempo delle sue caratteristiche di fondo, basate su una elevata concentrazione proprietaria e sulla scarsa presenza di società il cui controllo sia contendibile sul mercato. Tali caratteristiche si sono solo in parte attenuate negli ultimi due anni.

La quota della capitalizzazione complessiva, diffusa sul mercato, cioè non in mano ad azionisti che detengono partecipazioni superiori al 2 per cento del capitale, è aumentata alla fine del 2002 al di sopra della soglia del 50 per cento, sebbene su valori ancora inferiori a quelli del 1997 e 1998. Il peso sulla capitalizzazione di borsa delle società controllate con quote di partecipazioni di controllo superiori al 50 per cento del capitale ordinario, si è ridotto, passando dal 49,7 per cento del 2001 al 46 per cento del 2002, a fronte però di un leggero aumento del numero di queste società (Tav. al.1).

La ridotta dinamicità degli assetti proprietari riflette fattori strutturali e culturali, presenti peraltro nella maggior parte dei paesi dell'Europa continentale, legati ad una diffusa resistenza da parte dei soggetti che controllano le società quotate ad accettare diluizioni delle proprie quote di proprietà che possano compromettere la stabilità del controllo. In tale contesto, per le società italiane è da rilevare in particolare lo scarso rilievo di due fattori che negli altri paesi hanno favorito la diffusione della proprietà: l'entrata di nuove società sul mercato, per le quali di solito si registra un più esteso ricorso alla raccolta di capitale di rischio per finanziare accelerazioni del loro processo di crescita; la realizzazione di operazioni di acquisizione di società quotate attraverso offerte pubbliche di scambio, che comportano, qualora abbiano successo, una diluizione delle quote di proprietà nella società offerente.

Riguardo al primo fattore, benché si sia registrato soprattutto nella seconda metà degli anni '90 un aumento del numero di nuove ammissioni a quotazione, queste hanno riguardato, con l'eccezione delle società oggetto di operazioni di privatizzazione, soprattutto società di dimensioni medio piccole che non hanno inciso in maniera sostanziale sul grado di concentrazione proprietaria complessiva del mercato. Le operazioni di privatizzazione hanno coinvolto invece società di grandi dimensioni, ed il loro effetto sul grado di concentrazione proprietaria è stato estremamente rilevante negli anni 1997 e 1998; successivamente l'aumento della diffusione proprietaria è stato però riassorbito, a causa, da un lato, della natura parziale di privatizzazioni e, dall'altro, del fatto che la maggior parte delle principali società privatizzate ad azionariato diffuso sono state oggetto di successive acquisizioni che hanno portato in alcuni casi al loro *delisting* o alla determinazione di un assetto di controllo fortemente concentrato.

Delle 231 società quotate quotate in Borsa alla fine del 2002, circa la metà erano già quotate alla fine del 1990, una su dieci si è quotata nel periodo tra il 1990 e il 1996 e il restante 40 per cento negli ultimi 6 anni. Analoghi valori emergono dall'analisi della distribuzione della capitalizzazione complessiva del mercato alla fine del 2002, in base al periodo di quotazione delle società. Il peso delle società privatizzate è pari a circa due terzi del peso complessivo delle società quotatesi dopo il 1990 (Tav. I.1).

TAV. I.1

RIPARTIZIONE DELLE SOCIETÀ QUOTATE IN BORSA PER PERIODO DI QUOTAZIONE
(SITUAZIONE AL 31 DICEMBRE 2002)

PERIODO DI QUOTAZIONE	NUMERO SOCIETÀ		CAPITALIZZAZIONE[1]	
	TOTALE	DI CUI PRIVATIZZATE	TOTALE	DI CUI PRIVATIZZATE
PRIMA DEL 1991	110		48,7	
1991 - 1995	24	4	28,0	24,4
1996 - 2002	97	14	23,3	13,0
TOTALE	*231*	*25*	*100*	*37,4*

[1] Valori in percentuale.

Riguardo al ruolo delle acquisizioni tramite offerte pubbliche di scambio, un recente studio segnalava ad esempio che per le società inglesi esse hanno rappresentato il principale strumento attraverso il quale si è passati da modelli di controllo familiare a forme di azionariato ampiamente diffuso. In Italia il ricorso a tale modalità di acquisizione è stato estremamente ridotto. Anche nei frequenti casi in cui l'acquirente era una società quotata si è infatti generalmente preferito finanziare l'acquisizione attraverso altre fonti, prevalentemente di debito, rispetto all'offerta in scambio di propri titoli, evitando così la diluizione della quota di controllo nella società acquirente.

La concentrazione proprietaria delle società quotate italiane risulta meno accentuata per le società di grandi dimensioni, ma raggiunge valori comunque elevati sia in termini assoluti, sia rispetto a quella di società di analoghe dimensioni presenti negli altri paesi dell'Europa continentale.

Alla fine del 2002, la quota media del mercato era pari al 54 per cento per le società del Mib 30 e al 44 per cento per quelle del Midex a fronte di una media del 35 per cento circa per le altre società.

Un confronto sui dati relativi alle società inserite negli indici delle blue-chips delle borse di Italia, Spagna, Germania e Francia a metà 2002, mostra che la concentrazione proprietaria delle blue-chips italiane è superiore in misura notevole rispetto a quella delle imprese tedesche e francesi e, in misura minore rispetto a quelle delle imprese spagnole. La quota media del mercato nelle società tedesche e francesi è pari

a circa il 70 per cento del capitale, mentre supera di poco il 50 per cento nelle imprese spagnole e italiane. Inoltre la concentrazione proprietaria delle imprese italiane appare maggiore anche all'interno degli azionisti rilevanti come dimostra il maggior peso del principale azionista (Tav.I.2).

TAV. I.2

CONCENTRAZIONE PROPRIETARIA DELLE BLUE-CHIPS NEI PRINCIPALI PAESI DELL'EUROPA CONTINENTALE[1]
(SITUAZIONE AL 30 GIUGNO 2002)

NAZIONE	NUMERO SOCIETÀ	PESO SULLA CAPITALIZZAZIONE COMPLESSIVA DEL MERCATO[2]	QUOTA DEL PRINCIPALE AZIONISTA[3]	QUOTA DEGLI ALTRI AZIONISTI RILEVANTI[3]	QUOTA DEL MERCATO[3]
FRANCIA	39	71,1	24,8	7,2	68,0
GERMANIA	30	58,9	21,4	7,2	71,4
ITALIA	30	72,3	35,5	9,9	54,6
SPAGNA	35	57,0	28,9	13,8	57,3
TOTALE	*158*	*65,9*	*27,5*	*9,5*	*63,0*

[1] Società nazionali i cui titoli inclusi negli indici delle *blue chips* nei vari paesi: Cac 40 (Francia), Dax (Germania), Mib30 (Italia), Ibex 35 (Spagna). [2] Valori in percentuale. [3] Valori in percentuale. Medie semplici.

Il grado di concentrazione proprietaria è influenzato, oltre che dalla dimensione, anche dal settore delle società quotate. La concentrazione è notevolmente più elevata nel settore dei servizi mentre ha valori inferiori nei settori industriale e, soprattutto, finanziario, dove però sono presenti diverse società in forma di cooperativa per azioni, per le quali sono previsti limiti al possesso azionario che impediscono l'acquisizione di pacchetti rilevanti di capitale (Tav.I.3).

La distribuzione settoriale delle società quotate condiziona in misura notevole anche la ripartizione della proprietà per tipologia di azionista, consentendo di mettere in luce un'altra caratteristica peculiare degli assetti proprietari delle società quotate italiane, rappresentata dal ruolo limitato delle istituzioni finanziarie come soggetti proprietari.

Il peso delle partecipazioni delle banche e delle assicurazioni è pari complessivamente al 4,5 per cento della capitalizzazione del complesso delle società quotate, ma è concentrato quasi esclusivamente nelle società del settore finanziario, spesso nella forma di partecipazioni di controllo, mentre è quasi nullo nelle società degli altri settori. Nelle società del settore finanziario è concentrata anche la proprietà delle fondazioni che detengono partecipazioni rilevanti soprattutto nelle banche quotate.

TAV. I.3

PARTECIPAZIONI RILEVANTI NELLE SOCIETÀ QUOTATE IN BORSA[1]
(SITUAZIONE AL 31 DICEMBRE 2002)

	SETTORE DELLE SOCIETÀ PARTECIPATE			TOTALE
	FINANZIARIO	INDUSTRIALE	SERVIZI	
SOGGETTI DICHIARANTI				
SOGGETTI ESTERI	7,9	5,2	1,7	4,9
DI CUI CON AZIONISTI PREVALENTI ITALIANI	*0,4*	*1,4*	–	*0,6*
ASSICURAZIONI	2,7	0,3	0,0	1,1
BANCHE	9,1	0,5	0,0	3,4
FONDAZIONI	12,4	0,0	0,0	4,5
INVESTITORI ISTITUZIONALI	0,8	0,8	0,5	0,7
SOCIETÀ DI CAPITALI	5,5	9,8	32,7	16,8
- *DI CUI:*				
CONTROLLATE DA COALIZIONI FAMILIARI	*2,8*	*4,9*	*4,4*	*4,5*
CONTROLLATE DA COALIZIONI DI SOCIETÀ QUOTATE	*2,7*	*4,9*	*28,3*	*12,3*
STATO E ENTI LOCALI	0,9	18,4	19,0	12,3
PERSONE FISICHE	2,9	9,1	4,3	5,1
TOTALE	*42,3*	*44,1*	*58,2*	*48,7*
NUMERO SOCIETÀ	83	101	47	231
PESO[2]	38,9	25,4	35,7	100,0

Fonte: Archivio Consob sulla trasparenza proprietaria. Si veda la sezione Note metodologiche. [1] Partecipazioni superiori al 2 per cento del capitale votante. Rapporto in percentuale tra valore di mercato delle partecipazioni controllate sul capitale ordinario e capitalizzazione del capitale ordinario di tutte le società quotate in Borsa. [2] Peso della capitalizzazione del capitale ordinario delle società del settore sul totale della capitalizzazione del capitale ordinario di Borsa.

Tra i soggetti proprietari, continua a rivestire un ruolo importante lo Stato, che comprende anche gli enti locali il cui peso è cresciuto negli ultimi anni in seguito alla quotazione di diverse società fornitrici di servizi a livello locale. Anche la proprietà dello Stato dipende, tuttavia, dal settore di appartenenza, essendo praticamente assente nelle società del settore finanziario.

La tipologia di soggetto proprietario che detiene la quota maggiore della capitalizzazione complessiva è rappresentata dalle società di capitali, cioè dalle società per le quali non esiste un singolo azionista in grado di esercitare il controllo. Complessivamente tali società detengono partecipazioni pari al 16,5 per cento della capitalizzazione delle società quotate. Se si considera la

struttura proprietaria delle società di capitali che detengono le partecipazioni rilevanti, emerge che nella quasi totalità dei casi è individuabile un modello di controllo coalizionale, basato sulla presenza di un numero limitato di soggetti che detengono complessivamente la maggioranza del capitale e che sono legati da accordi di natura contrattuale (patti di sindacato) o da vincoli familiari.

Importante è anche il peso delle persone fisiche, che detengono direttamente partecipazioni rilevanti pari a circa il 5 per cento della capitalizzazione, ma il cui peso viene quasi raddoppiato se si includono anche le partecipazioni detenute da società controllate da coalizioni familiari. Per quanto riguarda la presenza di azionisti rilevanti esteri, occorre considerare che in diversi casi dietro società di diritto estero vi sono in realtà coalizioni costituite da soggetti italiani.

Delle 112 società di capitali che detengono partecipazioni rilevanti in società quotate, circa l'85 per cento sono controllate da una coalizione familiare. Ad esse fa capo il 4,5 per cento della capitalizzazione complessiva di borsa. Alle società controllate da coalizioni costituite da altre società quotate è attribuibile invece il 12 per cento della capitalizzazione. Per quanto riguarda i soggetti esteri che detengono partecipazioni rilevanti, in circa il 25 per cento dei casi i loro principali azionisti sono soggetti italiani, nessuno dei quali in grado di controllare la società (Tav. I.3).

La distribuzione della proprietà per tipologia di azionista mostra una sostanziale stabilità nel tempo (Tav. aI.2). Il principale elemento evolutivo è rappresentato dalla progressiva riduzione del peso delle banche e delle assicurazioni. Il peso dello Stato come azionista, fortemente ridottosi negli anni 1997 e 1998, si è successivamente stabilizzato e appare anzi in leggera ripresa.

Sotto il profilo del modello di controllo, le società quotate italiane continuano a caratterizzarsi per la prevalenza di situazioni in cui esiste un singolo azionista in possesso di quote dei diritti di voto sufficienti per esercitare il controllo di diritto o di fatto. Per circa tre quarti delle società quotate, con un peso analogo in termini di capitalizzazione, è infatti presente un azionista di controllo (Tav. aI.3).

Per 20 società, con un peso pari al 10 per cento della capitalizzazione di borsa, esiste un patto di sindacato avente ad oggetto l'esercizio del diritto di voto la cui quota complessiva sindacata appare in grado di consentire agli azionisti aderenti di controllare in maniera congiunta la società (Tav. aI.4).

La quota media complessivamente sindacata nei patti di controllo è pari circa il 44 per cento. Nella metà dei casi gli aderenti a patti di sindacato "di controllo" sono persone fisiche, generalmente appartenenti allo stesso gruppo familiare, mentre nei restanti casi, cui corrisponde però oltre l'80 per cento della capitalizzazione complessiva delle società controllate da patti, gli aderenti sono società di capitali, generalmente quotate.

Patti di sindacato sono peraltro presenti anche nelle società per le quali essi non sono essenziali per la determinazione del controllo. La loro presenza in società per le quali esiste un

azionista in grado di esercitare il controllo di diritto o di fatto risponde all'obiettivo di creare legami tra azionisti rilevanti o di rafforzare la posizione dell'azionista di controllo.

Complessivamente le società quotate su cui esiste un patto di sindacato sono 41. Nella maggior parte dei casi tali accordi prevedono sia vincoli alla trasferibilità delle azioni che clausole relative all'esercizio del diritto di voto (patti globali). La quota media sindacata è maggiore per i patti globali che per le altre tipologie di accordo (Tav. aI.5).

In alcuni casi i patti di sindacato hanno per oggetto società non quotate che controllano società quotate. Generalmente tali patti ad hanno per oggetto la totalità del capitale sociale delle società (Tav. aI.6).

Le società non controllate né singolarmente né da un patto di sindacato sono 32, con un peso pari al 15 per cento circa della capitalizzazione di borsa. Per tali società, la quota di capitale diffuso, cioè posseduto da azionisti non rilevanti, appare comunque contenuta, in linea con quella media del totale delle società quotate, con l'eccezione delle società cooperative per le quali è previsto un tetto massimo al possesso azionario inferiore alla soglia del 2 per cento al di là della quale scattano gli obblighi di trasparenza proprietaria.

Le società quotate che hanno la forma di cooperativa sono 10, e rappresentano il 20 per cento circa del totale delle società non controllate. La media del capitale diffuso per le altre società non controllate è pari a circa il 40 per cento, e per nessuna di esse tale indicatore è superiore all'80 per cento. Nella metà circa di tali casi, gli azionisti rilevanti sono persone fisiche, mentre nell'altra metà sono società di capitali, generalmente quotate.

Gli assetti proprietari delle società quotate sul Nuovo Mercato presentano caratteristiche in parte diverse rispetto a quelli delle società quotate in Borsa, indicando un grado ancora più elevato di concentrazione proprietaria e una diversa ripartizione della proprietà per tipologia di azionisti, con una maggiore prevalenza delle persone fisiche e dei soggetti esteri e un peso più ridotto delle società di capitali, in conseguenza della scarsa presenza del fenomeno dei gruppi piramidali. Si rileva inoltre la totale assenza dello Stato come azionista.

Alla fine del 2002 la quota della capitalizzazione complessiva detenuta dal mercato, cioè dagli azionisti con partecipazioni non superiori al 2 per cento, è pari al 39 per cento circa, in crescita comunque rispetto ai due anni precedenti. Tale aumento è soprattutto dovuto al fatto che nel corso dell'anno sono scaduti molti accordi di lock-up, cioè di quegli impegni a non vendere azioni della società assunti dagli azionisti di controllo e dagli amministratori delle società al momento della quotazione, e che si sono quotate poche nuove società, che presentano solitamente una concentrazione proprietaria più elevata.

La quota media detenuta dal primo azionista per le società del Nuovo Mercato, pari a circa il 41 per cento, è in linea con quella delle società quotate in Borsa, mentre molto superiore è la quota degli altri azionisti rilevanti, che detengono quasi il 22 per cento della capitalizzazione delle società del Nuove Mercato contro il 9 per cento per quelle quotate in Borsa (Tav.I.4).

TAV. I.4

STRUTTURA PROPRIETARIA DELLE SOCIETÀ QUOTATE SUL NUOVO MERCATO
(SITUAZIONE AL 31 DICEMBRE)

	2001		2002	
	NUMERO	PESO[1]	NUMERO	PESO[1]
MODELLI DI CONTROLLO				
DI DIRITTO	15	42,0	12	43,4
DI FATTO	7	36,3	9	33,2
PATTO DI SINDACATO	9	12,7	10	13,3
NON CONTROLLATE	13	9,0	12	10,1
TOTALE	*44*	*100,0*	*43*	*100,0*
CONCENTRAZIONE				
QUOTA DEL PRIMO AZIONISTA		41,8		41,0
QUOTA DEGLI ALTRI AZIONISTI RILEVANTI		23,7		21,8
QUOTA DEL MERCATO		34,5		38,2
TOTALE		*100,0*		*100,0*

Fonte: Archivio Consob sulla trasparenza proprietaria. Si veda la sezione Note metodologiche. [1] In percentuale sulla capitalizzazione del capitale ordinario di tutte le società quotate sul Nuovo Mercato.

Le persone fisiche sono la tipologia di soggetti che detengono la quota preponderante della capitalizzazione complessiva, con oltre il 43 per cento, seguiti dai soggetti esteri con il 12,1 per cento (Tav. I.5).

Diffusa è la presenza di patti di sindacato su società quotate nel Nuovo mercato, spesso con la funzione di esercitare un controllo congiunto sulla società.

In più della metà delle società del Nuovo Mercato è presente un patto di sindacato e la quota media sindacata è di poco inferiore al 50 per cento (Tav. aI.5). Le società del Nuove Mercato controllate da un patto di sindacato sono 10, con un peso pari al 13 per cento circa della capitalizzazione complessiva del mercato.

TAV. I.5

PARTECIPAZIONI RILEVANTI NELLE SOCIETÀ QUOTATE SUL NUOVO MERCATO[1]

SOGGETTO DICHIARANTE	2000	2001	2002
SOGGETTI ESTERI	14,2	16,7	12,1
ASSICURAZIONI	0	0	0
BANCHE	0,7	0,6	0,3
FONDAZIONI	0	0,1	0,2
INVESTITORI ISTITUZIONALI	1,1	0,5	0,8
SOCIETÀ DI CAPITALI	4,2	4,8	4,8
STATO E ENTI LOCALI	0	0	0
PERSONE FISICHE	50,4	42,7	43,6
TOTALE	*70,7*	*65,5*	*61,8*

Fonte: Archivio Consob sulla trasparenza proprietaria. Si veda la sezione Note metodologiche. [1] Partecipazioni superiori al 2 per cento del capitale votante. Rapporto in percentuale tra valore di mercato delle partecipazioni controllate sul capitale ordinario e capitalizzazione del capitale ordinario di tutte le società quotate al Nuovo Mercato.

Il mercato del controllo societario

Nel corso del 2002 hanno avuto luogo 7 operazioni di passaggio di controllo relative a società quotate (9 nel 2001; Tav. aI.8), per un controvalore complessivo pari a circa 800 milioni di euro (contro i circa 6 miliardi di euro del 2001). I trasferimenti del controllo hanno riguardato esclusivamente società di piccola dimensione e si sono realizzati in 3 casi tramite offerta pubblica di acquisto preventiva (Ferretti, Freedomland, Onbanca) e in 4 casi tramite cessione del pacchetto di controllo seguita da offerta pubblica di acquisto successiva (Cmi, Iil, Immsi e Borgosesia). Il valore complessivo delle Opa successive (26 milioni di euro) risulta notevolmente inferiore a quello del 2001 ed è il più basso degli ultimi 8 anni.

Alla forte riduzione del livello di attività sul mercato del controllo societario, legata prevalentemente alla congiuntura negativa del mercato borsistico, si è contrapposto, invece, un incremento nel numero di operazioni volte a consolidare la quota dell'azionista di controllo e spesso finalizzate al *delisting* della società. Il numero delle offerte pubbliche di acquisto volontarie è infatti raddoppiato rispetto al 2001 e tali operazioni hanno rappresentato il 72,5 per cento del controvalore totale delle Opa realizzate nel 2002. Le Opa più importanti - tutte mirate a ritirare dal mercato il

flottante - hanno avuto ad oggetto le azioni di Italgas (offerente Eni), di La Rinascente (offerente Eurofind), di Banco di Napoli (offerente San Paolo Imi) e Snia (offerente Biosdue).

Complessivamente, nel 2002 il numero di Opa su titoli di società quotate rispetto all'anno precedente è rimasto sostanzialmente invariato, mentre il controvalore complessivo si è ridotto da 6,7 a 5,3 miliardi di euro. Nel 2002 si è avuto, inoltre, il primo caso di offerta pubblica finalizzata all'acquisto di azioni proprie, ai sensi dell'art.132 del Tuf (promossa da Riunione Adriatica di Sicurtà sulle proprie azioni ordinarie e di risparmio).

TAV. I.6

PREMI DI CONTROLLO NELLE OPA SUCCESSIVE
(2000 - 2002)

TITOLI OGGETTO DELL'OFFERTA	DATA OFFERTA	QUOTA INIZIALE POSSEDUTA DALL'OFFERENTE PRIMA DEL SUPERAMENTO DELLA SOGLIA DEL 30%[1]	PACCHETTO DI CONTROLLO ACQUISTATO DALL'OFFERENTE[1]	DIFFERENZA FRA PREZZO DI ACQUISTO DEL PACCHETTO DI CONTROLLO E PREZZO DI MERCATO[2]	DIFFERENZA FRA PREZZO DELL'OPA E PREZZO DI MERCATO[2]
ELIOS HOLDING MILANO	07.02.00	0,0	70,3	87,3	96,3
ACQUEDOTTO NICOLAY	26.04.00	23,9	25,7	21,4	5,2
AEROPORTI DI ROMA	25.09.00	0,0	51.2	20,5	1,8
FALCK	02.10.00	0,0	30,3	0,0	0,0
BANCO DI NAPOLI	08.11.00	0,0	56,1	17,1	2.9
BAYERISCHE VITA	09.01.01	0,0	70,0	66,0	30,9
RISANAMENTO NAPOLI	21.02.01	27,8	48.9	- 2,9	- 2,9
SAFILO	02.07.01	10,3	69,9	- 5,4	0,2
BANCA DI LEGNANO	16.07.01	0,0	55,0	56,6	1,5
MONTEDISON	26.07.01	0,0	52,1	-3,9	- 5,7
IMMOBILIARE METANOPOLI	09.10.01	0,0	90,2	- 7,7	13,6
CMI	18.04.02	3,4	78,5	9,2	9,2
IIL	10.06.02	19,9	30,2	14,9	0,7
IMMSI	16.12.02	0,0	45,3	- 5,5	- 1,0
BORGOSESIA	27.12.02	0,0	71,0	9,7	15,7
MEDIA		5,7	56,3	18,5	11,2
MEDIANA		0,0	55,0	9,7	1,8

[1] Dati in percentuale del capitale sociale. [2] Il prezzo di mercato è rilevato alla data di acquisto del pacchetto di controllo.

Le modalità di calcolo del prezzo delle Opa obbligatorie successive dettate dalla disciplina del Tuf e la perdurante fase di flessione dei corsi azionari hanno determinato una significativa riduzione dei premi di controllo riconosciuti agli azionisti di minoranza in occasione di cessioni di blocchi che portano al superamento della soglia del 30 per cento del capitale ordinario, in particolare se confrontati con i valori che sarebbero risultati dall'applicazione del meccanismo previsto dalla disciplina Opa previgente al Tuf. Analizzando le cessioni di pacchetti di controllo che hanno dato luogo ad Opa successive nel periodo 2000-2002 (escludendo per semplicità le Opa cosiddette "a cascata"), emerge come in media la differenza fra il prezzo dell'Opa e il prezzo di mercato alla data in cui avviene lo scambio del pacchetto di controllo è pari all'11 per cento circa, mentre la media fra il prezzo di cessione del pacchetto di controllo e il prezzo di mercato alla stessa data è pari al 19 per cento circa (Tav. I.6). Si può quindi approssimativamente stimare che, in un periodo di flessione dei corsi quali quello analizzato, il meccanismo di determinazione del prezzo dell'Opa come media fra i prezzi di mercato e il prezzo di trasferimento del pacchetto ha determinato in media una riduzione del premio di controllo riconosciuto agli azionisti di minoranza in sede di Opa di circa 8 punti percentuali, rispetto a quanto sarebbe accaduto in vigenza della vecchia legge 149/1992.

La partecipazione alle assemblee delle società quotate

L'esame dei verbali delle assemblee di approvazione del bilancio consente di ricavare delle indicazioni riferite al grado di partecipazione delle varie categorie di azionisti.

Sono stati esaminati i verbali assembleari relativi alle società quotate in Borsa facenti parte degli indici Mib30 e Midex, in quanto maggiormente liquide e capitalizzate. Da questo campione sono state escluse le banche popolari, caratterizzate da meccanismi di governance piuttosto differenti da quelli delle altre società quotate: si è così pervenuti ad analizzare i dati dei verbali di 48 società quotate.

Le evidenze relative al numero complessivo di partecipanti alle assemblee rilevano che, pur essendo il numero medio di partecipanti piuttosto elevato (pari a 655), solo un terzo delle società presenta un numero di partecipanti superiore a 500 (Tav. I.7), numero quest'ultimo che sembrerebbe indicare una effettiva ampia partecipazione soprattutto dei piccoli azionisti, in considerazione della larga capitalizzazione delle società considerate e del fatto che in Italia il fenomeno delle deleghe di voto non è particolarmente diffuso. Per circa il 21 per cento delle società il numero di partecipanti è invece inferiore a 50, ad evidenziare che in questi casi la presenza dei piccoli azionisti, in occasione dell'evento più importante della vita societaria, risulta estremamente ridotta.

TAV. I.7

NUMERO DI PARTECIPANTI ALLE ASSEMBLEE DELLE SOCIETÀ QUOTATE (MIB30 E MIDEX)

		NUMERO SOCIETÀ	QUOTA SUL TOTALE[1]
CLASSI DI NUMERO PARTECIPANTI			
MENO DI 50		10	20,8
TRA 50 E 100		4	8,4
TRA 100 E 500		18	37,5
OLTRE 500		16	33,3
TOTALE		*48*	*100,0*
NUMERO DI PARTECIPANTI[2]	655		

Fonte: Verbali delle assemblee di approvazione del bilancio 2001 relativi alle società quotate facenti parte del Mib30 e del Midex. [1] In percentuale. [2] Media aritmetica semplice.

La partecipazione in assemblea mostra una significativa presenza, in termini di diritti di voto rappresentati, di azionisti rilevanti (che detengono cioè una quota dei diritti di voto superiore al 2 per cento e quindi presumibilmente partecipano al capitale con un interesse di tipo "strategico", intervenendo cioè nella gestione della società) mentre gli investitori finanziari non rilevanti (il cui interesse è invece essenzialmente di tipo finanziario), pur numerosi in molti casi, hanno raramente un peso consistente nelle votazioni.

Gli azionisti rilevanti sono infatti di norma in numero piuttosto ridotto, pari in media a 2,6 e comunque mai superiore a 8, detengono una quota media dei diritti di voto complessivi della società pari al 50 per cento circa e costituiscono quasi il 90 per cento del totale dei diritti di voto conferiti in assemblea; un altro dato particolarmente interessante è che nelle società considerate essi rappresentano sempre una quota dei diritti di voto superiore al 50 per cento di quella totale dei partecipanti all'assemblea (Tav. I.8). Tali evidenze indicano che, nella generalità dei casi, la scarsa partecipazione all'assemblea da parte dei piccoli azionisti consente agli azionisti rilevanti (i quali comunque non coincidono necessariamente con gli azionisti di controllo) di controllare la maggioranza dei diritti di voto nell'assemblea stessa.

I dati sulla partecipazione degli azionisti aventi caratteristiche di investitori finanziari (intendendo per tali i gestori di fondi, le banche e le assicurazioni, sia italiane che estere, che detengono partecipazioni inferiori al 2 per cento dei diritti di voto) confermano tale analisi: detti soggetti sono molto numerosi (in media 137, ma con punte di quasi 900 investitori in alcune società), ma detengono quote modeste dei diritti di voto: in media il 3 per cento del capitale sociale ordinario complessivo e il 6 per cento del capitale ordinario apportato in assemblea. Inoltre,

complessivamente non detengono mai più del 27 per cento del capitale con diritto di voto presente in assemblea.

TAV. I.8

PARTECIPAZIONE ALLE ASSEMBLEE DELLE SOCIETÀ QUOTATE (MIB30 E MIDEX) DEGLI AZIONISTI RILEVANTI E DEGLI INVESTITORI FINANZIARI[1]

	NUMERO SOGGETTI	QUOTA DETENUTA	
		IN PERCENTUALE DEL CAPITALE SOCIALE	IN PERCENTUALE DEL TOTALE PARTECIPANTI[2]
AZIONISTI RILEVANTI[3]			
MEDIA	2,6	49,7	89,2
DEV. STANDARD	2,0	13,1	11,9
MIN	1	17,5	50,6
MAX	8	71,2	100,0
INVESTITORI FINANZIARI (NON RILEVANTI)[3]			
MEDIA	137,1	2,9	6,0
DEV. STANDARD	192,9	2,6	6,2
MIN	2	--	--
MAX	855	9,7	26,7

Fonte: Verbali delle assemblee di approvazione del bilancio 2001 relativi alle società quotate facenti parte del Mib30 e del Midex. [1] Medie aritmetiche semplici. [2] La somma delle quote medie non è il 100 per cento in quanto gli azionisti non rilevanti considerati sono solo quelli con caratteristiche di investitori "finanziari" (banche, assicurazioni e gestori di fondi). [3] Per partecipazione rilevante si intende il possesso di quote azionarie superiori al 2 per cento del capitale rappresentato da azioni con diritto di voto (art. 120 Tuf).

Il dettaglio della tipologia di investitori finanziari mostra che la quota di capitale più importante (circa l'1,5 per cento, in media, dei diritti di voto complessivi e il 3 per cento di quelli presenti in assemblea) è detenuta da fondi esteri (gestori di fondi comuni e fondi pensione), ma tali soggetti sono anche i più numerosi, e quindi i loro diritti di voto possono risultare più frazionati (Tav. I.9). Viceversa i fondi italiani, che detengono una quota pari all'incirca la metà di quella dei soggetti esteri, sono molto meno numerosi in termini di soggetti partecipanti. Le quote detenute da banche e assicurazioni risultano invece più marginali (e probabilmente, soprattutto con riferimento alle istituzioni italiane, detenute con finalità diverse rispetto ai gestori).

Tali dati sembrano, pertanto, complessivamente indicare che il tasso di partecipazione degli investitori finanziari alle assemblee delle società quotate maggiormente capitalizzate non consenta

a questi ultimi di incidere significativamente sulle decisioni societarie, neppure considerando le partecipazioni da essi congiuntamente apportate in assemblea.

TAV. I.9

PARTECIPAZIONE ALLE ASSEMBLEE DELLE SOCIETÀ QUOTATE (MIB30 E MIDEX): TIPOLOGIE DI INVESTITORI FINANZIARI[1]

TIPOLOGIA	NUMERO SOGGETTI	QUOTA DETENUTA	
		IN PERCENTUALE DEL CAPITALE SOCIALE	IN PERCENTUALE DEL TOTALE PARTECIPANTI
SGR ITALIANE	8,2	0,5	1,0
FONDI PENSIONE ITALIANI	0,8	0,3	0,7
BANCHE E ASSICURAZIONI ITALIANE	1,1	0,4	0,7
FONDI ESTERI	118,0	1,5	3,0
BANCHE E ASSICURAZIONI ESTERE	9,0	0,1	0,4
TOTALE	*137,1*	*2,8*	*5,8*

Fonte: Verbali delle assemblee di approvazione del bilancio 2001 relativi alle società quotate facenti parte del Mib30 e del Midex. [1] Medie aritmetiche semplici. Si fa riferimento ai soli investitori finanziari non rilevanti. Per partecipazione rilevante si intende il possesso di quote azionarie superiori al 2 per cento del capitale rappresentato da azioni con diritto di voto (art. 120 Tuf).

I consigli di amministrazione delle società quotate

Nel corso del 2002, la numerosità media dei componenti dei consigli di amministrazione è aumentata anche se solo marginalmente (da 10,2 a 10,3); anche il numero degli amministratori non esecutivi, passati da 6,6 a 6,8, è aumentato (Tav. aI.11).

La dimensione dei consigli appare influenzata dal settore di appartenenza delle società, dalle loro dimensioni in termini di capitalizzazione e dal loro modello di controllo, riscontrandosi una dimensione maggiore per le società dei settori bancari e assicurativi, per quelle di maggiori dimensioni e per quelle con assetti di controllo coalizionali.

La dimensione media dei consigli di amministrazione delle società assicurative è largamente superiore a quella delle società del settore industriale e di quelle finanziarie (circa 16 amministratori contro 9) mentre nelle società del settore bancario è soprattutto il numero medio di amministratori esecutivi a essere superiore a quello delle società degli altri settori.

Oltre il 55 per cento delle società assicurative e il 57 per cento di quelle bancarie presenta consigli composti da più di 15 membri. Tali percentuali salgono, rispettivamente all'89 e al 88,5 per cento se si considerano le società per le quali il numero dei componenti del consiglio di amministrazione è superiore alle 10 unità. Per contro, le società finanziarie, industriali e di servizi per le quali il numero dei componenti del consiglio di amministrazione non supera le 10 unità sono, rispettivamente, il 50, il 72,6 e il 56,5 per cento del totale (Tav. I.10). Dall'analisi dei dati emerge anche che le società che presentano consigli di amministrazione composti da più di 15 membri sono anche quelle di dimensioni, in termini di capitalizzazione, maggiori.

TAV. I.10

DISTRIBUZIONE PERCENTUALE DELLE SOCIETÀ QUOTATE IN BORSA PER SETTORE INDUSTRIALE E PER NUMERO DI COMPONENTI DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE
(2002)

	NUMERO DI COMPONENTI DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE[1]					TOTALE SOCIETÀ PER SETTORE	
	< 6	6 - 10	11 - 15	> 15	*TOTALE*	NUMERO SOCIETÀ	PESO[1]
SETTORI							
ASSICURATIVO	--	11,1	33,3	55,6	*100,0*	11	4,8
BANCARIO	--	11,4	31,4	57,1	*100,0*	36	15,6
FINANZIARIO	5,4	48,6	40,5	5,4	*100,0*	36	15,6
INDUSTRIALE	2,0	70,6	21,6	5,9	*100,0*	101	43,7
SERVIZI	2,2	54,3	26,1	17,4	*100,0*	47	20,3
NUMERO SOCIETÀ QUOTATE	5	121	64	41		231	100,0
PESO DELLE SOCIETÀ IN TERMINI DI CAPITALIZZAZIONE[1]	0,1	32,1	22,7	45,2	*100,0*		

[1] Dati in percentuale.

Il numero di consiglieri cresce in relazione inversa con la concentrazione del controllo: la dimensione media passa da 9 amministratori delle società controllate di diritto, a 11 per le società controllate di fatto, a 12 per le società controllate da un patto di sindacato a 13 per le società non controllate. La relazione esistente tra concentrazione del controllo e numero degli amministratori sembra riflettere l'esigenza di rappresentare all'interno dei consigli di amministrazione le diverse componenti che partecipano alla determinazione dell'assetto di controllo (Tav. I.11). Il dato si presenta in modo ancora più accentuato di quello dello scorso anno: le dimensioni medie sono cresciute, per ogni modello di controllo, di un'unità.

TAV. I.11

NUMERO MEDIO DI AMMINISTRATORI PER MODELLO DI CONTROLLO DELLE SOCIETÀ QUOTATE IN BORSA
(2002)

MODELLO DI CONTROLLO	ESECUTIVI	NON ESECUTIVI	TOTALE
DI DIRITTO	3,1	6,3	9,4
DI FATTO	3,4	7,5	10,9
NON CONTROLLATE	4,7	8,1	12,8
PATTO DI SINDACATO	4,5	7,1	11,6
TOTALE	*3,5*	*6,8*	*10,3*

Per quanto riguarda la dimensione del collegio sindacale, si è ulteriormente ridotto il numero di società per le quali il collegio sindacale è composto da un numero di membri superiore a 3 ovvero al minimo legale stabilito dall'art. 148, comma 1, lett. *a)*, del Tuf (18 società rispetto alle 20 del 2001). Tale elemento assume rilievo in quanto, ai sensi dell'art. 148, coma 2, del Tuf, se il collegio sindacale è composto da più di 3 membri, almeno 2 sindaci devono essere eletti da parte delle minoranze. Si tratta di una previsione particolarmente rilevante in quanto solo in tali casi, i sindaci eletti delle minoranze si trovano nella possibilità di usufruire autonomamente dei poteri attribuiti dall'art. 151 del Tuf ad almeno 2 sindaci, riguardo alla convocazione dell'assemblea dei soci, del consiglio di amministrazione o del comitato esecutivo e alle possibilità di potersi avvalere di dipendenti della società per l'esercizio delle proprie funzioni.

Le 18 società i cui collegi sindacali sono composti da più di tre membri sono per la metà banche. Se si esamina, invece, il modello di controllo, più di un terzo non sono controllate da un singolo azionista.

Il numero di società il cui collegio sindacale è composto da più di 3 membri si è progressivamente ridotto dopo l'entrata in vigore del Tuf: complessivamente, dal 1999 alla fine del 2002, 11 società hanno ridotto il numero di sindaci da 5 a 3, di cui una nel 2001 e una nel 2002, mentre solo 2 società lo hanno alzato al di sopra del minimo (di cui una nel 2002).

Rimane diffuso il fenomeno rappresentato da amministratori che cumulano più cariche in società quotate (*interlocking*). Il fenomeno ha riguardato un numero di amministratori simile a quelli interessati nel 2001: il 16 per cento degli amministratori detiene più di una carica (Tav. al.12). In particolare, sono aumentati gli amministratori che ricoprono due cariche e quelli che ne ricoprono più di 5. Però, mentre l'aumento del numero degli amministratori che ricoprono più di 5 cariche è stato consistente e ha interessato tanto i fenomeni di *interlocking* infra gruppo che quelli extra

gruppo, mentre nel caso di amministratori con due cariche (passati da 196 a 210) si è registrata una sensibile riduzione nel numero delle cariche ricoperte nell'ambito dello stesso gruppo (passate da 142 a 128) e, per contro, un aumento in quelle in altri gruppi (rispettivamente 250 nel 2001 e 292 nel 2002).

Nel 2001 i 9 amministratori con più di 5 cariche ricoprivano 34 incarichi in società degli stessi gruppi e 29 in società appartenenti ad altri gruppi, nel 2002 i 13 amministratori rientranti in questa categoria hanno ricoperto 41 incarichi nelle società degli stessi gruppi e ben 48 incarichi in società di altri gruppi.

L'*interlocking* è dovuto in parte alla presenza di gruppi piramidali composti da più società quotate, dove le stesse persone sono spesso presenti nei consigli di amministrazione delle varie società che compongono il gruppo; qualora coinvolga società non legate da rapporti di controllo, l'*interlocking* riflette spesso legami di natura "orizzontale" tra società quotate, dove la presenza degli stessi amministratori nei consigli delle società è conseguenza di accordi di natura industriale e/o strategica.

Le società interessate da *interlocking* extra gruppo sono state 170, mentre quelle per le quali si sono avuti fenomeni di *interlocking* infra gruppo sono state 71 (Tav. I.12). In alcuni casi, nei consigli di amministrazione di una stessa società sedevano amministratori interessati da *interlocking* infra gruppo e altri coinvolti in *interlocking* extra gruppo.

TAV. I.12

SOCIETÀ INTERESSATE DA INTERLOCKING
(2002)

QUOTA DEI COMPONENTI DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE CON PIÙ DI UNA CARICA	NUMERO DI SOCIETÀ	
	INTERLOCKING EXTRA GRUPPO	INTERLOCKING INFRA GRUPPO
MENO DEL 25 PER CENTO	97	23
DAL 25 AL 50 PER CENTO	53	32
DAL 51 AL 75 PER CENTO	16	11
PIÙ DEL 75 PER CENTO	4	5
TOTALE	*170*	*71*

In oltre la metà delle società che presentano fenomeni di interlocking *extra gruppo, il numero di amministratori con più di una carica non supera il 25 per cento . Nel caso di* interlocking *infra gruppo detta percentuale scende al 32 per cento. Per contro, la percentuale di società per le quali più del 75 per cento dei componenti del consiglio di amministrazione detiene due o più cariche è più elevata nel caso di interlocking infra gruppo (il 7 per cento rispetto al 2 per cento nel caso di* interlocking *extra gruppo).*

II. I MERCATI E LE IMPRESE

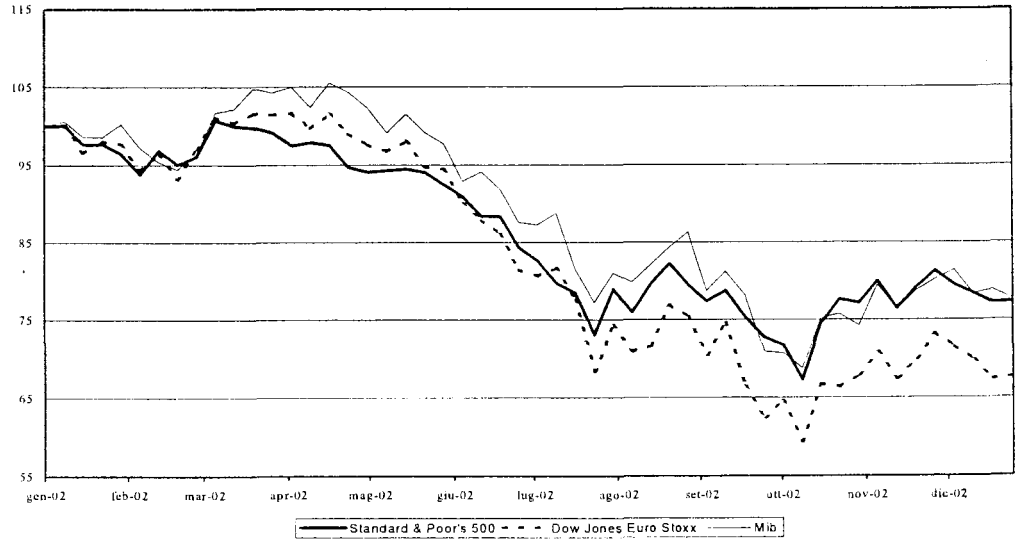
I mercati delle azioni e degli strumenti derivati

Nel corso del 2002 è proseguita la tendenza alla riduzione dei prezzi delle azioni italiane quotate già registrata a partire dal secondo semestre del 2000. Il calo dei corsi si è attestato su valori simili a quelli dell'anno precedente: l'indice Mib storico, relativo al Mercato Telematico Azionario (Borsa), ha mostrato una flessione del 24 per cento circa (-25 nel 2000), mentre l'indice relativo al Nuovo Mercato ha sperimentato un decremento di poco più del 50 per cento (-46 nel 2000).

Tale andamento riflette la riduzione dei valori di borsa che ha interessato i principali mercati internazionali, come si evince anche dall'evoluzione degli indici Dow Jones Euro Stoxx e Standard & Poor's 500, relativi rispettivamente alle azioni delle maggiori società europee appartenenti all'area dell'euro e delle maggiori società quotate nel mercato statunitense (Fig. 1). In particolare, il primo indice si è deprezzato del 32 per cento nel corso del 2002, registrando così una flessione superiore di circa nove punti percentuali rispetto a quella rilevata per il secondo indice.

FIG. 1

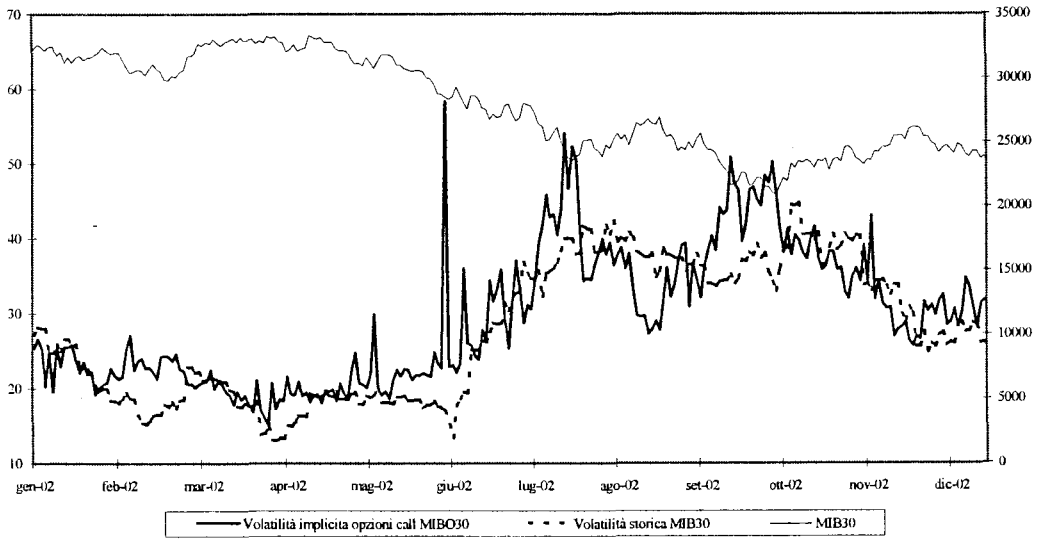
ANDAMENTO DEI CORSI AZIONARI
(DATI SETTIMANALI; INDICI: 1 GENNAIO 2002 = 100)



Il calo delle quotazioni azionarie è stato accompagnato da un aumento dell'incertezza, misurata dalla volatilità dei prezzi sia implicita che storica. La volatilità implicita nei prezzi dei contratti di opzione Mibo30 (aventi come sottostante il Fib30), scambiati sui mercati degli strumenti derivati gestiti da Borsa Italiana spa (Idem), ha mostrato una tendenza al rialzo nell'ultimo semestre del 2002, in corrispondenza della flessione registrata dall'indice Mib30 (Fig. 2). Sebbene negli ultimi due mesi dell'anno sia stata registrata una diminuzione della volatilità, i livelli di fine dicembre risultano sensibilmente più elevati di quelli dell'inizio dell'anno.

FIG. 2

INDICATORI DI VOLATILITÀ E INDICE MIB30
(1/1/2002 - 31/12/2002)



Scala di sinistra: Volatilità implicita opzioni call MibO 30, volatilità storica Mib30. Scala di destra: Indice Mib30

La flessione dei prezzi riflette almeno in parte un incremento per il premio per il rischio azionario, ossia del rendimento richiesto dagli investitori per detenere azioni, a sua volta ricollegabile all'aumento della volatilità. La riduzione dei corsi ha altresì determinato la crescita , a partire dal 2000, del rapporto utili-prezzi e dividendi-prezzi (Tav. aII.1).

Il ribasso degli indici di borsa ha avuto un impatto pronunciato sulla capitalizzazione complessiva dei mercati dei titoli azionari gestiti da Borsa Italiana spa, che è passata da 592,4 miliardi di euro di fine 2001 a 458 miliardi a fine 2002. Il fenomeno presenta proporzioni maggiori per il Nuovo Mercato, la cui capitalizzazione si è quasi dimezzata (-48,8 per cento), rispetto al Mercato Telematico Azionario, che ha mostrato un calo pari a poco più di un quinto (-22,2 per cento).

Il controvalore complessivo degli scambi dei titoli azionari ha parimenti fatto registrare una contrazione più accentuata per il Nuovo Mercato, pari al 49,5 per cento (contro il 44 per cento rilevato nel 2001 rispetto all'anno precedente); con riferimento al Mercato Telematico Azionario, invece, il calo è stato del 12 per cento circa (contro il 24 per cento rilevato con riferimento al 2001). In entrambi i mercati, il *turnover*, calcolato come rapporto tra controvalore degli scambi e capitalizzazione media dell'anno, è superiore all'unità.

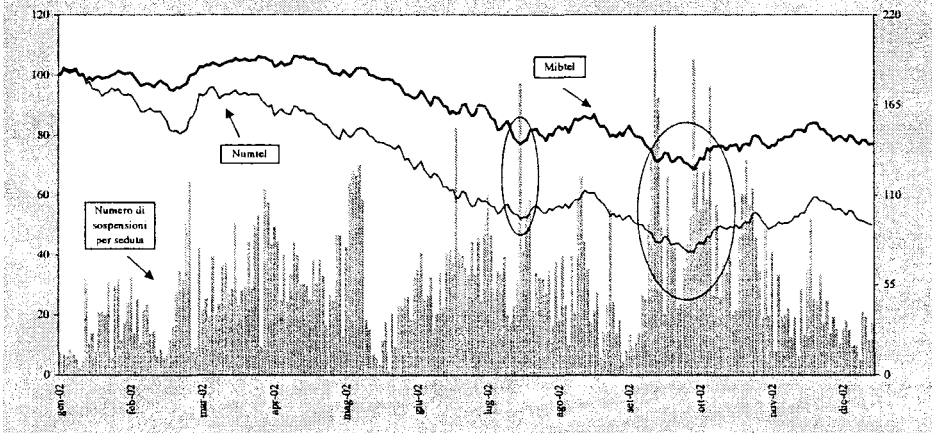
La volatilità degli indici di borsa ha avuto riflessi anche sulla frequenza delle sospensioni temporanee delle negoziazioni dei titoli azionari scambiati sui mercati gestiti da Borsa Italiana spa, essendo tale frequenza maggiore in corrispondenza delle sedute caratterizzate da una variazione consistente dei corsi (Riquadro 1).

RIQUADRO 1

Le sospensioni delle negoziazioni di titoli azionari nel 2002

Nel corso delle 252 sedute diurne di Borsa del 2002, nel Mercato Telematico Azionario (Mta), nel Mercato Ristretto e nel Nuovo Mercato si sono registrate 14.184 sospensioni (*trading halts*), che hanno interessato 295 titoli azionari sui 375 complessivamente scambiati. Le sospensioni salgono a 21.717 (per un totale di 359 strumenti finanziari) se nel computo si includono anche le obbligazioni convertibili, i diritti di opzione e i *warrants*.

SOSPENSIONI E ANDAMENTO DEGLI INDICI DI BORSA
(1/1/2002 - 31/12/2002)



Scala di sinistra: indici Mibtel e Numtel. Scala di destra: numero di sospensioni per seduta.

Con riferimento ai soli titoli azionari, l'analisi congiunta delle serie storiche delle sospensioni, del Mibtel e del Numtel rivela una certa rispondenza nell'andamento dei *trading halts* e degli indici di mercato, nel senso che il maggior numero di sospensioni si registra in corrispondenza delle sedute caratterizzate da una variazione consistente degli indici.

L'ampiezza del fenomeno riflette le dimensioni del mercato nel quale si manifesta: la maggior parte delle interruzioni delle negoziazioni riguarda, infatti, le azioni quotate sul Mta.

In termini assoluti, il maggior numero di sospensioni è attribuibile alle azioni del segmento Ordinario, classe 1 (rispettivamente 33,9 per cento per le ordinarie e 15,4 per cento per le azioni di risparmio e privilegiate), alle azioni del Nuovo Mercato (18,2 per cento) e alle azioni di risparmio e privilegiate del segmento *Blue-chip* (13,8 per cento). Se si considera, tuttavia, il dato delle sospensioni in rapporto al numero di contratti conclusi sul sottoinsieme dei titoli sospesi emerge che l'interruzione delle negoziazioni riguarda con maggiore frequenza le azioni di risparmio e privilegiate dei segmenti Star e Ordinario, classe 1 (rispettivamente 28 e 23 sospensioni per ogni 1.000 contratti). Stante la minore liquidità delle azioni di risparmio e privilegiate, tali dati evidenziano una relazione inversa fra numero di sospensioni in rapporto al numero dei contratti e il grado di liquidità delle azioni. Considerato che buona parte delle sospensioni sono causate da variazioni "eccessive" di prezzo, l'analisi conferma la relazione inversa fra la liquidità dei titoli azionari e la volatilità dei prezzi. Per le azioni del segmento Ordinario, classe 2, notoriamente poco liquide, e per quelle del Mercato Ristretto il rapporto sospensioni/contratti, seppur significativo, non è particolarmente elevato (rispettivamente 12 e 3 sospensioni per ogni 1.000 contratti); ciò trova spiegazione nel fatto che le negoziazioni non si svolgono secondo la modalità di negoziazione continua, ma solamente di asta (di apertura e di chiusura). Negli anni passati infatti, quando le azioni attualmente quotate nel segmento Ordinario, classe 2 erano negoziate anche con la modalità di negoziazione continua il numero di sospensioni era notevolmente più alto.

Le sospensioni sono state suddivise anche per tipologia: in negoziazione, in validazione e tecniche. Le prime due sono interruzioni automatiche delle negoziazioni per eccessiva variabilità dei prezzi rispettivamente in fase di negoziazione e di asta, mentre le sospensioni tecniche sono causate da scelte discrezionali di Borsa Italiana. Le più frequenti, pari a circa la metà del totale, sono le sospensioni in negoziazione; tali interruzioni possono essere causate da eccessiva variabilità fra i prezzi di due contratti consecutivi (33,9 per cento dei casi) o fra il prezzo di un contratto e il prezzo di controllo (16,5 per cento dei casi). Le sospensioni in validazione (29,2 per cento dei casi) possono essere causate soltanto da un eccessivo scostamento fra il prezzo d'asta e il prezzo di controllo. È opportuno evidenziare che, rispetto agli anni passati, è aumentata la quota di sospensioni in validazione a discapito della quota di sospensioni in negoziazione. Ciò trova spiegazione nel fatto che è aumentato il peso relativo della fase di asta rispetto alla fase di negoziazione continua, sia a motivo del nuovo *market model* che prevede, tra l'altro, l'asta di chiusura, sia della nuova segmentazione di mercato e degli orari di negoziazione a essa collegati introdotta nel 2001.

Nel corso del 2002, sono prevalse le sospensioni al rialzo, ossia le sospensioni causate da variazioni percentuali di prezzo positive, pari a poco meno del doppio di quelle al ribasso. Questa proporzione è dovuta soprattutto alle sospensioni in validazione, che sono quasi tutte al rialzo (84,2 per cento); per le sospensioni in negoziazione, infatti, le variazioni percentuali di prezzo positive si riscontrano soltanto in poco più della metà dei casi. Nonostante il mercato abbia tenuto un chiaro andamento negativo, le sospensioni al rialzo sono state più frequenti di quelle al ribasso e hanno avuto luogo soprattutto nelle fasi di asta di apertura e di chiusura.

SOSPENSIONI TEMPORANEE DELLE NEGOZIAZIONI DEI TITOLI AZIONARI
(SEDUTE DIURNE DEI MERCATI GESTITI DA BORSA ITALIANA SPA, 2002)

SOSPENSIONI PER MERCATO E SEGMENTO	AZIONI SOSPESE		AZ. SOSPESE/ AZ. QUOTATE[2]	SOSPENSIONI		SOSPENSIONI/ N. CONTRATTI[3]
	NUMERO	PESO SUL TOTALE[1]		NUMERO	PESO SUL TOTALE[1]	
MTA						
BLUE -CHIP (ORDINARIE)	50	16,9	59,5	803	5,7	0,025
BLUE -CHIP (ALTRE)	25	8,5	78,1	1.957	13,8	0,867
STAR (ORDINARIE)	31	10,5	75,6	343	2,4	0,286
STAR (ALTRE)	6	2,0	100,0	1.290	9,1	28,507
ORDINARIO, CL 1 (ORDINARIE)	102	34,6	91,9	4.808	33,9	1,336
ORDINARIO, CL. 1 (ALTRE)	22	7,5	68,8	2.188	15,4	22,932
ORDINARIO, CL.2 (TUTTE)	8	2,7	100,0	135	1,0	12,488
MERCATO RISTRETTO	6	2,0	37,5	80	0,6	3,014
NUOVO MERCATO	45	15,3	100,0	2.580	18,2	0,426
TOTALE	*295*	*100,0*	*78,7*	*14.184*	*100,0*	*0,312*

SOSPENSIONI PER TIPOLOGIA	NUMERO	PESO SUL TOTALE[1]
IN NEGOZIAZIONE	7.154	50,4
RISPETTO ALL'ULTIMO PREZZO	4.808	33,9
RISPETTO AL PREZZO DI CONTROLLO	2.346	16,5
IN VALIDAZIONE	4.138	29,2
TECNICHE	2.892	20,4
TOTALE	*14.184*	*100,0*

SOSPENSIONI PER VARIAZIONE DI PREZZO	SOSPENSIONI IN NEGOZIAZIONE		SOSPENSIONI IN VALIDAZIONE		SOSPENSIONI TECNICHE[4]		TOTALE	
	NUMERO	PESO SUL TOTALE[1]	NUMERO	PESO SUL TOTALE[1]	NUMERO	PESO SUL TOTALE[1]	NUMERO	PESO SUL TOTALE[1]
AL RIALZO	3.904	54,6	3.483	84,2	—	—	7.387	52,1
AL RIBASSO	3.250	45,4	655	15,8	—	—	3.905	27,5
DISCREZIONALI	--	--	--	--	2.892	100,0	2.892	20,4
TOTALE	*7.154*	*100,0*	*4.138*	*100,0*	*2.892*	*100,0*	*14.184*	*100,0*

[1] Dati in percentuale. [2] Rapporto percentuale fra il numero di titoli sospesi e il numero di titoli quotati in ciascun mercato e segmento. [3] Rapporto fra il numero di sospensioni e il numero di contratti conclusi sul sotto insieme dei titoli sospesi in ciascun mercato e segmento moltiplicato per 1.000. [4] Le sospensioni tecniche non sono causate da variazioni di prezzo, bensì sono discrezionali

La congiuntura dei mercati azionari ha avuto riflessi negativi anche sul numero di ingressi di nuove società nei mercati regolamentati gestiti da Borsa Italiana spa (Tav. aII.1). Nel corso del 2002, infatti, sono stati ammessi alle negoziazioni in Borsa (Mta) i titoli di 11 società italiane, alle quali devono aggiungersi 2 nuove società quotate sul Mercato Ristretto, contro le 13 dell'anno precedente (nessuna sul Ristretto), mentre nessuna ammissione ha avuto luogo sul Nuovo Mercato, contro le 5 del 2001. Le offerte di nuove azioni, incluse quelle relative ad aumenti di capitale, emesse da società quotate italiane si sono pressoché dimezzate nel corso del 2002 sia in Borsa sia sul Nuovo Mercato. Le revoche dalla quotazione hanno interessato 12 società, con titoli negoziati in Borsa, a seguito di operazioni di fusione ovvero di Opa residuali conseguenti a modifiche della struttura proprietaria delle imprese. Il numero di società italiane quotate in Borsa è dunque diminuito passando da 232 di fine 2001 a 231 di fine 2002, mentre è rimasto invariato e pari a 44 il numero di società quotate sul Nuovo Mercato.

La riduzione dell'offerta di capitale di rischio si riflette nell'andamento degli acquisti netti di azioni quotate italiane. Gli acquisti netti di azioni quotate nel 2002 mostrano un saldo positivo pari a circa 4 miliardi di euro, dovuto agli acquisti netti effettuati dagli operatori nazionali a eccezione dei fondi comuni di diritto italiano, che hanno invece ceduto azioni per importi consistenti (anche se più bassi di quelli rilevati nello stesso periodo del 2001) (Tav. II.1); più cospicuo è invece il disinvestimento netto effettuato dagli investitori non residenti, che accentua una tendenza emersa a partire dal 1999.

TAV. II.1

ACQUISTI NETTI DI AZIONI QUOTATE ITALIANE[1]

SOTTOSCRITTORI	2000	2001	2002
BANCA D'ITALIA - UIC	231	201	346
FONDI COMUNI[2]	49	-1.787	-1.133
BANCHE	4.592	-8.270	
COMPAGNIE DI ASSICURAZIONE	3.328	-594	11.378[3]
ISTITUTI DI PREVIDENZA	84	-10	
ALTRI INVESTITORI[4]	2.579	17.163	
ESTERO	-1.714	-532	-6.724
TOTALE	*9.148*	*6.171*	*3.867*

Fonte: Banca d'Italia. [1] Valori in milioni di euro. [2] Il dato è relativo ai fondi comuni di diritto italiano. [3] Il dato si riferisce complessivamente alle 4 voci banche, compagnie di assicurazione, istituti di previdenza e altri investitori. [4] Famiglie, imprese, amministrazioni centrali e locali, Cassa DD. PP., Sim.

Il mercato telematico dei *covered warrants* ha registrato nel corso del 2002 una contrazione sia delle emissioni che degli scambi, confermando la tendenza che si era manifestata l'anno precedente.

A fine 2002, risultavano quotati 3.571 covered warrants *(- 39 per cento rispetto al 2001, Tav. II.2). La riduzione delle emissioni di nuovi* covered warrants *ha interessato soprattutto i* covered warrant call *e* benchmark *(con un saldo negativo di 1.247 titoli emessi rispetto al 2001), seguiti dai* covered warrant put *(con un saldo negativo di 379 titoli emessi rispetto al 2001). Le emissioni sono invece aumentate per i* certificates *(+68) e gli esotici (+47). È diminuito inoltre il numero degli emittenti, prevalentemente banche e altri intermediari finanziari, passato da 23 a 18.*

TAV. II.2

***COVERED WARRANTS* QUOTATI**

	NUMERO DI EMISSIONI			CONTROVALORE DEGLI SCAMBI[4]
	IN ESSERE[1]	NUOVE[2]	SCADUTE[3]	
1998	122	122	--	2,5
1999	1.565	1.660	217	14,2
2000	3.107	3.343	1.801	31,0
2001	5.866	8.194	5.435	20,8
2002	3.571	6.668	8.963	18,3

Fonte: Consob e Borsa Italiana spa. [1] Dati a fine anno. [2] Ammesse a quotazione nel corso dell'anno. [3] Il dato ricomprende i *covered warrants* revocati, su richiesta dell'emittente, prima della scadenza naturale. [4] Dati in miliardi di euro.

Nel corso dell'anno, il controvalore degli scambi è stato pari a 18,3 miliardi di euro, in flessione rispetto all'anno precedente (-12 per cento). Ha registrato un calo del 10 per cento circa anche il numero di contratti conclusi, complessivamente pari a poco meno di 6 milioni.

Le contrattazioni dei *covered warrants* sono risultate concentrate in capo a pochi intermediari, al pari di quanto era stato rilevato nel 2001. Il controvalore negoziato sia sul lato degli acquisti che sul lato delle vendite fa capo per il 50 per cento a quattro intermediari, dei quali i primi due detengono una quota di mercato pari al 37 per cento. Le negoziazioni si sono concentrate sullo scambio di *covered warrants* di tipo *call* e *benchmark* (sia di tipo americano che europeo), per un ammontare pari a circa il 66 per cento del controvalore scambiato, mentre i *covered warrant put* costituiscono il 29 per cento circa del controvalore negoziato.

Nel corso del 2002, la media giornaliera dei contratti complessivamente conclusi sul mercato delle contrattazioni serali gestito da Borsa Italiana spa e denominato *Trading After Hours* (Tah) ha subito un calo, passando da circa 7.900 a poco più di 7.100. Si è registrato, viceversa, un incremento del controvalore medio degli scambi giornalieri, che si è attestato a poco più di 28 milioni di euro contro i circa 25 milioni rilevati l'anno precedente.

Il numero complessivo dei contratti eseguiti sul Mercato Italiano dei Derivati (Idem) ha superato nel corso del 2002 i 17 milioni e si presenta sostanzialmente stabile rispetto all'anno precedente (+ 1 per cento circa) (Tav. II.3); è mutata tuttavia la composizione degli scambi per tipologia di strumento. Il controvalore nozionale degli scambi su strumenti derivati ha subito una flessione più accentuata rispetto a quella rilevata nel 2001 (–20 per cento contro il –14 per cento del 2001) e maggiore di quella relativa al controvalore degli scambi a pronti su titoli azionari nei mercati regolamentati gestiti da Borsa Italiana spa (-13 per cento circa).

TAV. II.3

STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI SCAMBIATI SULL'IDEM[1]
(DATI RIASSUNTIVI 2002)

	NUMERO DI CONTRATTI ESEGUITI[1]	MEDIA GIORNALIERA[1]	VARIAZIONE PERCENTUALE[2]
FIB30	4.877	19	5
MIBO30	2.588	10	-5
OPZIONI SU SINGOLI TITOLI	7.587	30	-9
MIDEX FUTURE	0,774	..	4
MINI FIB	2.133	8	52
FUTURE SU SINGOLI TITOLI[3]	60	0,5	—

Fonte: Elaborazioni su dati Borsa Italiana spa e Cassa di compensazione e garanzia spa.
[1] Valori in migliaia. [2] Rispetto all'anno 2001. [3] Negoziazioni avviate il 22 luglio 2002.

In termini di numero di contratti conclusi, gli scambi sui future *sull'indice Mib30 e sull'indice Midex hanno fatto registrare lievi incrementi. Il* future *sul Midex peraltro, nonostante il lieve incremento degli scambi rispetto all'anno precedente, continua a essere oggetto di scarso interesse da parte degli investitori, avendo registrato un numero di contratti esiguo in valore assoluto. Si rileva invece una sensibile crescita negli scambi sul Mini Fib (2,1 milioni di contratti, +52 per cento rispetto all'anno precedente). Risultano in calo gli scambi sulle opzioni sull'indice Mib30 (contratti Mibo30) e sulle singole azioni (rispettivamente –5 e –9 per cento). Dal mese di luglio 2002, la Borsa Italiana ha dato corso alle negoziazioni di un nuovo strumento finanziario derivato, il* future *su singoli titoli azionari, che ha registrato una media giornaliera di circa 500 contratti.*

Nel corso del 2002, il Mercato dei contratti uniformi a termine dei titoli di Stato (Mif) non ha registrato scambi, al pari di quanto era accaduto l'anno precedente. Tale circostanza ha determinato la decisione di Borsa Italiana, stante l'assenza di posizioni aperte, di procedere nel mese di ottobre alla revoca dalla quotazione dei contratti *future* e di opzione su titoli di Stato e su tassi di interesse ivi negoziati. La chiusura definitiva è stata deliberata a partire dal 31 dicembre.

I mercati dei titoli a reddito fisso e gli scambi organizzati

Con riferimento ai mercati regolamentati di titoli a reddito fisso gestiti da Borsa Italiana spa, gli scambi di titoli di Stato e obbligazioni quotate sul Mot hanno fatto rilevare nel corso del 2002 un'inversione di tendenza rispetto agli anni precedenti, essendo passati da 136 a 159 miliardi di euro (+17 per cento circa); continua, inoltre, la crescita sostenuta degli scambi sull'Euromot, che risultano raddoppiati rispetto al 2001 (Tav. aII.2). Per quanto riguarda il mercato telematico all'ingrosso dei titoli di Stato (Mts), gestito da Mts spa, si è registrato un calo dei controvalori negoziati pari al 5 per cento.

Il mercato delle obbligazioni bancarie strutturate ha mostrato anche nel corso del 2002 un andamento crescente. In particolare, al settembre 2002 le consistenze di questi strumenti finanziari erano pari a circa 204,1 miliardi di euro, con un incremento di 3,1 miliardi di euro rispetto al dicembre 2001 (+40 miliardi di euro rispetto al dicembre 1997; Tav. II.4).

TAV. II.4

CONSISTENZE DI OBBLIGAZIONI BANCARIE STRUTTURATE

	1997	1998	1999	2000	2001	2002[1]
CALL/PUTTABLE PURE	142,9	139,7	120,6	112,8	101,6	87,7
STOCHASTIC INTEREST PURE	8,0	15,3	23,6	28,1	30,9	34,3
STOCHASTIC INTEREST MISTE	7,1	12,0	12,5	17,1	21,4	22,9
INDICIZZATE PURE	5,5	15,8	21,7	30,6	43,0	52,0
INDICIZZATE MISTE	0,5	1,7	3,1	3,6	3,7	7,0
REVERSE CONVERTIBLE	—	0,3	3,4	2,5	0,2	0,2
TOTALE	*164,0*	*184,8*	*184,9*	*194,7*	*200,8*	*204,1*
IN PERCENTUALE DELLE OBBLIGAZIONI BANCARIE	84,1	82,1	68,1	64,4	60,0	56,2

Fonte: Elaborazioni su dati Kler's - Financial Data Service, Banca d'Italia e informazioni acquisite tramite richieste agli intermediari. Valori monetari in miliardi di euro. [1]Dato al 30 settembre.

Risulta, tuttavia, in calo il peso delle obbligazioni strutturate sulla raccolta bancaria complessiva effettuata attraverso prestiti obbligazionari, pari al settembre 2002 al 56,2 per cento contro l'84,1 per cento rilevato a fine 1997. A partire dal 1997, si è registrata inoltre una continua evoluzione nella composizione dell'offerta di obbligazioni strutturate, caratterizzata da un aumento del peso della categoria comprendente le indicizzate e le *stochastic interest*, rispetto alla categoria delle *callable* e *puttable*, e da una sostanziale invarianza del peso delle *reverse convertible* (Riquadro 2).

RIQUADRO 2

Il mercato delle obbligazioni bancarie strutturate

Lo sviluppo del mercato delle obbligazioni strutturate si inquadra in uno scenario caratterizzato, a partire dal 1995, dalla progressiva discesa del livello dei tassi di interesse e dalla riduzione della relativa volatilità. Tale fenomeno, da un lato, ha stimolato gli investitori a orientarsi verso attività finanziarie rischiose, sostitutive dei titoli di debito a reddito fisso e, dall'altro, ha indotto le banche a ridurre l'utilizzo delle clausole di rimborso anticipato e ha offerto l'opportunità di immunizzare i rischi derivanti dalla gestione del portafoglio di proprietà attraverso l'emissione di obbligazioni indicizzate e *stochastic interest*.

La categoria delle obbligazioni indicizzate, il cui rendimento è legato all'andamento di strumenti finanziari e indici di varia natura, e delle obbligazioni *stochastic interest*, la cui struttura cedolare è governata da un algoritmo collegato a una struttura di tassi di interesse, ha assunto un peso crescente nel portafoglio degli investitori italiani a partire dal 1995 (la prima emissione risale al 1991) e rappresenta tuttora una novità per il sistema bancario e per gli investitori, stante la continua ridefinizione dei *pay-off* delle componenti derivative incorporate nella struttura del prodotto. Viceversa, le obbligazioni *callable* e *puttable*, la cui componente derivativa consiste in una opzione *call* (*put*) acquistata (venduta) dalla banca che determina la probabilità di un rimborso anticipato del prestito, caratterizzano da tempo la raccolta bancaria; la prima emissione di una obbligazione bancaria *callable*, infatti, risale al 1922.

Alla fine del 1997, la categoria composta dalle obbligazioni indicizzate e dalle *stochastic interest* costituiva circa il 13 per cento del totale, contro l'87 per cento circa delle *callable/puttable*. A settembre 2002, le obbligazioni indicizzate e *stochastic interest* si attestavano quasi al 57 per cento del totale a fronte del 43 per cento relativo alle *callable/puttable*.

In particolare, nel periodo 1997 - settembre 2002 il tasso di crescita medio delle consistenze delle obbligazioni indicizzate si è attestato al 67 per cento circa, contro il 33 per cento registrato con riferimento alle obbligazioni *stochastic interest*. Viceversa, nello stesso periodo la flessione delle consistenze delle obbligazioni *callable* e *puttable* è risultata pari in media al 9 per cento. All'interno di tale categoria, le *callable*

costituiscono mediamente il 97,7 per cento del totale; ne discende che raramente è stata offerta agli investitori l'opportunità di beneficiare della facoltà di estinzione anticipata del prestito in presenza di condizioni di mercato a loro favorevoli.

Una diversa aggregazione dei flussi e delle consistenze del mercato in esame, effettuata distinguendo tra prestiti obbligazionari con una struttura pura e prestiti obbligazionari con una struttura mista (che incorpora cioè diverse strutture pure), mostra una crescita più contenuta delle obbligazioni indicizzate miste. Tale dato può essere dovuto sia a una maggiore incertezza circa l'effettivo profilo di rischio-rendimento che dovrebbe tradursi nel riconoscimento di un maggiore premio per il rischio agli investitori, sia alla difficoltà per gli intermediari di gestire i costi di copertura di prodotti molto complessi.

Solo una parte esigua delle obbligazioni strutturate risulta essere quotata: il numero delle obbligazioni non quotate approssima la quasi totalità delle emissioni, attestandosi al 99 per cento per le *callable/puttable* e al 90 per cento per la categoria costituita dall'insieme delle indicizzate e delle *stochastic interest*. In termini di controvalore, le emissioni non quotate sono pari rispettivamente al 90 per cento e al 62 per cento. Nel caso di titoli destinati alla quotazione, i controvalori medi emessi sono sensibilmente maggiori rispetto alle emissioni non quotate. In particolare, essi si attestano a circa 160 milioni di euro per le *callable/puttable* e a circa 122 milioni di euro per le indicizzate e le *stochastic interest*, mentre in assenza di quotazione essi sono pari, rispettivamente, a circa 18 milioni di euro e 21 milioni di euro. È ragionevole ipotizzare che la maggiore dimensione dei controvalori medi riscontrati in caso di quotazione siano funzionali ad abbattere efficacemente i costi aggiuntivi legati alle procedure di *listing*.

Con riferimento alla concentrazione del mercato delle obbligazioni strutturate, nel periodo considerato ai primi cinque emittenti è ascrivibile una quota mai inferiore al 26 per cento, che ha raggiunto nel corso del 2000 un valore massimo pari al 41 per cento. In particolare, con riferimento alla categoria costituita dalle obbligazioni indicizzate e *stochastic interest*, il numero di emittenti è cresciuto fino ai 126 del settembre 2002 rispetto agli 83 del 1997, mentre la quota di mercato dei primi cinque emittenti è calata dal 47 per cento del 1997 al 37 per cento del settembre 2002. Per le obbligazioni *callable/puttable*, il numero di emittenti è passato dai 125 del 1997 ai 56 del settembre 2002, mentre è più che raddoppiata la quota di mercato detenuta dai primi cinque emittenti, passata nel periodo considerato dal 27 al 57 per cento.

Un'analisi a parte meritano le *reverse convertible*, titoli atipici assimilati in fase di collocamento dagli intermediari alle obbligazioni bancarie strutturate, nonostante l'aleatorietà del rimborso a scadenza connesso alla vendita di un'opzione *put* da parte dell'investitore. Le consistenze di *reverse convertible* sono sempre state marginali e non hanno mai superato la soglia del 2 per cento. Al riguardo si evidenzia che tale prodotto ha raggiunto nel settembre del 2002 il livello minimo assoluto. Su tali strumenti la Consob ha peraltro svolto un'intensa attività di vigilanza e ha realizzato iniziative specifiche di *investor education*, che hanno consentito all'investitore di conoscere le caratteristiche del *pay-off* e di apprezzarne il valore teorico con l'utilizzo dei calcolatori stocastici messi a disposizione sul sito ufficiale.

Per quanto riguarda i mercati non regolamentati, alla fine del 2002 risultavano 301 sistemi di scambi organizzati. Di questi, 298 sono sistemi bilaterali, nei quali il gestore fissa le condizioni ed è sempre controparte nelle transazioni (mercati con *market maker* unico; Tav. II.5), mentre 3 sono sistemi multilaterali aperti esclusivamente a operatori qualificati. La quasi totalità dei sistemi bilaterali (291) sono utilizzati dalle banche per effettuare transazioni attraverso le filiali con la propria clientela sia per agevolare il collocamento dei propri prestiti obbligazionari che per la negoziazione dei propri titoli azionari e di titoli di Stato (italiani ed esteri); il controvalore delle transazioni appartenenti a questa tipologia, pari a circa 58 miliardi di euro, corrisponde al 74,6 per cento del controvalore totale scambiato sui sistemi organizzati (esclusi quelli che effettuano scambi all'ingrosso). Per quanto riguarda i criteri di formazione dei prezzi, vi è di norma un ufficio centrale che fissa giornalmente i prezzi dei titoli trattati utilizzando come riferimento titoli quotati con caratteristiche simili. I restanti 7 sistemi bilaterali ammettono alle transazioni solo operatori qualificati, ossia intermediari e investitori istituzionali, e permettono di effettuare transazioni su obbligazioni (anche strutturate), titoli di Stato e vari strumenti derivati; i controvalori scambiati sono pari all'11,8 per cento del totale (9 miliardi di euro circa) e i prezzi vengono fissati dal *market maker* in via continuativa.

TAV. II.5

CARATTERISTICHE DEI SISTEMI DI SCAMBI ORGANIZZATI[1]
(DATI 2002)

TIPOLOGIA	OPERATORI AMMESSI					
	OPERATORI NON QUALIFICATI		INTERMEDIARI E INVESTITORI ISTITUZIONALI		*TOTALE*	
	N°	CTVL SCAMBI[2]	N°	CTVL SCAMBI[1]	N°	CTVL SCAMBI[1]
BILATERALI	291	58,6	7	9,3	298	67,9
MULTILATERALI	..	..	3	10,6	3	10,6
TOTALE	*291*	*58,6*	*10*	*19,9*	*301*	*78,5*

[1] Esclusi i sistemi che effettuano esclusivamente gli scambi all'ingrosso. [2] In miliardi di euro.

I sistemi multilaterali sono sistemi *order-driven*, nei quali i soggetti ammessi possono inserire proposte di negoziazione e scambiare tra loro senza passare attraverso una controparte unica. In essi si possono scambiare azioni (quotate e non quotate italiane ed estere), obbligazioni di vario tipo e varia nazionalità, titoli di Stato e strumenti derivati di diverse tipologie. I controvalori scambiati in questi sistemi rappresentano il 13,5 per cento del totale. I prezzi si formano in base alle proposte

di negoziazione inserite dagli operatori le quali vengono accoppiate in base a regole esplicite descritte nel regolamento (quantitativi minimi, priorità temporale, etc.).

Le funzioni svolte dai sistemi di scambi organizzati, e di conseguenza il numero di transazioni effettuate nell'anno 2002, sono differenti a seconda del tipo di clientela ammessa al sistema: le transazioni su azioni di propria emissione, obbligazioni di varia emissione e titoli di Stato rappresentano il 92 per cento delle transazioni effettuate mentre il controvalore risulta essere il 22,5 per cento del totale scambiato sui sistemi organizzati. Queste transazioni sono effettuate primariamente sui sistemi bilaterali gestiti dalle banche e aperti alla clientela *retail*. Gli scambi di azioni quotate, data la regola di concentrazione, sono ridotti e risultano pari al 6,3 per cento delle transazioni totali e allo 0,2 per cento rispetto al controvalore totale (Tav. II.6). Risultano parimenti marginali gli scambi su azioni non quotate, che, benché pari all'1 per cento del numero totale dei contratti conclusi, hanno un peso molto modesto in termini di controvalore complessivo (0,06 per cento). Hanno un peso rilevante invece gli scambi sulle obbligazioni per le quali, con riferimento alle sole quotate, il relativo controvalore rappresenta poco più del 27 per cento del totale degli scambi effettuati sul Mot. Le transazioni avvenute sui derivati su tassi d'interesse, infine, costituiscono il 77,2 per cento del controvalore totale scambiato su sistemi organizzati nel corso del 2002 pur con un numero di contratti molto ridotto (1.041).

TAV. II.6

STRUMENTI FINANZIARI SCAMBIATI NEI SISTEMI DI SCAMBI ORGANIZZATI
(DATI 2002)

	CTVL SCAMBI[1]	N. CONTRATTI
AZIONI QUOTATE ITALIANE ED ESTERE	747	162.010
AZIONI NON QUOTATE	220	26.112
OBBLIGAZIONI	40.753	1.661.842
- DI CUI STRUTTURATE	3.080	147.126
TITOLI DI STATO	36.532	678.992
DERIVATI SU TASSI DI INTERESSE A BREVE TERMINE	266.099	1.041
COVERED WARRANT E ALTRI STRUMENTI DERIVATI	212	45.935
ALTRO	47	71

[1] In milioni di euro.

RIQUADRO 3

Analisi delle transazioni sul BTP 4,5% 1/3/2007 su due sistemi di scambi organizzati

L'analisi delle transazioni sul Btp 4,5% 1/3/2007 su due diversi sistemi di scambi organizzati (A e B d'ora in poi) mira a confrontare puntualmente, ossia per ciascun contratto, le condizioni delle transazioni effettuate nei due sistemi con quelle presenti sul Mot allo stesso istante. Il Mot è preso a riferimento in quanto i due organizzatori considerati sono sempre in grado di conoscere le condizioni ivi presenti e di accedervi, non potendo per contro operare nel sistema di scambi dell'altro intermediario.

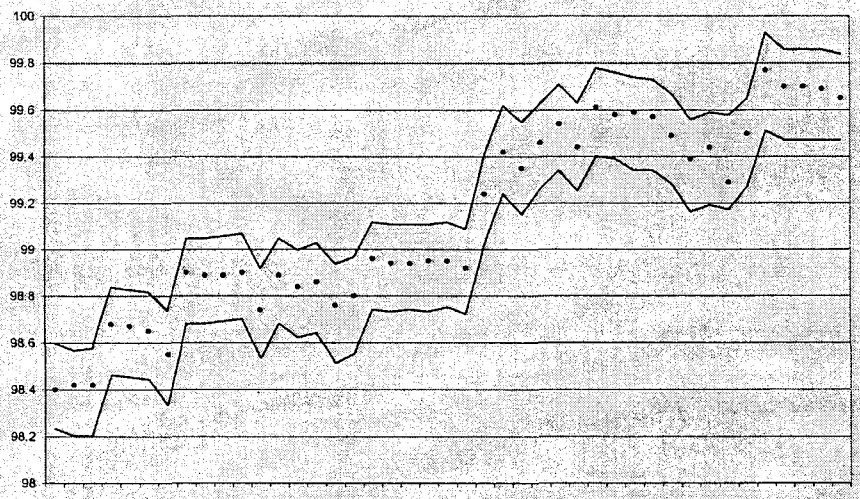
La frequenza infragiornaliera dei dati, con precisione al secondo, ha permesso di individuare il miglior prezzo a cui era possibile vendere (prezzo *bid*) o comprare (prezzo *ask*) sul Mot nell'istante in cui è stata effettuata la transazione sul sistema di scambi organizzati.

Al proposito, è opportuno osservare che per il cliente finale, il cui ordine viene eseguito sul Mot, lo *spread* effettivo è maggiore di quello rilevato sul mercato, in quanto comprensivo delle commissioni unitarie, applicate dall'intermediario, che comportano rispettivamente un aumento e una diminuzione dei prezzi *ask* e *bid*. Un ulteriore elemento rilevante ai fini della comparazione riguarda l'entità della transazione, essendo lecito riscontrare prezzi unitari differenti in corrispondenza di transazioni che si caratterizzano per quantità scambiate molto diverse.

Una volta individuati il miglior *bid* e il miglior *ask* che valevano sul mercato regolamentato all'istante della transazione eseguita sul sistema di scambi organizzati, sono state confrontate le quantità scambiate sui sistemi organizzati con le quantità che sul Mot potevano essere acquistate al prezzo *ask*, nel caso di acquisto, ovvero vendute al prezzo *bid*, nel caso di vendita. In tal modo, si è proceduto a eliminare dall'analisi quelle operazioni che per le quantità scambiate non avrebbero potuto essere eseguite sul Mot senza scendere di livello nel book di negoziazione.

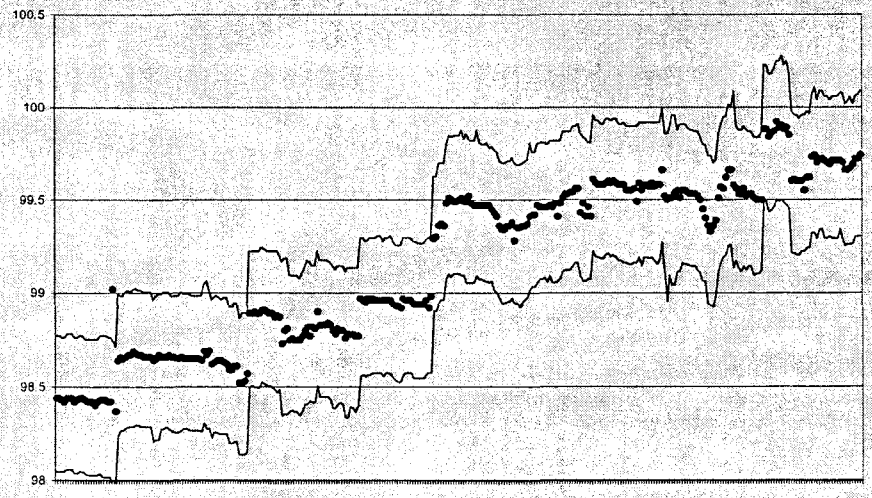
Dai risultati dell'analisi, condotta per il mese di giugno, si evince che tutte le transazioni sul BTP07MZ, compatibili per quantità, eseguite nei sistemi organizzati considerati sono interne allo *spread* effettivo rilevato per il Mot; ciò implica che le transazioni sono state effettuate a condizioni migliori rispetto a quelle che il cliente avrebbe ottenuto se il suo ordine fosse stato eseguito sul mercato regolamentato. Tale risultato dipende, peraltro, dall'entità delle commissioni applicate dall'intermediario alla clientela: se le commissioni fossero uguali a zero, infatti, lo *spread* di riferimento per il cliente finale sarebbe quello registrato sul Mot e molte transazioni risulterebbero esterne allo *spread* stesso. Sembra plausibile ritenere che l'intermediario possa utilizzare le commissioni per rendere arbitrariamente costoso l'accesso al Mot per l'investitore e, contestualmente, più favorevole l'esecuzione sul proprio sistema di scambi organizzati.

***SPREAD BID-ASK* SUL MOT E PREZZI DELLE TRANSAZIONI SUL BTP 4,5% 1/3/2007 SUL SISTEMA DI SCAMBI ORGANIZZATI A NEL CORSO DEL MESE DI GIUGNO 2002**



Nota - La linea continua indica lo *spread bid-ask* rilevato sul MOT (corretto per le commissioni di negoziazione medie applicate dall'intermediario A), mentre i singoli punti indicano i prezzi delle transazioni effettuate sul sistema di scambi organizzati gestito dall'intermediario A.

***SPREAD BID-ASK* SUL MOT E PREZZI DELLE TRANSAZIONI SUL BTP 4,5% 1/3/2007 SUL SISTEMA DI SCAMBI ORGANIZZATI B NEL CORSO DEL MESE DI GIUGNO 2002**



Nota - La linea continua indica lo spread bid-ask rilevato sul MOT (corretto per le commissioni di negoziazione medie applicate dall'intermediario B), mentre i singoli punti indicano i prezzi delle transazioni effettuate sul sistema di scambi organizzati gestito dall'intermediario B.

Per quanto concerne le condizioni di esecuzione delle transazioni sui sistemi organizzati rispetto a quelle presenti sui mercati regolamentati, il confronto tra i prezzi degli scambi su di un Btp *benchmark* (Btp 4,5 per cento 1/3/2007), effettuati su due diversi sistemi, con le proposte di negoziazione presenti sul Mot, mette in luce le modalità concrete di funzionamento degli scambi organizzati rispetto ai mercati regolamentati (Riquadro 3).

Le operazioni di raccolta di capitali e di quotazione: un quadro d'insieme

La forte discesa dei corsi azionari verificatasi nel 2002 ha avuto un impatto fortemente negativo sul numero e sull'ammontare delle operazioni di raccolta di capitali e di ammissione a quotazione. Nel corso dell'anno, si sono infatti riscontrate solo 6 operazioni di offerta finalizzate alla quotazione (tra Mta, Mercato Ristretto e Nuovo Mercato), per un ammontare complessivo di poco più di un miliardo di euro, a fronte di 18 operazioni, per un controvalore di quasi 4 miliardi di euro, verificatesi nel 2000, un dato già peraltro fortemente in calo rispetto al 1999 (Tav. II. 7). Anche gli aumenti di capitale e le emissioni di obbligazioni convertibili, benché rimasti sostanzialmente invariati come numero rispetto all'anno precedente, si sono dimezzati in termini di controvalore (4,1 rispetto a 8,3 miliardi di euro).

Con riferimento alle altre operazioni di ammissione a quotazione, quelle riferite a titoli obbligazionari sono risultate in lieve crescita (24 operazioni nel 2002 a fronte di 21 nel 2001, per un controvalore complessivo di 4,7 miliardi di euro, in crescita del 17 per cento rispetto all'anno precedente), mentre le nuove quotazioni di *covered warrant* sono risultate in diminuzione rispetto al 2001. Si è altresì verificata un'operazione di offerta avente a oggetto la quotazione di quote di un fondo mobiliare chiuso, per un controvalore di 189 milioni di euro.

Altre operazioni di collocamento hanno riguardato 2 operazioni di offerta relative a titoli quotati, per un ammontare complessivo di circa 1,5 miliardi di euro, e 5 operazioni di sollecitazione relative a titoli non quotati, per un controvalore di 1,3 miliardi di euro; tra queste ultime, le 2 operazioni di maggiore entità (1,1 miliardi di euro complessivi) hanno riguardato titoli obbligazionari. Infine, si sono verificate 13 offerte da parte di emittenti esteri in Italia, che hanno determinato il riconoscimento di prospetti esteri, per un controvalore complessivo piuttosto modesto (35 milioni di euro).

La fase di calo dei corsi azionari ha quindi influito, come nel 2001, soprattutto sul segmento delle nuove ammissioni a quotazione di titoli azionari, tradizionalmente il più sensibile a situazioni di difficoltà dei mercati finanziari; tuttavia, a differenza dell'anno precedente, nel 2002 si è riscontrata, sul mercato italiano, anche una riduzione della raccolta tramite aumenti di capitale successivi alla quotazione.

TAV. II.7

I COLLOCAMENTI FINALIZZATI ALLA QUOTAZIONE SU MERCATI REGOLAMENTATI E LE ALTRE OPERAZIONI DI SOLLECITAZIONE

(VALORI MONETARI IN MILIONI DI EURO)

	NUMERO OPERAZIONI			CONTROVALORE		
	2000	2001	2002	2000	2001	2002
OPERAZIONI FINALIZZATE ALLA QUOTAZIONE[1]						
- TITOLI AZIONARI	44	18	6	6.903	3.935	1.062
- TITOLI OBBLIGAZIONARI	....	21	24	....	4.038	4.733
- COVERED WARRANT[2]	3.343	8.194	6.668	—	—	—
- QUOTE DI FONDI CHIUSI	--	--	1	--	--	189
AUMENTI DI CAPITALE E EMISSIONI DI OBBLIGAZIONI CONVERTIBILI[3]	23	33	35	3.477	8.307	4.148
ALTRE OFFERTE RELATIVE A TITOLI QUOTATI[4]	2	1	2	6.613	2.721	1.464
OFFERTE DI TITOLI NON QUOTATI DI EMITTENTI ITALIANI	3	2	5	97	31	1.265
OFFERTE DI EMITTENTI ESTERI						
- RICONOSCIMENTO DI PROSPETTI ESTERI	11	7	13	25	23	35
- OFFERTE PUBBLICHE PANEUROPEE	3	1	--	985[5]	63[5]	--

[1] I dati riguardano le operazioni per le quali è stato concesso nel corso dell'anno il nulla osta per il deposito del prospetto di ammissione. Il dato relativo ai titoli azionari e alle quote di fondi chiusi comprende le sole ammissioni a quotazione avvenute tramite offerta pubblica. [2] Il dato si riferisce al numero di nuovi strumenti ammessi a quotazione nel corso dell'anno. Non è stato inserito un controvalore in quanto sia il prezzo che il numero di titoli inseriti nel prospetto risultano puramente indicativi. [3] Gli aumenti di capitale comprendono le offerte pubbliche di sottoscrizione che non riguardano operazioni di ammissione a quotazione di azioni, le offerte in opzione agli azionisti, le offerte di conversione di azioni di risparmio in azioni ordinarie con conguaglio in denaro e quelle finalizzate a piani di *stock options* riservate ai dipendenti. [4] Riguardano offerte di vendita, pubbliche o private, non finalizzate all'ammissione alla quotazione. Il dato 2000 include, con riferimento all'offerta Finmeccanica, un collocamento privato di obbligazioni convertibili per un importo di circa 878 milioni di euro. [5] Dato relativo all'offerta italiana.

Il calo nella raccolta di capitale di rischio si è verificato in modo simile nei principali mercati azionari europei e mondiali. Con riferimento all'Europa, il dato relativo alle operazioni di initial public offerings (Ipo), in Francia e Germania mostra infatti un sostanziale crollo di tali operazioni: sull'Euronext Paris le offerte sono state 8, per un ammontare complessivo di risorse raccolte pari a 2,6 miliardi di euro (rispetto a 20 operazioni e 13 miliardi di euro nel 2001 e 77 operazioni e circa 12 miliardi di euro nel 2000), mentre sui vari segmenti della Deutsche Borse sono avvenute 5 operazioni per un controvalore di soli 200 milioni di euro (a fronte di 21 operazioni per 3 miliardi di euro di controvalore nel 2001 e 134 operazioni e oltre 25 miliardi di euro nel 2000) (Tav. II. 8). Anche sul mercato azionario del Regno Unito il numero di operazioni e il relativo ammontare raccolto si sono ridotti di circa i due terzi rispetto al 2000.

TAV. II.8

AMMISSIONI A QUOTAZIONE NEI PRINCIPALI MERCATI AZIONARI EUROPEI

	FRANCIA (EURONEXT PARIS[1])		GERMANIA (DEUTSCHE BÖRSE[2])		U.K. (LONDON STOCK EXHANGE[3])			
					NUMERO SOCIETÀ		RISORSE RACCOLTE[4]	
	NUMERO SOCIETÀ	RISORSE RACCOLTE[4]	NUMERO SOCIETÀ	RISORSE RACCOLTE[4]	TOTALE	DI CUI INVESTMENT TRUSTS E PREFERENCE SHARES	TOTALE	DI CUI INVESTMENT TRUSTS E PREFERENCE SHARES
1996	54	1,0	20	10,4	....	....	14,2	....
1997	63	7,3	25	2,5	....	....	10,7	.....
1998	116	6,8	67	3,2	84	....	5,6	....
1999	66	6,9	134	12,9	74	42	8,5	2,5
2000	77	11,6	134	25,5	133	51	18,1	5,3
2001	20	12,8	21	2,9	85	69	11,3	4,7
2002	8	2,6	5	0,2	42	25	7,5	1,6

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

Le offerte finalizzate alla quotazione di titoli azionari

Nel 2002 sono state ammesse a quotazione, tramite offerta pubblica, 5 società sul Mercato Telematico Azionario e 1 sul Mercato Ristretto, mentre non si è verificata nessuna *initial public offering* sul Nuovo Mercato (Tav. II.9). Anche l'ammontare dei capitali raccolti ha subito una brusca contrazione: il controvalore complessivo delle offerte di sottoscrizione e vendita sul Mta e sul Mercato Ristretto è il più basso dal 1997. Tali dati mostrano una prosecuzione della tendenza, iniziata a partire dal 2000, alla riduzione del numero di operazioni di quotazione e dei relativi capitali raccolti, quale conseguenza della caduta dei listini azionari, in particolare quelli riferiti a settori tecnologici e a elevata crescita.

TAV. II.9

OFFERTE FINALIZZATE ALL'AMMISSIONE A QUOTAZIONE DI TITOLI AZIONARI
(VALORI MONETARI IN MILIONI DI EURO)

	NUMERO SOCIETÀ	CAPITALIZZAZIONE[1]	OFFERTA		OFFERTA TOTALE[2]
			DI SOTTOSCRIZIONE	DI VENDITA	
BORSA (MTA) E MERCATO RISTRETTO					
1995	10	22.638	267	3.391	33,2
1996	12	5.550	721	945	26,6
1997	10	2.126	227	606	35,4
1998	15	3.831	609	1.230	41,7
1999	21	65.069	1.187	21.567	33,6
2000	13	14.296	1.130	1.379	16,3
2001	13	7.820	2.078	1.722	36,1
2002	6	2.504	638	424	33,8
NUOVO MERCATO					
1999	6	719	227	39	27,9
2000	31	14.012	3.840	554	24,6
2001	5	372	121	14	27,3
2002	--	--	--	--	--

Si veda la sezione Note metodologiche. [1] Capitalizzazione delle società ammesse a quotazione, calcolata sulla base del prezzo di offerta e del numero di azioni *ante* offerta. [2] In rapporto alla capitalizzazione *post* quotazione, misurata al prezzo di offerta. Valori in percentuale, ponderati per l'ammontare delle offerte. I dati relativi alla Borsa non comprendono l'Eni nel 1995, l'Enel nel 1999 e la Snam Rete Gas nel 2001.

L'ammontare di mezzi freschi complessivamente raccolti tramite l'emissione di nuovi titoli nell'ambito di offerte iniziali risulta pari a 638 milioni di euro (circa il 60 per cento dell'ammontare complessivo delle offerte), mentre il peso dell'offerta complessiva rispetto alla capitalizzazione post offerta è pari a circa il 34 per cento, in lieve diminuzione rispetto all'anno precedente.

Gli assetti proprietari delle società quotatesi in Borsa e sul Mercato Ristretto nel 2002 non si differenziano significativamente rispetto alle società neoquotate negli anni precedenti: gli azionisti di controllo detengono prima della quotazione una quota di poco superiore, in media, all'83 per cento (88 per cento nel 2001), che si riduce al 58 per cento dopo la quotazione (59 per cento l'anno precedente) (Tav. all.3). Se si considerano tutti gli azionisti superiori al 2 per cento, la quota media detenuta prima e dopo la quotazione è pari al 99 per cento e al 67 per cento, valori di poco superiori rispetto al 2001.

Gli esiti delle offerte finalizzate alla quotazione hanno fortemente risentito, come era logico attendersi, della fase di crisi dei mercati azionari: il livello medio di *oversubscription* (rapporto tra domanda e offerta) è stato di poco superiore all'unità con riferimento sia all'offerta pubblica sia a quella istituzionale, in ulteriore calo rispetto ai valori dell'anno precedente (almeno con riferimento all'offerta istituzionale), a fronte di valori medi vicini o superiori a 10 negli anni tra il 1997 e il 1999 (Tav. aII.4).

Con riferimento alla tipologia di soggetti assegnatari delle azioni, la quota largamente preponderante (50,4 per cento quale media ponderata per l'ammontare delle offerte, in notevole crescita rispetto al 2001) è risultata quella relativa a investitori istituzionali italiani, mentre la quota assegnata al pubblico è stata pari al 28 per cento (sostanzialmente stabile rispetto al 2001) e quella attribuita a investitori istituzionali esteri di poco superiore al 20 per cento (in diminuzione rispetto all'anno precedente).

TAV. II.10

***BOOKBUILDING* NELL'OFFERTA ISTITUZIONALE ITALIANA PER LE SOCIETÀ AMMESSE A QUOTAZIONE NEL 2002[1]**
(VALORI IN PERCENTUALE)

SOCIETÀ	SCONTO ALLA QUOTAZIONE[2]	QUOTA RICHIESTA DAL PRIMO INVESTITORE[3,4]	QUOTA ASSEGNATA AL PRIMO INVESTITORE[3,4]	QUOTA MEDIA ASSEGNATA AGLI INVESTITORI[3]	QUOTA IN ECCESSO ASSEGNATA AL PUBBLICO[5]
***PRIMO GRUPPO*[6]**					
ASM BRESCIA	5,2	3,0	2,8	0,4	1,2
ASTALDI	4,6	3,3	2,5	0,6	1,0
SOCOTHERM	5,0	3,6	3,6	0,6	- 0,1
MEDIA	*4,9*	*3,3*	*3,0*	*0,5*	*0,7*
SECONDO GRUPPO					
CIT	6,5	2,0	2,0	0,7	0,1
FIERA MILANO	7,4	5,3	2,1	0,5	15,0
PIRELLI&C. REAL ESTATE	- 6,9	4,1	4,1	0,3	- 1,4
MEDIA	*2,3*	*3,8*	*2,7*	*0,5*	*4,6*

Si veda la sezione Note metodologiche. [1] Borsa (MTA) e Mercato Ristretto. [2] Differenza percentuale tra prezzo di mercato del primo giorno di quotazione e prezzo di offerta, corretta per la variazione dell'indice del mercato. [3] Dati in rapporto al capitale sociale ordinario *post* offerta. [4] Il primo investitore è l'investitore istituzionale italiano che ha domandato il maggior numero di azioni; nel caso in cui la domanda massima di azioni sia effettuata da più di un investitore, il primo investitore è quello che ha ricevuto in assegnazione il maggior numero di azioni. [5] Rispetto a quella minima indicata nel prospetto. [6] Sono elencate nel primo gruppo le offerte in cui il primo investitore è un soggetto controllato da uno degli intermediari italiani che ha svolto il ruolo di *global coordinator* o di *lead manager* dell'offerta stessa.

I dati sul bookbuilding dell'offerta istituzionale italiana non confermano l'evidenza, riscontrata per il 2000 e il 2001, che la performance nel primo giorno di contrattazione risulta peggiore nei casi in cui il primo richiedente istituzionale appartiene al gruppo dei collocatori. Per entrambi i sottogruppi di società neoquotate si rileva infatti un aumento del prezzo di mercato nel primo giorno di contrattazione rispetto al prezzo di offerta, al netto della variazione dell'indice, ma tale valore risulta superiore per il sottogruppo in cui il primo investitore appartiene al gruppo dei collocatori (Tav. II.10). I dati relativi alle quote domandate e assegnate mostrano inoltre alcune differenze, seppur minime, tra i 2 sottogruppi: le imprese per le quali il primo richiedente era un soggetto collegato con i collocatori si sono viste assegnare una quota media proporzionalmente maggiore. Peraltro, il ristretto numero di società neoquotate nell'anno rende opportuno considerare tali dati con qualche caveat, in quanto fortemente influenzati dall'esito delle singole operazioni.

Il confronto tra i prezzi di offerta e i prezzi del primo giorno di quotazione mostra, escludendo le società privatizzate, uno sconto alla quotazione, pari in media al 2,3 per cento, in crescita rispetto ai 2 anni precedenti ma significativamente inferiore rispetto ai valori riscontratisi negli anni tra il 1995 e il 1999 (Tav. II.11).

TAV. II.11

SCONTO ALLA QUOTAZIONE

ANNO	N° OFFERTE[1]	SCONTO MEDIO[2]	SCONTO MEDIANO[2]
BORSA (MTA) E MERCATO RISTRETTO			
1995	9	9,7	9,3
1996	11	8,9	8,7
1997	9	5,3	8,8
1998	14	5,2	2,0
1999	17	13,2	- 0,8
2000	9	0,9	4,9
2001	11	- 1,3	- 1,1
2002	4	2,3	4,8
NUOVO MERCATO			
1999	6	26,9	14,1
2000	31	15,6	8,8
2001	5	4,5	5,1
2002	--	--	--

Fonte: Elaborazioni Consob su dati Datastream. Si veda la sezione Note metodologiche. [1] Non sono state incluse le offerte relative a società privatizzate e quelle relative a società controllate da fondazioni o enti pubblici. [2] Differenza percentuale tra prezzo di mercato del primo giorno di quotazione e prezzo di offerta, corretta per la variazione dell'indice di Borsa (Mib storico, indice del Mercato Ristretto e, a partire dall'anno 2000, indice del Nuovo Mercato).

Con riferimento al ruolo degli intermediari nelle offerte iniziali, le attestazioni rilasciate dagli *sponsor* a Borsa Italiana spa e le informazioni contenute nei prospetti in materia di potenziali conflitti di interessi degli intermediari collocatori offrono un quadro sui rapporti creditizi e partecipativi esistenti tra tali soggetti (e i relativi gruppi di appartenenza) e le società di nuova quotazione.

Per 3 delle 6 società ammesse a quotazione nel 2002 esistevano rapporti creditizi fra lo sponsor o i soggetti collocatori (ovvero altri soggetti dello stesso gruppo) e la società stessa; in media, i finanziamenti concessi da tali soggetti costituivano circa il 46 per cento del totale dei debiti finanziari delle società considerate (Tav. II.12). Quest'ultimo indicatore, pur calcolato su un numero ristretto di società, risulta sensibilmente superiore rispetto ai valori medi dei 2 anni precedenti. Inoltre, in solo un caso lo sponsor, gli intermediari collocatori o altri soggetti collegati figuravano nella compagine sociale prima della quotazione, con una quota di partecipazione pari al 28 per cento.

TAV. II.12

RAPPORTI CREDITIZI E PARTECIPATIVI FRA SOCIETÀ AMMESSE A QUOTAZIONE E INTERMEDIARI COLLOCATORI[1]

	2000	2001	2002
SOCIETÀ CON RAPPORTI CREDITIZI CON SPONSOR O SOGGETTI COLLOCATORI			
- NUMERO SOCIETÀ	23	10	3
- QUOTA SUL TOTALE DELLE AMMISSIONI A QUOTAZIONE[2]	52,3	55,6	50,0
- QUOTA MEDIA DEI FINANZIAMENTI CONCESSI DA SPONSOR O SOGGETTI COLLOCATORI[3]	27,2	27,8	46,1
SOCIETÀ CON RAPPORTI PARTECIPATIVI CON SPONSOR O SOGGETTI COLLOCATORI			
- NUMERO SOCIETÀ	11	2	1
- QUOTA SUL TOTALE DELLE AMMISSIONI A QUOTAZIONE[2]	25,0	11,1	16,7
- QUOTA MEDIA DELLA PARTECIPAZIONE DI SPONSOR O SOGGETTI COLLOCATORI[4]	18,1	19,8	28,3

Fonte: Consob e elaborazioni su dati di Borsa Italiana spa. Si veda la sezione Note metodologiche. [1] Si fa riferimento ai rapporti crediti e partecipativi esistenti tra le società ammesse a quotazione (in Borsa - MTA, sul Mercato Ristretto e sul Nuovo Mercato) e lo *sponsor*, lo *specialist*, il *global coordinator*, il *lead manager* dell'offerta pubblica o altri intermediari appartenenti al gruppo di questi ultimi, alla data dell'offerta. [2] Valori in percentuale. [3] In rapporto ai debiti finanziari totali; valori in percentuale. [4] In rapporto al capitale sociale *ante* offerta; valori in percentuale.

Nel corso del 2002 è aumentato, verosimilmente anche in conseguenza del basso numero di ammissioni a quotazione, il grado di concentrazione nel comparto dell'attività di *investment banking*

relativo alle ammissioni a quotazione. La quota di mercato dei primi 5 intermediari che svolgono il ruolo di *global coordinator* dell'offerta globale e di *lead manager* dell'offerta italiana è infatti passata rispettivamente da 63 a 83 per cento e da 84 a 100 per cento (Tav. aII.5); risultano in aumento anche le quote di mercato relative al primo e ai primi 3 soggetti. La presenza di intermediari esteri in qualità di *global coordinator* o *joint global coordinator* delle operazioni di offerta iniziale ha riguardato il 50 per cento delle operazioni, un dato sostanzialmente stabile rispetto al 2001. Inoltre, in 3 operazioni su 6 le offerte sono state coordinate da intermediari medio-piccoli, da soli o insieme con altri soggetti.

TAV. II.13

INVESTITORI ISTITUZIONALI NELL'AZIONARIATO DELLE SOCIETÀ NEOQUOTATE[1]

ANNO	SOCIETÀ		N° INVESTITORI ISTITUZIONALI[4]	QUOTA ANTE OFFERTA[5]	QUOTA POST OFFERTA[6]
	NUMERO[2]	QUOTA SUL TOTALE[3]			
BORSA (MTA) E MERCATO RISTRETTO					
1995	6	60,0	2,3	27,7	8,5
1996	6	50,0	3,7	47,3	23,2
1997	2	20,0	1,5	40,9	7,1
1998	4	26,7	4,3	48,3	18,9
1999	6	28,6	1,7	20,1	5,4
2000	4	30,8	2,0	26,9	15,6
2001	5	38,5	1,6	32,6	15,0
2002	2	33,3	2,5	27,1	15,2
NUOVO MERCATO					
1999	3	50,0	2,7	42,3	19,9
2000	14	45,2	2,9	25,6	16,4
2001	1	20,0	1,0	5,0	3,6
2002	--	--	--	--	--

Si veda la sezione Note metodologiche. [1] Per investitori istituzionali si intende fondi comuni d'investimento di tipo chiuso, società di *venture capital*, banche commerciali e d'investimento. Sono escluse le fondazioni e le casse di risparmio. I dati si riferiscono alle sole società nel cui azionariato era presente tale categoria di investitori. [2] Numero di società, quotatesi nell'anno, in cui erano presenti investitori istituzionali alla data dell'offerta. [3] In percentuale del totale delle neoquotate nel corso dell'anno sul mercato considerato. [4] Numero medio di investitori istituzionali presenti nella compagine azionaria alla data dell'offerta. [5] Quota media del capitale sociale detenuta dagli investitori istituzionali al momento dell'offerta; valori in percentuale. [6] Quota media del capitale sociale detenuta dagli investitori istituzionali subito dopo l'offerta; valori in percentuale.

La presenza di investitori istituzionali, specializzati nell'assunzione di partecipazioni nel capitale di rischio, nell'azionariato delle neoquotate ha infine riguardato 2 delle 6 società ammesse a quotazione, con un numero medio di investitori pari a 2,5 e una quota media prima dell'offerta pari al 27 per cento, scesa al 15 per cento dopo la quotazione (Tav. II.13).

Il collocamento di titoli delle società quotate e le operazioni di finanza straordinaria

Nel corso del 2002 le offerte di azioni e di obbligazioni convertibili, comprendenti sia le offerte iniziali di ammissione a quotazione, sia gli aumenti di capitale e le offerte di vendita di società già quotate, hanno raggiunto un controvalore complessivo di circa 6,8 miliardi di euro (Tav. II.14). Si tratta del dato più basso dal 1992, a conferma del fatto che la fase negativa dei mercati finanziari ha colpito non solo il segmento delle ammissioni a quotazione, ma anche le altre tipologie di offerte; inoltre, sul dato ha influito anche il flusso piuttosto ridotto di operazioni di privatizzazione.

TAV. II.14

COLLOCAMENTO DI AZIONI E OBBLIGAZIONI CONVERTIBILI DI SOCIETÀ QUOTATE[1]
(MILIONI DI EURO)

	EMISSIONI DI NUOVI TITOLI	OFFERTE DI TITOLI GIÀ IN CIRCOLAZIONE	*TOTALE*
1995	4.370	3.391	*7.761*
1996	2.306	5.612	*7.918*
1997	5.400	18.427	*23.827*
1998	8.879	11.273	*20.152*
1999	23.171	25.795	*48.966*
2000	9.379	7.614	*16.993*
2001	10.565	4.457	*15.022*
2002[2]	4.786	2.047	*6.833*

Fonte: Archivio Consob sui prospetti informativi e avvisi della Borsa Italiana spa. Si veda la sezione Note metodologiche. [1] Dati relativi alle società quotate in Borsa (Mta); sono incluse le operazioni relative alle società quotate sul Mercato Ristretto e sul Nuovo Mercato, queste ultime a partire dal 1999. [2] Il dato comprende l'offerta pubblica di quote di un fondo immobiliare chiuso finalizzata all'ammissione a quotazione.

L'offerta complessiva è costituita, per il 70 per cento (quasi 4,8 miliardi di euro) da emissione di nuovi titoli e per la restante parte da offerte di vendita. Tra i soggetti destinatari delle offerte, la categoria

più importante è rappresentata dagli azionisti preesistenti, nell'ambito di offerte in opzione relative ad aumenti di capitale: tramite tale modalità sono state assegnate azioni e obbligazioni convertibili per circa 3,3 miliardi di euro (il 48 per cento dell'ammontare complessivo delle offerte) (Tav. aII.6). Tale dato evidenzia il fatto che le nuove emissioni riguardano essenzialmente aumenti di capitale successivi, mentre la quota riferita a offerte iniziali è piuttosto modesta. La seconda categoria più importante, quali destinatari delle offerte, è costituita dagli investitori istituzionali (2,4 miliardi di controvalore, pari al 34 per cento del totale), mentre al pubblico è stata complessivamente assegnata una quota pari al 10 per cento dell'ammontare complessivo (circa 0,7 miliardi di euro).

Tra le offerte di vendita destinate a investitori istituzionali vi sono state anche 2 operazioni di cessione, da parte di entità pubbliche, di partecipazioni in società quotate: Fiera di Milano e Telecom Italia. Quest'ultima operazione ha riguardato la cessione della quota residua detenuta dal Ministero dell'Economia, pari al 3,5 per cento del capitale, per un controvalore complessivo di circa 1,4 miliardi di euro (Tav. aII.7). Inoltre, nel corso del primo semestre 2002 è avvenuta l'operazione di cessione della quota residua detenuta dal Ministero dell'Economia in Generali, in conseguenza della fusione per incorporazione di Ina in quest'ultima; il controvalore di questa operazione, avvenuta mediante vendita diretta sul mercato per il tramite di un intermediario finanziario, è stato pari a circa 76 milioni di euro (Tav. aII.8).

Inoltre, 3 offerte pubbliche hanno riguardato titoli obbligazionari emessi da società le cui azioni erano già quotate sul Mta; tra queste, l'offerta in opzione di circa 1,9 miliardi di obbligazioni convertibili del prestito Alitalia era anche finalizzata alla quotazione. Il controvalore complessivo delle 3 operazioni è risultato pari a 1,8 miliardi di euro.

Con riferimento agli aumenti di capitale in opzione ai soci realizzati nel corso del 2002, va segnalato innanzitutto quello posto in essere dalla S.S. Lazio nel mese di luglio, i cui risultati hanno consentito, insieme ad altre operazioni, di ripianare l'eccesso di indebitamento, allineando la percentuale ricavi/indebitamento ai parametri richiesti dalla normativa di settore per l'iscrizione al Campionato di calcio.

Altra operazione rilevante è stata la ricapitalizzazione di Alitalia, conclusa nel mese di agosto.

Tale aumento di capitale, che prevedeva il collocamento di strumenti finanziari non quotati (prestito obbligazionario convertibile) in aggiunta all'emissione di azioni, è stato deliberato dal Consiglio di Amministrazione della società del 19 giugno 2001, a supporto del piano biennale 2002-2003 elaborato per fronteggiare la crisi conseguente agli eventi dell'11 settembre 2001, a fronte di una situazione congiunturale già negativa del settore e di problematiche di sviluppo interno già presenti. Le risorse finanziarie raccolte, pari a circa 1,4 miliardi di euro, sono state destinate alla riduzione dell'indebitamento e al finanziamento del programma di investimenti contenuto nel citato piano. La struttura dell'offerta prevedeva la facoltà di sottoscrizione congiunta di 1 nuova azione e di 1 nuova obbligazione convertibile al valore nominale (0,37 euro) per ogni azione posseduta.

Inoltre, la società Finpart ha deliberato, nel mese di settembre, un aumento di capitale per complessivi 100 milioni di euro, richiedendo ai propri azionisti la sottoscrizione delle nuove azioni a un prezzo superiore a quello di mercato. Il buon fine dell'operazione è stato assicurato dall'intervento del consorzio di garanzia, che ha sottoscritto l'inoptato ricollocando successivamente le azioni a 2 investitori istituzionali.

Alcune operazioni di aumento di capitale e di fusione avvenute nel 2002, che hanno riguardato 5 società quotate sul Mta, hanno altresì comportato l'ammissione a quotazione di *warrant* gratuiti.

Anche il settore delle operazioni di finanza straordinaria che hanno riguardato fusioni e acquisizioni ha fortemente risentito dell'andamento negativo dei mercati azionari: nel corso del 2002 si è infatti accentuata la riduzione, peraltro già iniziata nel corso dell'anno precedente, del numero di operazioni e dei relativi controvalori: a livello mondiale, sono avvenute 1.617 operazioni, in diminuzione del 18 per cento rispetto al 2001, mentre i controvalori coinvolti hanno subito una riduzione ancora più sensibile, passando da 2.049 a 1.207 miliardi di dollari (meno 41 per cento). A livello di singole aree geografiche, gli Stati Uniti hanno mostrato il maggiore calo: il numero di operazioni si è ridotto del 22 per cento e gli ammontari coinvolti addirittura del 54 per cento, mentre l'Europa ha mostrato una maggiore tenuta, con una diminuzione rispettivamente del 4 e del 13 per cento. In questo quadro, anche il mercato italiano ha subito una forte contrazione: considerando il periodo dal primo trimestre 2001 al primo trimestre 2002, i controvalori coinvolti si sono ridotti del 33 per cento, passando da 93 a circa 63 miliardi di dollari, una diminuzione comunque più contenuta di quella registratasi in Europa nello stesso periodo (meno 48 per cento).

Tra le operazioni di finanza straordinaria di particolare rilievo che hanno comportato fusioni e scissioni, meritano di essere evidenziate quelle che hanno riguardato Bonaparte spa e Risanamento Napoli, Unicredito e le varie banche del gruppo, il gruppo Banca di Roma e il gruppo Bipop-Carire e infine la Banca Popolare di Verona-Banco San Geminiano e San Prospero, la Banca Popolare di Novara e Cmi.

Nel giugno 2002 Risanamento Napoli spa ha messo a disposizione del pubblico e degli azionisti il documento informativo sulla fusione per incorporazione di Bonaparte spa. L'operazione è stata motivata dalle notevoli complementarietà sul piano delle attività svolte (entrambe le società operano nel settore immobiliare) e dai vantaggi conseguenti alla più ampia patrimonializzazione della società risultante dalla fusione (aumento del flottante e auspicato maggior interesse del mercato).

Particolarmente significativa, per il numero di banche coinvolte, è la fusione per incorporazione in UniCredito Italiano spa, con efficacia dal 1° luglio 2002, di Banca Cassa di Risparmio di Torino spa, Cassa di Risparmio di Verona Vicenza Belluno e Ancona Banca spa, Cassamarca Cassa di Risparmio della Marca Trivigiana spa, Cassa di Risparmio di Trento e Rovereto, Cassa di Risparmio di Trieste Banca spa, Rolo Banca 1473 spa, Credit Carimonte spa. Tale operazione si innesta in un più ampio progetto di riorganizzazione delle banche del Gruppo UniCredito in tre nuove banche nazionali specializzate per segmento di mercato (Corporate, Private e Retail).

Molto complessa è anche l'operazione di riorganizzazione del Gruppo Bancaroma e di integrazione dello stesso con il Gruppo Bipop-Carire. Il 28 febbraio 2002 Banca di Roma ("BdR") ha conferito a favore della società Tupini Finanziaria, interamente controllata, delle partecipazioni in alcune società operative al fine di concentrare, in un unico soggetto, le attività di asset management, bancaassicurazione e le reti innovative. Con un secondo conferimento sono state cedute, a favore di una società interamente controllata da BdR, Nuova Banca di Roma ("Nuova BdR"), le attività bancarie tradizionali di BdR al netto delle sofferenze. BdR assume in questo modo le funzioni di holding del Gruppo Bancaroma. Successivamente, il Banco di Sicilia ("BdS") è stato incorporato nella BdR ma la sua organizzazione bancaria è stata scorporata in una società di nuova costituzione, il Nuovo Banco di Sicilia, interamente controllata da BdR. L'integrazione fra i due gruppi si è realizzata attraverso il conferimento da parte di Bipop della rete di sportelli e delle attività tradizionali a favore di una società interamente controllata dalla stessa, Il Discorso spa; la scissione parziale a favore di BdR della partecipazione totalitaria detenuta ne Il Discorso, con conseguente aumento del capitale sociale di BdR e assegnazione in concambio agli azionisti di Bipop di azioni BdR di nuova emissione; la fusione per incorporazione in Bipop di Tupini finanziaria, con conseguente aumento di capitale della prima e assegnazione in concambio a BdR (azionista unico di Tupini) delle azioni Bipop di nuova emissione. Una volta perfezionati i summenzionati passaggi, la holding della Banca di Roma ha assunto la denominazione di Capitalia e la Bipop post-scissione quella di Fineco spa.

Meritano, infine, di essere segnalate la fusione per unione tra la Banca Popolare di Verona-Banco San Geminiano e San Prospero e la Banca Popolare di Novara e la scissione parziale proporzionale di Cmi spa. I due soggetti venuti a esistenza a seguito di tali operazioni, rispettivamente Banco Popolare di Verona e Novara Scarl e Actelios spa, si sono quotati, nel corso del 2002, sul Mercato Telematico Azionario.

Le operazioni di raccolta di società non quotate e di emittenti esteri

Nel corso del 2002 si sono riscontrate 3 offerte pubbliche realizzate da società non aventi titoli quotati su mercato regolamentati. L'ammontare complessivo delle relative operazioni, che hanno tutte riguardato l'emissione di nuovi titoli, risulta pari a circa 138 milioni di euro, in forte crescita rispetto all'anno precedente (Tav. II.15).

Le 3 operazioni sono state promosse da banche e hanno riguardato, in 2 casi, l'emissione di azioni ordinarie e in 1 caso l'emissione di obbligazioni convertibili.

La prima delle tre operazioni è costituita da un'offerta pubblica di sottoscrizione promossa dalla Cassa di Risparmio di Ravenna, e ha avuto a oggetto 6 milioni di azioni ordinarie al prezzo di 16,70 euro per azione. Il controvalore complessivo è risultato pari a circa 100 milioni di euro.

La seconda operazione, promossa da Farbanca, ha avuto a oggetto 4.745 obbligazioni convertibili in azioni ordinarie della medesima banca, al prezzo di 2.400 euro. Il controvalore dell'operazione è stato di poco superiore a 11 milioni di euro.

Infine, la terza offerta pubblica di sottoscrizione è stata promossa dalla Cassa di Risparmio di Cento: l'operazione ha avuto a oggetto circa 1,3 milioni di azioni ordinarie al prezzo di 20 euro ciascuna, per un controvalore complessivo di circa 26 milioni di euro.

TAV. II.15

OFFERTE PUBBLICHE SU TITOLI NON QUOTATI[1]

TIPO DI OFFERTA	NUMERO OPERAZIONI					CONTROVALORE (MILIONI DI EURO)				
	1998	1999	2000	2001	2002	1998	1999	2000	2001	2002
OPV	2	--	--	1	--	90	--	--	4	--
OPS	4	4	3	1	3	19	62	97	28	138
TOTALE	*6*	*4*	*3*	*2*	*3*	*109*	*62*	*97*	*32*	*138*

[1] Offerte riferite a società che non hanno titoli quotati su mercati regolamentati.

Con riferimento alle offerte di emittenti esteri, esse hanno riguardato, nel 2002, il solo riconoscimento di prospetti esteri da parte della Commissione. Le relative operazioni sono state 13, per un controvalore di circa 35 milioni di euro, in crescita rispetto all'anno precedente. Le offerte sono state rivolte a dipendenti di società italiane controllate dalla società offerente.

III. L'INTERMEDIAZIONE MOBILIARE

L'andamento del settore

Nel corso del primo semestre del 2002, il patrimonio complessivo gestito da fondi comuni e quello riferibile alle gestioni individuali si è ridotto di circa il 4 per cento rispetto ai valori di fine 2001, essenzialmente a causa della perdurante congiuntura negativa dei mercati finanziari. Tuttavia, il peso del patrimonio gestito in rapporto alle attività finanziarie delle famiglie è rimasto sostanzialmente stabile intorno al 30 per cento (Tav. III.1).

TAV. III.1

PATRIMONIO DELLE GESTIONI INDIVIDUALI E COLLETTIVE

	COMPOSIZIONE PERCENTUALE					PATRIMONIO GESTITO		PER MEMORIA
	FONDI ITALIANI	FONDI ESTERI[1]	ALTRI OICR DI DIRITTO ESTERO	GESTIONI INDIVIDUALI[2]	TOTALE	AMMONTARE[3]	IN PERCENTUALE ATTIVITÀ FINANZIARIE DELLE FAMIGLIE	RISERVE TECNICHE DELLE COMPAGNIE DI ASSICURAZIONE[4]
1996	42,7	2,9	....	54,4	100,0	239,1	13,3	—
1997	52,6	3,5	....	43,9	100,0	361,9	18,6	2,5
1998	63,9	3,9	....	32,2	100,0	582,6	26,5	17,5
1999	65,1	8,5	....	26,4	100,0	730,0	30,5	34,0
2000	59,6	12,4	3,6	24,4	100,0	764,2	29,4	50,7
2001	54,0	13,7	3,7	28,6	100,0	765,0	29,7	68,7
2002[5]	51,8	14,0	3,2	31,0	100,0	736,1	29,5	76,0

Fonte: Elaborazioni su dati Assogestioni e Banca d'Italia. Si veda la sezione Note metodologiche. [1] Fondi controllati da gruppi italiani. [2] Al netto degli investimenti in quote di fondi comuni. [3] In miliardi di euro. [4] Disponibilità destinate a copertura delle riserve tecniche relative a contratti assicurativi *unit* ed *index linked* (ex art. 30 D. Lgs. 174/95). Valori in miliardi di euro. [5] Dati relativi alla fine del 1° semestre.

La quota del patrimonio riferibile ai fondi comuni di diritto italiano si è ridotta dal 54 al 52 per cento circa a metà 2002, mentre è sensibilmente aumentata quella riferibile alle gestioni individuali (al netto degli investimenti in Oicr), passata dal 28,6 al 31 per cento. È lievemente aumentata anche la quota riferibile a fondi esteri controllati da gruppi italiani. Il peso, invece, di fondi collocati in Italia da società di diritto estero non controllate da intermediari residenti è rimasta stabile attorno al 3 per cento.

A fronte dell'andamento sostanzialmente negativo del settore del risparmio gestito, in particolare per ciò che riguarda il comparto dei fondi comuni, si registra invece un perdurante andamento positivo del settore legato all'offerta di contratti a prevalente contenuto finanziario da parte dalle compagnie di assicurazione (polizze unit *e* index linked*). Le riserve tecniche a fronte di questa tipologia di contratti mostrano un* trend *fortemente crescente incominciato nel 1997, e a metà del 2002 erano pari a oltre il 10 per cento del patrimonio complessivamente riferibile ai fondi comuni e alle gestioni individuali e a oltre il 20 per cento del patrimonio riferibile ai soli fondi comuni di diritto italiano. L'aggregato rappresentato dal patrimonio dei fondi comuni e delle gestioni individuali e dalle riserve tecniche a fronte di contratti assicurativi a prevalente contenuto finanziario rappresentava, a metà del 2002, circa il 33 per cento delle attività finanziarie delle famiglie.*

L'andamento negativo dei mercati finanziari ha determinato una notevole contrazione dei ricavi derivanti dalla prestazione di servizi di investimento per banche e Sim. Mettendo a raffronto il primo semestre del 2002 con lo stesso periodo del 2001, si registra una contrazione dei ricavi pari a circa il 15 per cento (Tav. III.2). Per le banche, le commissioni attive derivanti dalla prestazione di servizi di investimento hanno subito una flessione più marcata rispetto alle Sim e, nel primo semestre 2002, il peso di tali ricavi sul margine di intermediazione si è ridotto al 10 per cento, contro l'11,6 per cento del primo semestre 2001. Sono rimaste invece sostanzialmente stabili le commissioni delle Sgr per i servizi di gestione patrimoniale su base individuale.

TAV. III.2

COMMISSIONI DA OPERAZIONI DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE DI BANCHE, SIM E SGR
(VALORI IN MILIARDI DI EURO)

COMMISSIONI ATTIVE	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2001[1]	2002[1]
SIM	1,2	1,6	2,4	2,5	3,0	1,7	0,9	0,8
SGR[2]	—	—	....	....	0,5	0,5	0,3	0,3
BANCHE	1,7	3,1	5,9	7,7	10,0	7,6	3,9	3,3
IN PERCENTUALE DEL MARGINE DI INTERMEDIAZIONE	*3,7*	*6,7*	*10,6*	*13,3*	*15,0*	*10,9*	*11,6*	*10,0*
TOTALE	*2,9*	*4,7*	*8,3*	*10,2*	*13,5*	*9,8*	*5,0*	*4,3*

Fonte. Elaborazioni su dati Banca d'Italia. [1] Dati del primo semestre. I dati relativi al primo semestre del 2002 sono provvisori. [2] Dati riferiti alle sole commissioni derivanti da gestioni individuali.

La gestione collettiva del risparmio

Nel 2002 si è riscontrata una riduzione del patrimonio gestito da fondi comuni di investimento nei principali mercati mondiali, a fronte di un incremento, seppur di lieve entità, verificatosi nel 2001 (Tav. aIII.1). Il patrimonio gestito da fondi comuni in Europa e negli Stati Uniti è infatti diminuito, rispettivamente, del 7 e del 17 per cento, essenzialmente a causa della forte discesa dei corsi azionari verificatasi nel corso dell'anno; la raccolta netta è infatti risultata positiva in entrambe le aree geografiche (circa 71 miliardi di euro e 77 miliardi di euro, rispettivamente, in Europa e negli Stati Uniti).

TAV. III.3

COMPOSIZIONE DEL PATRIMONIO GESTITO DA FONDI COMUNI DI INVESTIMENTO PER TIPOLOGIA DI FONDO: EUROPA E STATI UNITI
(VALORI IN PERCENTUALE, RIFERITI A FINE PERIODO)

	1999	2000	2001	2002
EUROPA				
AZIONARI	42,9	45,3	39,9	32,3
BILANCIATI	15,3	16,7	15,4	14,1
OBBLIGAZIONARI	28,0	23,8	27,3	31,7
MONETARI	11,9	11,9	15,4	19,9
ALTRO	1,9	2,3	2,0	2,0
TOTALE	*100,0*	*100,0*	*100,0*	*100,0*
STATI UNITI				
AZIONARI	59,0	56,9	48,9	41,8
BILANCIATI	5,6	5,0	5,0	5,1
OBBLIGAZIONARI	11,8	11,6	13,3	17,6
MONETARI	23,6	26,5	32,8	35,5
TOTALE	*100,0*	*100,0*	*100,0*	*100,0*

Fonte: Fefsi e Ici.

In Europa, il paese con la maggior quota di mercato per quanto concerne le gestioni collettive è la Francia, che rappresenta il 24 per cento del mercato con riferimento al patrimonio gestito e ha superato nel corso del 2002 il Lussemburgo (23 per cento del mercato europeo a fine 2002). Il paese con la terza quota di mercato, benché a notevole distanza (11 per cento circa), è l'Italia, seguita da Regno Unito, Irlanda e Germania. Considerando la composizione del patrimonio gestito per tipologia di fondo in Europa e negli Stati Uniti (Tav. III.3), emergono alcune sostanziali differenze: negli Usa la quota di patrimonio gestita da fondi azionari è infatti considerevolmente più elevata, benché tale differenza si sia andata riducendo a

partire da fine 1999, verosimilmente a causa della caduta dei prezzi azionari avvenuta a partire dalla prima metà del 2000.

Con riferimento al mercato italiano, e in particolare agli operatori di diritto nazionale, nel corso del 2002 si è verificata una riduzione del numero di società di gestione del risparmio, passate da 61 a 57, a fronte di un lieve incremento del numero di fondi operativi (Tav. aIII.2). Inoltre, è proseguito il processo di contrazione della raccolta, iniziato nel 2000: l'ammontare dei riscatti ha superato quello delle nuove sottoscrizioni di quasi 13 miliardi di euro (circa 21 miliardi nel 2001) e l'unica categoria di fondi per la quale si è registrata una raccolta netta positiva sono i fondi di liquidità (come nel 2001), in quanto forma di investimento "rifugio" in fasi di andamento negativo dei mercati finanziari. Come conseguenza di questi fenomeni, il patrimonio gestito da fondi comuni di diritto italiano è sceso nel 2002 da 404 a circa 361 miliardi di euro.

È inoltre proseguita la crescita del numero di soggetti di diritto estero operanti in Italia (Tav. aIII.3): il numero di società che offrono al pubblico quote di organismi di investimento collettivo nel nostro Paese, nell'ambito dell'applicazione di direttive comunitarie, è infatti passato da 149 a 186; tra queste il maggior numero ha sede legale in Lussemburgo. Questa crescita del numero di soggetti non è stata tuttavia accompagnata, come in precedenza evidenziato, da un significativo incremento del patrimonio gestito. È altresì cresciuto (da 2.132 a 2.730) il numero di fondi/comparti commercializzati in Italia da tali operatori.

TAV. III.4

COMPOSIZIONE DI PORTAFOGLIO DEI FONDI COMUNI DI DIRITTO ITALIANO
(DATI DI FINE PERIODO)

	PATRIMONIO MLD DI EURO	COMPOSIZIONE PERCENTUALE						
		TITOLI DI STATO	OBBLIGAZIONI ITALIA	AZIONI ITALIA	OBBLIGAZIONI ESTERE[1]	AZIONI ESTERE	TOTALE ESTERO	ALTRE ATTIVITÀ
1990	24,5	49,3	7,9	22,8	3,3	8,2	11,5	8,5
1995	65,5	50,2	3,2	14,9	8,9	14,1	23,0	8,7
1996	101,7	62,2	2,4	10,4	7,4	8,0	15,4	9,6
1997	189,5	52,0	2,1	10,6	13,6	10,7	24,3	11,0
1998	372,3	51,9	1,4	10,6	17,2	11,7	28,9	7,2
1999	475,2	34,2	2,7	10,1	21,5	25,8	47,3	5,7
2000	449,9	28,1	2,3	10,7	22,6	29,1	51,7	7,2
2001	403,7	30,3	3,5	7,1	25,8	24,7	50,5	8,6
2002	360,7	36,0	3,8	5,3	24,9	17,4	42,3	12,6

Fonte: Assogestioni. Si veda la sezione Note metodologiche. [1] Il dato comprende anche i titoli di Stato.

La composizione del portafoglio detenuto da fondi comuni di investimento di diritto italiano evidenzia la presenza di rilevanti mutamenti a partire dall'inizio degli anni novanta: è notevolmente cresciuta la quota costituita da titoli esteri (azioni, obbligazioni e titoli di Stato), passata dall'11,5 per cento del 1990 al 42, 3 per cento a fine 2002, dopo avere superato anche il 50 per cento nel 2000 e 2001 (Tav. III.4). Si è corrispondentemente ridotta la quota rappresentata da titoli di Stato nazionali e, ancor più significativamente, quella riferita ad azioni e obbligazioni italiane, passata da 30,7 per cento a fine 1990 a 9,1 per cento a fine 2002, a indicare una crescente presenza di titoli esteri nel portafoglio dei fondi comuni italiani.

Gli assetti proprietari delle società di gestione del risparmio vedono confermata la presenza preponderante di gruppi bancari, cui fa riferimento circa il 92 per cento del totale del patrimonio gestito da fondi comuni di diritto italiano; è lievemente cresciuta, nel corso del 2002 (da 4,3 per cento a 5,5 per cento) la quota riferita a gruppi assicurativi, mentre è sempre marginale (pari complessivamente a poco più del 2 per cento) la quota di patrimonio gestito riferita a intermediari finanziari non bancari e persone fisiche (Tav. III.5).

TAV. III.5

ASSETTI PROPRIETARI DELLE SOCIETÀ DI GESTIONE DI FONDI COMUNI[1]
(PERCENTUALI SUL TOTALE DEL PATRIMONIO GESTITO)

SOGGETTO CONTROLLANTE	1997	1998	1999	2000	2001	2002
GRUPPI BANCARI	83,9	93,9	94,0	91,6	93,9	92,0
GRUPPI ASSICURATIVI	7,9	5,1	4,9	3,9	4,3	5,5
JOINT VENTURE	6,0	0,1	0,2	--	--	--
INTERMEDIARI FINANZIARI NON BANCARI	1,2	0,2	0,2	4,3	1,1	1,7
PERSONE FISICHE	1,0	0,7	0,7	0,2	0,7	0,8
TOTALE	*100,0*	*100,0*	*100,0*	*100,0*	*100,0*	*100,0*

Fonte: Archivio Consob sui prospetti informativi e Il Sole 24 Ore. Si veda la sezione Note metodologiche. [1] Situazione al 31 dicembre riferita alle società di gestione di fondi comuni mobiliari aperti di diritto italiano.

Nel 2002 è inoltre proseguita la diffusione, sul mercato italiano, di strumenti finanziari che, seppure formalmente molto diversi dai prodotti tipici del risparmio gestito, presentano di fatto caratteristiche e finalità analoghe a quelle di questi ultimi, con i quali spesso si pongono in aperta concorrenza. Si tratta essenzialmente di alcune tipologie innovative di *covered warrant* e dei contratti assicurativi di tipo *linked* (Riquadro 4).

RIQUADRO 4

I certificates e i prodotti assicurativi a prevalente contenuto finanziario

I *certificates* presentano delle evidenti analogie con i fondi a gestione passiva (fondi-indice e soprattutto Etf). Pur essendo formalmente dei *covered warrant* di tipo *call*, con *strike* zero e delta pari a uno, essi replicano, infatti, in maniera lineare l'andamento del sottostante (che può essere rappresentato da un indice di mercato - *benchmark* - o costruito dall'emittente - *certificates*), poiché il loro prezzo non è influenzato dall'andamento di altri fattori, come la vita residua o la volatilità. Inoltre, essi non presentano (almeno nelle tipologie più semplici) alcun utilizzo della leva finanziaria.

Ciò li rende molto più simili a prodotti indicizzati del risparmio gestito che ai *covered warrant* tradizionali (con i quali hanno in comune il mercato di negoziazione - l'MCW - benché i *certificates*, così come gli strutturati/esotici, siano trattati in un segmento dedicato, autonomo rispetto ai *plain vanilla*) e ai derivati in genere, rispetto ai quali si caratterizzano per una minore rischiosità.

Tali strumenti hanno, quindi, un andamento e un funzionamento del tutto simili agli Etf, con l'unica differenza che questi ultimi prevedono la distribuzione dei dividendi, mentre i *certificates* li incorporano già nel prezzo.

I *certificates* non hanno tuttavia riscosso un grosso successo presso i risparmiatori: nel corso del 2002, infatti, sul mercato dei *covered warrant* gli scambi hanno raggiunto i 18.283 milioni di euro, mentre i *certificates* (compresi i *benchmark*, prima negoziati in un diverso segmento di mercato, ora confluito nel segmento *certificates*) hanno scambiato complessivamente solo 594 milioni di euro. Gli Etf, invece, a soli tre mesi dall'inizio delle negoziazioni al Mercato Telematico dei Fondi (i primi tre Etf sono stati ammessi alle negoziazioni il 30 settembre 2002) hanno scambiato ben 205 milioni di euro, oltre un terzo di quanto realizzato dai certificates in un anno.

ETF E CERTIFICATES

	ETF[1]			CERTIFICATES		
ANNO	N. FONDI QUOTATI A FINE ANNO	N. CONTRATTI CONCLUSI	CONTROVAL. ORE DEGLI SCAMBI	N. CERTIFICATES QUOTATI A FINE ANNO	N. CONTRATTI CONCLUSI	CONTROVALORE DEGLI SCAMBI
2002	10	5.124	205,7	185	109.023	594,8

Fonte: Borsa Italiana spa. Valori monetari in milioni di euro. [1] Inizio delle negoziazioni: 30 settembre 2002.

Anche i prodotti assicurativi hanno subito delle significative innovazioni, ponendosi in competizione con le tradizionali forme di investimento a medio e lungo termine, come i fondi comuni di investimento.

I prodotti di tipo *linked*, infatti, rappresentano una riconversione delle cosiddette polizze rivalutabili, nate in un periodo di elevata inflazione monetaria, in prodotti che, accanto alla tradizionale componente assicurativa (o anche in assenza di questa, come accade per i contratti di capitalizzazione), legano l'evoluzione del capitale assicurato all'andamento delle borse (*index linked*) o dei fondi comuni di investimento (*unit linked*).

In pratica, nel caso delle *index*, all'assicurato viene retrocessa una rivalutazione del capitale in misura pari a una frazione dell'apprezzamento del parametro di riferimento (secondo le modalità e le condizioni definite nella polizza); nelle *unit*, invece, il valore delle prestazioni assicurate è rappresentato dal valore stesso delle quote del fondo (gestito all'interno o all'esterno dell'impresa di assicurazione) detenute dal contraente.

Tali peculiarità, rispetto alle polizze tradizionali, conferiscono un carattere prettamente finanziario alle polizze in questione, il cui successo, soprattutto a partire dalla metà degli anni novanta, è stato favorito dalla possibilità di abbinare ad alcune delle caratteristiche dei tradizionali prodotti assicurativi i vantaggi offerti dal *trend* positivo dei mercati finanziari.

Infatti, la raccolta lorda derivante dal collocamento di polizze *unit* e *linked*, che nei sei mesi del 2002 ha superato i 13 miliardi di euro, mostra un *trend* crescente, mentre risulta in calo la raccolta lorda relativa ai fondi comuni di diritto italiano (pari nello stesso periodo a circa 97 miliardi di euro).

FONDI COMUNI E POLIZZE UNIT E INDEX LINKED

ANNO	FONDI COMUNI		POLIZZE LINKED	
	PATRIMONIO GESTITO A FINE ANNO	RACCOLTA LORDA	RISERVE TECNICHE A FINE ANNO	PREMI RACCOLTI
1999	475.301	362.927	34.016	15.545
2000	449.931	335.768	50.690	22.408
2001	403.689	218.576	68.745	24.281
2002[1]	376.395	97.172	76.030[2]	13.703

Fonti: Assogestioni, Isvap. Valori in milioni di euro. [1] Dati al 30 giugno 2002. [2] Dato stimato.

I servizi di investimento

Nel primo semestre del 2002 i ricavi derivanti dalla prestazione di servizi di investimento da parte di banche e Sim hanno fatto registrare una sensibile contrazione rispetto allo stesso periodo del 2001. Le commissioni attive delle Sim si sono ridotte del 13 per cento circa, mentre quelle delle banche del 18 per cento (Tav. III.6). La quota dei ricavi derivanti dalla prestazione di servizi di investimento riferibile all'attività svolta dalle banche rimane stabile attorno al 75 per cento circa.

TAV. III.6

COMMISSIONI DA INTERMEDIAZIONE MOBILIARE
(VALORI IN MILIONI DI EURO)

COMMISSIONI ATTIVE	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2001[1]	2002[1]
SIM								
NEGOZIAZIONE TITOLI	283	407	654	581	925	551	332	318
COLLOCAMENTO	107	86	149	229	409	258	98	92
GESTIONE DI PATRIMONI	189	253	451	328	301	275	126	136
RACCOLTA ORDINI	29	40	67	395	253	196	104	73
OFFERTA FUORI SEDE	582	804	1.113	980	1.133	460	201	133
TOTALE	*1.190*	*1.590*	*2.434*	*2.513*	*3.020*	*1.739*	*861*	*752*
BANCHE								
NEGOZIAZIONE TITOLI	201	363	915	807	1.068	736	241	200
COLLOCAMENTO	646	1.389	2.682	4.157	5.344	4.123	2.200	1.802
GESTIONE DI PATRIMONI	358	559	851	1.236	1.189	1.093	557	493
RACCOLTA ORDINI	314	510	967	948	1.563	809	376	351
OFFERTA FUORI SEDE	178	273	463	529	755	809	528	442
TOTALE	*1.697*	*3.094*	*5.878*	*7.677*	*9.919*	*7.569*	*3.902*	*3.288*
SGR								
GESTIONI DI PATRIMONI[2]	—	—	....	....	536	508	260	258
BANCHE, SIM E SGR								
NEGOZIAZIONE TITOLI	484	770	1.569	1.388	1.993	1.287	573	518
COLLOCAMENTO	753	1.475	2.831	4.386	5.753	4.380	2.298	1.894
GESTIONE DI PATRIMONI	547	812	1.302	1.564	2.026	1.876	943	887
RACCOLTA ORDINI	343	550	1.034	1.343	1.816	1.005	480	424
OFFERTA FUORI SEDE	760	1.077	1.576	1.509	1.888	1.269	730	575
TOTALE	*2.887*	*4.684*	*8.312*	*10.190*	*13.475*	*9.816*	*5.024*	*4.298*

Fonte: Elaborazioni su dati Banca d'Italia. [1] Dati del primo semestre. I dati relativi al primo semestre del 2002 sono provvisori. [2] Dati relativi alle sole gestioni individuali.

Per le Sim, i servizi di investimento che hanno maggiormente contribuito alla riduzione delle commissioni attive totali sono l'offerta fuori sede e la raccolta ordini, mentre le commissioni da negozione in conto terzi si sono ridotte di circa il 4 per cento e i ricavi da gestione di patrimoni sono cresciuti dell'8 per cento circa.

Per le banche, invece, la flessione delle commissioni ha interessato maggiormente l'attività di collocamento, negoziazione in conto terzi e offerte fuori sede, mentre più contenuta è stata la flessione dei ricavi riferibili alle attività di gestione di patrimoni e raccolta ordini. Nel caso delle Sgr, infine, i ricavi derivanti dalla gestione di portafogli su base individuale sono rimasti sostanzialmente invariati.

RIQUADRO 5

Negoziazioni su titoli azionari e l'operatività in conto proprio degli intermediari

Considerando le negoziazioni su titoli azionari quotatati sul Mercato Telematico Azionario gestito da Borsa Italiana Spa nel corso del 2002, è possibile rilevare come la quota delle negoziazioni in conto proprio sia pari a oltre il 21 per cento e sia aumentata di oltre 6 punti percentuali rispetto all'anno precedente. Nel secondo semestre del 2002, la crescita degli scambi in conto proprio ha più che compensato la diminuzione delle compravendite effettuate in conto terzi, e ciò spiega il modesto incremento dei volumi rispetto allo stesso periodo del 2001.

L'incremento della quota degli scambi in conto proprio ha coinvolto soprattutto i titoli a maggiore liquidità, per i quali il peso degli scambi in conto proprio è passato da poco meno del 20 per cento nel 2001 al 27 per cento nel 2002. Il peso dell'operatività in conto proprio si riduce progressivamente al ridursi della liquidità dei titoli, fino ad arrivare al 3 per cento circa, e per i titoli sottili non si osserva alcuna variazione di rilevo rispetto al 2001. Ciò ha contribuito a una crescente concentrazione degli scambi in capo a un numero relativamente ristretto di titoli; a fine 2002 il 61,8 per cento degli scambi faceva capo a 7 azioni, mentre i titoli inclusi nella classe residuale con volumi inferiori a 10 milioni di euro nel semestre sono passati da 107 nel prima metà del 2001 a 161 nel secondo semestre 2002.

Le caratteristiche principali del *trading* di proprietà possono essere così riassunte: 1) i saldi netti tra acquisti e vendite relativamente bassi, come pure le variazioni nella composizione dei portafogli; 2) *holding period* piuttosto breve, con crescente peso di operazioni di puro *trading* giornaliero, che comportano l'apertura e la chiusura, nella medesima seduta, delle posizioni; 3) elevato livello di concentrazione sia sotto il profilo dei titoli oggetto di *trading* (un numero limitato tra quelli a maggiore liquidità) che dal punto di vista del numero di intermediari che svolgono attività consistente e continuativa in conto proprio.

Alcune analisi preliminari relative all'operatività in conto terzi, svolte anche con il supporto dei dati relativi alla fase del *post trading*, hanno permesso di riscontrare, anche per le operazioni in conto terzi, una costante riduzione dell'*holding period* e una contestuale crescita di operazioni dovute a strategie speculative a breve o brevissimo termine, quali *day trading* o *scalping* da parte dei committenti finali degli ordini. Tale fenomeno sembra essere stato favorito anche dalla diffusione di sistemi di interconnessione e *trading on line*, che ha creato un mercato di nicchia su cui si sono specializzati molti intermediari di dimensioni medio-piccole.

OPERATIVITÀ IN CONTO PROPRIO E SCAMBI SU TITOLI AZIONARI QUOTATI SULL'MTA

Scambi per titolo	I semestre				II semestre			
	Numero titoli	Ctvl totale[1]	Peso delle operazioni in conto proprio[2]		Numero titoli	Ctvl totale[1]	Peso delle operazioni in conto proprio[2]	
			Acquisti	Vendite			Acquisti	Vendite
				2001				
Oltre 10 mld euro	11	222,8	19,3	18,2	8	179,2	19,7	20,2
Da 1 a 10 mld euro	26	94,3	10,0	9,6	25	96,5	9,0	9,0
Da 250 mln a 1 mld euro	38	18,8	4,7	3,9	38	18,4	4,4	4,2
Da 100 a 250 mln euro	38	5,8	3,6	3,0	26	3,9	2,4	2,5
Da 50 a 100 mln euro	47	3,5	3,2	2,7	43	2,9	4,7	3,8
Da 10 a 50 mln euro	98	2,5	2,9	1,9	93	2,3	3,7	2,9
Meno di 10 mln euro	107	0,4	4,8	2,5	131	0,4	2,8	4,3
Totale	*365*	*348,1*	*15,4*	*14,6*	*364*	*303,6*	*14,9*	*15,1*
				2002				
Oltre 10 mld euro	9	198,0	27,8	27,2	7	193,9	26,4	27,3
Da 1 a 10 mld euro	25	90,4	12,9	12,4	27	100,1	14,0	13,8
Da 250 mln a 1 mld euro	29	14,7	7,0	6,6	18	8,4	8,7	7,5
Da 100 a 250 mln euro	38	6,8	4,9	3,5	30	4,8	3,9	4,4
Da 50 a 100 mln euro	35	2,4	5,4	3,4	34	2,4	7,0	5,0
Da 10 a 50 mln euro	101	2,5	3,3	2,8	78	2,0	4,0	3,6
Meno di 10 mln euro	119	0,5	2,8	2,9	161	0,6	3,5	3,0
Totale	*356*	*315,3*	*21,7*	*21,1*	*355*	*312,2*	*21,3*	*21,7*

[1] Valori in miliardi di euro. [2] In percentuale sul controvalore totale degli scambi.

Complessivamente, la riduzione delle commissioni di negoziazione di banche e Sim dipende sia dalla riduzione delle commissioni unitarie sia dalla contrazione del volume di scambi sui mercati degli strumenti finanziari. Nel caso delle azioni quotate, tuttavia, sebbene la riduzione del controvalore complessivo degli scambi fra il primo semestre del 2001 e lo stesso periodo del 2002 sia stata contenuta (circa il 9 per cento), è aumentata la quota di scambi legata all'operatività in conto proprio degli intermediari (Riquadro 5). Questo fenomeno contribuisce quindi a spiegare la riduzione delle commissioni derivanti da negoziazione in conto terzi per la parte relativa all'operatività su strumenti azionari.

La flessione delle commissioni attive riferibili all'attività di gestione patrimoniale delle banche dipende sia dalla congiuntura negativa dei mercati sia dal fatto che questa attività tende sempre più a essere svolta nell'ambito dalle Sgr (spesso appartenenti allo stesso gruppo). Il patrimonio delle gestioni individuali riferibile alle Sgr rappresentava, infatti, il 48 per cento circa del patrimonio totale delle gestioni individuali a giugno del 2002, contro il 46 per cento circa a giugno del 2001 (Tav. III.7). Il patrimonio complessivo delle gestioni individuali risulta invece sostanzialmente invariato ed è pari a circa 410 miliardi di euro.

TAV. III.7

GESTIONI INDIVIDUALI:
RIPARTIZIONE DEL PATRIMONIO PER SOGGETTO GESTORE
(SITUAZIONE AL 31 DICEMBRE - VALORI IN PERCENTUALE)

	1998	1999	2000	2001	2002[1]
BANCHE	68,3	60,1	54,4	44,9	41,8
SIM	31,7	13,2	10,0	9,6	10,2
SGR	....	26,8	35,6	45,5	48,0
TOTALE	*100,0*	*100,0*	*100,0*	*100,0*	*100,0*
PATRIMONIO GESTITO COMPLESSIVO[2]	280,5	370,3	392,1	411,0	408,6

Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia. Si veda la sezione Note metodologiche. [1] Dati relativi alla fine del primo semestre. [2] Valori in miliardi di euro.

La congiuntura negativa dei mercati finanziari ha determinato una sensibile alterazione dell'*asset allocation* delle gestioni individuali. A livello aggregato, la quota dei titoli di Stato e obbligazioni è passata dal 42,8 per cento a fine 2001 al 46,1 per cento a giugno del 2002, mentre nello stesso arco di tempo la quota delle azioni è scesa dal 7 al 6 per cento (Tav. III.8). La quota

investita in Oicr si è pure ridotta, ma questi strumenti continuano a rappresentare, a partire dal 1999, la quota più elevata del patrimonio delle gestioni individuali (44 per cento circa).

TAV. III.8

GESTIONI PATRIMONIALI INDIVIDUALI DI BANCHE, SGR E SIM
(COMPOSIZIONE PERCENTUALE DEL PATRIMONIO)

	1997	1998	1999	2000	2001	2002[1]
TITOLI DI STATO	55,1	42,5	30,2	25,0	30,2	32,4
OBBLIGAZIONI ITALIANE	5,9	3,6	3,9	5,4	8,2	8,6
OBBLIGAZIONI ESTERE	7,2	6,8	5,9	4,8	4,4	5,1
AZIONI ITALIANE	5,5	4,9	5,7	5,6	5,1	4,2
AZIONI ESTERE	1,6	1,6	2,7	2,5	1,9	1,8
QUOTE DI OICR	17,9	35,3	46,8	52,4	46,6	44,1
LIQUIDITÀ E ALTRI VALORI MOBILIARI	6,8	5,3	4,8	4,3	3,7	3,9
TOTALE	*100,0*	*100,0*	*100,0*	*100,0*	*100,0*	*100,0*

Fonte: Elaborazioni su dati Banca d'Italia. Si veda la sezione Note metodologiche. [1] Dati relativi alla fine del primo semestre.

I dati per tipologia di soggetto mostrano tuttavia notevoli differenze di comportamento nelle scelte di investimento. In particolare, le gestioni individuali delle Sgr hanno una quota investita in titoli di Stato e obbligazioni pari a quasi il doppio di quella delle gestioni di banche e Sim, mentre quella investita in Oicr è pari invece a circa la metà di quella delle gestioni di banche e Sim (Tav. aIII.4).

Le banche e le Sim che risultavano autorizzate alla prestazione di servizi di investimento alla fine del 2002 erano 883, contro i 915 soggetti autorizzati a fine 2001 (Tav. III.9). Le Sim si sono ridotte da 162 a 158, per effetto di 15 cancellazioni dal relativo Albo e 11 nuovi soggetti iscritti. Le cause di cancellazione dall'Albo più frequenti sono la cancellazione volontaria e la trasformazione in banca (Tav. aIII.5).

TAV. III.9

INTERMEDIARI PER SERVIZI DI INVESTIMENTO AUTORIZZATI

	SIM					BANCHE				
	1998	1999	2000	2001	2002	1998	1999	2000	2001	2002
NUMERO SOGGETTI AUTORIZZATI	191	183	171	162	158	806	813	781	753	725
NEGOZIAZIONE PER CONTO PROPRIO	69	60	55	51	45	569	607	587	576	558
NEGOZIAZIONE PER CONTO TERZI	72	65	60	62	60	547	544	532	519	492
COLLOCAMENTO CON PREVENTIVA SOTTOSCRIZIONE[1]	38	37	36	34	32	240	276	276	276	266
COLLOCAMENTO SENZA PREVENTIVA SOTTOSCRIZIONE[1]	106	111	109	109	112	585	737	726	712	691
GESTIONE SU BASE INDIVIDUALE	102	99	91	85	80	220	256	253	250	240
RICEZIONE E TRASMISSIONE DI ORDINI E MEDIAZIONE	80	75	79	93	89	805	798	766	738	710
NUMERO MEDIO DI SERVIZI PER SOGGETTO	2,4	2,3	2,5	2,7	2,6	3,7	4,0	4,0	4,1	4,1

Fonte: Consob e Banca d'Italia. [1] Include collocamento con acquisto a fermo, ovvero assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente.

PAGINA BIANCA

Sezione C

L'ATTIVITÀ DELLA CONSOB

PAGINA BIANCA

IV. LA VIGILANZA SULL'INFORMATIVA SOCIETARIA E SULLE OPERAZIONI DI APPELLO AL PUBBLICO RISPARMIO

L'informativa continua sugli eventi "price sensitive" e sugli assetti proprietari

Il Tuf stabilisce (artt. 114 e 115) che gli emittenti debbano informare il pubblico e la Consob dei fatti, che accadono nella loro sfera di attività, idonei a influenzare il prezzo degli strumenti finanziari (i cosiddetti eventi *price sensitive*).

Nel corso del 2002, oltre alle quotidiane richieste informali di divulgazione di notizie e dati al pubblico, la Commissione è intervenuta formalmente, sia ai sensi dell'art. 115 del Tuf che ai sensi dell'art. 114 del Tuf, richiedendo la comunicazione al pubblico di dati e notizie.

In particolare, le richieste di informazioni agli emittenti ai sensi dell'art. 115, comma 1, sono state 36, indirizzate a 38 destinatari; in un caso la richiesta è scaturita a seguito dell'andamento anomalo del titolo successivo a una *conference call* non comunicata preventivamente alla Commissione (Tavv. IV.1 e aIV.1).

Per quanto riguarda la richiesta di pubblicazioni di dati e notizie, ai sensi dell'art. 114, comma 3, la Commissione è intervenuta in 25 casi; in 4 di tali casi, l'intervento è stato reso necessario a causa del verificarsi dell'andamento anomalo del titolo, dovuto alla divulgazione di indiscrezioni e/o di notizie stampa *price sensitive*, non anticipate da un comunicato messo a disposizione del pubblico ai sensi dell'art. 66 del Regolamento 11971/1999.

Nel corso del 2002, in 5 casi è stato richiesto e concesso l'esonero dalla pubblicazione delle informazioni ai sensi dell'art. 114, comma 4 del Tuf.

In particolare, in un caso la richiesta da parte dell'emittente riguardava l'esonero dalla pubblicazione del contenuto economico di un accordo commerciale concluso con un soggetto estero, in quanto la divulgazione di tale informazione avrebbe costituito inottemperanza agli accordi raggiunti con la controparte. La Commissione ha ritenuto che la mancata divulgazione dell'informazione non avrebbe inficiato e ostacolato la valutazione dell'operazione da parte del mercato, che avrebbe potuto stimarla sulla base delle informazioni relative ad altri precedenti accordi stipulati dalla stessa società e non soggetti a tali clausole; viceversa, avendo verificato che la divulgazione avrebbe effettivamente provocato un grave danno alla Società, impedendo la conclusione positiva dell'accordo, ha concesso la pubblicazione parziale dell'informazione.

Nel corso del 2002, la Commissione ha provveduto all'aggiornamento semestrale dell'elenco degli emittenti strumenti finanziari diffusi tra il pubblico in misura rilevante (società italiane con patrimonio netto non inferiore a cinque milioni di Euro e con un numero di azionisti o obbligazionisti superiore a duecento).

TAV. IV.1

VIGILANZA SULL'INFORMAZIONE SOCIETARIA, GLI ASSETTI PROPRIETARI E GLI STUDI NEL 2002

		N° CASI
RICHIESTE DI INFORMAZIONI EX ART. 115, COMMI 1 E 2, DEL TUF		
- ASSUNZIONI DI NOTIZIE DA AMMINISTRATORI, SINDACI, REVISORI, DIRETTORI GENERALI, SOCIETÀ CONTROLLANTI E CONTROLLATE		36
- RICHIESTE DI DATI E INFORMAZIONI		100
- RICHIESTE DI CONFERMA DI PARTECIPAZIONI RILEVANTI		23
- RICHIESTE DI NOTIZIE PER L'INDIVIDUAZIONE DEI RESPONSABILI DI ADEMPIMENTI INFORMATIVI PER I QUALI VIENE CONTESTATA UNA VIOLAZIONE		52[1]
	TOTALE	*211*
RICHIESTE DI INFORMAZIONI A SOCI PARTECIPANTI EX ART. 115, COMMA 3, DEL TUF		31
ISPEZIONI		2
RICHIESTE DI PUBBLICAZIONI DI DATI E NOTIZIE EX ART. 114, COMMA 3, DEL TUF		
- INTEGRAZIONI DI NOTIZIE DA FORNIRE IN ASSEMBLEA		69
- INTEGRAZIONI A DOCUMENTI CONTABILI PERIODICI[2]		1
- INFORMAZIONI DA FORNIRE AL MERCATO (COMUNICATI STAMPA)		25
- INFORMAZIONI PERIODICHE MENSILI		9
- INTEGRAZIONI DI DOCUMENTI DI FUSIONE		2
- INTEGRAZIONI DI DOCUMENTI OPA		3
	TOTALE	*109*
ESONERI DELLA PUBBLICAZIONE DI DATI E NOTIZIE EX ART. 114, COMMA 4, DEL TUF		5
RICHIESTE DI PUBBLICAZIONE IMMEDIATA DI STUDI IN PRESENZA DI RUMORS		3
SEGNALAZIONI AL TRIBUNALE EX ART. 2409 C.C.		1
LETTERE DI RICHIAMO		3
IMPUGNATIVE DI BILANCIO		--

[1] Di cui 7 sono integrazioni a richieste già effettuate. [2] Relazione semestrale.

Tali società devono fornire al pubblico e alla Consob informazioni su fatti rilevanti o idonei a influenzare sensibilmente il prezzo dei titoli e devono mettere a disposizione la documentazione contabile (art. 116, del Tuf, artt. 108-112, Regolamento Consob 11971/99, comunicazione Consob 99018236 del 16 marzo 1999), salvo esonero su istanza motivata di parte, rilasciato dalla Consob ove le informazioni non siano rilevanti per la tutela degli investitori.

L'ultimo aggiornamento dell'elenco operato nel corso del 2002 è stato effettuato con riferimento alle comunicazioni pervenute entro il 31 luglio 2002. Dopo detto aggiornamento risultavano inseriti nell'elenco

165 emittenti di cui 44 dispensati dagli obblighi di informazione ai sensi dell'art. 112, comma 1, della delibera 11971/1999.

Oltre agli eventi *price sensitive* anche l'informativa sugli assetti proprietari è sottoposta, stante la sua idoneità a influire sulle decisioni di investimento, a un regime di "informativa continua".

L'informativa sugli assetti proprietari si basa sulla comunicazioni delle partecipazioni superiori al 2 per cento del capitale rappresentato da azioni con diritto di voto delle società quotate e dei patti parasociali aventi a oggetti azioni delle società quotate o delle società che le controllano. La diffusione al pubblico delle partecipazioni rilevanti viene effettuata dalla Consob mediante il proprio sito *web* e attraverso la società di gestione del mercato, sulla base delle comunicazioni ricevute. Per i patti parasociali la pubblicità è assicurata dagli aderenti mediante il deposito del testo integrale dell'accordo presso il registro delle imprese e la pubblicazione sulla stampa quotidiana di un estratto contenente gli elementi essenziali dell'accordo. Tali estratti vengono resi disponibili anche sul sito *web* della Consob.

Nel corso del 2002 sono state effettuate circa 1.100 comunicazioni di partecipazioni rilevanti in società quotate, valore in linea con quello medio degli ultimi anni quattro anni. Il lieve incremento rispetto al 2001 è in parte dovuto al fatto che, dal giugno 2002, è stata introdotta una modifica regolamentare con la quale è stata resa obbligatoria la dichiarazione anche nel caso in cui, pur non variando in maniera rilevante la percentuale di partecipazione, si determinino variazioni sostanziali nelle modalità di detenzione della partecipazione.

TAV. IV.2

COMUNICAZIONI DI PARTECIPAZIONI RILEVANTI AI SENSI DELL'ART. 120 DEL TUF

	1999	2000	2001	2002
SUPERAMENTO DELLA SOGLIA DEL 2%	397	398	337	303
VARIAZIONE DI PARTECIPAZIONE RILEVANTE GIÀ DETENUTA	353	404	403	502
RIDUZIONE ENTRO IL 2%	248	379	313	308
TOTALE	*998*	*1.181*	*1.053*	*1.113*

Le operazioni comunicate nel 2002 hanno riguardato in circa il 28 per cento dei casi il superamento della soglia del 2 per cento del capitale, in un altro 28 per cento la riduzione entro tale soglia e in circa il 44 per cento la variazione delle partecipazioni già detenute (Tav. IV.2).

Nel 2002, il numero totale di comunicazioni si ripartisce in maniera sostanzialmente equivalente tra operazioni di acquisto e operazioni di vendita di azioni, con circa 40 casi in cui la comunicazione riguardava esclusivamente una variazione delle modalità di detenzione di una partecipazione già dichiarata (Tav. IV.3).

TAV. IV.3

DISTRIBUZIONE DELLE COMUNICAZIONI DI PARTECIPAZIONI RILEVANTI PER TIPOLOGIA DI SOGGETTO DICHIARANTE E PER TIPOLOGIA DI OPERAZIONE NEL 2002

TIPOLOGIA SOGGETTO DICHIARANTE	TIPO DI OPERAZIONE COMUNICATA			
	VARIAZIONE MODALITÀ DI DETENZIONE	VENDITE	ACQUISTI	TOTALE COMPLESSIVO
ASSICURAZIONI	1	32	12	45
BANCHE	3	83	103	189
FONDAZIONI	2	35	20	57
INVESTITORI ISTITUZIONALI ITALIANI	--	53	37	90
INVESTITORI ISTITUZIONALI ESTERI	--	86	93	179
PERSONE FISICHE	14	117	99	230
SOCIETÀ DI CAPITALI	20	129	169	318
STATO	1	2	2	5
TOTALE	*41*	*537*	*535*	*1.113*

Circa un quarto del totale delle dichiarazioni è stato effettuato da investitori istituzionali, in larga parte esteri. Per gli investitori istituzionali esteri si è riscontrata una lieve prevalenza delle operazioni di acquisto di azioni, mentre per gli investitori istituzionali italiani sono prevalse le vendite. Le società di capitali hanno effettuato circa il 30 per cento delle comunicazioni, con una prevalenza delle operazioni di acquisto, mentre per le operazioni comunicate dalle persone fisiche (complessivamente il 20 per cento del totale) sono prevalse le vendite.

Considerando la dimensione delle operazioni comunicate in termini di quote di capitale con diritto di voto, oltre l'80 per cento delle dichiarazioni ha riguardato pacchetti inferiori al 5 per cento del capitale e un altro 10 per cento delle dichiarazioni pacchetti compresi tra il 5 per cento e il 10 per cento. In 60 casi, pari al 5 per cento del totale, le operazioni comunicate hanno avuto per oggetto pacchetti compresi tra il 10 per cento e il 30 per cento del capitale mentre in 37 casi si è trattato di pacchetti superiori al 30 per cento.

Nel corso del 2002 sono state inoltre effettuate 33 comunicazioni di partecipazioni potenziali (relative a sette società quotate), di cui due in essere al 31 dicembre 2002. Le comunicazioni di

partecipazioni potenziali vengono effettuate quando un soggetto, attraverso il possesso di strumenti convertibili, di *warrant* o per accordi contrattuali, può acquistare o vendere di propria iniziativa azioni di una società quotata in misura tale da superare determinate soglie del capitale con diritto di voto (5, 10, 25, 50 e 75 per cento).

Nell'ambito dell'attività di vigilanza sulla trasparenza delle partecipazioni rilevanti, la Consob ha effettuato 31 richieste di informazione a società detentrici di partecipazioni superiori al 2 per cento, ai sensi dell'art.115 comma 3 del Tuf. Tali richieste hanno avuto per oggetto l'elenco nominativo dei soci e l'eventuale esistenza di una azionista che controlli la società al fine di verificare il rispetto degli obblighi di comunicazione. Inoltre la Consob ha effettuato 23 richieste di conferma di partecipazioni già dichiarate, relative a 16 diverse società quotate, per le quali la presenza di *rumors* sul mercato o altri elementi acquisiti nell'ambito dell'attività di vigilanza indicavano la possibilità che fossero intervenute variazioni rilevanti che non erano state comunicate (Tav. IV.1).

Per quanto riguarda i patti parasociali, nel 2002 sono stati pubblicati 137 annunci di patti parasociali relativi a 60 società quotate. In 35 casi si è trattato di variazioni di patti parasociali già esistenti, mentre i restanti 102 hanno riguardato la pubblicazione degli estratti di nuovi patti.

Tra le fattispecie disciplinate dall'art. 114 del Tuf al fine di assicurare un'adeguata e tempestiva informazione del mercato, rientrano anche gli studi prodotti dagli analisti finanziari che costituiscono flussi di informativa "derivata". Infatti, anche se tali studi non sono, in larga parte, prodotti dagli emittenti ma dagli intermediari finanziari, ad essi è riconducibile un'attitudine, crescente, ad influenzare i meccanismi di formazione dei prezzi dei titoli (oggetto degli studi). Per tali motivi, la Consob ha ritenuto opportuno, attraverso una modifica regolamentare di cui si dà conto nel Cap. VIII, di assimilare la disciplina del regime di *disclosure* a cui sono sottoposti tali studi a quella vigente per le informazioni *price sensitive* e i *rumors* applicata agli emittenti titoli quotati.

In seguito alle modifiche apportate all'articolo 69 del Regolamento in materia Emittenti, con la delibera n. 13086 del 18 aprile 2002, dopo una prima fase di avvio, si è provveduto ad accertare il grado di recepimento da parte degli intermediari delle nuove norme e, in particolare delle disposizioni in materia di *disclosure* dei conflitti di interesse.

Dagli accertamenti svolti è risultato che in molti casi i *disclaimer* contenenti le avvertenze sui conflitti di interesse si presentavano, contrariamente a quanto prescritto, generici.

Per approfondire questo comportamento si è provveduto a inviare a trenta intermediari/autori di studi, ammessi a operare nei mercati regolamentati italiani, una nota con la quale si chiedevano le motivazioni del mancato puntuale rispetto delle nuove norme introdotte nell'articolo 69 in questione.

Dall'analisi delle risposte fornite dagli intermediari alle suddette note è emerso che più della metà degli intermediari oggetto dell'indagine (sia appartenenti a gruppi bancari esteri che appartenenti a gruppi bancari italiani) redigono gli studi attraverso una filiale estera e predispongono detti studi (in lingua inglese) non soltanto per diffonderli in Italia, ma anche in altri paesi che naturalmente hanno disposizioni regolamentari diverse.

Questi intermediari appongono agli studi che diffondono il cosiddetto disclaimer standard, *ovvero quello che elenca tutte le potenziali situazioni di conflitto di interesse. Tale* disclaimer *soddisfa le prescrizioni dalla maggior parte delle autorità di controllo estere. Rispetto a queste discipline quella italiana, al momento in cui è stata effettuata l'indagine, si presentava più restrittiva.*

Gli intermediari in questione hanno dichiarato di aver allo studio procedure organizzative che consentono di integrare le avvertenze standard *con le informazioni specifiche richieste dall'art. 69. Peraltro, le più recenti iniziative legislative e regolamentari in atto nei principali paesi esteri sembrano andare verso la direzione intrapresa dalla Consob.*

Oltre alla suddetta indagine la Consob, nel corso del 2002, ha verificato il rispetto dell'articolo 69 del Regolamento 11971/1998, avendo a riferimento i casi di intermediari/autori per i quali sussistessero effettive situazioni di conflitto di interesse. In tre casi i soggetti a cui erano state inviate le lettere di contestazione hanno provveduto all'oblazione ai sensi dell'art.16 della legge 24 novembre 1981, n.689. L'attenzione della Consob su tali aspetti e l'attività di vigilanza svolta hanno spinto gli operatori ad accelerare il processo organizzativo interno volto a consentire il rispetto della normativa sui conflitti di interesse.

Nel 2002 la Commissione è inoltre intervenuta in tre casi (riguardanti due società quotate al Mercato Telematico Azionario e una al Nuove Mercato), nei quali si erano determinate turbative nel mercato di titoli quotati in conseguenza della presenza di rumors relativi ai contenuti di studi prodotti da intermediari, richiedendo a questi ultimi la diffusione immediata al pubblico degli studi oggetti di rumors. L'art. 69, comma 3, del Regolamento 11971/1999 prevede infatti che qualora si verifichino contestualmente la presenza di notizie in merito ai contenuti di uno studio non ancora reso pubblico e un andamento anomalo del prezzo di mercato e/o del volume degli scambi degli strumenti finanziari oggetto dello studio, la Consob possa richiedere la pubblicazione immediata dello studio, al fine di ripristinare la parità informativa sul mercato, anche prima dei 60 giorni previsti normalmente per la sua messa a disposizione del pubblico.

Sulla base degli studi che gli intermediari sono tenuti a comunicare alla Consob è stata compiuta un'analisi relativa al grado di copertura del mercato da parte degli analisti e alla distribuzione dei consigli operativi.

In particolare, per quanto concerne il grado di copertura assicurato dagli studi degli analisti finanziari, anche nel 2002 (Tav. aIV.2) il numero di società quotate in borsa oggetto di studi monografici è diminuito (da 217 a 198). La produzione di studi da parte degli analisti impiegati presso intermediari si è concentrata sui titoli più scambiati in borsa, trascurando le società a elevata capitalizzazione ma meno

importanti per quanto riguarda l'attività di trading, oltre che quelle trattate nel Nuovo Mercato. Rispetto al passato, sono invece state oggetto di maggior attenzione quelle società che pur presentando una capitalizzazione di scarso rilievo sono state ritenute possibili oggetti di elevati volumi di trading.

Per quanto attiene i suggerimenti operativi (buy, hold, notizie importanti e sell) contenuti negli studi, è possibile osservare (Tav. aIV.3) una lieve riduzione dei consigli di acquistare o mantenere titoli in portafoglio.

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

Nel corso del 2002, nell'ambito dell'attività istruttoria svolta dalla Consob in materia di appello al pubblico risparmio, sono stati esaminati 159 prospetti informativi (Tav. IV.4). Di questi, 102 hanno riguardato l'emissione di covered *warrants* (normalmente ogni prospetto riguarda l'emissione di più "serie" di covered *warrants*), mentre complessivamente 36 prospetti informativi sono riferiti a operazioni di ammissione a quotazione di titoli azionari, obbligazionari e di *warrants*. Le altre operazioni hanno invece riguardato la sola sollecitazione, riferita a titoli obbligazionari e a titoli azionari non quotati, l'offerta di titoli azionari già quotati e il riconoscimento di prospetti esteri. Inoltre, 503 prospetti informativi hanno riguardato il collocamento di quote di Oicr e di fondi pensione.

Inoltre, nel corso dell'anno sono pervenute alla Consob complessivamente 254 relazioni illustrative riferite a emittenti quotati; tali relazioni, in base alle disposizioni del Regolamento Emittenti, devono essere redatte dalle società quotate in occasione di alcune operazioni straordinarie. Tra queste, le tipologie di operazioni più frequenti hanno riguardato l'adozione di modifiche statutarie, l'acquisto o alienazione di azioni proprie e la realizzazione di aumenti di capitale e di operazioni di fusione.

Con riferimento all'attività istruttoria relativa alle ammissioni a quotazione, particolare rilievo ha avuto la quotazione sul Mercato Telematico Azionario della società Tenaris Sa, sia per la complessità dell'operazione sia per le implicazioni di carattere regolamentare che essa ha determinato. Al riguardo, la Commissione ha deliberato, in data 12 novembre 2002, il nulla osta alla pubblicazione del prospetto di quotazione e del documento di offerta di scambio su azioni ordinarie Dalmine.

L'operazione ha rappresentato per la Consob il primo caso di rilascio di nulla-osta alla pubblicazione di un prospetto relativo all'ammissione alle negoziazioni in un mercato regolamentato italiano di azioni di una società estera non avente azioni già quotate in altri mercati regolamentati UE e non UE. In passato, infatti, la Commissione aveva già autorizzato la pubblicazione di prospetti di quotazione di società estere, ma in tali casi le società interessate avevano già azioni quotate in mercati diversi da quello italiano.

Come previsto per tali situazioni dall'art. 114 del Regolamento Emittenti, la Consob ha determinato, in sede di rilascio dell'autorizzazione relativa al prospetto, le informazioni e i documenti che la società è tenuta a diffondere in ordine all'informazione periodica e alle operazioni straordinarie, la lingua da utilizzare per l'adempimento di tali obblighi informativi e la relativa tempistica.

A tal fine si è reso necessario un approfondimento sulla disciplina societaria vigente nel paese di origine della società. Tenaris è soggetta, infatti, alle leggi e ai regolamenti del Gran Ducato del Lussemburgo in materia di società commerciali. Alcune disposizioni della vigente legge lussemburghese offrono agli azionisti di società di capitali un grado di tutela minore rispetto alle corrispondenti previsioni della vigente normativa italiana. Inoltre, alcune disposizioni previste dall'ordinamento italiano a tutela dei diritti delle minoranze nelle società con azioni quotate non trovano esatta corrispondenza in omologhe previsioni dell'ordinamento lussemburghese. Nel prospetto informativo è stata, quindi, riportata un'ampia trattazione dei profili inerenti alla normativa applicabile a Tenaris, con evidenziazione delle principali differenze rispetto alla disciplina italiana.

*Inoltre, avendo la società presentato domanda di ammissione a quotazione, oltre che sul mercato italiano, contestualmente sul mercato azionario argentino e messicano e, con riferimento agli Ads (*American Depositary Shares*), anche sul mercato statunitense, essa ha assunto l'obbligo, in linea generale, di fornire al mercato e alla Commissione tutte le informazioni dovute in esecuzione degli obblighi informativi assunti dalla stessa sugli altri mercati di quotazione, in ossequio al principio, sancito dall'art. 88 del Regolamento Emittenti, di sostanziale equivalenza delle informazioni da rendere pubbliche sul mercato italiano rispetto a quelle fornite in altri mercati.*

Infine, la Consob - sulla base di apposita attestazione rilasciata dalla società incaricata della revisione del bilancio di Tenaris - ha rilasciato a Borsa Italiana spa il proprio giudizio, previsto dall'art.2.1.4, comma 3, del Regolamento di Borsa, circa l'equivalenza della revisione contabile svolta sui bilanci della medesima Tenaris con la revisione richiesta dalla normativa nazionale.

Con riferimento all'appello al pubblico risparmio realizzato attraverso offerte pubbliche di acquisto e scambio, nel corso del 2002 sono stati approvati 31 documenti informativi relativi a offerte pubbliche di acquisto, dei quali 24 relativi a offerte su azioni di società quotate, 2 relativi a offerte avente a oggetto 95 prestiti obbligazionari, alcuni dei quali quotati, e 5 documenti relativi ad azioni di società non quotate. Oltre la metà delle offerte hanno avuto una natura volontaria (Tav. IV.5). In 10 casi tali offerte sono state relative a società quotate; in genere l'obiettivo di dette offerte è stato la cancellazione dei titoli dalla quotazione.

TAV. IV.4

ATTIVITÀ ISTRUTTORIA CONSOB IN MATERIA DI SOLLECITAZIONE, AMMISSIONE A QUOTAZIONE E OPERAZIONI DI FINANZA STRAORDINARIA NEL 2002

TIPOLOGIA	NUMERO
PROSPETTI INFORMATIVI RELATIVI A:	
AMMISSIONE A QUOTAZIONE DI TITOLI AZIONARI[1] DI CUI:	14
- TRAMITE OFFERTA	6
PRESTITI OBBLIGAZIONARI DI CUI:	21[2]
- SOLA AMMISSIONE A QUOTAZIONE	16[3]
EMISSIONE DI COVERED WARRANTS[4]	102
AMMISSIONE A QUOTAZIONE DI WARRANTS	5
ALTRE OFFERTE RELATIVE A TITOLI QUOTATI[5]	1
OFFERTE DI TITOLI NON QUOTATI DI EMITTENTI ITALIANI[6]	3
OFFERTE DI EMITTENTI ESTERI DI CUI:	13
- RICONOSCIMENTO DI PROSPETTI ESTERI	13
- OFFERTE PUBBLICHE PANEUROPEE	--
PER MEMORIA: OICR E FONDI PENSIONE	503
TOTALE	*662*
RELAZIONI ILLUSTRATIVE RELATIVE AD OPERAZIONI DI FINANZA STRAORDINARIA:	
FUSIONI	43
SCISSIONI	6
AUMENTI DI CAPITALE SOCIALE[7]	58
ACQUISTO/ALIENAZIONE AZIONI PROPRIE	78
MODIFICHE STATUTARIE	81
CONVERSIONE AZIONI	1
EMISSIONI OBBLIGAZIONI	5
RIDUZIONE CAPITALE SOCIALE	8
TOTALE[8]	*254*

[1] I dati riguardano le operazioni per le quali è stato concesso nel corso dell'anno il nulla osta per il deposito del prospetto di ammissione a quotazione. [2] In un caso si è trattato di un'operazione di sollecitazione con contestuale ammissione a quotazione. [3] Oltre a questo dato, vi è un'operazione di sollecitazione con contestuale ammissione a quotazione di un prestito obbligazionario. [4] Numero di prospetti approvati nel corso dell'anno, ognuno dei quali normalmente riguarda l'emissione di più "serie" di *covered warrants*. [5] Riguardano offerte di vendita, pubbliche o private, non finalizzate all'ammissione a quotazione. In particolare, il dato riguarda il collocamento di obbligazioni convertibili relativo ad una società quotata sul Mercato Ristretto. [6] Sono escluse le offerte riservate ai dipendenti. [7] Il dato si riferisce anche ad operazioni di aumento di capitale deliberate ma non effettuate (o effettuate in un momento successivo). [8] Il numero complessivo di relazioni non corrisponde alla somma delle singole fattispecie in quanto alcune relazioni hanno più oggetti.

Per quanto riguarda le offerte preventive, 2 documenti avevano per oggetto una stessa società su cui sono state presentate due offerte concorrenti. Si tratta della seconda Opa concorrente promossa in vigenza del Tuf (dopo il caso Gildemeister nel 1999) e della prima in vigenza della nuova formulazione dell'art. 44 del Regolamento Emittenti adottata nell'aprile 2001. L'operazione ha evidenziato l'idoneità delle nuove norme regolamentari a garantire l'ordinato svolgimento delle offerte concorrenti. Occorre notare, peraltro, che il nuovo sistema dei rilanci non è stato applicato in quanto l'offerente originario si è ritirato a seguito della promozione dell'offerta concorrente.

Nel luglio 2002 è stata promossa un'offerta pubblica di acquisto, ai sensi dell'art. 106, comma 4, del Tuf, da parte di Interactive spa sul 100 per cento del capitale sociale di Freedomland, società operante nel settore della Internet TV e della televisione interattiva. Si rammenta che la Freedomland risultava all'epoca controllata di diritto (con una partecipazione pari al 58,174 per cento) dal Sig. Virgilio Degiovanni e pertanto il successo della stessa dipendeva dall'adesione del suddetto socio di controllo.

Nel corso della predetta operazione, è stata promossa un' offerta concorrente da Content srl, risultata vincente, a un prezzo superiore del 3,17 per cento rispetto a quello offerto da Interactive.

TAV. IV.5

DOCUMENTI DI OFFERTA RELATIVI AD OFFERTE PUBBLICHE DI ACQUISTO E/O DI SCAMBIO PER CUI È STATO CONCESSO IL NULLA OSTA NEL 2002

	SU AZIONI QUOTATE	SU OBBLIGAZIONI	SU AZIONI NON QUOTATE	TOTALE
VOLONTARIE	10	2	5	17
PREVENTIVE[1]	4	--	--	4
SUCCESSIVE	4	—	—	4
RESIDUALI	5	—	—	5
SU AZIONI PROPRIE	1	—	--	1
TOTALE	*24*	*2*	*5*	*31*

Fonte: Archivio Consob su documenti di offerta. [1] Il numero di operazioni include le offerte concorrenti.

Nel corso del 2002 è iniziato l'*iter* autorizzativo del documento di offerta relativo all'offerta pubblica di acquisto promossa dalla società Newco28 spa sulle azioni della Autostrade spa. L'offerta, annunciata a novembre 2002, e successivamente svoltasi dal 20 gennaio al 21 febbraio 2003, è stata caratterizzata da un controvalore particolarmente rilevante (circa 8 miliardi di Euro), qualificandosi seconda per controvalore sul mercato italiano dopo l'offerta promossa da Olivetti su Telecom nel 1999.

L'operazione è consistita in un'offerta pubblica di acquisto totalitaria promossa, ai sensi dell'art. 106, comma 4, del Tuf, su azioni ordinarie Autostrade da Newco28, società il cui capitale è interamente posseduto dall'azionista, all'epoca controllante di fatto di Autostrade, Schemaventotto spa. Poiché Schemaventotto ha deliberato irrevocabilmente di non portare in adesione all'offerta le n. 354.924.870 azioni di sua proprietà (corrispondenti al 29,989 per cento del capitale), l'offerta ha avuto a oggetto la restante parte del capitale. L'offerta è stata promossa con l'obiettivo di rafforzare il controllo già detenuto da Schemaventotto al fine di consentire l'avvio di un progetto di ristrutturazione del gruppo facente capo ad Autostrade.

L'operazione è stata finanziata con ricorso pressoché totale all'indebitamento da parte dell'offerente in quanto i mezzi propri sono stati limitati a 5 milioni di euro. Il finanziamento è stato concesso da un pool di 6 banche a condizioni definite nel documento come "di mercato per operazioni aventi caratteristiche simili".

Poiché l'offerente non ha escluso la possibilità che si possa procedere a un'operazione di fusione fra lo stesso e la società acquisita, in tale caso il debito contratto a servizio dell'offerta sarà di fatto consolidato in capo alla società risultante dalla fusione. Infatti, per quanto attiene agli effetti economici e finanziari della fusione, l'operazione trasferirebbe in capo alla società risultante (e quindi, sostanzialmente, all'unico asset *produttivo rappresentato dal gruppo Autostrade) l'indebitamento assunto dall'offerente per l'esecuzione dell'offerta. L'entità riveniente dalla fusione risulterebbe pertanto gravata dagli obblighi connessi alla restituzione del finanziamento e dai relativi oneri finanziari, con un impatto negativo - a parità di condizioni - sulla posizione finanziaria e sulla situazione economica.*

In considerazione della rilevanza degli aspetti descritti ai fini della valutazione dell'offerta da parte dei destinatari della medesima, nel documento è stato richiesto di inserire un'ampia descrizione in termini di grandezze economico-finanziarie, sia dell'offerente che dell'emittente, al fine di consentire un apprezzamento degli effetti del trasferimento del debito sulla società risultante dalla fusione.

Infine, nell'ambito dell'attività istruttoria avente a oggetto l'esame delle relazioni illustrative relative a casi di fusioni, scissioni e altre operazioni di finanza straordinaria, la Consob, oltre a verificare la conformità delle informazioni contenute nelle relazioni illustrative agli schemi previsti dal Regolamento Emittenti e l'idoneità delle stesse ad assicurare una completa rappresentazione delle operazioni in questione, ha richiesto in via informale, in circa il 20 per cento dei casi, delucidazioni o integrazioni degli elementi informativi contenuti nelle relazione illustrative. Qualora la contestualità della messa a disposizione del pubblico e dell'invio alla Consob o la rilevanza del *gap* informativo lo richiedano, l'intervento della Commissione si è altresì tradotto in una richiesta di rendere pubblici notizie e documenti necessari per l'informazione del pubblico ai sensi dell'art. 114, comma 3, del Tuf.

L'informativa in sede assembleare

Nel corso del 2002 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 (Tav. IV.1).

In 5 casi la Commissione ha richiesto di integrare l'informativa predisposta per l'assemblea di approvazione del bilancio di società in situazione di grave crisi economico-finanziaria.

In un caso è stato chiesto di integrare l'informativa con le considerazioni degli amministratori in ordine alle situazioni di incertezza che avevano originato l'impossibilità per la società di revisione di esprimere un giudizio sul bilancio di una società specializzata nella produzione di macchine per cucire a uso industriale. In particolare, gli amministratori sono stati invitati a fornire elementi in merito alla capacità del gruppo di far fronte agli impegni finanziari e alle difficoltà operative di una sub holding controllata sul cui bilancio consolidato la società di revisione aveva espresso alcuni rilievi in merito ai criteri di contabilizzazione di alcune poste.

In un altro caso l'integrazione ha avuto a oggetto notizie in merito alla continuità aziendale di una società operante nel settore della produzione di componenti elettrici e del suo gruppo nonché alla ridefinizione del piano industriale e di ristrutturazione dell'indebitamento finanziario del gruppo nel suo complesso. La mancanza di tali informazioni aveva, tra le altre cose, impedito alla società di revisione di esprimere un giudizio sul bilancio. Successivamente all'assemblea di approvazione del bilancio a seguito dell'approvazione di un nuovo piano industriale e della conclusione positiva delle trattative per la ristrutturazione del debito la società di revisione ha riconsiderato il proprio parere anche ai fini dell'art. 96 del Tuf.

In un terzo caso la relazione al bilancio della società di revisione evidenziava come, di fronte alla situazione di tensione finanziaria in cui versava una società operante nel settore dei giochi e scommesse, i piani di consolidamento dell'indebitamento finanziario e di acquisizione di nuovi mezzi finanziari necessari a realizzare il piano industriale non erano stati ancora approvati dagli istituti di credito, né tanto meno erano stati definiti i termini e le modalità di ricapitalizzazione delle società operative ritenute strategiche. Inoltre l'assenza di informazioni adeguate in merito alle azioni intraprese per reperire nell'immediato mezzi finanziari configurava, a giudizio dei revisori, una situazione di assenza di ragionevoli presupposti di continuità aziendale suscettibili di verifica. Il collegio sindacale concordava con la società di revisione in ordine all'impossibilità di esprimere un giudizio sul bilancio d'esercizio e consolidato e formulava ulteriori rilievi sull'operato del Cda e sull'informativa fornita dagli amministratori in bilancio. La Commissione ha quindi ritenuto necessario che gli amministratori esponessero in assemblea le loro considerazioni in merito alle osservazioni formulate dai revisori e dal collegio sindacale.

Anche in un caso relativo a una società che opera nel settore dell'arredo finestra e dei complementi di arredo i revisori hanno dichiarato di non essere in grado di esprimere un giudizio sul bilancio a causa di alcune situazioni di incertezza riconducibili principalmente a crediti di incerta recuperabilità vantati nei confronti della controllante e di una collegata. Al riguardo, in occasione dell'assemblea gli amministratori hanno espresso le loro considerazioni in merito alla genesi e alla valutazione in bilancio di tali crediti e all'effettiva capacità delle società debitrici di rimborsarli.

L'assenza di ragionevoli presupposti di continuità aziendale verificabili ha impedito anche nel quinto caso alla società di revisione di esprimere un giudizio sul bilancio di una società che opera nel settore del frozen food. Nel contesto delle necessarie operazioni di ristrutturazione, ritenute inderogabili a fronte di rilevanti perdite anche a livello operativo, gli amministratori hanno approntato un piano di consolidamento dell'indebitamento finanziario per il quale non era stata ancora ottenuta, alla data della relazione dei revisori, l'accettazione da parte degli istituti di credito. A tale accettazione era peraltro subordinato anche un aumento di capitale finalizzato al raggiungimento del riequilibrio patrimoniale. In questo caso la Commissione ha richiesto agli amministratori di formulare considerazioni in merito alle osservazioni della società di revisione e del collegio sindacale riguardanti l'assenza dei presupposti di continuità aziendale e di fornire dettagliate informazioni sullo stato di attuazione delle iniziative intraprese al fine di perseguire il raggiungimento dell'equilibrio economico-finanziario. Successivamente all'assemblea di approvazione del bilancio a seguito della sottoscrizione degli accordi di ristrutturazione del debito con le banche la società di revisione ha riconsiderato il proprio parere anche ai fini dell'art. 96 del Tuf.

Diversi e particolarmente significativi sono stati gli interventi della Commissione finalizzati ad assicurare agli azionisti e al mercato un'informativa completa e trasparente sulla complessiva situazione economico-finanziaria della Cirio Finanziaria (*holding* di partecipazioni in società operanti principalmente nei settori conserviero, detergenza e intrattenimento).

In occasione dell'assemblea di approvazione del bilancio la Commissione ha chiesto agli amministratori di esprimere le proprie considerazioni in merito ai rilievi della società di revisione concernenti la contabilizzazione in bilancio di una rinuncia a un credito e di perdite su cambi, alla rilevante esposizione creditoria verso controllanti e consociate, all'andamento dell'indebitamento finanziario netto e dell'annunciato piano di rientro dello stesso e al provvedimento emesso dall'Autorità di vigilanza brasiliana nei confronti del Presidente nonché Amministratore Delegato della società.

Inoltre, con particolare riferimento alla posizione complessiva dei crediti verso parti correlate, la Commissione, non ritenendo adeguata l'informativa resa in sede assembleare, ha richiesto alla società di fornire ulteriori chiarimenti al mercato.

Nell'ambito dell'attività di vigilanza sulla società, concretizzatesi, fra l'altro, nella richiesta di dati e informazioni agli organi sociali e di controllo della stessa, la Commissione ha successivamente richiesto agli amministratori di emettere un nuovo comunicato fornendo informazioni in merito alle prospettive di rientro dell'indebitamento finanziario e dei crediti verso parti correlate e precisando lo stato di avanzamento delle operazioni di dismissione di *assets* non strategici. Tale attività di vigilanza ha condotto all'attivazione dei poteri di impugnativa sui bilanci d'esercizio e consolidato al 31 dicembre 2001 ai sensi dell'art. 157 del Tuf.

Anche in occasione delle assemblee di approvazione del bilancio delle tre società calcistiche quotate la Commissione è intervenuta al fine di rendere più chiara e completa l'informazione fornita

dagli amministratori in merito all'applicazione della normativa fiscale a operazioni di trasferimento di calciatori.

Infatti, esaminando i progetti di bilancio delle tre società è emersa una difformità di comportamento in merito alla modalità di rilevazione contabile degli effetti dell'applicazione della disciplina Irap alle cessioni dei calciatori e alla relativa informativa fornita nella documentazione di bilancio. Alla luce di tale difformità, e della situazione di incertezza normativa in cui versa il settore calcistico circa l'assoggettabilità all'Irap delle plusvalenze da cessione e l'applicabilità delle relative sanzioni amministrative, la Commissione ha richiesto, tra l'altro, agli amministratori delle società in oggetto di fornire chiarimenti in merito ai criteri seguiti per la rappresentazione contabile delle summenzionate operazioni.

In tre occasioni la Commissione ha provveduto ha richiamare i collegi sindacali di altrettanti emittenti quotati per le carenze informative riscontrate nelle rispettive relazioni predisposte per l'assemblea ai sensi dell'art. 153 del Tuf. In questi casi i collegi sono stati richiamati a una più puntuale rispetto delle comunicazioni Consob in materia di controlli societari.

In un caso, invece, la Commissione è intervenuta per far integrare l'informativa resa nella semestrale al 30 giugno 2002 con riferimento all'operazioni di cessione di un sottogruppo operante nel settore della sanità. A tal fine è stato richiesto di fornire al mercato, in uno specifico paragrafo, informazioni dettagliate in merito alla struttura delle operazioni, alle controparti acquirenti e agli effetti patrimoniali, finanziari ed economici complessivamente conseguiti dall'istituto di credito.

Nel corso del 2002, la Commissione ha affrontato anche la questione relativa agli statuti delle società con azioni di risparmio, con particolare riguardo all'adeguamento da parte di queste ultime alla disposizione di cui all'art. 145, comma 2, del Tuf.

La Commissione, ritenendo necessario assicurare un'informazione completa in ordine alle determinazioni assunte riguardo alle rispettive clausole statutarie, ha richiesto a 28 società, ai sensi dell'art. 114, comma 3, Tuf, in occasione delle assemblee convocate per l'approvazione del bilancio di esercizio, di rendere note le motivazioni per le quali esse hanno ritenuto che le rispettive clausole statutarie adottate fossero conformi all'art. 145, comma 2, Tuf (Riquadro 6).

RIQUADRO 6

La tutela dei diritti degli azionisti di risparmio in caso di delisting

L'art. 145, comma 2 Tuf ha rimesso all'autonomia statutaria l'individuazione dei diritti spettanti agli azionisti di risparmio in caso di esclusione dalle negoziazioni delle azioni ordinarie o di risparmio.

La Commissione ha ritenuto che l'introduzione nello statuto di tali diritti da parte delle società quotate che hanno emesso azioni di risparmio non sia facoltativa ma

obbligatoria, come si evince dalla lettera della norma che prevede "L'atto costitutivo determina il contenuto del privilegio, le condizioni, i limiti, le modalità e i termini per il suo esercizio; stabilisce altresì diritti spettanti agli azionisti di risparmio in caso di esclusione dalle negoziazioni delle azioni ordinarie o di risparmio".

Da una disanima degli statuti delle società con azioni di risparmio quotate è emerso che non tutte avevano adeguato i rispettivi statuti alla predetta disposizione.

In particolare, mentre tutte le società con azioni di risparmio hanno introdotto negli statuti le previsioni in merito al contenuto del privilegio, alle condizioni, ai limiti, alle modalità e ai termini per il suo esercizio, riproducendo sostanzialmente la precedente disciplina di cui all'art. 15 della legge n. 216/1974, diverse società non hanno definito i diritti spettanti in caso di esclusione dalle negoziazioni, ovvero hanno introdotto delle clausole che non sembrano soddisfare il disposto normativo.

Come noto, l'art. 145, comma 2, Tuf è stato introdotto per compensare gli azionisti di risparmio della perdita dei vantaggi connessi alla quotazione delle azioni ordinarie o di risparmio (nel primo caso, presenza di un parametro di riferimento per la determinazione del prezzo di mercato delle azioni di risparmio; nel secondo, rapida liquidazione del titolo consentita dalle negoziazioni sui mercati regolamentati; in caso di *delisting* di entrambi gli strumenti finanziari, la non soggezione agli obblighi informativi previsti per le società quotate) e della mancata estensione con il Tuf dell'obbligo di promuovere l'Opa residuale anche sulle azioni di risparmio.

La Commissione ha ritenuto che la strada prescelta per tutelare i sottoscrittori di tali azioni, in caso di revoca dalla quotazione delle azioni ordinarie e/o di risparmio, fosse di rimettere all'autonomia statutaria tale tutela attraverso l'individuazione di appositi diritti "aggiuntivi" (a titolo compensativo ovvero" risarcitorio") rispetto a quelli già spettanti prima della revoca dalle negoziazioni agli azionisti di risparmio.

La Consob ha quindi chiesto a 46 società, nel 2001, di comunicare se, in quali termini e con quali modalità, le stesse intendessero adottare una clausola che effettivamente attribuisse dei diritti agli azionisti di risparmio in caso di *delisting* delle azioni ordinarie o di risparmio.

A seguito di tale intervento, alcune società hanno convocato le assemblee per adeguarsi all'orientamento espresso dalla Consob, altre hanno deliberato e dato esecuzione a operazioni di conversione alla pari delle azioni di risparmio in azioni ordinarie.

Un gruppo di 28 società, invece, ha dichiarato di non ritenere modificato l'attuale previsione statutaria in quanto tale clausola era da ritenersi in linea con l'art. 145, comma 2, Tuf, interpretato nel senso che esso non impone una soluzione migliorativa o risarcitoria per l'azionista di risparmio. L'assenza di criteri di determinazione dei diritti da riconoscere agli azionisti induce a ritenere, secondo questa ricostruzione della norma, che all'emittente è data piena discrezionalità in ordine all'individuazione delle misure per soddisfare in tale ipotesi gli interessi degli azionisti di risparmio. Nulla impedisce che l'emittente ritenga sufficienti a soddisfare tali interessi gli stessi diritti di categoria e i privilegi patrimoniali già riconosciuti ai possessori di azioni di risparmio prima del *delisting*. Spetta al mercato valutare la concreta idoneità di tali diritti a tutelare, in caso di *delisting*, l'eventuale posizione deteriore dell'azionista di risparmio.

L'informativa contabile e periodica e le società di revisione

La periodica attività di controllo svolta nel corso del 2002 ha condotto la Commissione a effettuare degli interventi nei confronti di quelle società quotate per le quali si è evidenziata una situazione di potenziale rischio per la continuità aziendale attestata dagli organi di controllo societari, ovvero da casi di evidente sofferenza patrimoniale.

In particolare, la Commissione, nell'ottica di assicurare una sempre più completa e precisa informazione finanziaria da rendere al mercato, ha ritenuto necessario che le società interessate diffondano con cadenza mensile, secondo le modalità di cui all'art. 66 del Regolamento 11971/1999, un comunicato stampa contenente informazioni aggiornate sulle variabili critiche che caratterizzano le singole situazioni aziendali.

Nel corso del 2002 la Commissione ha formulato richieste in tal senso a 9 società quotate sui mercati regolamentati (6 società quotate sull'Mta e 3 sul Nuovo Mercato; Tav. IV.1). Tali richieste, formulate ai sensi dell'art. 114, comma 3, del Tuf, sono generalmente volte a informare il mercato circa aspetti rilevanti quali la strategia industriale che l'emittente intende perseguire, ad esempio, nei diversi segmenti geografici di operatività, gli eventuali mutamenti della stessa, le iniziative intraprese dalle società interessate per il reperimento di risorse necessarie a risolvere situazioni di forte crisi economico-finanziaria e i fattori che influiscono significativamente sul miglioramento o peggioramento delle prospettive economico-patrimoniali. Tali elementi costituiscono infatti utili punti di riferimento al fine di una corretta e compiuta valorizzazione delle società da parte degli investitori.

Nel corso dell'anno la Commissione ha inoltre effettuato un ulteriore intervento ai sensi dell'art. 114 del Tuf, indirizzato alle banche quotate. Con tale intervento, che ha fatto seguito alla sospensione delle agevolazioni fiscali, introdotte dal d.lgs. n. 153/1999, relative alle operazioni di ristrutturazione bancaria, la Commissione ha richiesto alle banche di fornire in sede di approvazione di bilancio al 31 dicembre 2001, informazioni circa le modalità con cui le stesse avrebbero inteso dare attuazione al provvedimento di sospensione.

Sempre nell'ambito dell'attività di controllo sull'informativa contabile e periodica, l'Istituto ha ravvisato dei profili di criticità con riferimento ai bilanci di esercizio e consolidato al 31 agosto 2001 di una società con azioni quotate sul Nuovo Mercato, con riferimento alla valutazione di una partecipazione in una società controllata.

L'Istituto è intervenuto richiedendo agli amministratori e agli organi di controllo specifiche informazioni volte a valutare la correttezza della documentazione di periodo prodotta dall'emittente con particolare riguardo alle sopra riferite poste contabili (partecipazioni e crediti). Successivamente, la società ha pubblicato una nota informativa integrativa della relazione semestrale al 28 febbraio 2002, nella quale è stato chiarito che la svalutazione della partecipazione nella controllata, contabilizzata nella medesima

relazione semestrale, aveva recepito il rilievo formulato dalla società di revisione e condiviso dal collegio sindacale e dalla Commissione.

Le società di revisione iscritte nell'Albo Speciale previsto dall'art 161 del Tuf, nell'ambito della loro attività di verifica della regolare tenuta della contabilità sociale e della rispondenza dei bilanci alle scritture contabili, nonché della conformità alle norme che li disciplinano, hanno esaminato, nel corso del 2002, 285 bilanci d'esercizio e 258 bilanci consolidati di emittenti quotati presso i mercati regolamentati italiani.

Dall'esame delle relazioni rilasciate dalle società di revisione iscritte all'Albo Speciale sono stati rilevati 192 richiami di informativa e 6 giudizi con rilievi (Tav. aIV.4). In 5 casi il revisore si è dichiarato impossibilitato a esprimere un giudizio sul bilancio per incertezze; in nessun caso le società di revisione hanno espresso un giudizio negativo.

I richiami di informativa hanno principalmente riguardato lo stanziamento nel corso dell'esercizio (e di esercizi precedenti) di ammortamenti anticipati nei limiti consentiti dalla normativa fiscale; il contenuto della relazione sulla gestione con particolare riferimento a programmi di risanamento tendenti al riequilibrio della situazione economico-finanziaria, modifiche nella struttura del gruppo; contenziosi in essere.

I giudizi con rilievi hanno riguardato, in un caso, la contabilizzazione tra i proventi straordinari dell'importo derivante dalla rinuncia di un credito da parte dell'azionista di controllo. Tale importo, in base ai principi contabili di riferimento, sarebbe dovuto essere registrato tra le riserve di patrimonio netto.

Un rilievo ha riguardato la svalutazione di una partecipata effettuata in base alle perdite da questa registrate nel corso dell'anno precedente. Secondo il revisore infatti la svalutazione avrebbe dovuto per competenza già trovare riflesso nell'esercizio precedente, così come, tra l'altro, indicato nella precedente relazione dallo stesso revisore, e ha conseguentemente comportato una sovrastima della perdita dell'esercizio al 31 agosto 2002.

In un altro caso, la società di revisione ha inserito un rilievo in quanto la società aveva registrato gli apporti dalla stessa effettuati per la copertura della perdita di esercizio subita da una controllata, in aumento del valore di detta partecipazione. Tali apporti, a giudizio del revisore, non vanno a incrementare il valore della partecipazione ma ne ripristinano il valore originario e conseguentemente avrebbero dovuto essere imputati tra i costi di esercizio come svalutazione di partecipazioni.

Un altro rilievo ha riguardato la decisione degli amministratori della società di non effettuare alcuna svalutazione relativamente a una partecipata, pur in presenza di una significativa differenza negativa tra patrimonio netto e il valore di carico della stessa.

Per un altro emittente la società di revisione ha espresso il proprio dissenso in ordine alla carenza dell'informativa in relazione a situazioni di incertezza verificatesi nel corso dell'esercizio. La società nel 2001 ha infatti ceduto a terzi una quota di una partecipazione e, per la quasi totalità del relativo prezzo di cessione è stato concesso all'acquirente un lungo periodo di dilazione. Al riguardo la società di revisione ha riscontrato una non adeguata informativa nel bilancio della società in ordine sia al rischio connesso al

recupero del credito concesso all'acquirente della partecipata ceduta che in quel momento non appariva dotato delle necessarie risorse finanziarie, sia al valore della garanzia costituita dalle azioni della stessa partecipata, risultante esposto al rischio connesso alle difficoltà economiche e finanziarie della stessa.

La partecipata ceduta versava infatti in una difficile situazione economica e finanziaria ed era stata sottoposta a un piano di risanamento. Il rilievo concerneva inoltre la carente informativa in merito all'analogo rischio di realizzo relativo ad alcuni crediti vantati direttamente dalla Pagnossin spa nei confronti della stessa partecipata ceduta.

Nell'ultimo caso la società di revisione ha inserito un rilievo che ha riguardato la valutazione di una partecipazione iscritta nel comparto dei titoli non immobilizzati mantenuta al costo originario di acquisto. Nel caso di specie non risultavano disponibili il bilancio della società partecipata, ne altro elemento oggettivo di valutazione e pertanto la società di revisione si è trovata nell'impossibilità di accertare la corretta valutazione dei titoli al minore tra il costo di acquisto e il valore di presumibile realizzo.

Nei casi in cui la società di revisione si è trovata nell'impossibilità di esprimere un giudizio sul bilancio, il principale motivo è stato quello della sussistenza di incertezze sulla continuità aziendale. Le incertezze rilevate hanno riguardato i seguenti aspetti: la capacità di una società e del relativo gruppo a reperire nel breve periodo risorse adeguate a garantire la continuità operativa e a finanziare i programmi di ristrutturazione del gruppo stesso; i presupposti in base ai quali era stato concordato un piano di rimborso dei crediti vantati da una società nei confronti della propria controllante; l'esito di un contenzioso in corso di instaurazione tra una società e una sua collegata estera volta al recupero di un credito dalla stessa vantato nei confronti di quest'ultima, sussistendo carenti informazioni in merito all'approvazione del piano di consolidamento del debito da parte degli Istituti di credito e alle ulteriori azioni avviate dagli Amministratori, dopo l'approvazione del bilancio, per reperire nuovi mezzi finanziari; la mancata accettazione da parte degli Istituti di credito del piano, approntato dagli Amministratori, per la ristrutturazione del debito finanziario, a seguito delle rilevanti perdite, anche operative, subite dalla società e dal gruppo.

Nell'ambito dell'attività di vigilanza la Commissione ha deliberato l'avvio di accertamenti ispettivi nei confronti di 5 società di revisione, al fine di acquisire la documentazione relativa ai lavori di revisione svolti su due emittenti quotati, due agenti di cambio e una Sim. A fine 2002, le relative istruttorie risultavano in corso di svolgimento. La Commissione ha anche disposto l'effettuazione di accertamenti istruttori nei confronti di un'altra società di revisione, al fine di accertare il possesso dei requisiti richiesti dall'art. 161 del Tuf per l'iscrizione nell'Albo Speciale (Tav. aIV.5).

Nel corso del 2002, la Commissione ha ricevuto la documentazione relativa agli incarichi di revisione conferiti ai sensi del d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58. Dall'esame dei dati raccolti è emerso un ulteriore incremento del numero dei soggetti sottoposti agli obblighi di revisione legale dei bilanci, che è passato da n. 1.684 società del 2000 a n. 1.725 del 2001 (Tav. aIV.6). Risulta aumentato anche il grado di concentrazione del mercato. Infatti, gli incarichi legali svolti dalle

prime sei società di revisione hanno rappresentato nel 2001 il 92,3 per cento del totale; l'anno precedente tale percentuale si attestava al 90,1 per cento (Tav. aIV.7). Di rilievo, da questo punto di vista, è l'incremento della quota detenuta dalla prima società (in termini di fatturato) che è passata dal 22 per cento al 26,2 con un aumento di oltre 4 punti percentuali.

Al 31 dicembre 2002 le società di revisione iscritte nell'Albo Speciale erano in tutto 24, numero invariato rispetto all'anno precedente. Nel corso dell'anno la Commissione ha modificato la delibere di iscrizione di due società di revisione a seguito dei mutamenti intervenuti nella loro forma giuridica e nella loro denominazione sociale.

V. LA VIGILANZA SUI MERCATI

Gli abusi di mercato

L'analisi sugli andamenti anomali di mercato, ha portato la Consob a trasmettere all'Autorità Giudiziaria, nel corso del 2002, i risultati di 25 indagini condotte in merito a ipotesi di abusi di mercato (Tav. V.1). In 16 casi (18 nel 2001 e 21 nel 2000) è stata ipotizzata la sussistenza di un illecito: nel dettaglio, 7 ipotesi di reato hanno riguardato casi di abuso di informazioni privilegiate, di cui uno nella forma del *front running*, e 9 hanno riguardato casi di aggiotaggio su strumenti finanziari. Nelle rimanenti 9 segnalazioni all'Autorità Giudiziaria (3 relative ad accertamenti su casi di presunto abuso di informazioni privilegiate, 6 su casi di presunto aggiotaggio) non sono state configurate ipotesi di reato.

TAV. V.1

RISULTANZE DELLE INDAGINI

	1997	1998	1999	2000	2001	2002
RELAZIONE CON SEGNALAZIONE DI IPOTESI DI REATO[1]	19	21	30	21	18	16
RELAZIONE AL TERMINE DI ACCERTAMENTI SENZA SEGNALAZIONI DI IPOTESI DI REATO[2]	33	15[3]	8	5	10	9
TOTALE	*52*	*36*	*38*	*26*	*28*	*25*

[1] Per le relazioni relative al 1997 e per 10 relazioni del 1998, si fa riferimento a relazioni motivate di cui all'art. 8, comma 3, della legge 157/1991, abrogato dal Tuf. [2] Con riferimento agli anni 1997, 1998, 1999 il dato include le risultanze relative rispettivamente a 18,3 e una indagine conclusesi senza l'invio di relazione motivata al P.M. A partire dall'entrata in vigore del Tuf, ai sensi dell'art. 186, la Consob è tenuta, in ogni caso, a trasmettere al P.M. una relazione sulle indagini e accertamenti effettuati. [3] Di cui 9 relative ad attività di accertamento conclusesi prima dell'entrata in vigore del Tuf.

A differenza di quanto riscontrato negli anni precedenti, le segnalazioni per aggiotaggio su strumenti finanziari sono state più numerose rispetto a quelle per abuso di informazioni privilegiate.

L'attività di accertamento strumentale alle segnalazioni è stata, come di consueto, intensa. Il numero delle richieste di dati e informazioni inviate a operatori, società quotate e Autorità di Vigilanza estere nel 2002 è stato pari complessivamente a 259 (Tav. aV.1). Rispetto agli anni precedenti, si rileva il più frequente utilizzo dello strumento dell'audizione (19 casi) che, benché

per certi aspetti possa rendere più onerosa, sia per i soggetti coinvolti che per la Commissione, la fase istruttoria, risulta molto efficace sul piano della precisione e della completezza delle informazioni ottenibili.

Il contenuto dell'informazione privilegiata rilevato in corrispondenza di presunti illeciti non mostra, a differenza di quanto accaduto in passato, una tipologia prevalente (Tav. V.2).

In particolare, le 7 segnalazioni in cui è stata configurata una ipotesi di reato riguardano: una conversione obbligatoria di azioni di risparmio in azioni ordinarie, un'offerta pubblica di acquisto, un'integrazione societaria, un annuncio di risultati economici positivi inattesi, una revisione di un accordo contrattuale, un'innovazione di prodotto e, infine, un caso di front running, *che si aggiunge ai due segnalati nel 2001 e a quello segnalato nel 2000 (Riquadro 7).*

TAV. V.2

TIPOLOGIA DELLE INFORMAZIONI PRIVILEGIATE NELLE SEGNALAZIONI ALL'AUTORITÀ GIUDIZIARIA IN CUI SI IPOTIZZA IL REATO DI *INSIDER TRADING*

	1997	1998	1999	2000	2001	2002
MUTAMENTO DEL CONTROLLO - OPA	7	13	13	6	9	1
RISULTATI ECONOMICI - SITUAZIONE PATRIMONIALE E FINANZIARIA	4	1	4	1	--	1
OPERAZIONI SUL CAPITALE - FUSIONI - SCISSIONI	2	3	3	3	2	2
ALTRE	3	--	2	7[1]	3[2]	3[1]
TOTALE	*16*	*17*	*22*	*17*	*14*	*7*

[1] Di cui 1 per ipotesi di *front running*. [2] Di cui 2 per ipotesi di *front running*.

RIQUADRO 7

Una fattispecie di abuso di informazione privilegiata: il front running

L'espressione *front running* indica l'abuso di mercato che ricorre quando l'informazione privilegiata è rappresentata dalla prossima immissione sul mercato di un ordine di acquisto o di vendita idoneo a influenzare il prezzo di uno strumento finanziario. Si consideri, ad esempio, il caso di un intermediario che abbia ricevuto da un cliente un cospicuo ordine di acquisto di uno strumento finanziario che, per le caratteristiche intrinseche dell'ordine stesso (la dimensione, il limite di prezzo, etc.), è probabile che produrrà un significativo aumento dei prezzi. L'intermediario, o, come capita più di frequente, un dipendente dello stesso, commette l'abuso di *front running* se anticipa con acquisti in conto proprio l'esecuzione dell'ordine del cliente,

riservandosi di vendere dopo che l'attesa variazione positiva del prezzo abbia avuto luogo.

Il profitto che può essere conseguito con tale strategia non è di solito particolarmente elevato, sia perché le variazioni prodotte dall'ordine di cui si intende abusare sono di rado superiori a uno o due punti percentuali sia perché i quantitativi oggetto della strategia devono essere sensibilmente inferiori alla dimensione dell'ordine *price-sensitive*. Ciò nondimeno, la ripetizione sistematica di tali abusi consente la realizzazione di profitti consistenti. Nel caso di *front running* segnalato all'Autorità Giudiziaria nel corso del 2002, il negoziatore risulta aver guadagnato circa € 100.000 in meno di un mese.

Il *front running* sembra relativamente diffuso fra i negoziatori, cioè fra i dipendenti degli intermediari addetti all'esecuzione degli ordini della clientela istituzionale (compagnie di assicurazione, fondi comuni di investimento, clientela istituzionale estera, etc.). I negoziatori hanno spesso il potere di curare in autonomia l'esecuzione dell'ordine del cliente e, nel far questo, possono incrociare adeguatamente le proposte di negoziazione immesse per conto del cliente con le proposte di negoziazione strumentali alla chiusura della posizione che essi stessi avevano precedentemente aperto. Tornando all'esempio iniziale, il negoziatore, dopo aver effettuato acquisti in conto proprio sulla base della conoscenza dell'ordine del cliente, può incrociare le proposte di acquisto immesse sul mercato per conto del cliente stesso con le proprie proposte di vendita e, specie se il titolo è poco liquido, può scegliere prezzi sufficientemente alti.

La Commissione ha riscontrato in passato casi di *front running* anche da parte di dipendenti di società quotate o investitori istituzionali incaricati di trasmettere gli ordini agli intermediari negoziatori, ovvero di decidere gli investimenti di portafoglio.

Il danno che il *front running* arreca alla credibilità del mercato è evidente e si coglie principalmente attraverso l'esame intragiornaliero dei corsi e, in particolare, della volatilità. Gli intermediari sono dunque in grado di individuare tali pratiche e di replicarle. La recente direttiva sugli abusi di mercato esprime in modo esplicito il divieto del *front running*, benché si ritenga che la condotta fosse implicitamente vietata sia dalla precedente Direttiva sull'*insider trading* sia dall'art. 180 del Tuf.

Il *front running* configura anche una violazione delle regole di correttezza dell'intermediario verso il cliente. Vietare tale condotta solo con riferimento agli obblighi di correttezza, così come avviene ad esempio nell'ordinamento britannico, risulta tuttavia alquanto limitativo, in quanto non consente di perseguire il *front runner* che operi tramite conti aperti presso intermediari diversi da quello di cui è dipendente, ovvero su strumenti finanziari diversi da quello oggetto dell'ordine del cliente ma il cui prezzo dipende dal prezzo di quest'ultimo (ad esempio, uno strumento finanziario derivato).

Per questi motivi, la Commissione mira ad accertare le condotte di *front running* avendo riguardo sia ai profili penali relativi agli abusi di mercato, sia ai profili amministrativi attinenti alla violazione delle regole di condotta degli intermediari. L'attività di indagine viene comunque condotta con una procedura finalizzata a contenere i costi per gli intermediari coinvolti, evitando duplicazioni di richieste.

Considerato il danno di reputazione, diversi intermediari si sono organizzati per

prevenire e individuare i casi di *front running*. La *best practice* richiede ai dipendenti degli intermediari di non operare su propri conti aperti presso altri intermediari o, eventualmente, di segnalare alla struttura di controllo interno dell'intermediario le eventuali operazioni. Inoltre, per evitare che il dipendente negoziatore conferisca ordini a altri intermediari mentre svolge il suo lavoro o comunichi l'informazione privilegiata a terzi, viene richiesto che nelle sale operative degli intermediari siano utilizzati solo i telefoni fissi, che permettono di registrare e se necessario controllare le conversazioni. Attraverso la struttura di controllo interno, l'intermediario può dunque individuare *ex-post* casi di *front running* esaminando le controparti delle operazioni eseguite da ciascun negoziatore. Un elevato numero di negoziazioni effettuate dalla postazione di un dipendente negoziatore con un altro intermediario, non molto attivo sul mercato, segnala l'opportunità di approfondimenti tesi a verificare se dietro la controparte si celi lo stesso dipendente.

Nel corso del 2002 sono stati segnalati all'Autorità Giudiziaria 9 casi di ipotesi di aggiotaggio. Di questi, uno concerne la divulgazione di notizie false, relative all'intento, solo dichiarato, di acquisire la maggioranza del capitale di una società quotata. Gli altri 8 casi riguardano ipotesi di manipolazione operativa.

Nel dettaglio, in 3 casi la manipolazione operativa è consistita in operazioni su titoli azionari attuate per incidere sull'esercizio di opzioni collegate a obbligazioni reverse convertible*; in 2 casi si è trattato di operazioni, che hanno avuto una notevole influenza sui prezzi di diversi titoli, finalizzate allo scambio di pacchetti azionari tra fondi di investimento gestiti dalla stessa società di gestione del risparmio; in un caso, l'operatività è stata mirata a produrre la diminuzione del prezzo di uno strumento finanziario derivato nell'ultimo giorno di negoziazione dell'anno 2001; in un altro caso la strategia manipolativa, indirizzata a ottenere un sensibile calo delle quotazioni di uno strumento finanziario, si è sviluppata in un periodo di alcune settimane, con operazioni concentrate alla fine delle singole giornate; infine, un caso ha riguardato operazioni simulate che hanno alterato significativamente i volumi degli scambi di più titoli quotati al Nuovo Mercato.*

I soggetti segnalati all'Autorità Giudiziaria per ipotesi di abuso di informazioni privilegiate sono stati 105 (Tav. aV.2); di questi, circa la metà risulta coinvolta in due segnalazioni di ipotesi di reato. Tra i soggetti segnalati, prevale al pari degli anni precedenti la categoria degli *insiders* secondari e dei *tippees* (69), costituita da coloro che hanno presumibilmente operato sulla base di informazioni trasmesse da *insiders* istituzionali, seguiti dagli operatori esteri (21), dagli intermediari autorizzati (14) e infine da un solo *insider* istituzionale.

Con riferimento agli accertamenti in tema di aggiotaggio, sono stati segnalati 24 soggetti all'Autorità Giudiziaria (contro i 4 del 2001). Di questi, 18 risultano essere dipendenti di

intermediari autorizzati, 2 sono soggetti con partecipazioni al capitale o con funzioni direttive all'interno di società quotate e 4 sono operatori esteri.

Infine, nel corso del 2002 sono stati notificati alla Commissione, in qualità di parte offesa, 10 avvisi di richieste di archiviazione formulate dal Pubblico Ministero a conclusione delle indagini preliminari concernenti ipotesi di *insider trading* segnalate dalla Consob (Tav. V.3).

Relativamente alle motivazioni di tali richieste, in 2 casi è stata rilevata l'estinzione del reato per prescrizione; in un caso il Pubblico Ministero non ha ravvisato la sussistenza della informazione privilegiata; in due casi il Pubblico Ministero ha rilevato la mancanza di collegamento tra l'informazione privilegiata e i soggetti che hanno operato in borsa, e nei restanti 5 sono stati ritenuti insufficienti gli elementi probatori necessari a supportare la tesi accusatoria.

TAV. V.3

ESITI DELLE RELAZIONI INVIATE ALL'AUTORITÀ GIUDIZIARIA

	1991-1998	1999	2000	2001	2002
ARCHIVIAZIONE	11	10	6	12	10
ARCHIVIAZIONE PARZIALE	--	1	4	1	--
RICHIESTA DI RINVIO A GIUDIZIO	6	2	2	3[1]	2
SENTENZA DI PATTEGGIAMENTO	3	1	3	2	--
SENTENZA DI CONDANNA	2	--	--	1[1]	2[2]
SENTENZA DI ASSOLUZIONE	--	1	--	--	--
SENTENZA DI NON LUOGO A PROCEDERE	--	1	--	--	--
SENTENZA DI ESTINZIONE DEL REATO PER PRESCRIZIONE	--	--	1	--	2
TOTALE	*22*	*16*	*16*	*19*	*16*

[1] La sentenza di primo grado è stata impugnata. [2] Alcuni imputati sono stati assolti.

Nel 2002 si sono avute 2 importanti sentenze di condanna (per *insider trading* e per aggiotaggio) emesse a conclusione di altrettanti procedimenti in cui la Consob era intervenuta nel 2001 come ente rappresentativo degli interessi lesi.

Il primo giudizio, definito con sentenza del Tribunale di Brescia in data 25 giugno 2002, ha tratto origine da una segnalazione inviata nel 1999 alla Procura della Repubblica presso detto Tribunale in merito a un'ipotesi di *insider trading* concernente operazioni di acquisto effettuate sui

titoli Cantieri Metallurgici Italiani (CMI) nei giorni antecedenti la pubblicazione di due notizie privilegiate.

In particolare, il Tribunale ha condannato uno degli imputati, quale insider *secondario, per la violazione dell'art. 180, comma 1, lettera a), del Tuf, per aver acquistato un ingente quantitativo di azioni CMI essendo in possesso di informazioni privilegiate; tali informazioni furono ottenute da un altro imputato condannato, quale* insider *primario, per la violazione della lett. b) del art. 180 , del Tuf, per aver comunicato al primo imputato notizie riservate concernenti i propri programmi di acquisizione della IIL (costituenda società, derivante dalla scissione della CMI spa) prima che dette notizie fossero rese note al mercato. Le pene inflitte agli imputati sono state, rispettivamente, di 8 e 6 mesi di reclusione e 100.000 euro di multa ciascuno, senza sospensione condizionale della pena. Nei confronti di entrambi sono state altresì disposte talune pene accessorie, tra le quali l'interdizione dai pubblici uffici, dagli uffici direttivi delle persone giuridiche e delle imprese, nonché l'incapacità di contrattare con la pubblica amministrazione.*

Il secondo giudizio, definito nel corso del 2002 con sentenza di condanna emessa l'11 dicembre 2002 dal Tribunale di Milano, assume particolare rilievo in quanto rappresenta la prima sentenza in Italia che si pronuncia sulla riconducibilità di alcune operazioni di borsa alla fattispecie degli "altri artifici" prevista, in tema di manipolazione dei corsi di strumenti finanziari, originariamente dall'art. 5 della legge 157/1991, successivamente dall'art. 181 del Tuf e ora, a seguito della novella operata dal d.lgs. 61/2002, dall'art. 2637 c.c. (aggiotaggio),

La novità della sentenza sta nel fatto di aver considerato come pratica manipolativa una serie coordinata di operazioni di per sé lecite, caratterizzate però dal requisito dell'artificiosità, ossia dall'idoneità, per le modalità e i termini di esecuzione, ad alterare il libero e spontaneo processo di formazione dei prezzi degli strumenti finanziari.

Queste manovre in sé non fraudolente, ma oggettivamente idonee a falsare il corretto funzionamento del mercato, sono comunemente definite con il termine di Trade Based Manipulation. *Tali operazioni a differenza di quelle simulate, parimenti previste dalla norma incriminatrice nazionale, sono operazioni effettive e non apparenti; esse, per la dinamica e le caratteristiche con cui sono poste in essere, sono mirate ad alterare artificiosamente il prezzo e dunque a distorcere la funzione allocativa e segnaletica del mercato.*

Ai sensi dell'art. 187 del Tuf, l'Istituto esercita, nei procedimenti penali per ipotesi di *insider trading* e aggiotaggio su strumenti finanziari, i diritti e le facoltà attribuiti dal codice di procedura penale agli enti e alle associazioni rappresentativi di interessi lesi dal reato.

Al fine di esercitare le prerogative attribuite dalla legge, la Consob interviene in tali procedimenti mediante deposito, all'udienza preliminare o nelle fasi preliminari al dibattimento, degli atti di rito ai sensi dell'art. 93 c.p.p.. L'attività di sostegno tecnico al ruolo della pubblica accusa viene espletata nel prosieguo del procedimento con il deposito di memorie tecnico-giuridiche e con l'esercizio delle facoltà di cui all'art. 505 c.p.p.. Tale disposizione riconosce agli enti rappresentativi degli interessi lesi dal reato la possibilità di formulare, tramite il giudice, domande ai testimoni, ai periti, ai consulenti tecnici e alle parti private sottoposte a esame, e di chiedere l'ammissione di nuovi mezzi di prova utili all'accertamento dei fatti.

Nel corso del 2002 la Commissione è intervenuta, in qualità di ente rappresentativo degli interessi lesi, in 2 procedimenti penali di cui uno risultava ancora in corso alla fine del 2002 e l'altro si è concluso in data 12 luglio 2002, con sentenza di non luogo a procedere nei confronti degli imputati per estinzione dei reati loro ascritti dovuta a prescrizione (Tav. V.4)

TAV. V.4

INTERVENTI DELL'ISTITUTO IN PROCEDIMENTI PENALI RELATIVI A REATI DI INSIDER TRADING E AGGIOTAGGIO

ANNI	INTERVENTI	REATO[1]	ESITO AL 31 DICEMBRE 2001[2]
1996	1	INSIDER TRADING	PATTEGGIAMENTO
1997	1	»	SENTENZA DI PROSCIOGLIMENTO PER PRESCRIZIONE[3]
	1	»	SENTENZA DI ASSOLUZIONE
	1	»	PATTEGGIAMENTO
	1[2]	INSIDER TRADING E AGGIOTAGGIO	IN CORSO; SENTENZA DI PATTEGGIAMENTO PER UN SOLO SOGGETTO
1998	1	»	IN CORSO
1999	1	»	SENTENZA DI PATTEGGIAMENTO PER 4 SOGGETTI; SENTENZA DI CONDANNA PER 2 SOGGETTI
2000	1	»	IN CORSO[4]
	1	AGGIOTAGGIO	IN CORSO[5]
2001	3	»	1 SENTENZA DI CONDANNA; SENTENZA DI PATTEGGIAMENTO PER GLI ALTRI 2 PROCEDIMENTI
	2	INSIDER TRADING	1 SENTENZA DI CONDANNA; 1 SENTENZA DI PROSCIOGLIMENTO PER PRESCRIZIONE
2002	2	INSIDER TRADING	1 IN CORSO; 1 SENTENZA DI PROSCIOGLIMENTO PER PRESCRIZIONE

[1] *Insider trading*: art. 2, legge 157/1991, ora art. 180 del Tuf; aggiotaggio: art. 5, legge 157/1991, ora art. 181 del Tuf., ora art. 2637 c.c.. [2] Il procedimento è stato avviato anche per il reato di ostacolo alle funzioni di vigilanza della Consob in materia di *insider trading* (art. 8, comma 2, legge 157/1991). [3] Il procedimento è tuttora in corso con riguardo ad altre ipotesi di reato. [4] In un caso l'intervento era già stato proposto nel 1999, ma a seguito della regressione del procedimento alla fase delle indagini preliminari, è stato necessario riproporre l'intervento nel corso del 2000. [5] In tale procedimento la Consob nel 2001 si è costituita parte civile.

Detto procedimento traeva origine da una relazione, originariamente inviata nel 1996 alla Procura della Repubblica presso il Tribunale di Ravenna, concernente un'ipotesi di insider trading. *Dal procedimento, originariamente incardinato presso il Tribunale di Ravenna (conclusosi nel 2000), erano state*

stralciate, e rinviate per competenza territoriale alla Procura della Repubblica presso il Tribunale di Milano, le posizioni di alcuni imputati.

Le società di gestione di mercati regolamentati e gli scambi organizzati

Nel mese di marzo 2002, sono entrate in vigore le Istruzioni di vigilanza, contenute nel provvedimento emanato il 24 gennaio 2002 congiuntamente dalla Commissione e dalla Banca d'Italia, destinate alle società di gestione dei mercati regolamentati, di sistemi di gestione accentrata di strumenti finanziari, di sistemi di compensazione e garanzia, nonché di servizi di liquidazione. Tali Istruzioni individuano il *corpus* normativo integrato degli adempimenti che, in conformità alle previsioni della parte III del Tuf, i soggetti menzionati sono tenuti a rispettare in ragione dell'attività svolta.

I soggetti vigilati hanno ottemperato nei termini agli adempimenti previsti, inviando la documentazione richiesta. La maggior parte delle comunicazioni ha riguardato informazioni relative alle sedute dei Consigli di amministrazione e dei relativi temi in discussione, nonché i verbali assembleari. Tutte le società vigilate hanno puntualmente inviato i bilanci dell'esercizio sociale 2001 e, qualora dovute, le modifiche intervenute nella compagine azionaria.

L'introduzione delle Istruzioni e il corretto e puntuale rispetto degli obblighi ivi contenuti, benché al primo anno di applicazione, hanno consentito l'avvio di un flusso informativo funzionale non solo all'esercizio dell'attività di vigilanza, bensì anche a un più intenso e costante contatto con le società vigilate. Ciò ha permesso uno scambio di opinioni tra Autorità e soggetti vigilati sulle problematiche connesse all'evoluzione delle caratteristiche del contesto operativo e sulle soluzioni più idonee a tutelare gli interessi del mercato.

Al fine di rendere possibile la realizzazione del progetto di introduzione delle funzionalità di controparte centrale nei mercati gestiti da Mts spa, la Commissione ha modificato il Regolamento 11768/1998 in materia di mercati e ha altresì rilasciato la propria intesa alla Banca d'Italia relativamente all'emanazione del Provvedimento dei sistemi di garanzia, all'approvazione del regolamento operativo della Cassa di Compensazione e Garanzia per i mercati gestiti da Mts spa, alla designazione della Cassa di Compensazione e Garanzia quale sistema ai sensi del d.lgs. 210/2001. Inoltre, congiuntamente alla Banca d'Italia, ha firmato un apposito *Memorandum of understanding* con le Autorità francesi responsabili della supervisione di Clearnet.

Il 18 febbraio 2002, Mts spa, la Cassa di Compensazione e Garanzia e Clearnet hanno firmato una lettera di intenti allo scopo di introdurre le funzionalità di controparte centrale nei mercati gestiti da Mts spa. Il servizio di controparte centrale sarà offerto da Cassa di Compensazione e Garanzia e da Clearnet; le due controparti centrali hanno iniziato a operare il 16 dicembre 2002. L'introduzione della controparte centrale nei mercati a pronti riflette un orientamento sempre più seguito nella prassi internazionale (Riquadro 8).

Il progetto prevede che l'utilizzo della funzionalità di controparte centrale sia, almeno in una prima fase, volontario. In caso di adesione, ciascun aderente ha la facoltà di scegliere tra le due controparti centrali partecipanti all'iniziativa. Tale scelta non può essere fatta transazione per transazione, bensì in via sistematica. La garanzia della controparte centrale si avrà esclusivamente per i contratti tra due operatori che si avvalgono, entrambi, di una delle due controparti centrali; in caso contrario il contratto continuerà a essere non garantito.

Dal punto di vista del trading, *l'introduzione della funzionalità di controparte centrale non ha comportato alcuna modifica: il sistema di negoziazione garantisce l'anonimato e un* book *unico sia per le transazioni garantite che per quelle non garantite, senza segmentazione della liquidità. A livello di* post-trading, *se la transazione viene effettuata tra due aderenti a una delle due controparti centrali, il sistema mantiene l'anonimato anche dopo la conclusione del contratto, mentre se almeno una delle due controparti non aderisce a una controparte centrale, il contratto non è garantito e l'identità delle controparti viene rilevata.*

La Cassa di Compensazione e Garanzia e Clearnet utilizzano un unico sistema di marginazione e un'unica struttura tariffaria. Ciascuna controparte centrale richiama i margini ai propri aderenti. Per consentire agli aderenti di Mts la scelta della controparte centrale e quindi garantire le transazioni tra due operatori non aderenti alla stessa controparte centrale, ciascuna controparte centrale aderisce all'altra in qualità di "partecipante speciale". Ciascuna controparte centrale calcola e richiama i margini all'altra per coprire il rischio reciproco.

Con riferimento alle istruzioni di regolamento, la liquidazione dei titoli continua a ricevere i saldi bilaterali reciproci tra gli operatori contraenti di operazioni non garantite da una delle due controparti centrali. Relativamente alle operazioni garantite, poiché ciascuna controparte centrale compensa acquisti e vendite con un medesimo operatore, la liquidazione dei titoli riceve i saldi bilaterali tra ciascuna delle controparti centrali e gli operatori contraenti di operazioni garantite. Ciò significa che ci sono istruzioni di regolamento, quelle appunto relative alle operazioni garantite, in cui le controparti centrali si trovano a debito o a credito. Se tutti gli operatori sono adempienti, il saldo complessivo delle controparti centrali in liquidazione, a debito o a credito, è comunque pari a zero.

RIQUADRO 8

L'introduzione delle controparti centrali nei mercati a pronti

L'utilizzo delle controparti centrali, con funzioni di compensazione e di garanzia dal rischio di controparte, è stato tradizionalmente limitato ai mercati derivati. Negli ultimi anni, molti mercati a pronti hanno optato per l'introduzione di una controparte centrale. La raccomandazione n. 4 del Rapporto sui sistemi di regolamento della *Task Force* CPSS-IOSCO indica che l'introduzione di una controparte centrale deve essere preceduta da un'analisi costi-benefici.

In generale, i benefici relativi alle controparti centrali sono riconducibili a quattro aspetti. Il primo riguarda l'eliminazione, o quantomeno la minimizzazione, del rischio di controparte: tale beneficio risulta di particolare rilievo per i sistemi di contrattazione elettronici che non consentono la selezione della controparte con cui negoziare; esso è inoltre ritenuto essenziale per attirare operatori stranieri, con evidenti vantaggi in termini di incremento della liquidità del mercato. Si ricorda, poi, l'anonimato delle transazioni, particolarmente apprezzata nei mercati in cui la maggioranza degli operatori negozia in proprio. Seguono infine la riduzione del numero di operazioni da regolare attraverso il *netting* e l'eventuale minore assorbimento del patrimonio di vigilanza degli intermediari per le operazioni garantite dalle controparti centrali (laddove previsto nelle regole di vigilanza).

Tra i costi si possono menzionare, anzitutto, il costo opportunità dei margini versati dagli aderenti alla controparte centrale, per esempio in conseguenza di una remunerazione a tassi minori rispetto a quelli di mercato; tali costi, direttamente proporzionali ai margini versati, sono necessari al fine di avvicinarsi quanto più possibile all'ipotesi di eliminazione del rischio di controparte, a evitare cioè che il rischio di controparte non sia semplicemente traslato dalle controparti originarie alla controparte centrale. È opportuno ricordare anche i costi di funzionamento della controparte centrale, inclusi quelli di adeguamento delle procedure interne degli intermediari, e i relativi profitti. In quest'ultimo caso, l'inclusione dei profitti della controparte centrale tra i costi non tiene conto della possibile coincidenza, almeno parziale, tra azionisti della controparte centrale e aderenti alla stessa; inoltre, dai profitti si intendono esclusi i proventi finanziari netti, i quali risultano compresi, in prima approssimazione, nei costi finanziari derivanti dal versamento dei margini da parte degli aderenti.

Relativamente al rischio di controparte, va sottolineato che nei sistemi di liquidazione DVP (*Delivery versus Payment*) tale rischio è limitato al *replacement cost risk*; infatti, poiché in tali sistemi, tra i quali vi è anche quello italiano, il trasferimento dei titoli è condizionato al trasferimento del contante e viceversa, il rischio (*principal risk*) di perdere il capitale è eliminato. Il *replacement cost* è il costo derivante dalla riesecuzione della transazione. Esso quindi dipende dalla probabilità di insolvenza delle controparti di mercato e dal rischio di mercato, ossia dalla variabilità dei prezzi del mix di strumenti finanziari acquistati o venduti. La probabilità di insolvenza è a sua volta legata, *coeteris paribus*, alla lunghezza del ciclo di regolamento (perché è in questo intervallo che il manifestarsi di un'insolvenza può avere effetti sulle controparti di mercato); il rischio di mercato dipende invece dalla tipologia di strumenti finanziari

(titoli di stato, azioni, etc.) e dalla lunghezza del ciclo di regolamento, dato che la variabilità totale dipende dal tempo.

Una misura di riduzione dei rischi è rappresentata dalla riduzione dell'intervallo di regolamento, visto che il *replacement cost risk* è funzione non solo della variabilità intrinseca degli strumenti negoziati, ma anche dalla lunghezza dell'intervallo di regolamento, che influenza sia la probabilità di insolvenza che il rischio di mercato.

Nel corso del 2002 la Commissione ha approvato alcune modifiche ai regolamenti dei singoli mercati gestiti da Borsa Italiana spa.

Per quanto riguarda il mercato dei *covered warrants*, le innovazioni più rilevanti concernono l'esplicita differenziazione dei *certificates* rispetto ai *covered warrants*, l'individuazione dei requisiti delle merci quali attività sottostanti, il prezzo di liquidazione in caso di esercizio anticipato; la revisione periodica degli impegni di quotazione da parte dell'emittente sui propri *covered warrants* e *certificates*; la possibilità di liquidare gli strumenti finanziari anche attraverso sistemi di liquidazione esteri; la riduzione del requisito di durata minima dei *covered warrants* e la possibilità di liquidare tali prodotti anche in sistemi di liquidazioni esteri.

L'autonoma identificazione dei certificates, *ossia degli strumenti che replicano linearmente l'andamento di un'attività sottostante, rispetto ai* covered warrants, *ai quali erano in passato assimilati, risponde allo sviluppo dell'offerta registrato negli ultimi anni. Tale differenziazione è stata accompagnata dall'introduzione di un apposito segmento nel mercato dei* covered warrants, *che si affianca a quelli già esistenti relativi ai* covered warrants "Plain-vanilla", *"strutturati/esotici" e "*Benchmark".

Sono state inoltre introdotte le modalità di fissazione del prezzo di liquidazione nel caso di esercizio anticipato di covered warrant *o* certificates *con sottostante azioni italiane negoziate nei mercati gestiti da Borsa Italiana, limitando così la discrezionalità degli emittenti che erano tenuti a seguire una previsione analoga solo per i casi di liquidazione a scadenza.*

È stata poi prevista una procedura di esclusione di covered warrants *e* certificates *su richiesta dell'emittente nel caso in cui questi abbia conseguito il possesso di tutti i titoli emessi e si sia verificata l'assenza di scambi dalla data di avvio delle negoziazioni.*

*Infine, è stato previsto che gli obblighi di quotazione, stabiliti in fase di ammissione alla quotazione, a carico degli emittenti-*market makers *sui propri* covered warrants *e* certificates *siano rivisti almeno due volte l'anno. Tali obblighi, e in particolare il quantitativo minimo delle proposte da esporre sul mercato, potranno pertanto essere adeguati ai mutamenti delle condizioni di mercato che si dovessero verificare durante la vita degli strumenti.*

Con riferimento al mercato Idem, la Commissione ha dato il proprio assenso all'introduzione di una nuova disciplina degli obblighi degli operatori *market makers*.

L'avvio nel corso del 2002 di una nuova piattaforma tecnologica di negoziazione del mercato Idem ha consentito alla Borsa Italiana di rivedere complessivamente la disciplina degli obblighi di market making. *Di rilievo è l'introduzione di due distinte categorie di* market maker *con obblighi differenziati di quotazione: da un lato* market makers *con obblighi di quotazione continuativa, dall'altro* market makers *con obblighi di sola risposta alle richieste di quotazione. Tale differenziazione è stata accompagnata da una riformulazione degli obblighi di quotazione; tra questi si segnalano le nuove misure di* bid-ask spread *massimo consentito, ora distinte per i contratti di opzione sulla base dei livelli di prezzo dell'attività sottostante, e l'aggiornamento* intra-day *delle serie su cui sono posti gli obblighi di quotazione, al fine di tener conto di eventuali rilevanti oscillazioni dei prezzi sottostanti durante la seduta di negoziazione.*

Sono state inoltre approvate le modifiche regolamentari relative all'avvio delle negoziazioni sull'Idem di contratti *future* su singoli titoli azionari; tale iniziativa si inquadra in un contesto competitivo caratterizzato da una ampia offerta di *single-stock future* da parte di quasi tutti i principali mercati derivati internazionali (Riquadro 9).

Il 22 luglio 2002, la Borsa Italiana ha avviato le negoziazioni sull'Idem di contratti future *sui titoli Enel, Eni, Telecom Italia, TIM, Unicredito, ai quali si sono aggiunti dal 20 gennaio 2003 contratti sui titoli Generali, STMicroelectronics. Il contratto proposto dalla Borsa Italiana risulta per le sue caratteristiche in linea con quelli già offerti all'estero. In particolare, le attività sottostanti sono azioni ammesse a quotazione in Borsa o nel Nuovo Mercato, per un numero pari a quello previsto per i rispettivi contratti di opzione. I contratti prevedono la consegna fisica dei titoli azionari sottostanti e il prezzo di* settlement *è stabilito pari al prezzo di apertura del titolo azionario il giorno di scadenza. Sono previste quattro scadenze trimestrali (Marzo, Giugno, Settembre, Dicembre) e due mensili, con giorno di scadenza fissato al terzo venerdì del mese e ultimo giorno di negoziazione al giorno precedente. I* market makers *sono tenuti a quotare in via continuativa con obbligo di* spread *denaro-lettera.*

RIQUADRO 9

I contratti future su singoli titoli azionari

I contratti *future* su singoli titoli azionari costituiscono una nuova tipologia di strumenti derivati azionari, offerti dai maggiori mercati regolamentati internazionali, che si aggiungono a *future* e opzioni su indici azionari e opzioni su singoli titoli.

A differenza dei *future* su indici, che permettono di operare strategie esclusivamente a livello di mercato complessivo, il nuovo prodotto consente di effettuare strategie a termine su singoli titoli, quali ad esempio operazioni di copertura su singole azioni. I *future* su azioni costituiscono inoltre un'alternativa all'investimento diretto nel mercato azionario. Si pensi, ad esempio, alla possibilità di operare strategie di *short selling* semplicemente aprendo una posizione "corta" sul *future*, senza necessità di vendere allo scoperto il titolo azionario e ricorrere a complicate e costose operazioni di prestito titoli. Il meccanismo della marginazione tipica dei contratti *future* e il conseguente effetto leva che ne deriva costituiscono, inoltre, un incentivo a operare

strategie di investimento speculative tramite tali contratti anziché tramite i titoli azionari. I contratti *future* sui titoli rappresentano uno strumento complementare ai contratti di opzione eventualmente negoziati sui titoli stessi per operare strategie di copertura. Infine, motivazioni di carattere fiscale possono costituire, laddove vi siano differenziazioni di trattamento, un vantaggio a favore dell'operatività in *future* rispetto a quella a pronti.

Tra i primi a offrire questi nuovi prodotti, il LIFFE (*London International Financial Future and Option Exchange*) ha avviato nel gennaio 2001 le negoziazioni degli *Universal Stock Future*, contratti aventi a oggetto un ampio spettro di azioni, non solo domestiche, ma anche di società europee e americane. Tale iniziativa è stata poi seguita dagli altri principali mercati di derivati sia in Europa (Spagna, Portogallo, Olanda) che nel resto del mondo (Hong Kong, Canada, Australia).

Una scelta diversa è stata invece operata dall'Eurex, il mercato nato dall'iniziativa della *Deutsche Börse*, il quale ha lanciato, in alternativa ai *single-stock future*, le cosiddette *Low Exercise Price Options* (LEPO). Tali prodotti sono contratti di opzione che, avendo un prezzo di esercizio minimo (un euro), replicano nella sostanza il funzionamento di un contratto *future* sulla base dello stesso meccanismo utilizzato per i *covered warrant benchmark*, nei quali, tuttavia, il prezzo di esercizio è pari a zero. Infatti, se nella formula di *pricing* di una opzione viene posto il prezzo di esercizio pari a zero (o di importo minimo) il valore di una *call* è pari (o prossimo) al valore del sottostante a scadenza, ovvero il prezzo *future* dell'attività sottostante.

Le negoziazioni dei future su singoli titoli azionari sono state consentite anche nei mercati statunitensi solo a partire dal 1° aprile 2002, superando così il divieto imposto per un lungo periodo per motivi di tutela degli investitori. In particolare, il Congresso degli Stati Uniti d'America ha approvato il 14 dicembre 2000 il "*Commodity Future Modernization Act* (CFMA)" che, tra l'altro, ha previsto la possibilità di negoziare i cosiddetti "*security future products* (SFP)", includendo sotto tale categoria sia i contratti *future* su singoli titoli che quelli su indici azionari cosiddetti *narrow based*, cioè costituiti da un ristretto numero di componenti. Una particolarità della nuova legislazione è costituita dalla natura attribuita agli SFP: il CFMA ha infatti ricompreso tali prodotti sia nella categoria dei titoli azionari che in quella degli strumenti derivati. Tale modifica legislativa ha alimentato un notevole interesse verso i nuovi prodotti. Ciò è testimoniato dagli accordi di *joint-venture* per il lancio di *single-stock future* da parte del Liffe e del Nasdaq, con la creazione di *Nasdaq Liffe Markets* (NQLX), e da parte dei tre principali mercati derivati americani, il *Chicago Mercantile Exchange*, il *Chicago Board Options Exchange* e il *Chicago Board of Trade*, la cui iniziativa è stata denominata *OneChicago*.

Le caratteristiche contrattuali dei *future* su azioni negoziati nei principali mercati derivati internazionali sono tra loro omogenee. La modalità di liquidazione (consegna fisica a scadenza dei titoli azionari sottostanti ovvero liquidazione del differenziale monetario) costituisce tuttavia un elemento di distinzione tra i vari prodotti offerti. In linea generale, si osserva una preferenza per la consegna fisica, mentre la liquidazione monetaria è normalmente preferita alla prima per i contratti aventi oggetto titoli azionari non domestici, liquidati e accentrati in sistemi esteri. Si noti, tuttavia, che il LIFFE ha previsto il *cash settlement* anche per i *future* su titoli inglesi, mentre lo spagnolo MEFF offre la possibilità ai contraenti di richiedere, in sostituzione, la liquidazione monetaria per tutti i titoli.

PRINCIPALI CARATTERISTICHE DEI CONTRATTI *FUTURE* SU SINGOLI TITOLI AZIONARI

MERCATO	LIQUIDAZIONE	GIORNO DI SCADENZA	TITOLI SOTTOSTANTI	NUMERO TITOLI SOTTOSTANTI
LIFFE (REGNO UNITO)	DIFF. MONETARIO	VARIA IN RELAZIONE ALLA NAZIONALITÀ DEI TITOLI AZIONARI	23 AZ. DOMESTICHE 78 AZ. EUROPEE 20 AZ. AMERICANE	100 AZIONI (1000 PER LE AZIONI ITALIANE)
SFE (AUSTRALIA)	CONSEGNA FISICA	3° VEN. DEL MESE DI SCADENZA	11 AZ. DOMESTICHE	1000 AZIONI (SALVO UN TITOLO 200)
SAFEX (SUD AFRICA)	CONSEGNA FISICA	3° VEN. DEL MESE DI SCADENZA	60 AZ. DOMESTICHE	100 AZIONI
MEFF (SPAGNA)	CONSEGNA FISICA (POSSIBILE OPTARE PER IL DIFF. MONETARIO)	3° VEN. DEL MESE DI SCADENZA	9 AZ. DOMESTICHE	100 AZIONI
OM (NORVEGIA)	CONSEGNA FISICA	3° VEN. DEL MESE DI SCADENZA	40 AZ. DOMESTICHE	100 AZIONI
BVLP (PORTOGALLO)	CONSEGNA FISICA	3° VEN. DEL MESE DI SCADENZA	7 AZ. DOMESTICHE	100 AZIONI
AEX (OLANDA)	CONSEGNA FISICA	3° VEN. DEL MESE DI SCADENZA	10 AZ. DOMESTICHE	100 AZIONI
HKFE (HONG KONG)	DIFF. MONETARIO	ULTIMO GIORNO DEL MESE DI SCADENZA	29 AZ. DOMESTICHE	DA 100 A 2000 AZIONE
MONTREAL EXCHANGE (CANADA)	CONSEGNA FISICA PER I FUTURE SU TITOLI DOMESTICI E DIFF. MON. PER I FUTURE SU TITOLI ESTERI	3° VEN. DEL MESE DI SCADENZA PER I TITOLI DOMESTICI E GIORNO DI SCADENZA DEL CORRISPONDENTE FUTURE SULL'INDICE NAZIONALE PER I TITOLI STERI	1 AZ. DOMESTICA	100 AZIONI

Nel 2002, la Commissione ha approvato alcune modifiche al Regolamento del mercato delle obbligazioni non governative e dei titoli emessi da organismi internazionali partecipati da Stati gestito da Mts spa. L'Istituto ha inoltre fornito il parere di competenza al Ministero dell'economia con riferimento alle modifiche regolamentari del mercato all'ingrosso dei titoli di Stato gestito da Mts spa.

Nel corso dell'anno si è assistito a un ulteriore sviluppo dei sistemi di scambi organizzati, dovuto sia all'aumento della presenza nel settore di intermediari finanziari, anche esteri, sia al miglioramento della qualità dei servizi offerti. Diversi organizzatori hanno infatti intrapreso attività di trasformazione delle piattaforme informatiche e di diversificazione del servizio offerto alla

clientela, avendo riguardo anche a una maggiore efficienza e adeguatezza dell'informazione sulle caratteristiche degli strumenti finanziari negoziati.

La Commissione, consapevole del contributo che i sistemi di scambi organizzati possono apportare alla trasparenza e alla liquidità del mercato, nonché alla qualità del processo di formazione dei prezzi, ha indirizzato alle società che gestiscono sistemi di scambi organizzati richieste di dati e notizie, volte ad acquisire informazioni specifiche sulle modalità di funzionamento, sulla struttura organizzativa, sulle reali modalità di esecuzione delle operazioni, nonché sull'identità dei soci e degli organi societari.

Sempre nell'ambito dell'attività di vigilanza, la Commissione ha vietato gli scambi organizzati di strumenti finanziari effettuati in un sistema gestito da una società a responsabilità limitata. Il provvedimento trae origine dalle risultanze di accertamenti dai quali emergeva che il sistema, nella sua effettiva operatività, non era in possesso di alcuno dei requisiti minimi di trasparenza e di regolarità di funzionamento e che, in sostanza, esercitava l'attività attraverso modalità difformi da quelle contenute nelle regole di funzionamento trasmesse alla Consob e diffuse al pubblico in ottemperanza agli obblighi regolamentari. La stessa società era stata oggetto, nel 2001, di un provvedimento di sospensione a tempo indeterminato limitatamente agli scambi sul sistema relativi a due titoli azionari, sulla base del pregiudizio alla tutela degli investitori che in un sistema di scambi organizzati deriva dall'assenza di regole e procedure adeguate per l'ammissione alle negoziazioni degli strumenti finanziari, nonché di strumenti informativi idonei ad assicurare in ogni momento il regolare e trasparente processo di formazione dei prezzi.

Le società di gestione accentrata di strumenti finanziari

Nel corso del 2002, la Commissione ha verificato le modificazioni statutarie effettuate da Borsa Italiana spa a seguito dell'acquisizione della Monte Titoli spa, già partecipata con una quota pari al 4,1 per cento. Tale operazione è stata perfezionata nel corso del secondo semestre dell'anno. Ai fini dell'acquisto dell'intero capitale sociale, è stata proposta un'offerta mista caratterizzata dalla possibilità, per gli azionisti della Monte Titoli, di ricevere azioni nuove emesse da Borsa Italiana fino al limite del 65 per cento e di cedere le restanti per contanti. L'integrazione muove dall'opportunità per Borsa Italiana di concentrare in un unico soggetto le attività di *trading* e *post-trading*, rafforzando in tal modo il proprio ruolo nel processo di consolidamento dei mercati borsistici europei e sfruttando al massimo le potenzialità del nuovo sistema di regolamento Express II.

A seguito delle valutazioni effettuate dai rispettivi advisors, *il prezzo delle azioni di Monte Titoli spa è stato fissato in 16,4 euro, con un valore di concambio pari a 0,275, contro i 14,18 euro del prezzo medio ponderato di aggiudicazione delle azioni di Monte Titoli stabilito in occasione della vendita da parte della Banca d'Italia, nel dicembre 2000, della propria partecipazione. Alla data del 15 luglio 2002, termine ultimo*

per l'accettazione dell'offerta, risultavano adesioni da parte dei soci della Monte Titoli rappresentanti un numero di azioni pari al 94,56 per cento del capitale della società. Il 50,6 per cento del capitale della Monte Titoli è stato ceduto in cambio di azioni della Borsa Italiana, mentre il 43,9 per cento è stato ceduto per contanti. A conclusione dell'offerta, la partecipazione totale di Borsa Italiana in Monte Titoli risulta pari al 98,7 per cento del capitale.

Nel mese di settembre, l'assemblea di Borsa Italiana spa, al fine di perfezionare l'operazione, ha deliberato l'aumento del proprio capitale per complessivi 1.158.179,36 euro mediante l'emissione di 2.227.268 nuove azioni ordinarie Borsa Italiana spa da 0,52 euro nominali ciascuna, con un sovrapprezzo di 58,3436 euro per azione, da liberarsi tramite il conferimento in natura di azioni ordinarie Monte Titoli.

La modifica di alcune clausole statutarie, quali l'aumento del limite per l'esercizio del diritto di voto (dal 7,5 al 10 per cento) e la riduzione della percentuale di possesso azionario necessaria per la presentazione di liste per la nomina del Consiglio di amministrazione (dal 6,5 al 5 per cento), completano il quadro degli interventi societari resisi necessari per la realizzazione del progetto.

Con l'acquisizione della Monte Titoli si è realizzato un allargamento della base azionaria di Borsa Italiana tramite l'ingresso di nuovi soci con quote complessivamente pari al 3 per cento. Si è anche avuto un incremento della partecipazione dei quattro grandi gruppi bancari azionisti delle due società e una contestuale diluizione delle quote detenute da altri azionisti. Va inoltre segnalato che nel mese di dicembre 2002 sono state effettuate ulteriori operazioni di cessione e acquisizione di partecipazioni nella Borsa Italiana spa da parte di alcuni azionisti della società di gestione.

In particolare, nella settimana dal 23 al 31 dicembre 2002 sono state cedute complessivamente 2.574.394 azioni, pari al 15,86 per cento del capitale sociale della società. Le maggiori variazioni sono relative alla partecipazione di IntesaBci, che ha ridotto la sua quota di capitale della società di gestione dal 15,85 al 4,94 per cento, e quella di Capitalia, scesa dall'8,02 al 5 per cento. Tra gli acquirenti, si segnalano la Banca Monte dei Paschi di Siena (che ha incrementato la propria partecipazione dal 7,03 al 10,36 per cento) e Unicredito Italiano (passata dal 7,79 all'11,11 per cento), che risultano a oggi i due maggiori azionisti della società.

VI. LA VIGILANZA SUGLI INTERMEDIARI MOBILIARI

Le banche, le Sim e gli agenti di cambio

Come negli anni precedenti, l'attività di vigilanza su banche, Sim e agenti di cambio ha tratto frequentemente origine, oltre che dalle risultanze dell'attività ispettiva, dagli esposti trasmessi dagli investitori, il cui numero è risultato in crescita del 23 per cento circa rispetto all'anno 2001 (Tav. VI.1).

In termini assoluti, il numero dei reclami pervenuti è stato pari a 1.030, di cui l'82 per cento circa riferito alle banche e la parte restante a Sim, agenti di cambio e Sgr. La ripartizione degli esposti per singoli servizi di investimento rivela che il 63 per cento dei reclami si riferisce ai servizi di negoziazione e raccolta ordini, con lamentele che hanno riguardato per il 50 per cento circa l'informativa preventiva su strumenti finanziari e per il 30 per cento circa l'esecuzione ordini. Tali lamentele sono presenti anche nel 75 per cento circa degli esposti riguardanti il servizio di collocamento. Inoltre, relativamente al servizio di gestione di patrimoni, come avvenuto per l'anno 2001, assumono un peso rilevante le contestazioni legate al rispetto del contratto di gestione da parte degli intermediari. Infine, 107 esposti, di cui 75 riferiti al servizio di negoziazione, 20 al servizio di collocamento e 12 al servizio di gestione, hanno riguardato lamentele relative alla mancata consegna agli investitori della documentazione richiesta e al mancato riscontro dei reclami presentati agli intermediari.

Nel corso del 2002 la Commissione ha deliberato l'avvio di verifiche ispettive nei confronti di tre Sim, due banche e un agente di cambio, oltre a tre Sgr (Tav. aVI.1). Gli accertamenti invece iniziati nel 2002 stati 11, in quanto oltre alle verifiche ispettive deliberate nel 2002 sono state avviate ulteriori 2 verifiche presso Sim deliberate nel 2001. Le verifiche ispettive concluse nel 2002 sono state complessivamente 12. Di queste, 4 eseguite presso Sim, 3 presso banche, 4 presso Sgr, e una presso un agente di cambio.

Il campo d'indagine delle verifiche ispettive avviate nel corso del 2002 è stato focalizzato sull'assetto organizzativo-procedurale e sull'operatività posta in essere dai soggetti ispezionati. Alcune verifiche invece hanno presentato un più ampio ambito di indagine, volto ad accertare il livello di conformità alla normativa di riferimento dell'operatività dell'intermediario.

Nel corso del 2002, la Commissione ha condotto un'attenta azione di vigilanza volta ad accertare la frequenza di applicazione delle commissioni di movimentazione nell'attività di gestione su base individuale, dopo aver ampiamente chiarito che un criterio di remunerazione del gestore basato sul numero e/o sul controvalore delle operazioni disposte per conto del gestito non si pone in linea con l'ordinamento vigente, e in particolare con il dovere di evitare, per quanto possibile, conflitti di interesse con la clientela.

Avvalendosi della collaborazione delle società incaricate della revisione contabile degli intermediari, sono stati raccolti dati riguardanti circa 130 fra imprese di investimento e banche operative nella gestione

individuale. Dinnanzi a casi che configuravano il possibile mancato adeguamento a quanto prescritto, è stato necessario un supplemento di istruttoria attraverso specifiche richieste di dati e notizie direttamente agli intermediari.

TAV. VI.1

ESPOSTI DEGLI INVESTITORI

OGGETTO DELL'ESPOSTO	BANCHE		SIM[1] E AGENTI DI CAMBIO		SGR		TOTALE	
	2001	2002	2001	2002	2001	2002	2001	2002
NEGOZIAZIONE E RACCOLTA ORDINI								
INFORMATIVA PREVENTIVA SU STRUMENTI FINANZIARI	37	314	1	8	—	—	38	322
ONERI COMMISSIONALI	1	5	--	--	—	—	1	5
OPERAZIONI NON ADEGUATE SENZA PREVENTIVA CONFERMA DEL CLIENTE	52	44	13	9	—	—	65	53
ESECUZIONE ORDINI	94	173	15	21	—	—	109	194
ALTRO	22	66	7	6	—	—	29	72
GESTIONE DI PATRIMONI								
INFORMATIVA PREVENTIVA SU CARATTERISTICHE GESTIONE	15	7	2	3	10	17	27	27
RISPETTO DEL CONTRATTO/ REGOLAMENTO DI GESTIONE	80	40	45	33	27	26	152	99
RENDIMENTI INSODDISFACENTI	10	4	1	1	8	35	19	40
ALTRO[2]	236	108	1	2	1	4	238	114
COLLOCAMENTO E OFFERTA FUORI SEDE								
ASSEGNAZIONE LOTTO PRENOTATO O ORDINATO	1	14	--	3	—	—	1	17
RAPPRESENTAZIONE CARATTERISTICHE PRODOTTI/SERVIZI	43	34	4	6	—	—	47	40
ESECUZIONE DISPOSIZIONI	28	28	10	11	—	—	38	39
IPOTESI DI ATTIVITÀ ABUSIVA	10	--	15	1	—	—	25	1
ALTRO	21	7	7	--	—	—	28	7
TOTALE	*650*	*844*	*121*	*104*	*46*	*82*	*817*	*1.030*

[1] Sono incluse le società fiduciarie. [2] Il dato comprende numerosi reclami pervenuti nei confronti di un unico intermediario con riferimento ad una fattispecie non inquadrabile nelle altre voci della tabella.

Alla luce dei dati raccolti, e tenuto conto del diverso grado di criticità riscontrato, sono stati assunti provvedimenti ingiuntivi nei confronti di 2 intermediari, ordini di convocazione del consiglio di amministrazione di 11 intermediari (la riunione è stata convocata affinché fossero assunte le deliberazioni necessarie per procedere all'eliminazione delle commissioni di movimentazione, al più tardi, entro il 31 dicembre 2002) e richieste di conferma dell'intervenuta eliminazione delle commissioni di movimentazione ad altri 14 intermediari. Tutti gli operatori interessati hanno dichiarato di essersi adeguati alle indicazioni fornite.

Nel vigilare sul processo di adempimento, la Commissione ha anche avuto modo di segnalare le necessarie cautele dinnanzi a schemi operativi alternativi prospettati da alcuni operatori. Così, l'attivazione o lo sviluppo, da parte del medesimo gestore, del servizio di "ricezione e trasmissione ordini" a cui la separata struttura di gestione farebbe pervenire (con relativo addebito al cliente gestito di tale "passaggio") gli ordini, per il successivo inoltro all'intermediario negoziatore, pur non essendo di per sé vietato, può essere giustificato solo quando realizzi un effettivo valore aggiunto rispetto a quanto già rientrante nell'obbligazione del gestore. Inoltre, non basta denominare "spese" quelle che fossero nella sostanza "commissioni di movimentazione" per realizzare il rispetto delle regole vigenti. Si è ribadito al riguardo che "spese" in senso proprio possono essere definite solo quelle consistenti in voci dipendenti da fattori esterni al servizio di gestione tipicamente inteso, quali, ad esempio, le spese per spedizioni postali, e le commissioni pagate al negoziatore per l'esecuzione degli ordini.

Con riferimento alle segnalazioni di ipotesi di reato concernenti l'intermediazione mobiliare, nel corso del 2002 sono state segnalate all'Autorità giudiziaria 17 ipotesi di abusivismo (Tav. VI.2), delitto sanzionato *ex* art. 166 del Tuf, in tutti i casi riferite ad attività svolte attraverso mezzi di comunicazione a distanza (rete internet). È stata, inoltre, segnalata un'ipotesi di gestione infedele di cui all'art. 167 del Tuf. In seguito ad accertamenti di vigilanza svolti nei confronti di due banche e un agente di cambio sono stati, infine, trasmessi, 3 rapporti all'Autorità giudiziaria relativi a circostanze riconducibili al reato di confusione di patrimoni, previsto all'art. 168 del Tuf.

TAV. VI.2

IPOTESI DI REATO CONCERNENTI L'INTERMEDIAZIONE MOBILIARE SEGNALATE ALL'AUTORITÀ GIUDIZIARIA[1]

TIPOLOGIA DI REATO	1997	1998	1999	2000	2001	2002
ABUSIVO ESERCIZIO SERVIZI DI INVESTIMENTO	28	6	10	7	11	17
GESTIONE INFEDELE	2	--	--	--	--	1
CONFUSIONE DI PATRIMONI	2	5	1	6	1	3

[1] Escluse le ipotesi di reato segnalate a carico di promotori finanziari.

Il sistema di indennizzo operante in Italia per i crediti derivanti dalla prestazione di servizi di investimento e per quelli derivanti dalla custodia e amministrazione di strumenti finanziari, rappresentato dal Fondo nazionale di garanzia (originariamente istituito dall'art.15 della legge 1/1991, riconosciuto *ex lege* dall'art. 62 del d.lgs. 415/1996 e successivamente dalle norme del Tuf) ha proseguito la nuova gestione avviata, ai sensi dell'art. 59 del Tuf, con riferimento alle procedure concorsuali per le quali lo stato passivo è stato depositato a far tempo dal 1 febbraio 1998 (Tav. VI.3).

TAV. VI.3

INTERVENTI DEL FONDO NAZIONALE DI GARANZIA
(SITUAZIONE AL 31 DICEMBRE 2002)

		SIM	AGENTI DI CAMBIO	*TOTALE*
INSOLVENZE[1]	1997	4	1	*5*
	1998	2	3	*5*
	1999	1	1	*2*
	2000	1	--	*1*
	2001	1	--	*1*
	2002	--	2	*2*
	TOTALE INSOLVENZE	*9*	*7*	*16*
DI CUI CON AVVENUTO DEPOSITO DELLO STATO PASSIVO		*9*	*7*	*16*
NUMERO CREDITORI AMMESSI		933	847	1.780
IMPORTO CREDITI AMMESSI[2]		1.744	26.077	47.821
INTERVENTI DEL FONDO[3]		*4.928*	*10.320*	*15.248*

Fonte: Elaborazioni Consob su dati del Fondo nazionale di garanzia. [1] Il cui stato passivo sia stato depositato a far tempo dal 1° febbraio 1998. [2] Valori in migliaia di euro, al netto dei riparti parziali effettuati dagli organi delle procedure concorsuali. [3] Interventi correlati ai crediti iscritti, di cui circa 147.000 euro accantonati a fronte di crediti oggetto di giudizi di opposizione in corso. Valori in migliaia di euro.

In particolare, il sistema di indennizzo è intervenuto per 16 casi di insolvenza (9 Sim e 5 agenti di cambio), dei quali 2 dichiarati nel 2002 e relativi ad agenti di cambio. Tale gestione si affianca alla cosiddetta gestione speciale, alla cui copertura concorre il Ministero del tesoro, disciplinata dal regime anteriore al Tuf (Tav. aVI.2); essa riguarda 25 insolvenze con stato passivo depositato anteriormente al 1° febbraio 1998.

Nel corso del 2002 la Consob ha trasmesso al Ministero dell'Economia il parere di propria competenza circa un progetto di modifica dello Statuto, approvato nella seduta del Comitato di Gestione del Fondo nazionale di garanzia, tenutasi il 18 giugno 2002. Nello stesso periodo sono stati resi, inoltre, i pareri relativi ai due aggiornamenti semestrali dei piani triennali della gestione speciale. Sempre con riferimento alle insolvenze anteriori al 1° febbraio 1998, la Commissione ha provveduto a rilasciare al Ministero dell'Economia parere favorevole circa una proroga triennale della gestione speciale (al 30 giugno 2005) e ha risposto al Fondo in merito a un quesito circa le condizioni di configurabilità degli obblighi contributivi degli intermediari nei confronti della gestione speciale.

Nel corso del 2002 la Commissione è stata impegnata nella gestione dell'albo delle Sim e delle fiduciarie. È proseguita infatti la tendenza ormai pluriennale al decremento dei soggetti iscritti nell'albo (passati da 162 nel 2001 a 158 nel 2002; Tav. aVI.3). La causa principale di tale fenomeno è da ricercare nella congiuntura negativa dei mercati finanziari; infatti, fra le cause di cancellazione più frequenti vi è la liquidazione volontaria (5 casi), nonché il mancato esercizio dei servizi di investimento autorizzati. Si rileva, altresì, il rallentamento rispetto al 2001, dei processi di trasformazione in banca o Sgr (4 nel 2002 a fronte di 13 nel 2001). La riduzione del numero di soggetti abilitati alla prestazione dei servizi di investimento continua a interessare, peraltro, anche gli intermediari bancari, il cui numero è passato da 753 a 725 nel corso del 2002.

Le società di gestione collettiva del risparmio

Nel corso del 2002 è proseguita l'azione di vigilanza avente a oggetto le società di gestione del risparmio con patrimonio in gestione di ridotte dimensioni. Tale azione, avviata nel 2001, aveva evidenziato la necessità di un rafforzamento dei presidi organizzativi e procedurali con particolare riguardo ai meccanismi decisionali e di controllo dell'attività di *asset management*. Dalle ulteriori indagini condotte è emerso un complessivo sforzo organizzativo teso ad adeguare la struttura e le procedure interne alle previsioni della regolamentazione vigente.

La persistenza di problematiche concernenti l'assetto organizzativo di alcune Sgr ha reso necessaria l'attivazione di strumenti di vigilanza graduati in funzione delle peculiari situazioni organizzative delle stesse. In particolare, si è fatto ricorso alla vigilanza ispettiva per una sola società mentre, nella gran parte dei casi, sono stati attivati i poteri di indirizzo di cui all'art. 7, comma 1, lett. a) e b) Tuf, al fine di indurre gli organi aziendali a esaminare le criticità evidenziate e a individuare le risorse organizzative atte al loro superamento.

L'attività di vigilanza ha evidenziato carenze organizzative nei presidi di struttura preordinati al controllo dell'attività di investimento anche in società caratterizzate da un'elevata massa gestita. In taluni casi la sostanziale destrutturazione del processo decisionale di investimento e l'inadeguatezza del sistema dei controlli interni, agevolando comportamenti tesi allo "sfruttamento" delle asimmetrie informative, hanno avuto un impatto sulle modalità di prestazione del servizio

gestorio in termini di indebolimento dei requisiti di correttezza formale e sostanziale. In tali, casi la Commissione ha avviato procedimenti sanzionatori che si sono conclusi con proposte di irrogazione di sanzioni amministrative pecuniarie.

In alcuni casi, nei gruppi bancari è stato rilevato un sostanziale accentramento in capo a un unico soggetto dell'intera attività decisionale relativa alla definizione delle strategie generali d'investimento per tutte le società di gestione del risparmio operanti all'interno del gruppo. Tale accentramento non è stato assistito dalla predisposizione dei necessari presidi di controllo da parte del delegante, che spesso non ha neppure utilizzato le forme legali previste dall'ordinamento.

Gran parte delle società di gestione sottoposte ad azione di vigilanza hanno posto in essere significativi sforzi organizzativi finalizzati all'innalzamento dell'efficacia dei sistemi di monitoraggio dei rischi operativi della complessiva attività gestionale.

L'azione di vigilanza della Commissione nel corso del 2002 si è concentrata anche sulla complessa materia della gestione di fondi mobiliari chiusi. In particolare, la gestione di simili fondi da parte di Sgr facenti parte di un gruppo bancario pone problemi di conflitti d'interessi, estrinsecantesi nella possibile esistenza di rapporti di finanziamento o partecipazione tra le società in cui il fondo investe (che per loro natura sono non quotate) e la banca controllante la società di gestione. Nell'effettuazione delle operazioni di investimento in società non quotate da parte di fondi mobiliari chiusi, la Commissione ha ritenuto in ogni caso necessario che la decisione d'investimento si fondi sul presupposto dell'esistenza di *set* informativi adeguati, autonomamente elaborati dal gestore.

I promotori finanziari

Intensa è stata anche l'attività di vigilanza svolta nei confronti dei promotori finanziari, oltre che quella relativa alla tenuta del relativo albo. Infatti, nel corso del 2002 il numero degli iscritti all'albo dei promotori finanziari è cresciuto ulteriormente. Al 31 dicembre 2002, risultavano iscritti 66.743 promotori finanziari, a fronte dei 59.610 iscritti alla data del 31 dicembre 2001 (Tav. VI.4). Anche il numero delle cancellazioni (pari a 2.201) è cresciuto rispetto a quello dell'anno precedente (pari a 1.182). Le cancellazioni per perdita dei requisiti sono state 3, quelle per omesso pagamento del contributo di vigilanza 958, quelle a domanda dell'interessato 1.088 e 94 quelle per decesso.

L'azione di vigilanza ha preso le mosse, come nei precedenti anni, sia da segnalazioni provenienti da investitori e intermediari sia da irregolarità emerse a seguito di verifiche ispettive effettuate presso gli intermediari, e ha dato luogo a numerosi provvedimenti sanzionatori e cautelari.

TAV. VI.4

ISCRIZIONI E CANCELLAZIONI DALL'ALBO DEI PROMOTORI

ANNI	PROMOTORI ISCRITTI ALL'ALBO[1]	ENTRATE[2]	USCITE[2]	*TURNOVER*[3]
1995	25.902	4.512	1.344	14,8
1996	27.105	3.236	1.443	6,9
1997	27.994	2.922	1.961	3,5
1998	33.063	6.358	1.402	17,7
1999	42.810	10.383[4]	1.278	27,5
2000	49.856	8.774	1.085	18,0
2001	59.610	11.001[5]	1.182	19,7
2002	66.743	9.300	2.201	11,9

[1] Al 31 dicembre di ogni anno. [2] Nel dato non sono considerati i provvedimenti di revoca di precedenti delibere di iscrizione e cancellazione. [3] Rapporto tra le nuove iscrizioni all'albo al netto delle cancellazioni e il totale degli iscritti all'albo nell'anno precedente. Valori in percentuale. [4] Di cui 1.800 iscritti di diritto ai sensi dell'art. 3 del d.m. 322/1997. [5] Di cui 2.100 iscritti di diritto ai sensi dell'art. 3 del d.m. 472/1998.

VII. I PROVVEDIMENTI SANZIONATORI E CAUTELARI

I provvedimenti relativi agli intermediari e ai promotori finanziari

Nel corso del 2002 la Commissione ha concluso 27 procedimenti sanzionatori ai sensi degli artt. 190 e 195 d.lgs. 58/1998, nei confronti di esponenti aziendali di intermediari del mercato mobiliare per violazioni della disciplina di settore (Tav. aVII.1). Sono state proposte sanzione amministrative pecuniarie nei confronti di soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo e dipendenti di 12 Sim, 5 banche, 5 Sgr e 5 agenti di cambio. Per ciò che riguarda le Sgr, è da segnalare che la Commissione è per la prima volta intervenuta in tema di correttezza comportamentale e procedurale nei confronti di tali soggetti, portando fra l'altro a compimento alcuni procedimenti sanzionatori avviati nel corso del 2001.

Complessivamente, i soggetti per i quali è stata proposta l'irrogazione di sanzioni amministrative pecuniarie nel 2002 sono stati 318 e l'importo complessivo delle sanzioni proposte al Ministero dell'economia è stato pari a circa 3,2 milioni di euro (contro 1,2 milioni di euro nel 2001).

Le ipotesi di violazione sono state imputate in massima parte agli organi sociali amministrativi e di controllo. Infatti, le anomalie maggiormente ricorrenti hanno riguardato profili direttamente riconducibili alla sfera di competenza propria degli amministratori e dei sindaci, in quanto fondate su disfunzioni di carattere generale. Infatti, le ipotesi di violazione riscontrate si riferiscono frequentemente a carenze procedurali relative ad aspetti istituzionali, ovvero a comportamenti irregolari caratterizzati da una particolare diffusività e persistenza, in quanto derivanti da anomalie nella generale gestione e controllo dell'attività dell'intermediario.

Gran parte delle contestazioni hanno riguardato aspetti relativi alla strutturazione e controllo della rete di distribuzione dei prodotti e servizi di investimento, al rispetto del principio della separazione patrimoniale, allo svolgimento dei servizi di investimento a distanza tramite la rete internet ed all'accesso diretto ai mercati da parte della clientela tramite postazioni interconnesse. A tale ultimo proposito, si evidenzia come la problematica dell'interconnessione abbia formato oggetto, nel corso del 2002, di un intervento da parte della Borsa Italiana Spa finalizzato a garantire l'ordinato svolgimento delle negoziazioni sui mercati da questa gestiti.

Nel caso di Sim e Sgr, le contestazioni che più frequentemente hanno dato origine a procedimenti sanzionatori hanno riguardato violazioni di carattere procedurale, mentre nel caso di banche e agenti di cambio le contestazioni hanno riguardato con maggiore frequenza violazioni di carattere comportamentale (Tav. VII.1).

Oltre alle proposte di irrogazione di sanzioni pecuniarie, la Commissione ha adottato provvedimenti cautelari nei confronti di 3 agenti di cambio (Tav. aVII.2). In 2 casi nel corso del 2002 si sono succeduti i provvedimenti di sospensione, commissariamento e cancellazione, mentre,

nel terzo caso, il provvedimento di cancellazione ha fatto seguito ad un provvedimento di commissariamento assunto nel 2001.

TAV. VII.1

SANZIONI AMMINISTRATIVE PECUNIARIE PROPOSTE ED IRROGATE NEI CONFRONTI DI ESPONENTI AZIENDALI DI INTERMEDIARI
(2002)

	SIM		BANCHE		AGENTI DI CAMBIO		SGR	
	N.	IMPORTI	N.	IMPORTI	N.	IMPORTI	N.	IMPORTI
ESPONENTI AZIENDALI								
AMMINISTRATORI ESECUTIVI	34	404,3	18	108,3	4	106,5	12	382,6
AMMINISTRATORI NON ESECUTIVI	67	405,6	40	242,7	--	--	30	371,3
PRESIDENTE COLLEGIO SINDACALE	1	120,6	4	27,6	--	--	4	71,6
ALTRI SINDACI	25	196,2	12	65,7	--	--	8	109,4
DIRETTORE GENERALE	7	86,2	3	25,1	--	--	3	34,0
CONTROLLER	12	87,6	4	42,8	1	21,5	--	--
DIPENDENTI	5	18,6	9	45,1	1	7,5	4	178,0
TOTALE	*161*	*1.319,0*	*90*	*557,3*	*6*	*135,5*	*61*	*1.146,9*
SANZIONI PROPOSTE ED IRROGATE NEL 2002								
PROPOSTE	81	523,8	56	137,9	5	108,3	52	913,9
IRROGATE	81	523,8	56	137,9	5	108,3	52	913,9
TIPOLOGIA DI VIOLAZIONE								
PROCEDURALE	354	837,4	162	351,4	13	62,6	131	770,1
COMPORTAMENTALE	205	551,8	187	336,0	23	80,7	49	572,6

[1] Valori in migliaia di euro. [2] Il totale differisce dai precedenti per effetto dell'applicazione del cumulo giuridico e il numero si riferisce al numero di violazioni commesse dagli esponenti aziendali.

Per ciò che riguarda invece i promotori finanziari, la Commissione ha adottato 134 provvedimenti sanzionatori e 31 provvedimenti di sospensione cautelare dall'esercizio dell'attività; altri 110 procedimenti si sono conclusi con l'archiviazione. Sono state inoltre trasmesse 72 segnalazioni all'Autorità giudiziaria relative ad ipotesi di reato connesse allo svolgimento dell'attività di promotore finanziario (Tav. VII.2).

TAV. VII.2

PROVVEDIMENTI NEI CONFRONTI DEI PROMOTORI E SEGNALAZIONI ALL'AUTORITÀ GIUDIZIARIA

TIPO DI PROVVEDIMENTO	1997	1998	1999	2000	2001	2002
SANZIONI						
RICHIAMO	8	11	2	21	29	33
RADIAZIONE DALL'ALBO	39	86	70	49	36	58
SOSPENSIONE DALL'ALBO A TEMPO DETERMINATO	5	73	51	73	48	37
SANZIONE AMMINISTRATIVA PECUNIARIA	--	--	4	26	15	6
PROVVEDIMENTI CAUTELARI						
SOSPENSIONE DELL'ATTIVITÀ A TEMPO DETERMINATO	64[1]	76[1]	74	39	50	31
TOTALE	*116*	*246*	*201*	*208*	*178*	*165*
SEGNALAZIONI ALL'AUTORITÀ GIUDIZIARIA	*58*	*137*	*106*	*134*	*72*	*72*

[1] Il dato include i provvedimenti adottati ai sensi dell'art. 45, comma 4, del d.lgs. 415/1996 e, a far tempo dal 1° luglio 1998, ai sensi dell'art. 55, comma 2, del Tuf.

La complessiva diminuzione dei provvedimenti sanzionatori e cautelari nei confronti dei promotori finanziari (da 178 del 2001 a 165 del 2002), che peraltro è coerente con la linea di tendenza manifestatasi negli ultimi anni, sembrerebbe correlata, oltre che alla flessione complessiva dell'attività di intermediazione finanziaria registrata nel corso del 2002, all'accresciuta maturità del settore, alla maggiore efficacia degli strumenti di controllo predisposti dagli intermediari e, presumibilmente, anche ad una più efficace diffusione delle informazioni circa l'applicazione delle sanzioni adottate dalla Commissione nei confronti dei promotori.

Nel 2002 si è registrato tuttavia un incremento dei provvedimenti sanzionatori più gravi (le radiazioni sono aumentate di oltre il 61 per cento, passando da 36 nel 2001 a 58 nel 2002). Tale fenomeno appare connesso, in particolare, ad isolati comportamenti illeciti relativi ad un'operatività – per così dire – "parallela", posta in essere dal promotore al di fuori del mandato conferitogli, incominciata nel periodo di particolare euforia del mercato borsistico e che poi è venuta alla luce essenzialmente a causa della perdurante congiuntura negativa del mercato. Nell'emersione di questi, sia pur limitati, casi, va sottolineato anche il ruolo attivo svolto dagli investitori, che hanno di frequente segnalato agli intermediari mandanti ed all'Autorità di vigilanza i comportamenti anomali dei promotori. Risultano sensibilmente diminuite invece le sospensioni cautelari (da 50 del 2001 a 31 nel 2002), le sospensioni sanzionatorie (da 48 del 2001 a 37 nel 2002) e le sanzioni pecuniarie (da 15 del 2001 a 6 del 2002).

Al fine di restituire valutazioni eque e coerenti all'interno del singolo procedimento sanzionatorio e tra i diversi procedimenti sanzionatori e al fine di assicurare, quindi, una attività di

enforcement omogenea nel tempo, la Commissione si è avvalsa, nel corso dell'anno 2002, di un modello logico-matematico per la determinazione delle sanzioni nei confronti degli intermediari.

I provvedimenti relativi agli emittenti e alle società di revisione

Nel 2002 la Commissione è stata impegnata in una intensa attività di *enforcement* della regolamentazione in materia di sollecitazione e informativa societaria. La Commissione ha formulato 37 proposte di irrogazione di sanzioni amministrative pecuniarie al Ministero dell'Economia (36 nel 2001) e l'importo complessivo delle sanzioni proposte è stato pari a 2,1 milioni di euro (0,9 nel 2001); gli esponenti aziendali nei cui confronti è stata proposta l'irrogazione di sanzioni sono stati 85, contro i 44 del 2001 (Tav. VII.3).

Le irregolarità più frequentemente contestate, sia in termini di numero di casi che di importo complessivo delle sanzioni proposte, hanno riguardato la violazione della normativa sulla sollecitazione all'investimento. In alcuni di questi casi, oltre alle proposte di irrogazione di sanzioni pecuniarie, la Commissione ha provveduto a sospendere in via cautelare o a vietare operazioni di sollecitazione effettuate in violazione delle norme stabilite dal Tuf. In un caso l'offerta aveva ad oggetto azioni di una Sicav estera, mentre in un altro l'offerta aveva ad oggetto prodotti finanziari di un'impresa di investimento estera. In altri otto casi le offerte sospese o vietate avevano ad oggetto azioni di società non quotate italiane ed estere e titoli atipici.

Per ciò che riguarda l'informativa societaria, 11 casi su 12 hanno riguardato contestazioni relative alla mancata o ritardata comunicazione di notizie price sensitive, *mentre in un caso la Commissione ha proposto l'irrogazione di sanzioni nei confronti dei sindaci di un emittente quotato per non aver tempestivamente comunicato alla Commissione stessa diverse irregolarità riscontrate nell'attività di vigilanza (art. 149, comma 3, del Tuf).*

I pagamenti in misura ridotta a fronte di contestazioni da parte della Commissione di violazioni della disciplina relativa alla sollecitazione e all'informativa societaria sono stati 91 (77 nel 2001) e hanno riguardato 90 soggetti (95 nel 2001). L'importo complessivo dei pagamenti in misura ridotta è stato pari a 1,5 milioni di euro (1,2 nel 2001) (Tav. VII.4).

Gran parte dei casi in cui si è avuto il pagamento in misura ridotta hanno riguardato l'omessa o ritardata comunicazione di partecipazioni rilevanti. A fronte dell'accertato incremento di tali violazioni, nel dicembre del 2002, la Commissione, tramite il proprio sito internet, ha richiamato gli operatori al puntuale adempimento degli obblighi fissati della normativa in materia dettata dal Tuf. Per ciò che riguarda l'informativa societaria, invece, i pagamenti in misura ridotta hanno riguardato casi di mancato o ritardato invio alla Commissione di documentazione contabile o di relazioni illustrative riguardanti assemblee straordinarie da parte degli amministratori di emittenti quotati.

TAV. VII.3

SANZIONI AMMINISTRATIVE PROPOSTE DALLA CONSOB AL MINISTERO DELL'ECONOMIA IN MATERIA DI APPELLO AL PUBBLICO RISPARMIO, INFORMATIVA SOCIETARIA E DELEGHE DI VOTO

	2001	2002
N. CASI		
SOLLECITAZIONE	27	14
OPA	--	--
INFORMATIVA SOCIETARIA	6	12
PARTECIPAZIONI RILEVANTI E PATTI PARASOCIALI	3	11
DELEGHE DI VOTO	--	--
TOTALE	*36*	*37*
N. SOGGETTI SANZIONATI		
SOLLECITAZIONE	35	24
OPA	--	--
INFORMATIVA SOCIETARIA	5	18
PARTECIPAZIONI RILEVANTI E PATTI PARASOCIALI	4	43
DELEGHE DI VOTO	--	--
TOTALE	*44*	*85*
IMPORTO DELLE SANZIONI[1]		
SOLLECITAZIONE	545	1.404
OPA	--	--
INFORMATIVA SOCIETARIA	160	400
PARTECIPAZIONI RILEVANTI E PATTI PARASOCIALI	238	300
DELEGHE DI VOTO	--	--
TOTALE	*943*	*2.104*

[1] Valori in migliaia di euro.

Nel corso del 2002 la Commissione ha anche adottato alcuni provvedimenti cautelari di tipo interdittivo nei confronti di società di revisione. In particolare, in tre casi la Commissione ha intimato a società di revisione di non avvalersi di soggetti che ricoprivano il ruolo di *partner*.

Nel primo caso, inerente un *partner* della PricewaterhouseCoopers spa, il provvedimento è stato assunto a seguito degli accertamenti di vigilanza, anche ispettivi, effettuati sull'attività di revisione svolta sul portafoglio titoli di una banca quotata (Banca Popolare di Novara scarl), sia in

sede di relazione semestrale al 30 giugno 1999 che in sede di bilancio d'esercizio al 31 dicembre 1999.

TAV. VII.4

PAGAMENTI IN MISURA RIDOTTA A FRONTE DI CONTESTAZIONI DI VIOLAZIONI DELLE NORME IN MATERIA DI APPELLO AL PUBBLICO RISPARMIO, INFORMATIVA SOCIETARIA E DELEGHE DI VOTO

	2001	2002
N. CASI		
SOLLECITAZIONE	13	6
OPA	2	1
INFORMATIVA SOCIETARIA	11	6
PARTECIPAZIONI RILEVANTI E PATTI PARASOCIALI	51	78
DELEGHE DI VOTO	--	--
TOTALE	*77*	*91*
N. SOGGETTI SANZIONATI		
SOLLECITAZIONE	19	6
OPA	3	1
INFORMATIVA SOCIETARIA	20	6
PARTECIPAZIONI RILEVANTI E PATTI PARASOCIALI	53	77
DELEGHE DI VOTO	--	--
TOTALE	*95*	*90*
IMPORTO DELLE SANZIONI[1]		
SOLLECITAZIONE	344	207
OPA	31	103
INFORMATIVA SOCIETARIA	258	392
PARTECIPAZIONI RILEVANTI E PATTI PARASOCIALI	537	845
DELEGHE DI VOTO	--	--
TOTALE	*1.170*	*1.547*

[1] Valori in migliaia di euro.

Le verifiche effettuate sulla conformità delle procedure di revisione hanno evidenziato rilevanti carenze attinenti alla mancata documentazione del lavoro svolto dai revisori, alla mancata acquisizione di importanti elementi probatori nello svolgimento di specifici test programmati e alla mancata effettuazione di un adeguato controllo da parte del partner responsabile dei lavori. Le irregolarità riscontrate hanno contribuito alla diffusione di un'informativa non veritiera e corretta in merito alla classificazione ed alla

valutazione del portafoglio titoli nel bilancio al 31 dicembre 1999 dell'istituto di credito. Il comportamento tenuto dai revisori è stato ritenuto di particolare gravità in considerazione della rilevanza che l'area titoli riveste nell'ambito dell'attività operativa della banca e quindi delle relative informazioni da fornire in bilancio. Per tali motivazioni è stata adottata la misura massima della sanzione nei confronti del partner responsabile del lavoro.

Nel secondo caso, il provvedimento è stato adottato, nei confronti di un partner della Deloitte & Touche spa, a seguito dell'esame dei lavori di revisione svolti sul bilancio semestrale al 31 dicembre 1999 di una società quotata al Nuovo Mercato (Freedomland spa).

Gli accertamenti eseguiti hanno evidenziato gravi carenze nel processo di revisione in sede di pianificazione delle procedure di revisione, volte alla valutazione dei rischi che caratterizzavano il soggetto revisionato; ciò non ha consentito al revisore di determinare correttamente la natura e l'estensione delle procedure da svolgere sulle poste "crediti verso clienti" e "ricavi", né di valutare correttamente gli esiti delle procedure svolte.

Inoltre le irregolarità riscontrate hanno assunto connotati di particolare gravità tenuto conto che il giudizio espresso dal revisore sui dati contabili presenti nel prospetto informativo predisposto dalla società ai fini dell'offerta pubblica di sottoscrizione e di ammissione alla quotazione delle azioni nel Nuovo Mercato rappresentava un elemento particolarmente rilevante nel processo di quotazione. Per tali ragioni, anche in questo caso, è stata adottata la misura massima della sanzione nei confronti del responsabile dei lavori.

Nel terzo caso, la Commissione ha irrogato un provvedimento sanzionatorio nei confronti di un *partner* della Arthur Andersen spa in relazione ai lavori di revisione svolti sul bilancio d'esercizio al 31 dicembre 1996 di una banca quotata.

*Nel corso degli accertamenti sono state rilevate carenze nel processo di revisione, con riferimento ad una parte dei lavori svolti sull'Area Crediti, che hanno influito in modo non appropriato sulla natura e l'estensione delle procedure di revisione da svolgere e che hanno contributo ad un non corretta classificazione dei crediti "*in bonis*" nel bilancio 1996 dell'istituto di credito. Con riferimento alle irregolarità accertate, la Commissione ha ritenuto di applicare nei confronti del partner responsabile dei lavori di revisione una sanzione di sei mesi.*

L'attività di enforcement via internet

A partire dal 2000 la Commissione ha dato avvio ad un'azione di *enforcement* della regolamentazione sui mercati mobiliari vigilando in maniera sistematica sulle informazioni contenute nei siti internet. L'attività compiuta nel triennio 2000-2002 ha riguardato complessivamente 191 siti *web*, ed ha portato ad 81 azioni di *enforcement* fra provvedimenti sanzionatori e cautelari adottatiti o proposti direttamente dalla Commissione e segnalazioni all'Autorità giudiziaria e ad altre Autorità di vigilanza (Tav. VII.5).

TAV. VII.5

ATTIVITÀ DI *ENFORCEMENT* VIA INTERNET

	2000	2001	2002
N. SITI ISPEZIONATI	107	35	49
DI CUI PER:			
WEB SPIDERING	105	32	21
RASSEGNA STAMPA	1	0	2
SEGNALAZIONI UFFICI OPERATIVI CONSOB	1	3	26
AZIONI DI ENFORCEMENT E SEGNALAZIONI AD ALTRE AUTORITÀ			
PROVVEDIMENTI SANZIONATORI E CAUTELARI CONSOB	9	4	4
SEGNALAZIONI AUTORITÀ GIUDIZIARIA	5	6	20
SEGNALAZIONI GUARDIA DI FINANZA	1	2	2
SEGNALAZIONI BANCA D'ITALIA	2	3	0
SEGNALAZIONE UIC	1	3	10
SEGNALAZIONE AUTORITÀ ESTERE	4	4	2
TOTALE	*22*	*22*	*37*

In particolare, i provvedimenti di enforcement *adottati direttamente della Consob sono consistiti in sospensioni e divieti di sollecitazione all'investimento di strumenti finanziari e di sistemi di scambi organizzati. Le attività illecite sottese a tali provvedimenti sono state condotte attraverso il meccanismo della cosiddetta "catena di Sant'Antonio" e pertanto hanno coinvolto un numero rilevante di risparmiatori.*

Le segnalazioni all'Autorità Giudiziaria, oltre che l'ipotesi di promozione e prestazione abusiva di servizi di investimento (tra i quali hanno assunto una più elevata frequenza la gestione ed il collocamento abusivo di strumenti finanziari), ricomprendono ipotesi di truffa, di abusivismi sanzionati ai sensi del Testo Unico Bancario, nonché della disciplina sull'anti-riciclaggio. Queste ultime fattispecie sono state segnalate anche per competenza alla Banca d'Italia, all'Ufficio Italiano dei Cambi e alla Guardia di Finanza. Le segnalazioni alle Autorità di vigilanza estere, avvenute nell'ambito dei rispettivi protocolli di intesa, riguardano le attività illecite accertate su internet *dalla Consob, in quanto svolte nei confronti di investitori italiani che potenzialmente o effettivamente hanno coinvolto anche investitori non residenti in Italia.*

L'esperienza di vigilanza sul *web* maturata nel triennio 2000-2002 ha evidenziato la trasversalità di questa attività rispetto agli specifici compiti istituzionali espletati dalle diverse divisioni operative. Inoltre, questa attività in termini di verifiche e di mezzi investigativi richiede lo sviluppo di soluzioni adeguate alle specificità di internet quale strumento per lo svolgimento di

attività illecite. In particolare, l'attività di *enforcement* su *internet* richiede in primo luogo l'identificazione dei siti sospetti da sottoporre ad accertamento. Ciò avviene sulla base di tre diverse fonti: l'attività periodica di *web spidering*, le segnalazioni pervenute dalla Divisione Relazioni Esterne, dall'Ufficio Relazioni Internazionali e dagli altri Uffici della Consob, nonché la lettura dei principali quotidiani e periodici finanziari.

L'attività di web spidering *consiste nella ricerca sul* web *di parole ed espressioni filtrate attraverso un algoritmo "intelligente" (di tipo* neural network*) che opera in maniera iterativa. Questo set di espressioni viene continuamente aggiornato per tener conto dell'evoluzione delle attività presentate su internet che potrebbero nascondere una qualche forma di abusivismo; infatti, è stato osservato che nel tempo i comportamenti devianti tendono a seguire degli schemi quasi predefiniti al fine di raggiungere in maniera più efficace il pubblico degli investitori. Ad esempio nell'anno 2000 uno degli schemi più comuni consisteva nella costituzione di fantomatici scambi organizzati ove si quotavano società che promettevano una rapida crescita ed alti ritorni finanziari; nel 2001, invece, ha prevalso la prestazione abusiva di servizi di investimento on-line; nel 2002, infine, molti siti hanno utilizzato uno schema che prevedeva una apparente attività di consulenza che in realtà celava la prestazione abusiva del servizio di gestione e/o di collocamento di strumenti finanziari nonché la sollecitazione all'investimento.*

È da segnalare, infine, che la Consob partecipa dal secondo semestre del 2002 ad un progetto finanziato dall'Unione Europea denominato "FFPOIROT" (*Financial Fraud Prevention - Oriented Information Resources using Ontology Technology*) il cui fine ultimo è di migliorare l'attuale procedura di *web spidering* attraverso l'applicazione di algoritmi di intelligenza artificiale basati sulla nozione di "ontologia" (passaggio dalle parole ai concetti) per l'interpretazione dei contenuti dei siti *web*.

VIII. L'ATTIVITÀ REGOLAMENTARE E INTERPRETATIVA E GLI SVILUPPI INTERNAZIONALI

La disciplina dell'appello al pubblico risparmio

Nel corso del 2002, nell'ambito dell'attività di revisione periodicamente effettuata sulle disposizioni regolamentari attuative del Tuf, sono state introdotte alcune modifiche al Regolamento 11971/1998 in materia di emittenti (Regolamento Emittenti) riguardanti l'appello al pubblico risparmio.

In primo luogo, si è intervenuto sulla disciplina dei casi di inapplicabilità delle disposizioni in materia di sollecitazione all'investimento, contenuta nell'art. 33.

Alla luce delle difficoltà interpretative evidenziate dagli operatori con riferimento al contenuto degli obblighi applicabili, alla natura e all'estensione del controllo sul prospetto da parte della Consob, nonché alle conseguenze sanzionatorie nelle ipotesi di sollecitazione abusiva, si è chiarito che tra le norme non applicabili non rientra l'obbligo di redazione del prospetto informativo, ma solo quello di preventiva comunicazione alla Consob dell'intenzione di effettuare una sollecitazione (art. 94, comma 1 del Tuf). L'art. 33 non risultava, inoltre, coordinato con la disciplina concernente il reciproco riconoscimento dei prospetti informativi, con particolare riferimento alle ipotesi di offerte ai dipendenti. Se infatti un emittente di nazionalità comunitaria procedeva a un'offerta di tal genere poteva essere soggetto o meno all'obbligo di sottoporre il prospetto approvato nel proprio Stato di origine al preventivo controllo della Consob a seconda che avesse deciso di usufruire (come ovvio, ricorrendone tutte le condizioni) della procedura di riconoscimento reciproco ex *art. 10 del Regolamento Emittenti, ovvero fosse ricorso all'esenzione di cui all'art. 33, comma 2, lett. d). La modifica regolamentare è conseguentemente consistita nell'eliminazione, in entrambi i casi, della necessità della previa autorizzazione da parte della Consob e della relativa istruttoria. Tale possibilità è stata espressamente consentita nei soli casi in cui, ai sensi della direttiva 2001/34 e dell'art. 10, comma 3, del Regolamento Emittenti, il riconoscimento in questione sia obbligatorio, ossia quando il prospetto - oltre a essere approvato dall'Autorità competente che ne attesti la conformità alla citata direttiva - non benefici di dispense o deroghe parziali rispetto a quest'ultima.*

Ulteriori modifiche sono state apportate in materia di obblighi informativi in occasione di aumenti di capitale mediante conferimento di beni in natura.

Tale fattispecie rientra nell'ambito applicativo dell'art. 71 del Regolamento Emittenti, il quale impone agli emittenti azioni quotate, in ipotesi di operazioni di acquisizione o di cessione significative, di mettere a disposizione del pubblico, entro quindici giorni dalla conclusione dell'operazione, un documento informativo redatto in conformità agli schemi predisposti dalla Consob. Nelle suddette ipotesi, spesso di particolare rilevanza e delicatezza, si è tuttavia evidenziata l'esigenza che - fermi restando gli altri obblighi di informazione preventiva già in essere - il documento informativo, contrariamente a quanto oggi previsto dall'art. 71, venga predisposto e messo a disposizione del pubblico anche in via preventiva, affinché gli azionisti possano assumere la propria decisione di voto in sede assembleare con la massima consapevolezza,

avendo a disposizione tutte le informazioni necessarie a tal fine, nonché, in via generale, per garantire al mercato la piena conoscenza delle principali caratteristiche dell'operazione e dei riflessi della stessa sull'emittente. L'intervento realizzato si è sostanziato, quindi, nell'esplicito inserimento dell'intera disciplina informativa degli aumenti di capitale con conferimenti in natura nell'ambito applicativo degli artt. 70 e 90 (Fusioni e scissioni) e nella conseguente riformulazione degli artt. 72 e 92, i quali non contemplano più detta fattispecie; la modifica in questione ha inoltre comportato marginali interventi sulle ulteriori disposizioni regolamentari che richiamano le norme in questione (artt. 75, 105, 135 e 136).

Per quanto riguarda l'attività di revisione regolamentare in materia di offerta pubblica di acquisto (Opa), nel corso del 2002 è stato modificato l'art. 50 del Regolamento 11971/1999. In proposito, si rammenta che l'art. 108 del Tuf demanda alla Consob il compito di determinare il prezzo dell'Opa residuale. In attuazione di ciò, l'art. 50 del Regolamento fornisce un'indicazione, peraltro non esaustiva, degli elementi di cui tener conto per detta determinazione, individuandoli rispettivamente nel corrispettivo dell'eventuale offerta pubblica precedente, nel prezzo medio ponderato di mercato dell'ultimo semestre, nel patrimonio netto rettificato a valore corrente dell'emittente, nonché nell'andamento e prospettive reddituali di quest'ultimo.

La modifica dell'art. 50 del citato Regolamento è consistita nell'introduzione di una previsione regolamentare che attribuisce espressamente alla Consob il potere di determinare il prezzo dell'Opa residuale esclusivamente sulla base del corrispettivo dell'offerta che ne ha determinato il presupposto, configurandosi di fatto l'Opa residuale medesima come una sorta di "continuazione" dell'offerta precedente. Il presupposto per l'applicazione della previsione in esame è stato individuato nel raggiungimento di una soglia di adesioni pari al 70 per cento delle azioni oggetto dell'offerta che ha determinato l'Opa residuale, soglia ritenuta indicativa del gradimento del mercato nei confronti del corrispettivo offerto. L'elevato numero di adesioni appare infatti un elemento idoneo ad attestare, in via presuntiva, il "gradimento" del corrispettivo offerto da parte del mercato.

La disposizione in argomento, peraltro, consente alla Consob di tener conto di situazioni particolari che potrebbero giustificare la determinazione di un prezzo di Opa residuale diverso rispetto a quello dell'offerta precedente: tale esigenza potrebbe, ad esempio, ricorrere nei casi in cui sia evidente che il successo della prima offerta sia avvenuto in un contesto di "*market failure*", ovvero qualora siano intervenuti, nel periodo compreso tra detta offerta precedente e l'Opa residuale, fatti modificativi in misura rilevante del valore economico delle azioni (ad es. distribuzione di un maxi-dividendo; perdita di un bene di grande valore dell'azienda, etc..).

Sempre in merito alla fattispecie dell'Opa residuale, nell'esercizio dei poteri previsti dall'art. 112 del Tuf, in materia di modifica della percentuale di flottante rilevante per l'Opa residuale indicata dall'art. 108 del medesimo decreto, la Commissione ha reso noti i criteri generali per l'esercizio di tale potere, fissando una serie di "scaglioni di capitalizzazione" crescenti ai quali

corrispondono diverse percentuali di partecipazioni superiori al 90 per cento, stabilite in modo tale da garantire crescenti controvalori del flottante residuo.

Sulla base di tali criteri, la società di gestione del mercato segnalerà alla Consob i casi per i quali appare possibile determinare una soglia superiore a quella fissata dall'art. 108 del Tuf, relativamente alle società quotate per le quali, in connessione con il lancio di un'offerta pubblica di acquisto totalitaria o per effetto di acquisti di azioni da terzi sul mercato o fuori mercato, possa realizzarsi o si sia realizzata la concentrazione nelle mani di un unico soggetto (o di più soggetti che agiscano di concerto ai sensi dell'articolo 109 del Tuf) di una partecipazione superiore al 90 per cento. Tale è stato il caso di Montedison (dal 1 maggio 2002, Edison spa), la cui soglia è stata elevata al 95 per cento, in occasione dell'Opa residuale lanciata da Edison.

In particolare, nel caso in cui detta condizione possa verificarsi all'esito di una offerta pubblica di acquisto, la nuova soglia verrebbe fissata in via preventiva, mentre in tutti gli altri casi verrebbe fissata su iniziativa della Consob ovvero sulla base di segnalazione dell'interessato. A tale proposito, successivamente all'adozione di siffatta procedura, nel 2002 la Commissione, in un caso (Italgas), ha deliberato di elevare la soglia al 90,5 per cento.

Per quanto riguarda l'attività interpretativa svolta nel corso del 2002, la Commissione ha avuto più volte modo di esprimersi in materia di applicazione della normativa sull'offerta pubblica di acquisto, in connessione o meno con specifiche operazioni concrete.

In particolare, avuto riguardo agli eventuali obblighi di Opa conseguenti a operazioni di fusione o scissione, si rammenta che la Commissione, nell'aprile 2001 ha ritenuto di modificare il disposto regolamentare relativo all'esenzione di cui all'art. 49, lett. f) del Regolamento Emittenti nell'intento di conferire maggiore certezza all'individuazione dei presupposti di applicabilità dell'esenzione e di collegare tale applicabilità a dei parametri il più possibile oggettivi e immediatamente verificabili. A tal fine è stato introdotto, quale elemento distintivo determinante ai fini dell'esenzione, l'esistenza di una delibera adottata dall'assemblea della società quotata potenzialmente oggetto di Opa sulla base di "effettive e motivate esigenze industriali". Conseguentemente a tale modifica, nel corso del 2002 è stato specificato, nelle ipotesi di applicazione del suddetto disposto regolamentare, che la verifica da parte della Consob non comporta un approfondito esame del merito del progetto di fusione, ma solo l'accertamento in ordine all'inesistenza di palesi intenti elusivi da parte dei soggetti coinvolti nella fusione; circostanza che potrebbe dirsi comprovata solo nell'ipotesi in cui, dall'analisi dell'operazione, apparisse prima facie evidente l'inesistenza di esigenze industriali e, al contrario, palese la finalità di utilizzare lo strumento della fusione/scissione al solo scopo di acquisire il controllo della società quotata in elusione alla disciplina dell'Opa obbligatoria.

Con riferimento, inoltre, all'applicabilità delle disposizioni in tema di Opa da consolidamento di cui agli artt. 106 comma 3 lett. b) del Tuf e 46 del Regolamento Emittenti, è stato specificato che, una volta superata la quota del 50 per cento attraverso acquisti effettuati nel rispetto dell'art. 46 (3 per cento nell'arco dei 12 mesi), l'azionista sarà libero di effettuare ulteriori acquisti azionari anche se ciò comporta che nel medesimo arco temporale detti acquisti risultino complessivamente superiori alla prescritta percentuale del 3 per cento.

In altri termini, una volta superata la soglia del 47 per cento (e non avendo effettuato acquisti negli ultimi 12 mesi), il soggetto interessato potrà acquistare, ai sensi dell'art. 46, una percentuale di azioni fino al 3 per cento, che gli consente di ottenere il controllo di diritto della società. Successivamente eventuali ulteriori modifiche alla partecipazione detenuta non comporteranno alcun obbligo di Opa.

La Consob ha infine fornito alcuni chiarimenti in materia di applicabilità della disciplina Opa adottando una Comunicazione interpretativa di carattere generale.

La Comunicazione adottata nel 2002 (Dem/2050754 del 22 luglio 2002) riguarda l'applicabilità dell'esenzione dall'obbligo di Opa alle operazioni che richiedono, per la loro realizzazione, come parte integrante degli accordi di fusione, la stipula di patti parasociali rilevanti ai sensi dell'art. 122 del Tuf.

In particolare in tale occasione la Consob, sulla base dell'esperienza applicativa della fattispecie e alla luce delle modifiche apportate alla norma regolamentare, ha integrato il proprio precedente orientamento giungendo ad affermare che nelle ipotesi in cui la stipula di patti parasociali risulti strettamente funzionale alla realizzazione di una fusione e contestuale agli accordi inerenti il relativo progetto, si può ritenere che gli stessi patti siano parte integrante dell'operazione di fusione e, quindi, che anche in tali ipotesi sia applicabile l'art. 49 del Regolamento, non sussistendo obblighi di Opa: ciò tenendo conto, in ogni caso, delle peculiarità di ciascuna fattispecie concreta e verificando, di volta in volta, che gli accordi di sindacato siano effettivamente funzionali alla realizzazione della fusione ovvero estranei a quest'ultima o ancora indici da cui desumere il carattere elusivo dell'intera operazione.

Nell'ambito della regolamentazione dell'appello al pubblico risparmio è da segnalare l'attività in sede comunitaria relativa alla direttiva sul prospetto da pubblicarsi in caso di offerta al pubblico o di ammissione a quotazione nei mercati regolamentati dell'UE di strumenti finanziari, la cui approvazione comporterà l'adozione di importanti modifiche alla disciplina italiana (vedi Riquadro 10).

RIQUADRO 10

La direttiva sul prospetto e il passaporto europeo degli emittenti

La proposta di direttiva attua un'armonizzazione delle regole relative ai prospetti per la sollecitazione e per la quotazione attraverso l'introduzione di una nozione comune di offerta al pubblico, il contenuto del prospetto da rispettare in tutti gli Stati membri, l'individuazione delle fattispecie di esenzione dall'obbligo di pubblicazione del prospetto e soprattutto dà il passaporto europeo agli emittenti.

In particolare, accanto al modello tradizionale (unico documento) si introduce il prospetto formato da più documenti (il *registration document*, che convoglia le informazioni sull'emittente e la *securities note*, contenente informazioni sugli strumenti

finanziari offerti). Qualunque sia il modello prescelto dall'emittente, un *summary*, che veicola in forma riassuntiva e con un linguaggio non tecnico le caratteristiche essenziali dell'offerta e i rischi associati all'emittente e agli strumenti finanziari, accompagnerà il prospetto. Un formato particolare (base *prospectus*) è previsto per i *programmes* e per le emissioni bancarie continuative o periodiche.

Gli schemi di prospetto, differenziati per tipologie di emittenti e strumenti finanziari offerti, saranno adottati con procedura di comitologia.

In caso di operatività transfrontaliera, l'autorità del Paese d'origine, previa approvazione del prospetto, notificherà all'Autorità dello Stato ospitante, unitamente a copia del prospetto, un certificato di conformità dello stesso all'*acquis* comunitario, la traduzione del *summary* e gli eventuali supplementi. Anche se il meccanismo del passaporto per gli emittenti si fonda sul principio del controllo dell'Autorità del paese d'origine (identificata come il soggetto più idoneo ad effettuare il controllo), tuttavia, si prevedono alcune deroghe a tale principio, introducendo la libertà di scelta dell'emittente con riferimento ad operazioni aventi ad oggetto strumenti finanziari diversi dai titoli di capitale di valore nominale superiore a 5.000 euro o strumenti derivati non emessi dall'emittente del sottostante (o da un soggetto appartenente al gruppo del primo). Al fine di rendere effettivamente operativo il passaporto per gli emittenti, si introduce un regime linguistico semplificato che rende obbligatoria solo la traduzione del *summary* nella lingua dei vari Stati ospitanti in cui l'operazione ha luogo.

La Commissione Europea, con mandato conferito nell'aprile 2002, ha incaricato il *Committee of the European Securities Regulators* (Cesr) di rilasciare entro il 31 marzo 2003 un parere tecnico per la definizione delle regole relative ai prospetti informativi, con riguardo ai requisiti minimi di informazione del prospetto con particolare riferimento ai casi di offerta/ammissione di strumenti finanziari azionari e obbligazionari, di emittenti di recente costituzione e di società di piccole-medie dimensioni, alla possibilità di avvalersi di documenti già pubblicati che contribuiscono a formare il prospetto informativo (*incorporation by reference*), alla modalità di pubblicazione del prospetto.

In conformità alla procedura legislativa prevista in tale Rapporto, che attribuisce significativa importanza alla consultazione pubblica con gli operatori del mercato, il Cesr ha pubblicato, rispettivamente in ottobre e in dicembre del 2002, due documenti di consultazione (Cesr *Advice on possibile Level 2 Measures for the Proposed Directive 02/185b*; *Addendum 02/286*), entrambi disponibili sul sito internet del Cesr. La fase di consultazione si è conclusa il 6 febbraio 2003.

Le proposte di parere pubblicate ai fini della consultazione presentano un sistema di schemi di prospetto modulare (*Building Block Approach*) diretto a ottenere un equivalente grado di trasparenza a livello europeo per le offerte transfrontaliere differenziate, per quanto ritenuto rilevante, anche in relazione alla tipologia di soggetti emittenti. In particolare, con riguardo alle informazioni sulla società emittente, le proposte pubblicate hanno previsto anche specifici schemi di prospetto nel caso di emissione di strumenti finanziari non azionari emessi da istituzioni creditizie, avendo in considerazione la circostanza che si tratta di soggetti sottoposti a vigilanza prudenziale.

La disciplina dell'informativa societaria continua

In materia di informativa societaria continua, una modifica di particolare rilievo al Regolamento Emittenti ha riguardato l'introduzione di un regime informativo *ad hoc* sulle operazioni ritenute "rilevanti" poste in essere da un emittente quotato con parti correlate.

I contenuti essenziali delle informazioni da rendere in tali circostanze sono stabiliti dall'Allegato 3 B) al medesimo Regolamento (che richiede una *disclosure* su i rischi connessi a potenziali situazioni di conflitto di interesse, condizioni e caratteristiche dell'operazione, parti correlate in essa coinvolte, prezzo e valutazioni di congruità sottostanti, compensi attribuiti ad amministratori dell'emittente e di sue controllate per effetto dell'operazione).

Quanto ai tempi di pubblicazione, la norma prevede due possibilità alternative: entro 15 giorni dalla conclusione dell'operazione ove l'emittente decida di fornire al mercato il documento informativo indicato nel citato Allegato 3B; senza indugio, ove l'emittente decida di non pubblicare tale documento e di riportare le informazioni ritenute sensibili e previste dal medesimo Allegato 3B nel comunicato da diramarsi eventualmente ai sensi dell'art.66 del Regolamento Emittenti (informazioni *price sensitive*). Tale ultima modalità, se da un lato accelera i tempi dell'adempimento, dall'altro consente all'emittente di non sostenere i costi di pubblicazione del documento informativo (pubblicazione del documento e del relativo avviso).

Le operazioni con parti correlate cui la norma attribuisce rilevanza sono quelle che "per oggetto, corrispettivo, modalità o tempi di realizzazione possono avere effetti sulla salvaguardia del patrimonio aziendale o sulla completezza e correttezza delle informazioni".

La norma regolamentare rinvia, poi, la definizione di "parti correlate" a un successivo provvedimento della Consob, che tenga anche conto dei principi contabili riconosciuti in ambito internazionale.

La decisione di non inserire direttamente nell'art.71-bis la definizione di "parti correlate" è scaturita, principalmente, dall'esigenza di svolgere approfondimenti sulla materia, per tener conto delle osservazioni formulate dagli operatori in sede di consultazione sul primo testo della norma.

In attuazione di tale previsione, con comunicazione 2064231 del 30 settembre 2002 è stata, quindi, individuata la nozione di parti correlate, sostanzialmente allineata al principio contabile internazionale di riferimento (*International Accounting Standard 24 -Related Party Disclosures,* di seguito Ias 24). Ciò anche in vista dell'entrata in vigore del Regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio dell'Unione Europea 1606/2002 che prevede l'applicazione del sistema dei principi contabili internazionali da parte di tutte le imprese quotate dell'UE in sede di redazione dei relativi bilanci consolidati.

Nel fornire la nozione di parti correlate, si è fatto presente che, essendo lo Ias24 attualmente in corso di revisione, non si può escludere che, per effetto di eventuali modifiche, si possa rendere necessario, anche

in tempi ravvicinati, un intervento di adattamento della stessa. Inoltre, al fine di rendere più agevole la definizione del concetto di "parti correlate", è stato indicato che occorre fare riferimento alle nozioni di controllo (art.93 Tuf), di collegamento e influenza notevole (art.2359, comma 3, codice civile). È stato altresì precisato che tra i soggetti che costituiscono parti correlate devono intendersi compresi i componenti degli organi sociali, i direttori generali e i dirigenti dotati di poteri conferiti dal Consiglio di Amministrazione. Con riguardo, infine, agli stretti familiari "correlati" - oltre al criterio generale per cui in tale categoria rientrano quelli potenzialmente in grado di influenzare la persona fisica correlata all'emittente, o di esserne influenzati nell'ambito dei loro rapporti con l'emittente - è stato precisato che si considerano, in ogni caso, stretti familiari il coniuge non legalmente separato, i parenti e gli affini entro il secondo grado.

Le differenze, di carattere marginale, rispetto alla definizione di parti correlate rinvenibile nei principi contabili internazionali sono motivate, come esplicitato nella comunicazione, sia dalla necessità di ricondurre alcuni concetti espressi nello Ias24, di matrice tipicamente contabile, a categorie giuridiche già note all'ordinamento italiano (ad esempio, in materia di controllo congiunto, collegamento e influenza notevole), sia dall'opportunità di delineare con maggiore precisione concetti che nel principio contabile citato si presentano con contorni non del tutto definiti (ad esempio, per quanto riguarda le persone fisiche da ritenersi correlate all'emittente).

È da osservare che la nozione di parti correlate così individuata assume rilevanza anche in altri settori dell'informazione societaria sottoposti al controllo di trasparenza della Consob (in particolare: conti annuali e consolidati delle società quotate, contenuti della relazione del collegio sindacale di dette società, prospetto di sollecitazione/quotazione). a essa, infatti, è stata attribuita valenza generale così da fornire agli operatori uno strumento fruibile ai fini di tutti gli adempimenti societari rilevanti verso la Consob e il mercato.

Conseguentemente, a decorrere dal 1° gennaio 2003, data di entrata in vigore dell'art.71-bis, la nozione di parti correlate adottata con la riferita comunicazione sostituisce le analoghe definizioni rese dalla Consob in precedenza.

Nel giugno 2002, la Commissione ha inoltre modificato l'art. 69 del Regolamento Emittenti, riguardante la pubblicazione di studi e statistiche da parte di intermediari autorizzati (articolo modificato dapprima con delibera 13086 del 18 aprile 2001, poi così sostituito con delibera 13616 del 12 giugno 2002). A tale proposito, è stata introdotta una nuova disciplina che prevede una differenziazione dei tempi di messa a disposizione del pubblico degli studi prodotti nel caso in cui siano destinati ai soli soci dell'emittente o delle società in rapporto di controllo con essa o ai soli clienti dell'intermediario autorizzato o delle società in rapporto di controllo con esso (art. 69, comma 2).

In particolare, nell'ipotesi di una regolare distribuzione degli studi prodotti si è previsto un allungamento del periodo di differimento dell'obbligo di diffusione al pubblico da 10 a 60 giorni. Tale diffusione può essere realizzata o attraverso l'invio alla società di gestione del mercato o attraverso la trasmissione alla società di gestione di un avviso recante la notizia della disponibilità dello studio o della statistica nel sito dello stesso intermediario.

Nel caso in cui, invece, anteriormente alla messa a disposizione del pubblico, vi siano notizie in merito ai contenuti di uno studio o di una statistica accompagnate da una sensibile variazione del prezzo di mercato e/o del volume degli scambi degli strumenti finanziari che ne costituiscono oggetto, è stato introdotto l'obbligo di diffondere senza indugio al pubblico, su richiesta della Consob, un comunicato contenente un commento circa la veridicità delle notizie medesime. Se lo studio o la statistica è già stato distribuito alla clientela, in presenza di rumors, *si è introdotto l'obbligo di immediata diffusione al pubblico (art. 69, comma 3).*

Accanto all'attività di controllo sulla diffusione delle informazione *price sensitive* al mercato, la Commissione, nel corso dell'anno, ha effettuato una serie di interventi di carattere interpretativo, volti a integrare e precisare le disposizioni regolamentari.

In particolare, con riferimento all'informazione al mercato da parte delle società di calcio quotate, la Commissione ha constatato che, a causa delle peculiari caratteristiche delle società calcistiche, per le quali riveste notevole importanza l'attenzione da parte degli organi di informazione, si verifica una frequente circolazione di indiscrezioni che espone il mercato al rischio di possibili asimmetrie informative.

A fronte di tale fenomeno si rende necessario, pertanto, che le società usino massima prudenza nel rilasciare dichiarazioni in relazione alle trattative di calcio-mercato, tenendo conto che il preannuncio di notizie riguardanti accordi che non siano ancora sufficientemente definiti è utile solo nel caso in cui sia necessario garantire la parità informativa (Raccomandazione Dem/2080535 del 9 settembre 2002). Al di fuori di tale contesto, comunicazioni di questa natura possono, ad avviso della Commissione, alterare il regolare funzionamento del mercato. Solo al momento della definizione delle operazioni di compravendita dei calciatori, infatti, l'emittente sarà in grado di diffondere al pubblico, ai sensi della normativa vigente, un comunicato idoneo a consentire una compiuta valutazione degli elementi essenziali del caso, quali il prezzo di acquisto o vendita, i compensi stabiliti per i calciatori acquistati e le altre informazioni richiamate nelle precedenti raccomandazioni.

Inoltre, in risposta ad alcuni quesiti su un'operazione di fusione per incorporazione di una società di diritto italiano, quotata sul Nuovo Mercato, in una società di diritto americano, quotata al Nasdaq, con la contestuale ammissione a quotazione di quest'ultima nel Nuovo Mercato, la Commissione relativamente agli obblighi informativi e alla qualifica del Nasdaq, si è espressa stabilendo:

- la possibilità di procedere alla comunicazione dei dati contabili nei tempi concessi dalla normativa americana e applicabilità dell'art. 66, co.6, lettera a), reg. 11971/99, in quanto si ritiene che la disciplina americana in proposito non è in contrasto con quella italiana;
- l'applicabilità della normativa italiana prevista dall'art. 114, comma 4 del Tuf, in merito alla facoltà di dilazionare i comunicati *price sensitive* e conseguente impossibilità di dilazionare "automaticamente" la comunicazione delle informazioni *price sensitive* secondo il principio vigente negli Stati Uniti;

– che il Nasdaq non è incluso nell'elenco previsto dall'articolo 67 del Tuf e, di conseguenza, non può essere considerato un mercato regolamentato in quanto non è riconosciuto nel nostro Paese; da ciò ne deriva che per esso non si possa sostenere l'equiparazione al mercato regolamentato "Nuovo Mercato", ai fini dell'applicazione del relativo Regolamento.

La disciplina dell'informativa contabile e periodica e delle società di revisione

Nel corso del 2002, su istanza di una banca quotata, la Commissione ha fatto conoscere il proprio orientamento circa la contabilizzazione dell'attribuzione di azioni a dipendenti ("*stock granting*") e circa l'utilizzo della riserva di rivalutazione *ex* legge 342/2000.

Per quanto riguarda il primo punto, in assenza di una disciplina codicistica e di principi internazionalmente riconosciuti, la Commissione ha ritenuto ammissibile considerare l'attribuzione di azioni a dipendenti alla stregua di liberalità la cui contabilizzazione incide solo nell'ambito del patrimonio netto, senza comportare alcun costo per la società.

In ordine al secondo punto, la Commissione ha ritenuto che la riserva di rivalutazione ex legge 342/2000 possa essere utilizzata a fronte di svalutazioni o perdite da cessione della partecipata solo se tale scelta contabile sia volta a dare applicazione al principio della continuità dei conti economici in termini di simmetria tra flussi di costi e di ricavi e pertanto sui presupposti che la riserva di patrimonio netto sia alimentata attraverso la diretta imputazione di componenti positive di reddito legittimamente mai confluite nel conto economico e che esista una stretta correlazione tra il componente negativo di reddito che si intende "neutralizzare" e la riserva da utilizzare a tal fine.

Inoltre, per assicurare maggiore efficacia alle comunicazioni al mercato da parte delle società di calcio quotate, la Consob è intervenuta, con la raccomandazione 2080535 del 9 dicembre 2002 sul tema delle informazioni contabili periodiche e dei comunicati stampa relativi a fatti rilevanti. Tale raccomandazione è diretta a promuovere un livello minimo di standardizzazione dei contenuti e delle forme di presentazione delle informazioni finanziarie rese al mercato dalle società calcistiche quotate.

L'esame delle informazioni fornite da tali società ha, infatti, portato a rilevare che per la rappresentazione dei medesimi eventi gestionali, tipici del settore, vengono adottati comportamenti difformi nella selezione e nelle modalità di presentazione delle informazioni di maggior rilievo sull'andamento delle società. Questa eterogeneità di comportamenti non agevola la comparabilità dei dati e la loro immediata fruibilità. Inoltre tale raccomandazione, in considerazione delle specificità del settore del calcio, è diretta a sollecitare una maggiore attenzione sulle informazioni concernenti la gestione finanziaria e gli eventi che caratterizzano la complessiva gestione dei calciatori, con particolare riferimento al fenomeno dell'acquisto dei diritti pluriennali.

A tali fini, la Commissione, anche a seguito di una consultazione con i soggetti interessati, ha individuato alcuni dati e notizie particolarmente significativi per una migliore comprensione della dinamica gestionale delle società di calcio, informazioni che raccomanda siano riportate con immediata evidenza nelle

comunicazioni finanziarie relative alla rendicontazione periodica (ad esempio, nelle prime pagine del documento) e nei relativi comunicati stampa.

*I dati che si richiede di evidenziare sono: la posizione finanziaria netta e le relative componenti principali a breve e a medio-lungo termine; il rapporto di indebitamento, inteso come rapporto tra indebitamento finanziario al netto delle disponibilità liquide, e il patrimonio netto; le variazioni delle disponibilità liquide (*cash flow*). Si ritiene peraltro necessario che ulteriori informazioni siano fornite nelle note di commento, con particolare riguardo, tra l'altro, all'indicazione delle posizioni debitorie e creditorie verso parti correlate.*

La Commissione ha raccomandato inoltre che nei commenti siano opportunamente evidenziati i maggiori effetti economici e finanziari legati a fenomeni a carattere stagionale, alle eventuali operazioni di cartolarizzazione, alle campagne abbonamenti, ai contratti di sponsorizzazione e di licenza dei diritti radio-televisivi e, infine, alle campagne di trasferimento dei calciatori, anche con riferimento ai trasferimenti intervenuti dopo la chiusura del periodo di riferimento dei rendiconti periodici. Una ulteriore puntuale raccomandazione riguarda la necessità di dare separata evidenza, quando ricorrano situazioni di tensione finanziaria, alle eventuali sanzioni tributarie o contributive cui la società sia esposta.

Per quanto riguarda le note relative ai bilanci e alle semestrali, si è raccomandato di corredare l'analisi della voce "diritti alle prestazioni dei calciatori" di una tavola riassuntiva che riporti, per ciascun calciatore, il valore di carico originario, la durata del contratto e il periodo di ammortamento, l'ammortamento cumulato sino al periodo di riferimento e il valore residuo da ammortizzare.

Con riguardo agli sviluppi in ambito internazionale, nell'ambito del processo di armonizzazione delle regole dell'informazione finanziaria in ambito europeo, va segnalata l'adozione da parte del Parlamento Europeo e del Consiglio del Regolamento 1606/2002, relativo all'applicazione da parte delle società quotate di un'unica serie di principi contabili internazionali, gli *International Financial Reporting Standards* (Ifrs) emanati *dall'International Accounting Standard Board* (Iasb), nella predisposizione dei bilanci consolidati a partire dal 2005. Il Regolamento consente inoltre che le medesime regole possano essere estese anche alle imprese non quotate e/o ai bilanci d'esercizio.

Coerentemente con l'indirizzo generale assunto dall'Unione Europea di rendere applicabili in Europa i principi contabili internazionali, la Commissione Europea ha intrapreso un'opera di "modernizzazione" delle direttive finalizzata ad applicare tali regole, qualora recepite dai singoli Stati membri, a tutte le società europee.

Il nascere di tali iniziative, volte all'armonizzazione e al miglioramento dell'informazione finanziaria in sede europea, ha evidenziato la necessità di interventi delle autorità di controllo dei mercati finanziari miranti a coordinare in sede europea le interpretazioni delle nuove norme e l'attività di vigilanza. In tale contesto è stato istituito un apposito gruppo permanente sull'informazione finanziaria, denominato Cesrfin. Le attività operative fanno capo a due sottogruppi: il *Subcommittee on International Standard Endorsement* e il *Subcommittee on Enforcement.*

In particolare, nel corso del 2002, il primo sottocomitato ha proceduto all'attuazione del proprio piano di lavoro concernente, tra l'altro, la valutazione dei nuovi progetti dello Iasb e la modernizzazione delle direttive contabili.

Per quanto riguarda l'armonizzazione delle attività di vigilanza il secondo sottocomitato, preso atto di una precisa richiesta contenuta nel preambolo del citato Regolamento sugli Ifrs, ha sviluppato un piano di lavoro riguardante le principali aree del controllo dell'informazione finanziaria e ha emanato un primo documento relativo ai principi generali cui deve ispirarsi tale controllo. In particolare, l'attività del sottocomitato ha dato seguito a quanto contenuto nel sedicesimo considerando del Regolamento, con il quale viene richiesto alla Commissione Europea di collaborare con gli Stati membri, attraverso il Cesr, allo sviluppo di sistemi armonizzati di vigilanza.

Ciò ha condotto il Cesr alla pubblicazione nel mese di ottobre 2002 di un documento di discussione recante 21 principi generali cui dovrebbe ispirarsi un efficiente sistema di vigilanza sull'informazione finanziaria. Il documento, che dovrebbe essere adottato dal Cesr nei primi mesi del 2003, descrive un meccanismo di controllo istituzionale basato su autorità amministrative indipendenti nazionali.

Tali autorità potranno assumere forme giuridiche e organizzative diverse, in relazione ai singoli contesti normativi nazionali, ma dovrebbero armonizzare la propria attività condividendo i medesimi obiettivi e adottando simili strumentazioni di controllo.

Con riferimento all'attività di regolamentazione in materia di revisione contabile, la Commissione ha raccomandato alle società di revisione iscritte nell'Albo Speciale di adottare i nuovi principi di revisione contabile emanati dal Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e dal Consiglio Nazionale dei Ragionieri e dei Periti Commerciali (delibera 13809 del 30 ottobre 2002).

*Tali principi sono stati mutuati dai principi di revisione internazionali Isa (*International Standards on Auditing*), emanati dallo Iapc (*International Auditing Pratices Committee*), ora denominato Iaasb (*International Auditing and Assurance Standards Board*), comitato esistente nell'ambito dell'Ifac (*International Federation of Accounts*).*

Il lavoro svolto dalla professione contabile italiana, con la stretta collaborazione della Consob, si è incentrato sulla valutazione delle modifiche necessarie ai principi Isa ai fini del loro recepimento a livello nazionale.

Con tale raccomandazione l'Italia ha compiuto un importante passo avanti nella disciplina delle regole tecniche della revisione, allineandosi agli standards *più evoluti a livello internazionale.*

In generale, nell'introduzione in Italia di tali principi internazionali si è ritenuto opportuno, da un lato, tener conto dei necessari richiami e/o modifiche derivanti da norme di legge e regolamentari, nonché da comunicazioni Consob, che in parte avevano già disciplinato alcuni aspetti della revisione contabile e, dall'altro, mantenere alcune procedure di revisione obbligatorie già presenti nei nostri principi, apportando a tali obblighi le modifiche dovute per tener conto del mutato approccio di revisione contenuto nei principi stessi, nei quali risulta centrale la valutazione del "rischio". Il nuovo corpo di principi si applica ai lavori di revisione contabile a partire dai bilanci di esercizio e consolidato chiusi al 31 dicembre 2002.

Accanto ai nuovi principi restano in vigore quelli già raccomandati dalla Consob con ulteriori precedenti provvedimenti. A tal proposito la Consob, attraverso la partecipazione ai gruppi di lavori della Iosco continua a svolgere in ambito internazionale un'attività di analisi e di commento ai principi di revisione internazionali emanati dall'Ifac, al fine di garantire un innalzamento della qualità generale dei principi di revisione predisposti da tale organismo.

La disciplina dei mercati

Nel corso del 2002 la Commissione ha approvato due delibere apportanti modifiche e integrazioni al Regolamento 11768/1998 in materia di mercati. Nella prima, le modifiche e le integrazioni hanno riguardato una limitazione dell'obbligo di dematerializzazione degli strumenti finanziari diffusi (art. 23, comma 2, lett. c)), la riduzione del termine, da cinque a tre giorni, per il rilascio da parte degli intermediari delle certificazioni attestanti la partecipazione al sistema di gestione accentrata (art. 34, comma 1), l'immissione in regime di dematerializzazione delle quote o azioni di Oicr rappresentate da un certificato cumulativo (art. 48, comma 3, Dematerializzazione degli strumenti finanziari non accentrati) e l'immissione in regime di dematerializzazione delle quote o azioni di Oicr di tipo aperto (art. 49, comma 2, Dematerializzazione degli strumenti finanziari di nuova emissione).

La modifica dell'art. 23, comma 2, lettera c) ha limitato l'obbligo di dematerializzazione degli strumenti finanziari diffusi agli emittenti inclusi nella sezione A del relativo elenco, ossia quelli sottoposti agli obblighi di comunicazione al pubblico di cui agli articoli 109, 110 e 111 del Regolamento 11971/1999 in materia di emittenti.

L'integrazione all'art. 48, riguardante la dematerializzazione di strumenti finanziari non accentrati, è stata attuata al fine di tenere conto delle caratteristiche precipue delle quote o azioni di Oicr rappresentate da un certificato cumulativo, quest'ultimo tenuto in deposito gratuito amministrato presso la banca depositaria. La soluzione adottata tiene conto delle seguenti esigenze: (i) la verifica dei diritti corrispondenti alle quote o azioni di Oicr è di competenza dell'emittente, che è l'unico soggetto a conoscenza delle generalità del singolo sottoscrittore e del numero delle quote o azioni di sua proprietà ; (ii) la dematerializzazione presuppone l'apertura da parte di ciascun partecipante all'Oicr di un conto presso un intermediario autorizzato; a ciascun intermediario è fatto obbligo di richiedere all'emittente la verifica di cui al precedente punto; (iii) l'immissione delle quote o azioni di Oicr nel sistema di gestione accentrata in regime di dematerializzazione comporta l'annullamento del certificato cumulativo tenuto dalla banca depositaria, e la contestuale formazione di un nuovo certificato cumulativo rappresentativo delle quote o azioni non ancora dematerializzate.

L'integrazione all'art. 49, riguardante la dematerializzazione di strumenti finanziari di nuova emissione, è stata attuata al fine di permettere l'immissione in regime di dematerializzazione di quote o azioni di Oicr di tipo aperto. Il meccanismo di funzionamento di tali organismi, infatti, non consente di determinare, a differenza di quanto avviene per altre categorie di strumenti finanziari, l'ammontare previsto dell'emissione; ciò in quanto, l'ammontare delle quote o azioni è variabile giorno per giorno in funzione

delle domande di sottoscrizione e rimborso. Inoltre, il medesimo meccanismo non prevede una durata prestabilita del collocamento, essendo quest'ultimo permanente. Al fine di superare tali problemi, è stata introdotta una disciplina ad hoc *che distingue due fasi. La prima, antecedente l'inizio dell'offerta, nella quale l'emittente comunica alla società di gestione accentrata la data di inizio dell'offerta, nonché le modalità di regolamento delle operazioni di emissione e rimborso. La seconda, durante il periodo dell'offerta, nella quale l'emittente comunica l'ammontare degli strumenti finanziari emessi in ciascuna giornata.*

Con la seconda delibera sono state apportate una serie di modifiche e integrazioni al capo rubricato "Liquidazione delle insolvenze di mercato", la più importante delle quali riguarda la definizione di "aderente" (art. 14, comma 1, lett. c)).

*Viene meno il riferimento esclusivo all'art. 70 del Tuf. Al suo posto si fa riferimento ai "sistemi di garanzia basati su controparte centrale" di cui al Provvedimento Banca d'Italia 22 ottobre 2002 recante la disciplina dei sistemi di garanzia (*ex *art. 68, 69, comma 2 e 70 del Tuf, "Provvedimento dei sistemi di garanzia"), che includono oltre alle controparti centrali dei mercati derivati, ai sensi dell'art. 70 del Tuf, anche le controparti centrali dei mercati* cash, *ai sensi dell'art. 68 del Tuf. In tal modo, la disciplina delle insolvenze di mercato, applicabile a oggi alle sole controparti centrali dei mercati derivati, risulta altresì applicabile alle controparti centrali dei mercati a pronti.*

Nel corso del 2002, la Commissione ha collaborato intensamente con la Banca d'Italia, rilasciando la propria intesa all'emanazione del Provvedimento sui sistemi di garanzia, all'approvazione del relativo regolamento operativo della Cassa di Compensazione e garanzia per i mercati gestiti da Mts e del regolamento operativo previsto dalla normativa secondaria in materia di servizi di liquidazione (ai sensi dell'art. 69, comma 1 del Tuf), nonché all'emanazione del Provvedimento Banca d'Italia recante le prescrizioni in materia di "definitività degli ordini di trasferimento" e del Provvedimento di designazione della Cassa di Compensazione e Garanzia quale sistema ai sensi del d. lgs. 210/2001.

Il Provvedimento Banca d'Italia sui sistemi di garanzia disciplina in maniera unitaria il funzionamento dei sistemi di garanzia delle operazioni su strumenti finanziari, derivati e non derivati. Il Provvedimento del 16 giugno 1999, disciplinante l'attuale Fondo di garanzia della liquidazione, rimarrà comunque in vigore fino alla completa sostituzione della liquidazione dei titoli da parte del nuovo sistema di regolamento Express II. *Nel quadro di un richiamo generale all'esigenza di una "sana e prudente" gestione di questi sistemi, la disciplina stabilisce, tra l'altro, i requisiti patrimoniali per i gestori, le caratteristiche generali dei presidi posti a tutela dei rischi, l'obbligo per i gestori di separare contabilmente e da un punto di vista organizzativo l'attività di garanzia dalle altre eventualmente svolte. In un contesto di integrazione fra mercati, vengono inoltre disciplinate le modalità atte a consentire i collegamenti internazionali fra controparti centrali. Coerentemente allo schema normativo seguito nella disciplina di altri settori del* post-trading, *la predisposizione della regolamentazione di dettaglio dei sistemi (il cosiddetto regolamento operativo) viene affidata ai gestori; il regolamento operativo deve comunque essere approvato dalle Autorità.*

Il regolamento operativo dei servizi di liquidazione Express II *disciplina in maniera unitaria, in considerazione della loro complementarità, le procedure di liquidazione netta e lorda. La componente netta si articola su due cicli di liquidazione e regolamento: un ciclo notturno e uno diurno. La componente lorda si svolge in orario diurno e regola le operazioni in tempo reale su base bilaterale. Il ciclo netto diurno è volto a gestire gli eventuali* fail *della fase notturna e può essere utilizzato anche come strumento di* contingency *per il* recovery *della stessa. Il ciclo notturno rimane comunque il cuore del processo di regolamento. Le operazioni che sono rimaste ancora non regolate al termine del ciclo diurno di liquidazione netta vengono inserite nella liquidazione lorda e sono trattate al pari di tutte le altre operazioni in essa inserite. Ulteriori caratteristiche generali di* Express II *sono la riserva di liquidità dedicata nei conti della banca centrale, l'utilizzo del* collateral *quale risorsa di liquidità aggiuntiva, la presenza di meccanismi di gestione dei* fail *e la garanzia di chiusura della liquidazione in presenza di un partecipante insolvente.*

In materia di definitività degli ordini di trasferimento e dei relativi effetti sui sistemi di regolamento e di controparte centrale, il Provvedimento stabilisce che nei sistemi di regolamento gli ordini di trasferimento sono considerati immessi in un sistema, e quindi definitivi, non prima che ricorrano le due condizioni della definitiva sottrazione delle operazioni alla disponibilità delle parti (irrevocabilità) e della definitiva imputazione delle stesse in capo ai soggetti liquidatori; tale momento, in ogni caso, non può essere antecedente il terzo giorno precedente il giorno di regolamento.

Con riferimento agli sviluppi regolamentari internazionali, si segnalano l'approvazione della direttiva sugli abusi di mercato e le proposte del *Committee of European Securities Regulators* per la definizione delle misure di dettaglio che precedono le fasi della cooperazione internazionale fra Autorità di vigilanza e dell'applicazione delle disposizioni a livello nazionale (Riquadro 11).

RIQUADRO 11

La direttiva sugli abusi di mercato: i lavori preparatori e le misure di implementazione proposte dal Cesr

La direttiva sugli abusi di mercato, proposta dalla Commissione Europea il 30 maggio 2001, è stata pubblicata nella Gazzetta Ufficiale della Comunità Europea il 28 febbraio 2003. La rapidità del processo è spiegata dalla necessità di rispondere adeguatamente ai potenziali abusi di mercato connessi ad azioni terroristiche e dal più flessibile approccio regolamentare offerto dalla procedura Lamfalussy.

Proprio per l'implementazione delle misure di dettaglio (livello 2), il 27 marzo 2002 la Commissione Europea ha richiesto al Cesr dei pareri tecnici su: le definizioni di informazione privilegiata e di manipolazione; gli obblighi informativi degli emittenti di strumenti finanziari; la trasparenza sui conflitti di interessi e l'adeguata presentazione di studi e informazioni che raccomandano o suggeriscono strategie di investimento; le esimenti per le operazioni di acquisto di azioni proprie e per quelle di stabilizzazione. Il Cesr ha consegnato tali pareri nel dicembre 2002 dopo aver consultato in più occasioni e in vari modi i partecipanti al mercato. Sulla base dei suddetti pareri la

Commissione Europea pubblicherà nei prossimi mesi una prima bozza delle disposizioni. In aggiunta, il 31 gennaio 2003 la Commissione ha richiesto al Cesr un ulteriore gruppo di pareri che dovranno essere consegnati entro il 31 agosto 2003.

Con riferimento all'*insider trading*, la direttiva definisce l'informazione privilegiata come un'informazione non pubblica, di natura precisa e *price-sensitive*. Si conferma altresì che essa può riferirsi direttamente o indirettamente sia alle società emittenti di strumenti finanziari che agli strumenti finanziari in sé. Pertanto, il Cesr ha esplicitato che possono rientrare nella nozione anche i dati e le statistiche pubblicate da istituzioni pubbliche, gli studi prodotti dagli intermediari, le decisioni del Governo, i mutamenti nella microstruttura dei mercati. Il Parlamento Europeo ha voluto altresì chiarire che possono costituire informazioni privilegiate gli ordini di acquisto e di vendita che stanno per essere immessi sul mercato. Ne deriva che anche il cosiddetto *front running* rientra tra gli abusi di mercato.

Il Consiglio dell'Unione Europea e il Parlamento Europeo hanno concordato sull'opportunità che: *i*) il divieto di abuso dell'informazione privilegiata consista nell'"utilizzo", e non più nello "sfruttamento", dell'informazione privilegiata; *ii*) l'elenco dei cosiddetti "*insider* primari" includa anche coloro che posseggono l'informazione in virtù di attività criminali; *iii*) l'area dei cosiddetti "*insider* secondari" sia estesa a chiunque conosce o dovrebbe conoscere la natura privilegiata dell'informazione; *iv*) ambedue le categorie di *insiders* siano sottoposte ai medesimi obblighi di riservatezza.

Quanto alla manipolazione informativa, la direttiva vieta la consapevole diffusione, anche tramite Internet, di informazioni suscettibili di produrre indicazioni false o fuorvianti su strumenti finanziari. La direttiva proibisce anche la diffusione di *rumours*. Il Parlamento Europeo ha però richiesto che nella direttiva fosse previsto che le condotte dei giornalisti siano giudicate tenendo in considerazione le norme deontologiche della professione, a meno che il giornalista non abbia tratto un beneficio, diretto o indiretto, dalla diffusione dell'informazione.

L'articolo 6 della direttiva prevede per gli emittenti di strumenti finanziari l'obbligo di comunicare tempestivamente al pubblico le informazioni privilegiate. Tale previsione è analoga a quella contenuta nell'attuale art. 114 del Testo unico della finanza. Nelle misure implementative di livello 2, il Cesr propone che una *inside information* sia pubblicata dall'emittente tramite un "*officially appointed mechanism*". Tale sistema dovrebbe garantire un'efficiente diffusione dell'informazione, assicurandone certezza, rapidità di accesso e concentrazione. Per quanto concerne la tempistica di diffusione delle notizie, le norme di livello 2 indica che la *disclosure* sia effettuata al momento in cui si verifica l'evento a prescindere dalla circostanza che l'evento abbia avuto formalizzazione.

La direttiva consente agli emittenti di decidere autonomamente di ritardare la diffusione delle informazioni privilegiate in caso di legittimo interesse, senza bisogno dell'autorizzazione dell'Autorità competente; è tuttavia riconosciuta la possibilità per gli Stati membri di introdurre l'obbligo per l'emittente di informare l'Autorità competente della decisione. Il Cesr ha scelto di porre a livello 2 solo alcuni "esempi di situazioni" in cui è possibile ritardare la diffusione dell'informazione privilegiata, quali le "vicende in corso di negoziazione" e i negoziati finalizzati al "risanamento finanziario dell'emittente" in caso di continuità aziendale a rischio.

Il Parlamento Europeo ha chiesto di estendere ulteriormente le misure preventive degli abusi, inserendo nella direttiva norme che prevedono che: *i*) coloro che rivestono responsabilità direttive presso una società emittente comunichino il dettaglio delle operazioni effettuate sui relativi strumenti finanziari quotati, *ii*) le società di gestione dei mercati regolamentati adottino adeguate misure per la prevenzione e la *detection* degli abusi, *iii*) le istituzioni pubbliche comunichino in modo adeguato i dati e le statistiche suscettibili di influire in modo sensibile sui mercati finanziari.

Il Consiglio dell'Unione Europea ha anche domandato maggiore flessibilità sui poteri di supervisione e di investigazione conferiti all'Autorità competente. Questi potranno essere esercitati sotto diverse modalità: *i*) direttamente, *ii*) rivolgendosi all'Autorità Giudiziaria competente, *iii*) in collaborazione con altre Autorità o con società di gestione dei mercati, *iv*) delegando i poteri a tali Autorità ma mantenendone comunque la responsabilità.

Riguardo alle sanzioni, lo stesso Consiglio ha chiesto che fosse chiarito nella direttiva che alle imprescindibili misure e sanzioni amministrative gli Stati membri possono eventualmente aggiungere sanzioni penali. Di estrema importanza appare infine la richiesta del Parlamento Europeo perché a livello 2 venga fornito un elenco di tali misure e sanzioni amministrative, che aiuterebbe l'armonizzazione delle sanzioni.

La disciplina degli intermediari

Nel corso del 2002 sono state apportate alcune modifiche al Regolamento 11522/1998 in materia di intermediari (Regolamento Intermediari).

Le principali innovazioni, hanno riguardato le informazioni contenute nell'albo delle Sim, al fine di consentire allo stesso di assolvere le proprie finalità di pubblicità con maggiore ricchezza di informativa per gli investitori e per le controparti di mercato, l'inclusione dei promotori finanziari tra gli operatori qualificati, la ridefinizione del contenuto dell'articolo 39 (*Categorie di strumenti finanziari*), allo scopo di individuare parametri di selezione maggiormente adeguati agli standard in uso sul mercato finanziario e allineati al livello informativo già previsto per i prospetti informativi dei fondi, e la previsione di una maggiore responsabilizzazione dei vertici delle imprese di investimento e delle Sgr nei confronti delle risultanze dell'azione della funzione di controllo interno.

Nel corso del 2002 si è, altresì, conclusa la procedura di approvazione dei documenti predisposti dal Cesr volti a definire una disciplina comune su scala comunitaria delle regole di condotta degli intermediari nei rapporti con gli investitori comuni e investitori professionali ("*Standards and rules for harmonazing core conduct business rules for investor protection*" e "*The professional and the counterparty regimes*"). La disciplina di armonizzazione impone, quindi, un

aggiornamento della normativa interna alla luce di quanto stabilito dal documento licenziato dal Comitato. L'attività di recepimento, peraltro, solo per alcune parti richiederà un intervento di normazione di una certa incisività, mentre in molti altri casi sarà limitata a una specificazione delle regole di comportamento già presenti nel nostro ordinamento a livello di principi generali su cui, in talune occasioni, la Commissione ha avuto modo di intervenire attraverso comunicazioni interpretative.

Nel corso del 2002 è stato, inoltre, avviato il processo di consultazione con le associazioni di categoria per la revisione delle *"Disposizioni concernenti gli obblighi di comunicazione di dati e notizie e la trasmissione di atti e documenti da parte dei soggetti abilitati e degli agenti di cambio"*, contenute nella delibera Consob 12191/99. Obiettivo della revisione, unitamente alla semplificazione delle incombenze gravanti sugli intermediari, è quello di implementare un sistema di trasmissione elettronica delle informazioni che consenta di eliminare, una volta a regime, l'utilizzo di supporti cartacei nel flusso documentale obbligatorio.

Per quanto attiene all'attività interpretativa della disciplina vigente, la Commissione ha dato risposta a diversi quesiti concernenti la disciplina degli intermediari mobiliari.

È stata, innanzi tutto, ribadita la possibilità di intestare a società fiduciarie statiche, per conto di propri fiducianti, contratti di gestione individuali di portafogli anche, nel rispetto di determinate condizioni, nell'ambito di operazioni di rimpatrio di attività finanziarie rappresentate da contratti di gestione con intermediari esteri.

La Commissione ha, poi, avuto modo di intervenire sull'attività di mera segnalazione di clientela, svolta per conto di intermediari autorizzati da parte di soggetti non iscritti all'albo dei promotori finanziari, richiamando gli operatori all'adozione di tutte le cautele necessarie a limitare tale attività entro limiti consentiti. Si è ritenuto, inoltre, conforme alla disciplina di settore lo schema operativo posto in essere da un intermediario incaricato della "raccolta di ordini" provenienti da investitori istituzionali e della successiva canalizzazione degli stessi a un'altra impresa di investimento del gruppo per la relativa esecuzione su mercati esteri. In particolare l'attività svolta dal "raccoglitore di ordini" è stata, nel caso di specie, ricondotta al collocamento del servizio di negoziazione reso dall'altra società e di assistenza post vendita resa agli investitori istituzionali che intrattengono un rapporto contrattuale direttamente con il negoziatore.

Sono state, poi, sottoposte alla valutazione della Commissione, da parte di intermediari autorizzati alla prestazione del servizio di negoziazione per conto terzi, alcune questioni afferenti la possibilità di "esternalizzare" ad altri soggetti - in particolare mediante il ricorso a "call center" - il compimento di determinate operazioni inerenti la prestazione dei servizi di investimento, tra cui, per esempio, il momento della ricezione degli ordini telefonici di compravendita titoli. L'esame di alcune risultanze di vigilanza sulle commissioni di movimentazione ha altresì reso necessari alcuni chiarimenti della Commissione su taluni profili inerenti le modalità di remunerazione del gestore.

Nel corso del 2002 Borsa Italiana spa ha introdotto un nuovo segmento di mercato denominato Mercato Telematico dei Fondi (Mtf), destinato alla quotazione e alla negoziazione di

Oicr di tipo indicizzato (cosiddetti Etf) che riproducono in maniera "passiva" indici o panieri di titoli, e di conseguenza è stato aggiornato il Regolamento Emittenti, prevedendo nuovi schemi (Allegato 1B – Schema 19 e Allegato 1H – Schema 2) per l'offerta e la quotazione di Oicr aperti indicizzati. I nuovi schemi di prospetto contengono tutte le informazioni già previste dagli schemi relativi agli altri Oicr, ma opportunamente rielaborate per tenere conto delle caratteristiche degli Oicr aperti indicizzati, oltre alle informazioni relative alla quotazione dei prodotti in questione. Agli Oicr indicizzati quotati sono stati estesi gli obblighi di informazione su fatti rilevanti previsti per i fondi chiusi quotati, mentre sono state disposte particolari forme di pubblicità dei documenti a essi relativi prevedendo la possibilità per la società di gestione di utilizzare il proprio sito Internet per la diffusione delle informazioni contenute nel prospetto informativo e nel regolamento di gestione, inclusi i successivi aggiornamenti, nonché nei rendiconti periodici.

Per ciò che riguarda, infine, la materia dei promotori finanziari, la Commissione ha dato risposta a numerosi quesiti posti da privati, associazioni di categoria e dalle Commissioni regionali e provinciali per l'albo dei promotori, concentrando la propria attenzione su questioni concernenti le iscrizioni di diritto all'albo e riguardanti il possesso dei requisiti di professionalità e di onorabilità degli aspiranti promotori finanziari.

Sotto tale profilo è stato precisato che la qualifica di "quadro direttivo di 2° livello" non è equiparabile a quella di funzionario di banca e che il "responsabile del controllo interno" di cui all'art. 4, comma 1, lett. c), del d.m. 472/1998 non coincide con la posizione di "titolare di filiale", bensì con quella di responsabile dell'intera funzione di controllo interno della banca previsto dall'art. 57 del Regolamento Consob 11522/1998. Si è inoltre rilevato che il direttore di un ufficio postale può essere iscritto di diritto all'albo dei promotori, ove sia decorso il periodo di tempo minimo, pari ad almeno tre anni richiesto, ai fini dell'iscrizione in discorso, dall'art. 4, comma 2, del d.m. 472/1998 e decorrente dal momento in cui, con l'entrata in vigore del d.p.r. 144/2001, Poste Italiane spa è stata equiparata alle banche italiane ai fini dell'applicazione delle norme del testo unico bancario e del testo unico della finanza.

IX. LE RELAZIONI INTERNAZIONALI

La cooperazione internazionale

Nell'anno 2002 è proseguita l'intensa attività di collaborazione bilaterale con Autorità di vigilanza estere che ha caratterizzato gli anni passati.

Per quanto riguarda l'attività di scambio di informazioni, si segnala un incremento nel numero delle richieste di cooperazione ricevute e in quello delle richieste inoltrate dalla Consob; infatti, il numero delle richieste di assistenza ricevute dalla Consob è salito a 103 (contro le 72 nel 2001, Tav. IX.1). Tale incremento è stato determinato per la maggior parte da richieste relative ai requisiti di professionalità e onorabilità dei partecipanti in imprese di investimento o dirigenti delle stesse (da 49 nel 2001 a 80 nel 2002).

TAV. IX.1

COOPERAZIONE INTERNAZIONALE
(RICHIESTE DI COLLABORAZIONE)

OGGETTO	DALLA CONSOB AD AUTORITÀ ESTERE					DA AUTORITÀ ESTERE ALLA CONSOB				
	1998	1999	2000	2001	2002	1998	1999	2000	2001	2002
INSIDER TRADING	17	43	32	24	24	2	3	5	20	13
MANIPOLAZIONE DEI PREZZI DI VALORI MOBILIARI	2	–	1	4	–	1	3	–	1	1
SOLLECITAZIONE E ATTIVITÀ DI INTERMEDIAZIONE ABUSIVE	7	4	3	10	9	3	3	1	2	7
TRASPARENZA E INFORMATIVA SOCIETARIA	–	–	1	–	–	1	–	2	–	–
PARTECIPAZIONI RILEVANTI AL CAPITALE DI SOCIETÀ QUOTATE E DI INTERMEDIARI AUTORIZZATI	–	–	–	1	1	–	–	–	–	2
REQUISITI DI ONORABILITÀ E PROFESSIONALITÀ	12	10	19	14	34	30	44	53	49	80
VIOLAZIONE REGOLE DI CONDOTTA	–	–	2	–	–	–	–	–	–	–
TOTALE	*38*	*57*	*58*	*53*	*68*	*37*	*53*	*61*	*72*	*103*

Si è notevolmente incrementato anche il numero delle richieste di cooperazione inoltrate dalla Consob, che è salito a 68 (53 nel 2001). Anche in questo caso l'incremento è stato determinato maggiormente da richieste relative ai requisiti di professionalità e onorabilità (Tav. aIX.1).

Al fine di estendere i contatti con Autorità di vigilanza di altri Paesi, nel 2002 sono stati stipulati tre nuovi *Memoranda of Understanding* (MOU) con le Autorità di vigilanza della Slovenia, di Guernsey e del Sud Africa; all'inizio del 2003, inoltre è stato sottoscritto l'accordo con l'Ispettorato per il Credito e le Valute della Repubblica di San Marino.

Detti accordi per la cooperazione e lo scambio di informazioni a fini di vigilanza si aggiungono ai precedenti accordi già conclusi dalla Consob con altre Autorità di controllo, sia comunitarie che extracomunitarie. A tutt'oggi, la Consob ha sottoscritto 25 accordi bilaterali di cooperazione e 3 intese per il mantenimento della riservatezza delle informazioni scambiate, oltre al *Memorandum* multilaterale tra i Paesi dello Spazio Economico Europeo che aderiscono al CESR. Sono in corso trattative con le Autorità di altri Stati per addivenire alla stipula di analoghi accordi.

Alla fine del 2002, la Consob e la Banca d'Italia, da un lato, e la *Commissione Bancaire*, il *Comité des Etablissements de Crédit et des Entreprises d'Investissement*, la *Banque de France* e il *Conseil des Marchés Financiers*, dall'altro, hanno sottoscritto un accordo di cooperazione volto a consentire a *Clearnet* di aderire al sistema italiano di liquidazione dei titoli.

Rilevante è stata l'attività relativa alle relazioni bilaterali in funzione dell'allargamento dell'Unione Europea.

Detta attività era già iniziata nel 2001, quando la Consob aveva partecipato ad azioni di supporto di Commissioni di valori di Paesi candidati all'ingresso nell'Unione Europea o potenzialmente interessati al processo di allargamento.

In tale contesto, nell'agosto 2002, è stato dato l'avvio all'attuazione del programma di gemellaggio tra la Consob e la Commissione di valori mobiliari rumena, nell'ambito del Progetto Phare, *finanziato dall'Unione Europea.*

*Tale iniziativa, che coinvolge anche la Banca d'Italia, la Borsa Italiana S.p.A. e la Montetitoli S.p.A., ha la finalità di rafforzare le capacità amministrative della Commissione rumena e di assicurare il recepimento dell'*acquis *comunitario in Romania, allo scopo di consentire al Paese candidato l'ingresso nell'Unione Europea nel 2007. Un funzionario della Consob è stato distaccato per un periodo di un anno presso la CNVM rumena.*

Altre iniziative, finanziate dall'Unione Europea nell'ambito del predetto programma e sempre finalizzate all'allineamento della normativa interna a quella comunitaria, si sono svolte a Malta e in Turchia. Dirigenti della Consob si sono recati a Tirana su invito della Commissione di valori albanese.

Nel corso dell'anno 2002 sono state, infine, ospitate diverse riunioni di gruppi di lavoro internazionali. Nel mese di agosto si è riunita presso la sede della Consob la *Task Force on Disclosure and Transparency*, co-presieduta dal Presidente della Consob, al fine di mettere a punto *standards* minimi internazionali in materia di informativa continua degli emittenti.

L'attività nell'ambito dell'Unione Europea

Per quanto attiene alle Istituzioni dell'Unione Europea, nel 2002 è proseguita un'intensa attività della Commissione Europea, del Consiglio Europeo e del Parlamento Europeo volta a dare attuazione agli obiettivi indicati nel Piano d'Azione sui servizi finanziari per la realizzazione del mercato interno integrato entro il 2005.

La Consob ha partecipato a diversi gruppi di lavoro presso la Commissione Europea e il Consiglio Europeo per redigere il testo di direttive in materia di mercati finanziari.

La presenza della Consob all'interno della Commissione Europea con propri funzionari distaccati in qualità di esperti nazionali ha consentito di collaborare alla stesura del testo delle proposte di direttiva in materia di prospetti e servizi d'investimento.

Numerose sono le iniziative adottate sulle quali si è raggiunto lo stadio di posizione comune o di accordo politico. Per quanto concerne le iniziative normative portate a conclusione, le direttive approvate nel corso del 2002 sono state quattro, oltre al regolamento relativo all'applicazione dei principi contabili internazionali.

La direttiva 2002/47/CE, relativa ai contratti di garanzia finanziaria nell'ottica di favorire l'integrazione e l'efficienza del mercato finanziario in termini di costi nonché la stabilità del sistema finanziario europeo, armonizza la regolamentazione dei contratti di garanzia finanziaria in modo da introdurre una maggiore certezza giuridica attraverso la non applicazione della normativa nazionale che ostacolerebbe il realizzo di dette garanzie finanziarie o porrebbe in dubbio la validità delle tecniche di *close-out* per la compensazione bilaterale, nonché di integrazione e sostituzione della garanzia.

La direttiva 2002/65/CE, relativa alla commercializzazione a distanza di servizi finanziari ai consumatori, copre tutti i servizi finanziari suscettibili di essere forniti a distanza, siano o meno armonizzati a livello comunitario completando, per il settore dei servizi finanziari, il quadro normativo relativo alla conclusione di contratti attraverso mezzi di comunicazione a distanza (direttiva 97/7/CE).

Al fine di accrescere la fiducia dei consumatori nell'utilizzo delle tecniche di commercializzazione a distanza, la direttiva fissa requisiti volti a garantire un livello adeguato di informazione del consumatore prima della conclusione del contratto. I principali strumenti di tutela previsti dalla direttiva sono fondamentalmente due: da un lato, un'adeguata descrizione del contenuto degli obblighi di informazione che il fornitore del servizio è tenuto ad assolvere prima della conclusione del contratto nei confronti del destinatario del servizio stesso, dall'altro, il diritto di recesso, previsto a favore del solo consumatore e senza penali. Detta direttiva richiede di essere coordinata con quella sul commercio elettronico.

La direttiva 2002/87/CE riguarda la vigilanza supplementare sugli enti creditizi, le imprese di assicurazione e le imprese di investimento appartenenti a un conglomerato finanziario. La direttiva prende atto dei recenti sviluppi dei mercati che hanno portato alla creazione di gruppi in

grado di offrire servizi e prodotti in vari settori finanziari senza che, tuttavia, si introducesse alcuna forma di vigilanza prudenziale, a livello di gruppo, sui soggetti facenti parte di questi conglomerati.

Prive di specifica regolamentazione erano, in particolare, la solvibilità e la concentrazione dei rischi a livello di conglomerato, le operazioni infragruppo e le procedure di gestione del rischio interno a livello di conglomerato.

La direttiva intende, pertanto, colmare le lacune esistenti nella legislazione prudenziale in vigore a livello settoriale per far fronte a rischi prudenziali aggiuntivi, al fine di garantire la solidità degli strumenti di vigilanza sui gruppi finanziari che esercitano attività intersettoriali. Al fine di rendere efficace la vigilanza supplementare, la direttiva introduce specifiche disposizioni volte a disciplinare la collaborazione tra le Autorità preposte alla vigilanza sui singoli soggetti appartenenti al conglomerato, anche attraverso l'elaborazione di specifici accordi di cooperazione tra tali Autorità e l'individuazione, tra queste, di un coordinatore, cui vengono demandati specifici compiti in relazione alla vigilanza aggiuntiva prevista dalla direttiva.

Da ultimo è stata approvata la direttiva 2003/6/CE in tema di abuso di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato al fine di assicurare l'integrità e il regolare funzionamento dei mercati finanziari comunitari e accrescere la fiducia degli investitori, fattori essenziali per lo sviluppo del mercato interno. La direttiva abroga la precedente direttiva 89/592/CEE ed estende l'armonizzazione nella tutela comunitaria contro gli abusi di mercato attraverso la ridefinizione degli elementi costitutivi della fattispecie di *insider trading* e l'introduzione della nuova fattispecie di *market manipulation* (si veda il Riquadro 11 del Cap. VIII).

È da segnalare che la direttiva dedica particolare attenzione al ruolo dell'Autorità competente nell'attività di enforcement. *Per evitare che l'esistenza negli Stati membri di differenti Autorità competenti, con responsabilità e poteri diversi, possa generare confusione negli operatori economici e situazioni di opacità e incertezze che potrebbero pregiudicare l'integrità dei mercati finanziari si prevede che in ogni Stato membro venga designata un'unica Autorità competente, cui spetti la responsabilità finale di controllare il rispetto delle disposizioni adottate ai sensi della direttiva nonché di prestare la cooperazione internazionale.*

L'Autorità competente unica dovrebbe avere il carattere di organo amministrativo indipendente dagli operatori economici per prevenire i conflitti di interesse, e dovrebbe disporre di tutti i poteri di vigilanza e di indagine necessari per l'esercizio delle funzioni di vigilanza dei mercati che l'Autorità competente potrebbe espletare direttamente, in collaborazione con o mediante delega ad altre Autorità o ai gestori del mercato oppure mediante una richiesta alle competenti autorità giudiziarie.

L'elenco esemplificativo dei poteri minimi che la direttiva obbliga gli Stati membri ad attribuire all'Autorità competente, comporta importanti innovazioni sotto il profilo del diritto interno in quanto dovranno essere accresciuti i poteri della Consob. In particolare, dovranno essere estesi i contenuti dei poteri ispettivi e informativi anche al fine di consentire l'esercizio degli stessi nei confronti di soggetti non vigilati; si prevede che l'Autorità competente possa convocare e procedere all'audizione di chiunque appaia in possesso di informazioni utili ai fini delle proprie indagini. Dovrebbero, altresì, essere attribuiti alla Consob nuovi poteri di congelamento e sequestro di assets *(i poteri attribuiti all'Autorità amministrativa*

possono venir concessi anche mediante la cooperazione di altre Autorità, inclusa quella giudiziaria), ingiuntivi (cessazione di qualsiasi prassi contraria alle disposizioni adottate dalla direttiva), nonché di richiedere la temporanea interdizione dall'esercizio di un'attività professionale.

Per garantire l'adeguatezza del quadro comunitario di contrasto agli abusi di mercato, la direttiva prevede che ogni violazione dei divieti o degli obblighi fissati dalla stessa venga adeguatamente sanzionata. A tal fine, si prevede che gli Stati membri prevedano sanzioni efficaci, dissuasive e proporzionate alla gravità della violazione e agli utili realizzati. Le sanzioni dovrebbero essere applicate coerentemente dall'Autorità competente che dovrebbe mettere a disposizione del pubblico le misure e le sanzioni applicate per il mancato rispetto delle disposizioni adottate in attuazione della direttiva, salvo il caso in cui la divulgazione possa mettere gravemente a rischio i mercati finanziari o possa arrecare un danno sproporzionato alle parti coinvolte. Ciò comporterà rilevanti innovazioni all'ordinamento interno, stante l'attuale assenza di competenze sanzionatorie in materia di abusi di mercato la cui tutela è rimessa esclusivamente al diritto penale.

In materia di abusi di mercato si segnala, in ragione del rilevante numero di transazioni sul mercato italiano originate da intermediari esteri, la necessità che la Consob possa disporre della cooperazione anche da parte dei Paesi cosiddetti *off-shore*. A questo proposito si rappresenta che permangono difficoltà, così come evidenziato lo scorso anno, 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.

Infine, il regolamento 2002/3626/CE relativo all'applicazione dei principi contabili internazionali, in linea con la strategia indicata con la Comunicazione del giugno 2000 sul futuro dell'informazione contabile in Europa, prevede l'obbligo per tutte le società dell'Unione Europea quotate sui mercati regolamentati, ivi comprese le banche e le società di assicurazione, di redigere i conti consolidati in conformità con i principi contabili internazionali da emanarsi *dall'International Accounting Standards Board* a partire dal 2005. Il regolamento prevede, inoltre, l'introduzione di un Comitato di regolamentazione contabile per il recepimento dei principi contabili internazionali, i cosiddetti *International Financial Reporting Standards* (IFRS).

La proposta di direttiva relativa alle attività e alla supervisione degli enti pensionistici aziendali o professionali si trova a uno stadio avanzato di discussione.

*Il 5 novembre 2002 è stata definita la posizione comune in vista dell'adozione della direttiva. Tale direttiva intende porsi come un primo passo nella direzione di un mercato interno degli schemi pensionistici aziendali e professionali organizzato su scala europea, tenuto conto del fatto che esistono notevoli divergenze nelle norme nazionali che disciplinano la partecipazione dei lavoratori agli enti pensionistici aziendali o professionali, e nelle modalità di vigilanza su tali enti. Le disposizioni prudenziali della direttiva sono basate sul principio del "*prudent man approach*" per il gestore.*

Il 5 novembre 2002 è stato raggiunto un accordo politico dall'Ecofin sulla proposta di direttiva relativa al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari. Tale direttiva era stata già indicata dalla Commissione Europea, nel Piano

d'Azione per i Servizi Finanziari, quale strumento essenziale per realizzare una piena integrazione del mercato interno e agevolare il più ampio accesso a tale mercato mediante la previsione di un unico "passaporto" europeo per gli emittenti.

L'accordo politico è stato raggiunto dal Consiglio sulla proposta di direttiva (modifica della direttiva 68/151/CEE) sui requisiti di pubblicità di talune società. Questa proposta riguarda la pubblicità obbligatoria delle società di capitali e, in particolare, il registro delle imprese; essa è volta a rendere più facilmente e rapidamente accessibili le informazioni sulle società di capitali e a tal proposito introduce l'obbligo degli Stati membri di consentire alle società di capitali il deposito su supporto informatico delle informazioni che sono tenute a rendere pubbliche, pur rimanendo le informazioni da depositare nel registro delle imprese (direttiva 68/151/CEE). Si prevede, infatti, che chiunque voglia estrarre copia delle informazioni possa fare la relativa domanda e ottenere tali informazioni su supporto informatico.

Il Consiglio è pervenuto a un ulteriore accordo politico sulla proposta di direttiva che modifica le direttive 78/660/CEE, 83/349/CEE e 91/674/CEE relative ai conti annuali e ai conti consolidati di taluni tipi di società e delle imprese di assicurazione. Questa proposta è principalmente volta a eliminare qualsiasi incompatibilità tra gli IFRS che l'Unione Europea intende adottare dal 2005 secondo quanto previsto dal regolamento succitato, e le direttive 78/660/CEE, 83/349/CEE e 91/674/CEE, nell'ottica della nuova strategia di internazionalizzazione delle regole contabili per i mercati finanziari. La proposta è dunque volta a introdurre gli emendamenti necessari al fine di garantire la compatibilità delle direttive contabili con i futuri sviluppi degli IFRS.

Per quanto attiene alle proposte di direttiva di recente presentazione, si segnala quella relativa ai servizi di investimento e ai mercati regolamentati La nuova proposta di direttiva sui servizi di investimento trae origine dalla constatazione che la direttiva in vigore (93/22/CEE) non è più in grado di fornire un quadro sufficiente per l'esercizio dell'attività di investimento a livello transfrontaliero nell'Unione Europea e non fissa regole chiare sulla concorrenza tra i sistemi di negoziazione. La proposta di direttiva costituisce un'evoluzione organica della direttiva attualmente in vigore e non un cambiamento radicale. Essa cerca di dare risposta ai mutamenti strutturali in atto sui mercati finanziari dell'Unione Europea e mira a conseguire due obiettivi principali: la tutela degli investitori e una regolamentazione armonizzata delle regole di trasparenza.

Di recente presentazione è stata anche la proposta di direttiva concernente le offerte pubbliche di acquisto presentata dalla Commissione il 2 ottobre 2002. La proposta recepisce, solo parzialmente, le valutazioni del gruppo *Winter* e riconferma nella sostanza l'assetto strutturale della precedente proposta.

In particolare, essa persegue gli stessi obiettivi della precedente proposta mirando, da un lato, a rafforzare la certezza giuridica delle operazioni di offerte pubbliche di acquisto transfrontaliere e, dall'altro, a garantire la protezione degli azionisti di minoranza nel corso di tali operazioni. Permane, tuttavia, una

direttiva quadro che detta principi e requisiti di carattere generale ai quali gli Stati membri dovranno dare concreta attuazione emanando norme dettagliate d'applicazione conformemente alle loro pratiche nazionali.

Sono ancora allo stadio di bozza la proposta di direttiva relativa a *clearing* e *settlement* e quella sul *regular reporting*, che attiene agli obblighi di informativa continua degli emittenti.

Per quanto attiene alla materia del commercio elettronico, la Commissione Europea non ha ancora approvato la Comunicazione attinente le *guidelines* sulle norme di salvaguardia in materia di servizi finanziari, originariamente prevista per gennaio 2002.

Una prima versione delle "linee guida", volte ad agevolare il compito degli Stati membri nell'eventuale introduzione di deroghe all'applicazione del principio del mercato interno, era stata presentata a Bruxelles nel corso di una riunione tenutasi il 9 settembre 2002. Le nuove linee derivano dalla presa d'atto della Commissione, comunicata a giugno, di non essere in grado di completare il progetto come prefigurato inizialmente.

Si segnala, a livello di Unione Europea, che è già operativo il gruppo incaricato di verificare, entro il 2004, il funzionamento del sistema di attuazione della normativa secondaria a livello comunitario nel settore dei valori mobiliari.

La normativa è stata introdotta dal Rapporto Lamfalussy e accettata da Consiglio e Parlamento Europeo, dal quale potranno scaturire proposte di emendamenti al Trattato dell'Unione al fine di introdurre una maggiore integrazione della vigilanza sui mercati mobiliari (con una possibile istituzionalizzazione del CESR) e prevedere formalmente un sistema di delega nell'adozione della normativa secondaria non necessariamente limitato alla cosiddetta procedura di comitologia. Il Comitato di monitoraggio è composto da sei personalità nominate dalle seguenti Istituzioni comunitarie: Commissione, Consiglio e Parlamento.

Nel corso del 2002 è stata avviata la fase di preparazione della Presidenza italiana che vedrà in discussione presso il Consiglio e il Parlamento diverse proposte di direttiva.

L'attività nell'ambito del Committee of the European Securities Regulators (Cesr)

Il Cesr è un Comitato istituito dalla Commissione Europea che fornisce, tra l'altro, consulenza alla Commissione stessa nel quadro del processo di semplificazione. Si tratta di un gruppo di importanza strategica in quanto chiamato a predisporre gli *standards* di normativa secondaria da sottoporre poi all'approvazione del *Securities Committee*. La Consob è rappresentata nel Segretariato da un suo funzionario, facente funzioni di Vice-Segretario Generale, nonché da un altro funzionario nel Segretariato.

A seguito delle risoluzioni del Consiglio e del Parlamento europei, il Cesr assiste la Commissione Europea nel predisporre misure di attuazione di direttive dell'Unione. Nel corso del 2002, è stato istituito un *Panel* di consultazione composto da membri del mercato per assistere il Cesr; detto *Panel* si aggiunge alla prassi di ampia consultazione posta in essere dal Cesr.

Nel corso del primo semestre dell'anno, il Gruppo di lavoro per l'analisi delle regole di condotta sui mercati ha completato i propri lavori. È stato, così, approvato un documento ("Un regime europeo per la protezione dell'investitore: l'armonizzazione delle regole di condotta") che fornisce un insieme di *Standards* e *Rules* armonizzati per la protezione dell'investitore al dettaglio.

Il regime per gli operatori professionali è stato definito separatamente dal Cesr, che ha approvato il 9 aprile 2003 un documento ("Stabilizzazione e riparto, un approccio europeo per la vigilanza") che fornisce *standards* armonizzati per le pratiche di stabilizzazione nel contesto di un'offerta pubblica, nonché un regime informativo armonizzato e alcuni principi di base relativi al riparto.

Sebbene gli standards *del Cesr non siano stati elaborati su mandato formale della Commissione Europea nel contesto della direttiva in materia di* market abuse *o della proposta di direttiva sul prospetto, tuttavia tali* standars *potranno rappresentare un rilevante contributo per qualsiasi futuro lavoro che dovesse essere intrapreso sugli stessi temi.*

In materia di *market abuse*, il Cesr, su richiesta formale della Commissione, ha adottato una propria proposta a fronte dei mandati affidatigli, concernenti: le definizioni di informazione privilegiata e di manipolazione, gli obblighi informativi degli emittenti di strumenti finanziari, la trasparenza sui conflitti di interessi e l'adeguata presentazione di studi e informazioni che raccomandano o suggeriscono strategie di investimento, le esimenti per le operazioni di acquisto di azioni proprie e per quelle di stabilizzazione. Il Cesr ha consegnato i suddetti pareri lo scorso dicembre 2002 dopo aver consultato i partecipanti al mercato. Sulla base dei suddetti pareri la Commissione UE pubblicherà nei prossimi mesi una prima bozza di disposizioni.

Il Cesr ha diffuso, durante il mese di ottobre, lo *statement of principles* (Sop) relativo all'*enforcement* dei principi contabili preparato dal sottogruppo permanente costituito in seno al Cesrfin, presieduto da un dirigente della Consob.

*Il documento, al fine di promuovere la protezione e la fiducia degli investitori attraverso la predisposizione di strumenti idonei ad assicurare la trasparenza, la correttezza e la completezza dell'informativa finanziaria, richiede a ciascuno Stato membro di costituire un'unica Autorità competente, che dovrà assicurare l'*enforcement *delle informazioni finanziarie contenute nei bilanci annuali, individuali e consolidati, nelle relazioni semestrali e trimestrali, nonché nei prospetti di offerta pubblica e ammissione alla quotazione delle società quotate o che abbiano fatto richiesta di ammissione alla negoziazione sui mercati regolamentati. Detta Autorità potrà delegare ad altri l'effettivo esercizio dell'*enforcement *ed è prevista un'ampia collaborazione tra le Autorità stesse per consentire un'attuazione omogenea dell'acquis comunitario specie nel quadro di controlli affidati allo Stato membro di origine.*

Per ciò che riguarda gli altri gruppi permanenti, per il Cesrpol è stato approvato il programma di lavoro incentrato principalmente su 6 mandati che attengono sinteticamente al miglioramento della cooperazione, ma anche alla strategia di vigilanza.

Verrà, altresì, portato a termine il tema che attiene al rispetto della Convenzione Europea sui diritti dell'uomo, e alla procedura di sanzioni amministrative irrogate dagli organi di vigilanza.

Nell'ottobre del 2002 è stato diffuso un documento di consultazione sulle possibili misure tecniche di dettaglio richieste dalla proposta di direttiva sul prospetto da pubblicare per l'offerta al pubblico o l'ammissione a quotazione di strumenti finanziari. Queste misure sono state elaborate sulla base di un mandato provvisorio conferito al Cesr dalla Commissione Europea il 18 marzo 2002, ancorché la direttiva non sia stata ancora approvata. Le modifiche apportate al testo della proposta di direttiva presso il Consiglio Europeo hanno imposto alla Commissione Europea di conferire un nuovo mandato al Cesr alla luce di nuovi aspetti rimessi alla definizione di livello 2.

Al documento di consultazione sono allegati vari schemi di prospetto relativi alle diverse tipologie di strumenti finanziari coperte dalla proposta di direttiva (titoli di capitale, titoli obbligazionari e strumenti derivati).

*È, altresì, introdotto un regime specialistico in considerazione delle diverse tipologie di emittenti e vengono definite le modalità e le tipologie di documenti che possono essere inclusi attraverso altri documenti (*incorporation by reference*) e le modalità di messa a disposizione del pubblico del prospetto stesso.*

Il Cesr sta lavorando sugli schemi di prospetto relativi ai programmi d'offerta, al mercato all'ingrosso, agli emittenti pubblici (Stato, regioni e enti locali), al documento di registrazione annuale degli emittenti, nonché sul tema dei requisiti da osservarsi in tema di pubblicità e di equivalenza di obblighi cui sono sottoposti gli emittenti di Stati terzi.

Nel corso del 2002 è, infine, proseguita l'attività del *Working Group* costituito alla fine del 2001 dai rappresentanti del Cesr e del Sistema Europeo delle Banche centrali, allo scopo di emanare *standards* in materia di sistemi di regolamento e di controparti centrali. Tali *standards* utilizzano quale punto di partenza le raccomandazioni emanate congiuntamente dal Comitato Tecnico della Iosco e dal *Committee on Payment and Settlement Systems* (Cpss). Obiettivo del Gruppo è quello di rendere più stringenti le raccomandazioni Cpss/Iosco, adattandole al contesto europeo. Il Gruppo intende pubblicare, previa approvazione da parte del Cesr e del Sistema Europeo delle Banche centrali, un rapporto destinato alla consultazione entro il primo semestre del 2003.

L'attività nell'ambito della International Organization of Securities Commissions (Iosco)

La partecipazione ai gruppi Iosco prosegue secondo le linee prefissate. Gli eventi rilevanti hanno riguardato la conferma della Consob nel Comitato Esecutivo, di cui è membro dal 1986, e la nomina del Presidente della Consob a co-presidente della *Task Force on Disclosure and Transparency*, che ha elaborato *standards* minimi internazionali in materia di informativa continua degli emittenti e d'informazione rilevante per gli investitori. In conseguenza del lavoro della *task force* il Comitato Tecnico della Iosco ha emanato, nel mese di ottobre, i *Principles for ongoing disclosure and material development reporting by listed entities*. Detti principi fanno parte di una

serie di raccomandazioni adottate dalla Iosco come risposta al caso Enron e vertono sull'indipendenza dei revisori contabili e sul loro controllo, e sull'informativa continua.

In ottobre, il Comitato Tecnico della Iosco ha indicato in tre diversi documenti le linee guida cui i sistemi nazionali di regolamentazione devono attenersi in alcune aree essenziali per il buon funzionamento dei mercati, cioè la trasparenza e l'informativa societaria degli emittenti quotati, l'indipendenza dei revisori contabili esterni e la necessità di affidare la vigilanza sui revisori a un organo sottoposto al controllo pubblico. L'approvazione di questi principi rappresenta una risposta a livello internazionale ad alcune delle questioni sollevate dal fallimento della Enron.

Si segnala l'adozione del *Multilateral MOU* (Prada Mou), predisposto da uno *Special Project Team* istituito dal Comitato Tecnico della Iosco nel corso della riunione tenutasi a Roma il 10 e 11 ottobre 2001, e ai cui lavori funzionari Consob hanno attivamente contribuito.

L'accordo è sostanzialmente volto a introdurre norme più stringenti in materia di cooperazione mediante scambio di informazioni a seguito degli eventi dell'11 settembre 2001 e colloca gli organi di vigilanza dei mercati mobiliari in un ambito di ampia cooperazione se raffrontata con quella in essere su altri segmenti del mercato finanziario. Per queste ragioni, oltre a stabilire il contenuto minimo degli obblighi di cooperazione per i firmatari, viene, per la prima volta, introdotto un sistema di controllo sulla capacità degli aderenti di far fronte agli adempimenti assunti. In quest'ottica, è stato recentemente costituito lo Screening Group, *cui partecipa anche la Consob, preposto all'esame delle candidature degli aspiranti firmatari. Il controllo è duplice. Una prima volta viene effettuata una verifica di compatibilità tra gli obblighi contenuti nel* Memorandum *e i poteri di cui dispone l'aspirante firmatario, in una fase successiva, in caso di comprovata inadempienza, si prevede la possibilità di esclusione dall'accordo, secondo le procedure stabilite dall'accordo stesso.*

Si segnala un'intensificazione delle attività in seno all'*Implementation Committee* dei Principi Iosco che, in cooperazione con le IFIs (*International Financial Institutions*) e principalmente il Fondo Monetario Internazionale e la Banca Mondiale, sta elaborando i cosiddetti *benchmarks* relativi all'attuazione dei principi stessi su cui si baseranno le valutazioni del Fondo nell'ambito dell'esame dei Paesi (Programma FSAP).

In seguito alla pubblicazione, nel novembre 2001, delle raccomandazioni volte a incrementare la stabilità finanziaria internazionale, l'efficienza dei sistemi e la protezione degli investitori, il Comitato Tecnico della Iosco e il Cpss (*Committee on Payment and Settlement Systems*) hanno emanato, nel novembre 2002, una metodologia per la valutazione del grado di attuazione delle suddette raccomandazioni.

Tale metodologia è, in primo luogo, indirizzata alle autorità nazionali. Essa deve essere altresì utilizzata nell'ambito delle cosiddette peer reviews *e costituisce una guida per l'attività delle succitate IFIs.*

X. I CONTROLLI GIURISDIZIONALI SULL'ATTIVITÀ DELLA CONSOB

Il contenzioso sui provvedimenti in materia di vigilanza

Nel 2002, il numero di ricorsi innanzi al giudice ordinario avverso sanzioni amministrative pecuniarie irrogate dal Ministero dell'economia e delle finanze, su proposta Consob, si è ridotto rispetto al 2001, passando da 44 a 37; diversamente, i ricorsi avanti al giudice amministrativo sono lievemente aumentati, passando da 34 a 35 (Tav. X.1). Nel corso del 2002 tuttavia è cresciuto il numero dei ricorsi innanzi alle Corti d'Appello avverso sanzioni amministrative per violazioni della disciplina sugli emittenti dettata dal Tuf e dai regolamenti attuativi (18 rispetto ai 7 dell'anno precedente; Tav. aX.1). I ricorsi innanzi ai Tar per l'annullamento di decisioni della Commissione in materia di emittenti sono passati da 4 nel 2000 a 8 nel 2001 e a 11 nel 2002. (Tav. aX.2).

TAV. X.1

RICORSI CONTRO ATTI PROPOSTI O ADOTTATI DALL'ISTITUTO[1]
(ESITI AL 31 DICEMBRE 2002)

	GIUDICE AMMINISTRATIVO[2]			GIUDICE ORDINARIO		
	2000	2001	2002	2000	2001	2002
ACCOLTI	3	6	1	9	13	4
RESPINTI	6	2	2	1	22	9
IN CORSO	34	26	32	5	9	24
DI CUI[4]:						
- ACCOLTA SOSPENSIVA	6	2	1	2	1	1
- RESPINTA SOSPENSIVA	15	12	10	—	—	—
TOTALE RICORSI	*43*	*34*	*35*	*29*	*44*	*37*

[1] I ricorsi sono riportati per anno di presentazione. [2] La voce comprende i ricorsi al Tar e al Consiglio di Stato, nonché ricorsi straordinari al capo dello Stato. [3] Tribunali e Corti d'Appello. [4] Nel di cui sono compresi i soli ricorsi per i quali è stata presentata l'istanza di sospensiva.

Tra le decisioni di maggior rilievo si segnala la sentenza n. 3070 del 27 febbraio 2002 con la quale il Tar del Lazio, in relazione a un'azione intentata da tre società per ottenere l'annullamento

dell'opinione espressa dalla Consob circa la sussistenza di ipotesi di controllo societario, ha ritenuto fondate e assorbenti le censure concernenti il procedimento e la motivazione; per tale ragione, il Collegio non ha compiuto l'esame delle ulteriori censure incentrate direttamente sulla valutazione dei fatti da cui la Commissione ha tratto il convincimento che vi fossero rapporti di controllo.

Altra importante decisione del Tar del Lazio è quella (n. 10709/2002) intervenuta a seguito del ricorso con cui un fondo di investimento estero, azionista di una società quotata, ha chiesto l'annullamento della determinazione con cui la Consob aveva ritenuto non più sussistente il patto parasociale ravvisato nell'agosto del 2001 sulle azioni della quotata, con il conseguente venir meno dell'obbligo di Opa solidale a carico di entrambi i paciscenti (anch'essi società con azioni quotate). Con il medesimo ricorso veniva altresì richiesto il risarcimento dei danni subiti dal fondo per effetto della pronuncia della Consob. Con la suddetta sentenza il Tar ha negato l'esistenza dei presupposti per il risarcimento, ma ha annullato la decisione della Consob ritenendola incoerente con la decisione presa nel 2001. Avverso tale sentenza la Consob ha proposto appello al Consiglio di Stato.

Con riguardo alla medesima vicenda, nel febbraio 2003, le Corti d'Appello di Milano e di Torino hanno confermato le sanzioni irrogate dal Ministero dell'economia e delle finanze, su proposta della Consob, a carico degli aderenti al patto di sindacato rilevato nell'agosto del 2001, per l'omessa pubblicazione dello stesso, da effettuarsi ai sensi dell'art. 122 del Tuf.. Le Corti, non accogliendo il ricorso presentato dai soggetti sanzionati, hanno infatti ritenuto fondate le presunzioni effettuate dalla Consob sulla sussistenza del patto parasociale, successivamente confermate dalla documentazione acquisita.

Un'importante decisione è stata assunta dalla Corte d'Appello di Milano nel giudizio di opposizione promosso da una società quotata e dai relativi esponenti avverso la sanzione irrogata, su proposta della Consob, dal Ministero dell'economia e delle finanze per l'omessa predisposizione della relazione trimestrale prevista in attuazione dell'art. 114 del Tuf, dall'art. 82 del Regolamento Emittenti. La Corte, infatti, ha ritenuto sussistente non soltanto la violazione imputata ai componenti il consiglio di amministrazione ma anche quella configurata in capo al collegio sindacale della quotata, responsabile per non avere tempestivamente segnalato alla stessa Consob, ai sensi dell'art. 149, comma 3, del Tuf, l'irregolarità riscontrata nell'operato degli amministratori.

Infine, è stata sollevata nuovamente dal Consiglio di Stato la questione di legittimità costituzionale dell'art. 4, comma 10, del Tuf sul segreto d'ufficio della Consob (sentenza n. 460 del 3 novembre 2000 della Corte Costituzionale), nell'ambito di un contenzioso tra la Commissione e una società di revisione, relativo a un diniego di accesso agli atti ritenuto legittimo dal Tar.

In particolare, la società intendeva ottenere l'accesso alla documentazione relativa a un procedimento di vigilanza, conclusosi con un provvedimento di archiviazione, al fine di avvalersene in quanto convenuta in un giudizio civile di risarcimento danni.

La Corte di giustizia delle comunità europee ha deciso, con sentenza del 21 novembre 2002, una questione di interpretazione della direttiva 93/22/CEE sollevata dal Tar della Toscana nell'ambito del giudizio di impugnazione di due provvedimenti sanzionatori adottati nei confronti di altrettanti promotori finanziari. Tale questione era tesa ad accertare la conformità della nozione di gestione posta dalla normativa nazionale, definita dal Testo unico della finanza come "gestione su base individuale di portafogli di investimento per conto terzi", rispetto a quella comunitaria che tra gli elementi caratterizzanti il servizio include espressamente la "discrezionalità" e il "mandato".

In ordine a tale questione, i giudici comunitari hanno innanzitutto rilevato che la direttiva, laddove "definisce la nozione di gestione di portafogli di investimento, osta a che una normativa nazionale si discosti da tale definizione non prevedendo, ai fini dell'attuazione della detta direttiva, che la gestione di portafogli di investimento abbia luogo «su base discrezionale e individualizzata» e «nell'ambito di un mandato conferito dagli investitori»". Tuttavia, aggiunge la Corte, "nulla impedisce a uno Stato membro di estendere mediante la normativa nazionale l'applicabilità delle disposizioni della detta direttiva a operazioni non disciplinate dalla stessa, a condizione che risulti chiaramente che la normativa nazionale di cui trattasi non rappresenta una trasposizione della detta direttiva, ma risulta dalla volontà autonoma del legislatore". Il reciproco riconoscimento istituito dalla direttiva 93/22/CEE, infatti, "deve favorire solo i servizi che formano oggetto di quest'ultima, come emerge dal suo terzo 'considerando'"; pertanto, precisa la sentenza, "nulla impedisce a uno Stato membro di estendere mediante la normativa nazionale l'applicabilità delle disposizioni della detta direttiva", ove l'estensione del relativo ambito applicativo avvenga in favore di "operazioni non disciplinate dalla stessa".

Sul piano interno, occorre segnalare orientamenti giurisprudenziali discordanti sull'assoggettamento delle controversie concernenti provvedimenti sanzionatori *ex* art. 195 del Tuf al regime di giurisdizione esclusiva del giudice amministrativo posto dalla legge n. 205 del 2000.

La Corte d'Appello di Roma, nel recente decreto 14.10/4.12.2002, ha negato che la materia de qua *rientri fra quelle oggetto di giurisdizione esclusiva. Nella sua articolata motivazione, il decreto in discorso si sofferma sugli "elementi di marcata specificità" del procedimento delineato dall'art. 195 del Testo unico della finanza, concludendo nel senso della necessaria devoluzione alla Corte d'Appello delle controversie afferenti provvedimenti sanzionatori ex art. 195 del Tuf.*

Nel senso della sussistenza della giurisdizione esclusiva si è, invece, espressa in più occasioni la Corte d'Appello di Napoli (decreti 27.6/5.7.2001, 4.6/12.11.2002, 15/29.10.2002), che ha evidenziato l'ampia portata dell'innovazione arrecata a opera della legge n. 205 del 2000, volta a introdurre un nuovo e generale assetto della giurisdizione in materia di vigilanza sul mercato mobiliare.

Nel senso appena delineato è l'orientamento costantemente seguito dal Tar del Lazio (da ultimo, sentenza n. 13741 del 23.12.2002), mentre il Tar della Campania ha ritenuto che, stante la specialità della previsione di cui al comma 4 dell'art. 195 del d.lgs. 58/1998, "appare tuttora dubbia la giurisdizione esclusiva del giudice amministrativo" sulle controversie in discorso (ordinanza n. 5795 del 5.12.2001).

Relativamente al citato decreto della Corte d'Appello di Napoli 27.6/5.7.2001, pende ricorso in Cassazione per motivi attinenti alla giurisdizione. Inoltre, nel corso dell'impugnativa davanti alla Corte

d'Appello di Catanzaro di un provvedimento sanzionatorio adottato ai sensi dell'art. 195 del Tuf, è stato sollevato dagli opponenti regolamento preventivo di giurisdizione alla Corte di Cassazione.

La verifica in sede giurisdizionale dell'attività dell'Istituto

Nel corso del 2002 sono state instaurate 7 nuove cause civili in cui la Consob è stata convenuta in giudizio per il risarcimento dei danni; i relativi procedimenti sono tuttora in corso (Tav. aX.3).

Due azioni sono state promosse da alcuni risparmiatori, i quali, nel lamentare una serie di irregolarità da imputarsi a un intermediario e a suoi promotori finanziari, hanno chiesto, oltre alla condanna di questi al risarcimento del danno, anche l'assunzione da parte della Consob di iniziative nei loro confronti.

Un'azione è stata instaurata dagli azionisti di una società, i quali hanno chiesto che la Consob fosse condannata al risarcimento dei danni a essi derivati dall'asserito omesso e/o carente controllo dell'Istituto sulla veridicità e completezza delle informazioni contenute nel prospetto informativo di ammissione a quotazione e di una contestuale offerta pubblica di sottoscrizione delle azioni della medesima società.

Altre due azioni risarcitorie sono state esercitate da alcuni risparmiatori, i quali hanno lamentato un asserito omesso controllo da parte della Consob sull'attività di un promotore finanziario e dell'intermediario di appartenenza.

Un'altra azione risarcitoria è stata promossa da un risparmiatore, il quale ha imputato alla Consob il negligente svolgimento dell'attività di vigilanza sull'operato di un promotore finanziario.

Infine un'azione risarcitoria è stata intrapresa da un gruppo di risparmiatori, che hanno lamentato la mancata o tardiva attivazione da parte dell'Istituto dei poteri cautelari e sanzionatori nei confronti di un intermediario poi dichiarato fallito.

Nel corso del 2002 sono state, altresì, pubblicate 2 sentenze che hanno deciso, in senso favorevole alla Consob, due giudizi risarcitori nei quali era stato convenuto l'Istituto.

Con una prima sentenza il Tribunale ha definito un processo che alcuni risparmiatori, già clienti di una società fiduciaria di cui era stata poi disposta la liquidazione coatta amministrativa, avevano promosso nel 1999 nei confronti della Consob, imputandole un asserito carente e/o omesso controllo sulla medesima società. In particolare, il giudice, rilevando l'intervenuta prescrizione del preteso diritto al risarcimento del danno, ha affermato che "il termine prescrizionale del diritto vantato dagli attori è (...) quello breve ex art. 2947 comma 1 c.c., non trovando applicazione il terzo comma del medesimo articolo, in difetto di una qualificazione della condotta, integrante illecito civile, come reato"; il giudice argomenta che "nella prospettazione dei fatti contenuta nell'atto introduttivo la condotta omissiva contestata alla Consob non viene ricondotta nello schema della fattispecie penale della partecipazione dei membri della Commissione al medesimo disegno criminoso che unisce i fatti-reato commessi dagli amministratori e dai titolari degli organi sociali del Gruppo" cui apparteneva l'intermediario, "e neppure viene autonomamente configurata

e sussunta sotto distinte fattispecie di rilevanza penale, avendo ravvisato gli attori, piuttosto, 'una grave negligenza fonte di responsabilità per danno' nel ritardato intervento dell'organo di vigilanza".

*Con una seconda sentenza il Tribunale ha definito in senso favorevole per l'Istituto un processo promosso nel 1997 dagli esponenti di un intermediario finanziario; gli esponenti avevano chiesto la condanna della Consob al risarcimento del danno derivante dall'asserito illecito comportamento tenuto dalla medesima in relazione all'*iter *procedimentale, che aveva portato all'adozione del provvedimento di archiviazione dell'istanza di estensione dell'autorizzazione all'esercizio di attività di intermediazione mobiliare. Il giudice rileva come non sia configurabile nel caso di specie un danno risarcibile quale "conseguenza diretta della condotta" tenuta dalla Consob, dovendo le perdite, lamentate da parte attrice, imputarsi al mutamento del quadro normativo intervenuto tra l'epoca dei fatti di causa e l'entrata in vigore del decreto legislativo n. 415/1996. La sentenza è stata appellata.*

XI. LA GESTIONE INTERNA E LE RELAZIONI CON L'ESTERNO

La gestione organizzativa

Proseguendo nell'attuazione delle linee di indirizzo di medio periodo definite dalla Commissione nel 2001, che sul fronte interno sono tutte volte ad un progressivo miglioramento dell'efficienza nell'impiego delle risorse, nel corso dell'anno sono stati affinati e potenziati gli strumenti di pianificazione e controllo delle attività e della spesa. La pianificazione operativa è ormai diventata in Istituto un metodo di lavoro diffuso e condiviso volta al raggiungimento degli obiettivi gestionali, permettendo anche di utilizzare al meglio le risorse umane e finanziarie disponibili. A tale strumento sono stati poi affiancati, negli ultimi mesi, più incisivi metodi di controllo dei risultati raggiunti, che consentono anche il periodico aggiornamento dei piani in fase di realizzazione. Inoltre, nel corso dell'anno sono stati rafforzati gli strumenti di monitoraggio della spesa al fine di poterne valutare tempestivamente le possibili forme di contenimento, con particolare riguardo alle componenti variabili della retribuzione del personale (straordinario, missioni, formazione, etc.) ed alle acquisizioni di beni e servizi. Tale iniziativa si inquadra nell'attuale contesto di diminuzione del finanziamento pubblico dell'Istituto e conseguente incremento di quello a carico del mercato. Sempre in tale ottica, nel corso della definizione del regime contributivo dell'Istituto per l'anno 2003, sono stati altresì affinati i criteri di rilevazione e riparto preventivi dei costi Consob riferibili alle diverse categorie di soggetti vigilati. È stato infine definito per la prima volta un modello matematico di misurazione delle attività e di valutazione dell'efficienza aziendale.

Il complesso di tali interventi, unito agli altri strumenti già disponibili, configura e realizza un modello compiuto di controllo di gestione del tipo *activity-based costing*, ottenuto peraltro senza ricorrere ad iniziative di tipo progettuale, difficilmente compatibili con lo svolgimento delle attività ordinarie, ma privilegiando piuttosto un approccio pragmatico ad implementazione progressiva. Proseguendo con tale approccio, il modello sarà oggetto di ulteriore affinamento nel corso del 2003.

Risolti definitivamente i problemi logistici dell'Istituto sulla piazza romana con la piena operatività della nuova sede di via Giovanni Battista Martini, per quanto riguarda gli uffici in Milano sono stati avviati a gennaio 2002, come previsto, i lavori di restauro e risanamento conservativo di Palazzo Carmagnola in via Broletto n. 7, ottenuto a titolo di concessione d'uso, per un periodo di 60 anni, dal Comune di Milano. I lavori sono proseguiti nel corso del 2002 nel sostanziale rispetto dei tempi programmati; tuttavia, la necessità di recente rappresentata dalla Sovrintendenza Archeologica di Milano di realizzare scavi archeologici su parte dell'area di cantiere comporterà un differimento, stimato in massimo sei mesi, dei tempi di conclusione dei lavori. Per effetto di ciò, si prevede che la nuova e prestigiosa sede milanese dell'Istituto potrà essere operativa nella seconda metà del 2004.

Nel settore informatico dell'Istituto, il 2002 è stato caratterizzato dall'aggiornamento della piattaforma *hardware* e *software* degli elaboratori centrali (*Server Farm*). Tale evoluzione si è concretizzata con la sostituzione dell'elaboratore contenente le principali banche dati dell'Istituto (*Database Machine*) e con il potenziamento degli elaboratori di medie dimensioni utilizzati per compiti applicativi (*Application Server*).

La nuova database machine fornisce potenzialità circa dieci volte superiori rispetto al precedente elaboratore, sia in termini di capacità di elaborazione sia per la quantità di spazio di memorizzazione da dedicare ai dati.

La piattaforma *software* è stata allineata in tutte le sue componenti (*Sun Solaris, Oracle*, etc.) alla più evoluta versione disponibile. Ciò ha comportato un'attività di manutenzione straordinaria (manutenzione adattiva) delle procedure e dei programmi correntemente utilizzati, al fine di renderli compatibili con la nuova *server farm*, sfruttandone, al tempo stesso, le più ampie potenzialità offerte.

In materia di telecomunicazioni si è provveduto a ristrutturare il collegamento interno fra le sedi di Roma e di Milano della Consob, utilizzando la convenzione che il Centro Tecnico della Presidenza del Consiglio dei Ministri ha definito con la Path.net Spa nell'ambito della Rupa (Rete Unitaria Pubblica Amministrazione). Con l'occasione è stata anche istituita una connessione permanente con la Rupa stessa.

Nel corso del 2002 è stato, inoltre, potenziato il collegamento con la rete Internet (da 2 Mbit/sec si è passati a 4 Mbit/sec, con possibilità di espansione, nei momenti di picco, fino a 8 Mbit/sec), e si è provveduto alla sostituzione dell'elaboratore sul quale risiede il sito Internet della Consob.

La nuova macchina, oltre a capacità di elaborazione e spazio di memorizzazione dei dati superiori alla precedente, presenta duplicazioni dei principali componenti hardware *(doppio alimentatore, doppia CPU, dischi in* mirroring*) tali da garantire una maggiore affidabilità e una maggiore continuità di servizio anche in presenza di guasti* (fault tollerance).

Tra le applicazioni di maggior rilievo rese operative nel 2002 si segnala quella relativa alla gestione della fase finale dell'attività di vigilanza sugli intermediari, che riguarda in particolare il calcolo delle sanzioni (Sanzionometro) e che permette di effettuare varie statistiche sui risultati dell'attività di vigilanza; nel 2002 è stata, inoltre, realizzata la prima versione del sistema di controllo del mercato dei *covered warrant* che consente l'analisi dei prezzi e delle quantità, nonché l'analisi dell'operatività degli intermediari mediante l'utilizzo di grafici; tra le principali applicazioni avviate nel 2002 va atresì citato il sistema per la gestione delle informazioni relative ai prodotti finanziari emessi dagli organismi di investimento collettivo (Sgr e Sicav), informazioni contenute nei relativi prospetti informativi.

È infine proseguita nel 2002 l'intensa attività di assistenza di personale informatico specializzato, già attuata negli anni precedenti, per ottimizzare l'utilizzo delle procedure informatiche presso le unità organizzative dell'Istituto.

La gestione finanziaria

Nell'esercizio 2002 le entrate sono risultate nel complesso pari a 78,2 milioni di euro (Tav. XI.1), di cui 38,5 relativi a entrate contributive (pari al 49,2 per cento del totale). Le entrate contributive 2002 concernono per intero i contributi di vigilanza annuali, a seguito delle innovazioni in tema di regime contributivo dell'Istituto apportate con la "legge finanziaria 2001"; la quota maggiore di queste è riferita ai contributi da emittenti, intermediari e promotori finanziari (Tav. aXI.1).

Dal lato delle spese, si è registrato un aumento nelle spese correnti correlato essenzialmente ai maggiori oneri di gestione del nuovo immobile, sito in Via G.B. Martini, sede romana dell'Istituto (acquisita nel febbraio 2001 e divenuta operativa a maggio del medesimo anno) ed all'incremento degli accantonamenti per ripristino immobilizzazioni, connesso principalmente all'onere di ammortamento della suddetta sede romana dell'Istituto. Le spese in conto capitale 2002 (4 milioni di euro in complesso), d'altra parte, registrano una sensibile flessione rispetto al 2001; gli stanziamenti relativi alle spese in conto capitale 2001 ricomprendevano, infatti, l'onere di acquisizione del suddetto immobile di Via G.B. Martini (55 milioni di euro) e quota degli oneri di ristrutturazione dell'immobile dato in concessione dal Comune di Milano nel 1999 da destinare a sede milanese dell'Istituto (9,1 milioni di euro). Le spese in conto capitale 2002 riflettono essenzialmente la prosecuzione del programma di ammodernamento e potenziamento del sistema informatico e gli stanziamenti correlati all'allestimento di una nuova biblioteca da realizzare nella sede romana dell'Istituto.

Nel mese di dicembre è stato approvato il bilancio di previsione per il 2003. Le entrate previste per l'esercizio assommano in complesso a 68 milioni di euro e derivano per 23,3 milioni dal «Trasferimento da parte dello Stato» per tale anno, per 40,7 milioni dalle «Entrate contributive» e per 4 milioni ad «Altre Entrate» dell'Istituto. Si aggiunge per 9,8 milioni di euro il complessivo «Avanzo di amministrazione presunto dell'esercizio 2002» interamente costituito dall' "Avanzo di amministrazione disponibile" per la copertura finanziaria di spese programmate per l'esercizio 2003. La misura dell'avanzo presunto 2002 ha risentito negativamente della riduzione (0,9 milioni di euro) del fondo Consob a carico dello Stato per l'esercizio 2002 operata dal Ministero dell'economia e delle finanze ai sensi del d.m. 29 novembre 2002. Quest'ultimo effetto riduttivo delle disponibilità finanziarie occorrenti per la copertura delle spese previste per l'esercizio 2003 si è aggiunto alla riduzione del fondo Consob a carico dello Stato per l'anno 2003 rispetto all'importo stabilito in via programmatica dalla "legge finanziaria 2002" (da 23,9 milioni a 23,3 milioni di euro). Alla complessiva riduzione della quota pubblica di finanziamento dell'Istituto (- 1,5 milioni di euro) si è fatto fronte, in primo luogo, con ogni possibile contenimento delle previsioni di spesa 2003

attuabile senza incidere negativamente sulla funzionalità dell'Istituto e, in secondo luogo con un aumento delle entrate contributive programmate per il 2003 rispetto all'importo comunicato nel luglio 2002 al Ministero dell'economia e delle finanze ai sensi dell'art. 40 della legge. 724/1994.

TAV. XI.1

SCHEMA RIASSUNTIVO ENTRATE E SPESE
(MILIONI DI EURO)

VOCI	1997[1]	1998[1]	1999[1]	2000[1]	2001[1]	2002[2]
ENTRATE						
AVANZO DI AMMINISTRAZIONE[3]	4,4	16,7	18,9	50,7	74	12,3
FONDO A CARICO DELLO STATO	30,2	25,8	28,4	31,0	31	24,6[4]
ENTRATE PROPRIE:						
- ENTRATE DA CORRISPETTIVI ISTRUTTORI	1,3	2,5	3,7	3,0	1,5	—
- ENTRATE DA CORRISPETTIVI PER PARTECIPAZIONE A ESAMI	0,6	1,4	2,1	3,0	1,5	—
- ENTRATE DA CONTRIBUTI DI VIGILANZA	21,7	20,3	39,8	31,8	27,4	38,5
- ENTRATE DA CONTRIBUTI SULLE NEGOZIAZIONI	—	—	3,9	5,2	3,6	—
- ENTRATE DIVERSE	2,4	2,0	2,6	4,2	11,6	2,8
TOTALE ENTRATE	*60,5*	*68,7*	*99,4*	*128,9*	*150,6*	*78,2*
SPESE						
SPESE CORRENTI:						
- SPESE PER I COMPONENTI LA COMMISSIONE	1,2	1,2	1,2	1,2	1,4	1,5
- SPESE PER IL PERSONALE	33,4	32,6	31,1	33,7	45,8	43,4
- SPESE PER ACQUISIZIONE DI BENI E SERVIZI	10,9	12,5	12,1	14,2	16,4	21,9
- ONERI PER RIPRISTINO E AMPLIAMENTO IMMOBILIZZAZIONI	1,0	1,2	1,8	2,4	3,8	6,4
- SPESE NON CLASSIFICABILI	1,5	0,2	0,8	0,1	4,9	1,4
TOTALE SPESE CORRENTI	*48,0*	*47,7*	*47,0*	*51,6*	*72,3*	*74,2*
SPESE IN CONTO CAPITALE	0,5	2,4	2,4	3,6	66,8	4,0
TOTALE SPESE	*48,5*	*50,1*	*49,4*	*55,2*	*139,1*	*78,2*

[1] Dati consuntivi. [2] Dati di preventivo definitivo. [3] L'avanzo del 2001 è dato dalla differenza tra il totale delle entrate e il totale delle spese, e dalle differenze derivanti dalla gestione dei residui e dalla rettifica di valore di disponibilità investite , non indicate nella tavola e pari in complesso a 0,8 milioni di euro. L'avanzo 2001 è riportato tra le entrate 2002. [4] Il dato non tiene conto della riduzione del Fondo a carico dello Stato per il 2002 operata con Decreto del Ministro dell'Economia del 29.11.2002.

La previsione di spesa complessiva per l'esercizio 2003 assomma a 77,8 milioni di euro, di cui 74,3 per «Spese correnti» e 3,5 per «Spese in conto capitale». La previsione di spesa corrente per il 2003 registra un lieve incremento (+2,3 per cento) rispetto all'omologo dato di previsione definitiva 2002. La previsione di spesa 2003 in conto capitale riflette essenzialmente la prosecuzione del programma di ammodernamento del sistema informatico, il programmato allestimento di una nuova biblioteca nella sede romana dell'Istituto, di cui si è già detto sopra, e lo stanziamento correlato all'acquisto di mobili e arredi per la nuova sede di via Broletto in Milano.

A dicembre 2002 la Commissione ha definito il regime contributivo valevole per l'anno 2003 individuando, in base a quanto previsto dall'art. 40 della legge 724/1994, come detto sopra riformulato dalla citata "legge finanziaria 2001", le categorie di soggetti vigilati tenuti al pagamento della contribuzione e la misura dei contributi medesimi.

I relativi provvedimenti riflettono la sostanziale invarianza del quadro normativo di riferimento; essi di conseguenza prevedono un contributo di vigilanza annuale a carico delle medesime categorie di soggetti vigilati contemplate nel regime contributivo 2002 e contengono solo limitate modifiche/integrazioni indotte dall'esperienza applicativa ovvero da talune innovazioni che hanno interessato nel corso del 2002 i mercati regolamentati.

Tali modifiche/integrazioni riguardano esclusivamente il modulo tariffario relativo agli emittenti quotati e sono di seguito brevemente descritte:

- *adozione per le società italiane emittenti obbligazioni quotate di un criterio di tariffazione che prevede il pagamento di un importo fisso per ogni prestito obbligazionario quotato alla data del 2 gennaio 2003 in luogo del criterio utilizzato sino al 2002 (identico a quello applicato e che continua ad applicarsi alle azioni quotate e correlato al valore nominale dei titoli quotati al 2 gennaio di ciascun anno);*

- *introduzione di una integrazione volta a chiarire che sono assoggettati a contribuzione, oltre che gli emittenti* covered warrant, *anche gli emittenti* certificates *quotati;*

- *assoggettamento a contribuzione, a seguito dell'istituzione da parte della Borsa Italiana spa dell'Mtf (Mercato Telematico Fondi), degli organismi di investimento collettivo del risparmio quotati (fondi comuni, aperti e chiusi, mobiliari e immobiliari;* exchange traded funds*; sicav).*

La gestione delle risorse umane

Nel corso del 2002 sono state espletate alcune procedure concorsuali pubbliche che, unitamente all'utilizzo di graduatorie di concorsi svoltesi nel 2001, hanno dato luogo all'ingresso in Consob di 33 unità. Essendo cessati dal servizio, per dimissioni volontarie, 10 dipendenti, l'incremento dell'organico nell'anno 2002 è stato di 23 unità (Tav.XI.2 e Tav.aXI.2).

In particolare sono stati espletati quattro concorsi ad un posto di funzionario di 2ª per la sede di Roma (rispettivamente per l'Ufficio Sistemi Informativi, Ufficio Bilancio e Gestione Finanziaria, Ufficio Amministrazione e Ufficio Amministrazione del Personale); un concorso ad 1 posto di condirettore da attribuire a Responsabile dell'Ufficio Organizzazione; un concorso a 8 posti di coadiutore per la sede di Milano ed un altro a 3 posti per la sede di Roma; un concorso a 2 posti di coadiutore per la sede di Roma da destinarsi all'Ufficio Relazioni Internazionali; un concorso a 1 posto di vice assistente da assegnare alla sede di Roma ed un altro a 3 posti per la sede di Milano. Infine è stata effettuata una selezione per l'assunzione con contratto di lavoro subordinato a tempo determinato, equiparato alla qualifica di coadiutore, per 1 risorsa da destinare alla gestione degli immobili presso la sede di Milano e un'altra

selezione per l'assunzione con contratto di lavoro subordinato a tempo determinato, equiparato alla qualifica di direttore, del Responsabile dell'Ufficio Rapporti con la Stampa.

TAV. XI.2

IL PERSONALE[1]

ANNI	DIPENDENTI DI RUOLO				DIPENDENTI A TEMPO DETERMINATO	*TOTALE*
	CARRIERA DIRETTIVA	CARRIERA OPERATIVA	CARRIERA DEI SERVIZI GENERALI	*TOTALE*		
1990	91	63	16	170	67	*237*
1993	134	72	16	222	96	*318*
1996	128	152	16	296	108	*404*
1997	125	161	21	307	96	*403*
1998	122	156	17	295	88	*383*
1999	116	205	19	340	24	*364*
2000	110	246	20	376	13	*389*
2001	110	241	19	370	15	*385*
2002	126	250	15	391	17	*408*

Si veda la sezione Note metodologiche. [1] Dati di fine anno.

Per quanto riguarda l'attività di formazione e addestramento del personale della Consob sono state erogate nel 2002 complessivamente 27.407 ore (11.400 nel 2001), per una media *pro-capite* di circa 67 ore (30 nel 2001).

In termini di contenuti, è proseguita la crescita dell'investimento formativo riconducibile ai corsi di tipo tecnico-professionale, perseguendo in generale un più stretto collegamento tra l'attività formativa e quella svolta concretamente dai dipendenti. Tale risultato è stato raggiunto attraverso un netto incremento della programmazione dello sviluppo delle risorse umane.

Durante l'anno, inoltre, si è proceduto al rinnovo degli accordi negoziali finalizzati al recepimento delle modifiche intervenute nel trattamento giuridico ed economico di cui all'art. 2, comma 3, *sub* art.1 della legge 216/1974.

Le relazioni con l'esterno e l'attività di investor education

Nel corso del 2002 l'impegno dedicato dalla Consob all'attività di comunicazione con l'esterno si è rinnovato ed ha avuto come principali destinatari gli investitori e gli operatori del mercato.

La Consob ha inserito da tempo tra i suoi obiettivi strategici lo sviluppo dell'attività di *investor education* per l'accrescimento delle capacità di autotutela degli investitori che costituisce un necessario complemento ai tradizionali compiti di vigilanza attribuiti dalla normativa per la tutela del pubblico risparmio.

In particolare, è stata realizzata una nuova iniziativa relativa ai fondi comuni di investimento attraverso la predisposizione di un apposito spazio all'interno del sito istituzionale e la pubblicazione di opuscoli. Scopo di questa iniziativa è quello di soddisfare le esigenze finanziarie dei risparmiatori anche mediante la scelta di prodotti molto diffusi, come i fondi, ma non sempre adeguatamente conosciuti. Tale progetto prevede ulteriori sviluppi nell'anno 2003.

Durante l'anno sono stati resi disponibili agli operatori di mercato strumenti di lavoro sempre più affidabili e tempestivi nel fornire le informazioni ed i riferimenti normativi necessari per operare nel rispetto dei principi e delle disposizioni fissati dall' ordinamento.

In quest'ottica si è lavorato su un progetto di riordino di tutti gli atti della Consob non aventi natura regolamentare e in massima parte emanati su richiesta degli operatori; si tratta, infatti, di atti volti a offrire un'interpretazione delle norme primarie e secondarie, o diretti a indicare i criteri che verranno seguiti nell'ambito dell'attività di vigilanza, oppure a segnalare l'opportunità di determinati comportamenti o di iniziative di autoregolamentazione. Come risultato del progetto, nel prossimo anno, sarà valutata la traduzione in norme regolamentari dei principi di applicazione generale desumibili da questi atti non regolamentari, saranno definiti, per singole materie, corpi organici di norme applicative e verranno pubblicate raccolte di massime che ne sintetizzeranno i contenuti e ne agevoleranno l'applicazione

Il sito internet istituzionale, principale veicolo di diffusione e di conoscenza dell'attività della Consob, è stato ulteriormente arricchito nei contenuti e migliorato nell'utilizzo attraverso la dotazione di una banda di connessione di maggiore capacità.

Si segnala l'inserimento di un elenco delle offerte pubbliche di acquisto che, oltre a riportare sinteticamente le principali caratteristiche dell'operazione (tipologia dell'Opa, emittente, offerente, periodo d'offerta), consente all'utente, per le operazioni effettuate a partire dal 9 maggio 2000, di visualizzare o scaricare il relativo documento d'offerta. Il sito è uno strumento che vuole accrescere la trasparenza delle operazioni di offerta in quanto permette, sia ai piccoli azionisti che agli operatori, di accedere agevolmente a documenti indispensabili per valutare le offerte pubbliche proposte sul mercato. L'impegno dedicato al miglioramento di tale strumento è stato premiato dal crescente numero di accessi (Tav. XI. 3).

La Consob nel corso dell'anno ha partecipato al Forum della Pubblica Amministrazione che ha rappresentato un'occasione di comunicazione diretta con i risparmiatori; tale iniziativa è stata

utile per far conoscere le funzioni svolte dall'Istituto ed i relativi strumenti utilizzati e per acquisire indicazioni sulle aspettative e sui bisogni informativi del pubblico.

TAV. XI.3

ACCESSI ALLE PAGINE DEL SITO INTERNET
(2002)

PAGINE	TOTALE
HOME PAGE (NOVITÀ)	829.385
PER I RISPARMIATORI	102.159
LA CONSOB	121.688
SOCIETÀ	1.014.943
INTERMEDIARI E MERCATI	262.218
DECISIONI DELLA CONSOB	416.423
REGOLAMENTAZIONE	555.583
PUBBLICAZIONI E COMUNICATI	438.993
ALTRI SITI	30.148
MOTORE DI RICERCA UNICO	242.315
AIUTO E MAPPA DEL SITO	63.927
VERSIONE IN LINGUA INGLESE	200.237

La Commissione si è impegnata notevolmente nella realizzazione del progetto "Norme in rete" dell'Aipa (Autorità per l'Informatica nella Pubblica Amministrazione) ed è stata tra le prime Autorità ad applicare lo standard di strutturazione e marcatura della documentazione normativa e giuridica e a consentire agli utenti del portale giuridico www.normeinrete.it la consultazione della sezione "Regolamentazione" del proprio sito.

È proseguita la consueta attività di risposta alle richieste che pervengono all'Istituto (Tav. aXI.3).

I dati desumibili dalla tabella evidenziano una diminuzione di richieste di documenti (leggi, regolamenti, delibere, comunicazioni, ecc.), soddisfatte attraverso la navigazione sul sito internet e l'intensa attività svolta dallo "sportello telefonico", a fronte di una sostanziale invariabilità del numero di richieste di dati e informazioni.

Sezione D

APPENDICE STATISTICA

PAGINA BIANCA

TAV. al.1

CONCENTRAZIONE PROPRIETARIA DELLE SOCIETÀ QUOTATE IN BORSA[1]

	CONCENTRAZIONE		
	QUOTA DEL PRIMO AZIONISTA	QUOTA DEGLI ALTRI AZIONISTI RILEVANTI	QUOTA DEL MERCATO
1996	50,4	10,7	38,9
1997	38,7	8,4	52,9
1998	33,8	9,7	56,5
1999	44,2	8,2	47,6
2000	44,0	9,4	46,6
2001	42,2	9,2	48,6
2002	40,7	8,0	51,2

Fonte: Archivio Consob sulla trasparenza proprietaria. Si veda la sezione Note metodologiche. [1] In percentuale sulla capitalizzazione del capitale ordinario di tutte le società quotate in Borsa. Dati rilevati a fine dicembre.

TAV. al.2

PARTECIPAZIONI RILEVANTI NELLE SOCIETÀ QUOTATE IN BORSA[1]

	SOGGETTO DICHIARANTE								
	SOGGETTI ESTERI	ASSICURAZIONI	BANCHE	FONDAZIONI	INVESTITORI ISTITUZIONALI	SOCIETÀ DI CAPITALI	STATO E ENTI LOCALI	PERSONE FISICHE	*TOTALE*
1996	4,5	1,9	4,3	3,8	0,8	8,2	32,5	5,5	*61,5*
1997	5,0	2,2	5,1	3,1	0,1	14,4	12,1	4,8	*46,8*
1998	5,9	2,5	4,8	5,2	0,1	12,6	8,8	3,8	*43,6*
1999	6,2	1,5	5,3	4,5	0,2	19,4	10,6	4,5	*52,2*
2000	6,5	3,2	5,9	5,0	0,3	17,2	10,2	4,9	*53,1*
2001	5,6	1,8	4,4	4,9	0,1	18,2	11,1	5,0	*51,1*
2002	4,9	1,1	3,4	4,5	0,7	16,8	12,3	5,1	*48,7*

Fonte: Archivio Consob sulla trasparenza proprietaria. Si veda la sezione Note metodologiche. [1] Partecipazioni superiori al 2 per cento del capitale votante. Dati rilevati a fine dicembre. Rapporto in percentuale tra valore di mercato delle partecipazioni calcolato sul capitale ordinario e capitalizzazione del capitale ordinario di tutte le società quotate in Borsa.

TAV. al.3

SOCIETÀ QUOTATE IN BORSA PER TIPOLOGIA DI SOGGETTO CONTROLLANTE
(SITUAZIONE AL 31 DICEMBRE)

	TIPOLOGIA DEL SOGGETTO CONTROLLANTE							
	PERSONA FISICA	BANCHE	FONDAZIONI	ASSICURAZIONI	SOCIETÀ DI CAPITALI	SOGGETTI ESTERI	STATO	*TOTALE CONTROLLATE*
				NUMERO				
1996	45	12	5	2	54	17	21	*156*
1997	42	9	5	3	55	18	17	*149*
1998	51	12	5	3	52	21	15	*159*
1999	53	15	6	2	60	26	17	*179*
2000	53	12	6	4	53	31	16	*175*
2001	54	11	6	2	49	33	17	*172*
2002	64	12	5	1	49	24	18	*173*
				PESO[1]				
1996	6,4	2,7	3,6	2,2	15,1	4,0	45,0	*79,0*
1997	5,4	4,2	2,4	2,3	25,2	3,0	18,0	*60,5*
1998	4,6	4,1	2,4	2,6	21,5	3,1	15,6	*53,9*
1999	6,0	5,5	2,8	1,4	32,8	4,4	18,7	*71,6*
2000	5,3	6,1	2,2	3,7	29,7	4,4	18,5	*69,9*
2001	5,4	3,8	2,9	1,8	32,1	3,8	22,4	*72,2*
2002	7,5	2,9	2,7	1,4	28,7	4,0	26,4	*74,2*

Fonte: Archivio Consob sulla trasparenza proprietaria. Si veda la sezione Note metodologiche. [1] In percentuale sulla capitalizzazione del capitale ordinario di tutte le società quotate.

TAV. aI.4

MODELLI DI CONTROLLO DELLE SOCIETÀ QUOTATE IN BORSA
(SITUAZIONE AL 31 DICEMBRE)

	SOCIETÀ CONTROLLATE DI DIRITTO		SOCIETÀ CONTROLLATE DI FATTO		SOCIETÀ CONTROLLATE DA PATTO		SOCIETÀ NON CONTROLLATE		*TOTALE*	
	NUMERO	PESO[1]	NUMERO	PESO[1]	NUMERO	PESO[1]	NUMERO	PESO[1]	NUMERO	PESO[1]
1996	130	66,8	26	12,2	26	4,8	26	16,2	*208*	*100,0*
1997	122	48,1	28	12,4	27	6,3	28	33,2	*205*	*100,0*
1998	128	32,3	31	21,7	24	7,4	35	38,6	*218*	*100,0*
1999	148	55,0	31	16,7	29	10,8	32	17,5	*240*	*100,0*
2000	141	51,4	34	18,5	24	9,6	38	20,5	*237*	*100,0*
2001	135	49,7	37	22,5	21	11,4	39	16,4	*232*	*100,0*
2002	142	46,0	37	28,4	20	10,2	32	15,4	*231*	*100,0*

Fonte: Archivio Consob sulla trasparenza proprietaria. Si veda la sezione Note metodologiche. [1] Rapporto in percentuale tra la capitalizzazione del capitale ordinario delle società riferibili a ciascun modello di controllo e capitalizzazione del capitale ordinario di tutte le società quotate in Borsa.

TAV. aI.5

PATTI DI SINDACATO SU SOCIETÀ QUOTATE
(SITUAZIONE AL 31 DICEMBRE 2002)

TIPO PATTO	NUOVO MERCATO			BORSA		
	NUMERO PATTI	CAPITALE SOCIALE SINDACATO[1]	NUMERO SOCIETÀ	NUMERO PATTI	CAPITALE SOCIALE SINDACATO[1]	NUMERO SOCIETÀ
BLOCCO	6	38,9	6	7	31,5	7
VOTO	3	62,9	3	8	39,7	8
GLOBALE[2]	15	49,1	13	32	47,6	30
TOTALE	*24*	*48,3*	*18*	*47*	*43,9*	*41*

Fonte: Comunicazioni ai sensi dell'art. 122 del Tuf. Si veda la sezione Note metodologiche. [1] In percentuale sul totale del capitale ordinario. Valori medi. [2] Comprendono sia clausole di blocco che di voto.

TAV. al.6

PATTI DI SINDACATO IN SOCIETÀ QUOTATE
(SITUAZIONE AL 31 DICEMBRE 2002)

SOCIETÀ OGGETTO	TIPO PATTO	SCADENZA	QUOTA SINDACATA[1]	NUMERO PARTECIPANTI
ACOTEL GROUP	GLOBALE	09/08/03	64,6	3
AIR DOLOMITI	GLOBALE	31/12/03	50,0	2
ART'È	BLOCCO	30/10/03	19,6	2
ASTALDI	BLOCCO	06/06/03	57,4	5
	VOTO	06/06/05	57,4	5
AUTOSTRADE	BLOCCO	02/03/03	30,0	2
BANCA ANTONIANA POPOLARE VENETA	BLOCCO	15/04/04	22,0	58
	VOTO	15/04/05	22,0	58
BANCA CARIGE	GLOBALE	15/12/03	5,5	2
BANCA INTESA	GLOBALE	15/04/05	38,0	27
BANCA LOMBARDA E PIEMONTESE	GLOBALE	31/12/04	44,0	313
BANCA MONTE DEI PASCHI DI SIENA	VOTO	29/07/03	6,0	68
BANCA NAZIONALE DEL LAVORO	GLOBALE	24/12/05	7,8	2
BANCA POPOLARE DI LUINO E DI VARESE	GLOBALE	15/07/05	79,9	2
BANCA POPOLARE DI SPOLETO	GLOBALE	09/07/04	78,1	2
BANCA TOSCANA	BLOCCO	20/05/05	9,3	2
BANCO DI SARDEGNA	GLOBALE	30/03/04	100,0	2
BIPIELLE INVESTIMENTI	VOTO	31/07/05	74,6	2
	GLOBALE	INDETERMINATA	83,2	4
BULGARI	GLOBALE	17/07/04	54,1	3
CASSA DI RISPARMIO DI FIRENZE	GLOBALE	17/07/03	43,9	3
	GLOBALE	17/07/03	47,1	2
CIT	GLOBALE	07/06/05	67,8	3
	GLOBALE	06/09/05	50,0	3
	VOTO	27/11/05	57,8	4
CSP	GLOBALE	15/06/04	50,2	7
CTO	BLOCCO	21/06/03	57,5	3

Si veda la sezione Note metodologiche. [1] In percentuale del capitale sociale ordinario.

- *SEGUE* -

- SEGUE TAV. al.6 -

SOCIETÀ OGGETTO	TIPO PATTO	SCADENZA	QUOTA SINDACATA	NUMERO PARTECIPANTI
DADA	BLOCCO	10/10/03	15,4	2
	GLOBALE	05/02/05	28,1	3
DATA SERVICE	GLOBALE	18/10/03	56,7	19
DATAMAT	BLOCCO	12/10/03	26,0	5
	GLOBALE	26/06/03	41,0	17
DAVIDE CAMPARI - MILANO	VOTO	SCADENZA CDA	51,0	2
DIGITAL BROS	GLOBALE	17/10/05	58,1	3
E.BISCOM	GLOBALE	30/03/03	50,1	15
	GLOBALE	30/03/03	50,1	17
EL.EN.	VOTO	11/12/03	59,2	8
	BLOCCO	11/12/03	52,0	8
ENGINEERING INGEGNERIA INFORMATICA	VOTO	07/06/03	71,9	8
EPLANET	GLOBALE	29/06/04	43,6	13
ESAOTE	VOTO	20/12/03	60,5	6
ESPRINET	BLOCCO	25/07/04	62,9	6
EUPHON	GLOBALE	07/06/03	40,9	3
FIAT	VOTO	18/06/05	31,2	4
FILATURA DI POLLONE	GLOBALE	22/04/03	50,2	16
GEMINA	GLOBALE	BILANCIO 2003	43,4	11
GIM	GLOBALE	31/12/03	48,1	19
HOLDING DI PARTECIPAZIONI INDUSTRIALI	GLOBALE	01/07/04	44,9	12
I.M.A.	BLOCCO	INDETERMINATA	61,0	3
LA DORIA	GLOBALE	30/06/04	70,0	8
LA GALANA	GLOBALE	BILANCIO 2002	75,6	4
MANULI RUBBER INDUSTRIES	GLOBALE	BILANCIO 2003	44,1	6
MARCOLIN	GLOBALE	24/07/05	63,7	6
	GLOBALE	31/07/05	12,7	7
MEDIOBANCA	GLOBALE	01/07/04	46,9	41
MEDIOLANUM	GLOBALE	14/09/04	51,1	7

- SEGUE -

- SEGUE TAV. al.6 -

SOCIETÀ OGGETTO	TIPO PATTO	SCADENZA	QUOTA SINDACATA	NUMERO PARTECIPANTI
NOVUSPHARMA	GLOBALE	13/11/04	9,3	6
PERMASTEELISA	GLOBALE	30/08/05	29,9	5
PIRELLI & C.	GLOBALE	15/04/04	56,5	10
PREMUDA	GLOBALE	31/12/04	45,0	3
RENO DE MEDICI	GLOBALE	01/07/04	24,5	2
SAES GETTERS	GLOBALE	15/12/05	57,3	35
SANPAOLO IMI	GLOBALE	BILANCIO 2003	16,2	5
	VOTO	INDETERMINATA	15,0	3
SMI	GLOBALE	31/12/04	50,1	2
SNIA	GLOBALE	11/10/03	16,3	8
SOCOTHERM	GLOBALE	11/12/05	75,0	4
TARGETTI SANKEY	BLOCCO	27/09/04	15,3	2
TAS	GLOBALE	BILANCIO 2002	59,1	5
TXT E-SOLUTIONS	GLOBALE	22/06/03	37,8	41
ZIGNAGO	BLOCCO	31/12/04	25,4	7

Si veda la sezione Note metodologiche. [1] In percentuale del capitale sociale ordinario.

TAV. al.7

PATTI DI SINDACATO IN SOCIETÀ CHE CONTROLLANO SOCIETÀ QUOTATE
(SITUAZIONE AL 31 DICEMBRE 2002)

SOCIETÀ QUOTATA	SOCIETÀ CONTROLLANTE OGGETTO DEL PATTO	TIPO PATTO	SCADENZA	QUOTA SINDACATA[1]	NUMERO PARTECIPANTI
AUTOSTRADE	SCHEMA VENTOTTO	GLOBALE	02/03/03	100,0	6
BASIC NET	BASIC WORLD	GLOBALE	15/12/03	83,0	2
BIESSE	BIESSE FINANCE	GLOBALE	31/12/03	100,0	7
CALP	SELFIN	GLOBALE	OPERAZIONI STRAORD.	100,0	23
	SELFIN	GLOBALE	23/10/05	100,0	20
CREDITO EMILIANO	CREDITO EMILIANO HOLDING	BLOCCO	20/07/04	71,5	214
DATALOGIC	HYDRA	GLOBALE	14/02/04	100,0	4
DUCATI MOTOR HOLDING	TPG ADVISORS	GLOBALE	INDETERMINATA	100,0	4
FREEDOMLAND ITN	JULY TWENTY	GLOBALE	04/10/05	100,0	3
IMMSI	OMNIAPARTECIPAZIONI	GLOBALE	15/11/05	100,0	4
	OMNIAINVEST	VOTO	06/11/05	100,0	4
INTEK	QUATTRODUEDUE HOLDING	VOTO	30/06/04	100,0	4
LA RINASCENTE	EUROFIND	GLOBALE	06/05/03	100,0	2
LOTTOMATICA	FINEUROGAMES	GLOBALE	27/02/05	100,0	2
OLIVETTI	OLYMPIA[2]	GLOBALE	07/08/04	100,0	2
		GLOBALE	05/10/04	100,0	3
SABAF	GIUSEPPE SALERI	GLOBALE	20/10/03	96,0	3
SIRTI	HILUX	GLOBALE	03/08/03	100,0	9
SNAI	SNAI SERVIZI	GLOBALE	30/06/04	29,3	68
SNIA	BIOS	GLOBALE	28/07/05	100,0	14
TREVI FIN. INDUSTRIALE	TREVI HOLDING	VOTO	31/12/04	8	2

Si veda la sezione Note metodologiche. [1] In percentuale del capitale sociale ordinario. [2] La quota sindacata complessivamente detenuta dai 5 aderenti ai 2 patti è pari al 100 per cento del capitale di Olympia.

TAV. al.8

OFFERTE PUBBLICHE DI ACQUISTO E/O DI SCAMBIO SU TITOLI DI SOCIETÀ QUOTATE

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
					NUMERO OPERAZIONI						
VOLONTARIE	5	2	2	4	6	5	2	4	7	4	10
PREVENTIVE[2]	—	2	1	—	2	2	2	8	8	2	4
INCREMENTALI[3]	—	—	—	—	1	1	1	—	—	—	—
SUCCESSIVE	2	3	11	8	9	7	6	8	6	7	4
RESIDUALI	—	5	6	9	10	8	3	2	7	11	5
SU AZIONI PROPRIE	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	1
TOTALE	*7*	*12*	*20*	*21*	*28*	*23*	*14*	*22*	*28*	*24*	*24*
					MILIONI DI EURO						
VOLONTARIE	611	850	72	75	264	378	96	631	4.299	171	3.724
PREVENTIVE[2]	—	543	1.947	—	213	234	1.658	53.292	4.878	726	809
INCREMENTALI[3]	—	—	—	—	53	4	126	—	—	—	—
SUCCESSIVE	11	12	832	975	161	376	102	640	2.734	5.573	26
RESIDUALI	—	7	23	24	14	27	23	5	218	196	44
SU AZIONI PROPRIE	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	709
TOTALE	*622*	*1.412*	*2.874*	*1.074*	*705*	*1.019*	*2.005*	*54.568*	*12.129*	*6.666*	*5.312*

Fonte: Archivio Consob su documenti di offerta e avvisi della Borsa Italiana spa. [1] Dati in milioni di euro. Il corrispettivo in titoli delle offerte di scambio è valutato ai prezzi di mercato del giorno antecedente l'annuncio dell'operazione. [2] Il numero di operazioni include le offerte concorrenti. [3] Tipologia prevista dalla legge 149/1992 e non dall'attuale disciplina del Tuf.

TAV. al.9

OFFERTE PUBBLICHE DI ACQUISTO REALIZZATE NEL 2002 SU SOCIETÀ QUOTATE

SOCIETÀ OFFERENTE	AZIONI OGGETTO DELL'OFFERTA	NATURA DELL'OFFERTA	PREZZO OFFERTO[1]	TITOLI RICHIESTI[2]	DURATA OFFERTA
BIOSDUE	SNIA ORD.	VOLONTARIA	2,00	71,7	22.02-05.04
	SNIA RNC		2,00	100,0	22.02-05.04
	SNIA RCV		2,00	100,0	22.02-05.04
SAN PAOLO IMI	BANCO DI NAPOLI RNC	VOLONTARIA	1,30	99,2	26.03-19.04
GRUPPO TAD	CMI	SUCCESSIVA	1,52	18,1	18.04-10.05
BANCA POPOLARE DI LODI	IIL ORD	SUCCESSIVA	4,38	12,1	10.06-28.06
FINMA-MA.GI.MA	MARANGONI ORD.	VOLONTARIA	2,70	13,8	12.06-16.07
FINOS	ROTONDI EVOLUTION ORD	VOLONTARIA	3,50	10,4	25.06-15.07
HOLDING MACCHINE UTENSILI	GILDEEMEISTER ITALIANA ORD	RESIDUALE	4,52	8,5	25.06-15.07
IMPE LUX - COCI	FERRETTI ORD	PREVENTIVA	4,35	100,0	05.08-13.09
INTERACTIVE GROUP	FREEDOMLAND ORD	PREVENTIVA	12,6	100,0	19.07-23.08
IDRA PARTECIPAZIONI	IDRA PRESSE ORD	RESIDUALE	2,86	8,6	19.08-20.09
CONTENT	FREEDOMLAND ORD	PREVENTIVA	13,20	100,0	23.08-27.09
BANCA ANTONVENETA	BCA DI CREDITO POP. SIRACUSA ORD	VOLONTARIA	20,26	34,2	26.08-20.09
BRACCO BIOMED	ESAOTE ORD	VOLONTARIA	5,17	100,0	02.09-04.10
SELFIN	CALP ORD	VOLONTARIA	3,22	46,9	11.09-11.10
EUROFIN	LA RINASCENTE ORD	VOLONTARIA	4,45	43,7	04.11-29.11
	LA RINASCENTE PRIV		4,45	100,0	04.11-29.11
	LA RINASCENTE RNC		4,15	32,2	04.11-29.11
UNICREDITO ITALIANO	ONBANCA ORD	PREVENTIVA	32,00	100,0	04.11-06.12
FINMA-MA.GI.MA	MARANGONI ORD	RESIDUALE	3,00	8,9	06.11-26.11
TENARIS	DALMINE ORD	VOLONTARIA	0,17	52,8	14.11-13.12
IMPE LUX - COCI	FERRETTI ORD	RESIDUALE	4,35	5,1	09.12-03.01
RAS	RAS ORD	SU AZIONI	14,00	5,9	09.12-10.01
	RAS RNC	PROPRIE	14,00	96,7	09.12-10.01
SELFIN	CALP ORD	RESIDUALE	3,22	8,0	09.12-15.01
OMNIAPARTECIPAZIONI	IMMSI ORD	SUCCESSIVA	0,72	54,7	16.12-13.01
ENI	ITALGAS ORD	VOLONTARIA	13,00	55,9	16.12-27.01
GABBIANO	BORGOSESIA ORD	SUCCESSIVA	5,00	29,0	27.12-21.01

Fonte: Archivio Consob sui documenti di offerta. [1] Prezzo offerto per azione in euro. Nel caso di offerte di scambio, salvo quanto esplicitamente indicato nel documento d'offerta, il corrispettivo in titoli è valutato al prezzo di mercato del giorno antecedente l'annuncio d'offerta. [2] In percentuale dei titoli emessi della stessa categoria.

TAV. al.10

ADESIONI ALLE OFFERTE PUBBLICHE DI ACQUISTO REALIZZATE NEL 2002 SU SOCIETÀ QUOTATE

SOCIETÀ OFFERENTE	AZIONI OGGETTO DELL'OFFERTA	TITOLI ACQUISTATI[1]	QUOTA POSSEDUTA DALL'OFFERENTE[2]	VALORE OFFERTA[3]
BIOSDUE	SNIA ORD	30,4	50,1	218,6
	SNIA RNC	72,4	72,4	22,0
	SNIA RCV	23,8	23,8	1,8
SAN PAOLO IMI	BANCO NAPOLI RNC	90,9	91,0	150,1
GRUPPO TAD	CMI ORD	0,5	82,0	0,0
BANCA POPOLARE DI LODI	IIL ORD	67,6	58,3	17,0
FINMA-MA.GI.MA	MARANGONI ORD	30,3	90,7	2,3
FINOS	ROTONDI EVOLUTION ORD	95,0	99,5	6,8
HOLDING MACCHINE UTENSILI .	GILDEMEISTER ITALIANA ORD	87,9	99,0	9,7
IMPE LUX - COCI	FERRETTI ORD	93,7	93,7	633,4
INTERACRIVE GROUP	FREEDOMLAND ORD	--	--	--
IDRA PARTECIPAZIONI	IDRA PRESSE ORD	70,7	98,6	2,6
CONTENT	FREEDOMLAND ORD	81,6	81,6	155,2
BANCA ANTOVENETA	BCA DI CREDITO POP. SIRACUSA ORD.	51,0	83,1	34,3
BRACCO BIOMED	ESAOTE ORD	37,0	97,1	89,8
SELFIN	CALP ORD	83,0	92,0	35,0
EUROFIN	LA RINASCENTE ORD	84,3	93,1	489,3
	LA RINASCENTE PRV	71,9	71,9	10,1
	LA RINASCENTE RNC	88,3	96,2	121,2
UNICREDITO ITALIANO	ONBANCA ORD	25,5	25,5	20,3
FINMA- MA.GI.MA	MARANGONI ORD	90,5	99,2	4,8
TENARIS	DALMINE ORD	41,2	88,4	81,8
IMPE LUX - COCI	FERRETTI ORD	60,4	98,1	20,7
RAS	RAS ORD	100,0	7,0	597,5
	RAS RNC	85,6	86,1	111,6
SELFIN	CALP ORD	91,4	99,3	6,5
OMNIAPARTECIPAZIONI	IMMSI ORD	9,2	50,4	8,0
ENI	ITALGAS ORD	97,2	98,3	2.461,4
GABBIANO	BORGOSESIA ORD	52,1	86,2	0,7

Fonte: Avvisi della Borsa Italiana spa. [1] In percentuale dei titoli richiesti. [2] Dopo l'Opa, in percentuale del capitale sociale. [3] Valori in milioni di euro, calcolati sulla base del numero dei titoli effettivamente acquistati. Nel caso di offerte di scambio, salvo quanto esplicitamente indicato nel documento d'offerta, il corrispettivo in titoli è valutato al prezzo di mercato del giorno antecedente l'annuncio dell'offerta.

TAV. al.11

NUMERO MEDIO DI AMMINISTRATORI PER SETTORE DI ATTIVITÀ DELLE SOCIETÀ QUOTATE IN BORSA

	2001			2002		
	ESECUTIVI	NON ESECUTIVI	*TOTALE*	ESECUTIVI	NON ESECUTIVI	*TOTALE*
ASSICURATIVO	5,6	11,3	*16,9*	4,7	11,2	*15,9*
BANCARIO	6,2	8,4	*14,6*	6,3	8,7	*15,0*
FINANZIARIO	3,0	6,2	*9,2*	3,0	6,2	*9,1*
INDUSTRIALE	3,0	5,5	*8,5*	2,9	5,7	*8,6*
SERVIZI	3,3	7,0	*10,3*	2,8	7,4	*10,2*
TOTALE	*3,6*	*6,6*	*10,2*	*3,5*	*6,8*	*10,3*

TAV. al.12

CUMULO DI CARICHE NEI CONSIGLI DI AMMINISTRAZIONE DELLE SOCIETÀ QUOTATE IN BORSA

	2001			2002		
	NUMERO	CARICHE RICOPERTE		NUMERO	CARICHE RICOPERTE	
		NEL GRUPPO	IN ALTRO GRUPPO		NEL GRUPPO	IN ALTRO GRUPPO
AMMINISTRATORI CON UNA SOLA CARICA	*1.574*	*1.574*	--	*1.580*	*1.580*	--
AMMINISTRATORI CON PIÙ CARICHE	*299*	*292*	*493*	*302*	*278*	*499*
DI CUI:						
- 2 CARICHE	196	142	250	210	128	292
- DA 3 A 5 CARICHE	94	116	214	79	102	168
- PIÙ DI 5 CARICHE	9	34	29	13	41	48

TAV. aII.1

INDICATORI DEI MERCATI AZIONARI GESTITI DA BORSA ITALIANA SPA

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
BORSA (MTA)								
CAPITALIZZAZIONE[1,2]	168,1	199,4	309,9	484,1	714,1	790,3	575,0	447,1
- IN PERCENTUALE DEL PIL	18,5	20,6	30,7	45,4	66,1	70,2	48,6	36,6
SCAMBI DI TITOLI AZIONARI[1]	72,5	80,8	174,3	423,0	503,0	838,5	637,1	562,3
NUMERO DI SOCIETÀ QUOTATE (DOMESTICHE)	217	213	209	219	241	237	232	231
NUMERO DI SOCIETÀ NEOQUOTATE (DOMESTICHE)	14	14	14	25	28	16	13	11
NUMERO DI SOCIETÀ CANCELLATE (DOMESTICHE)	16	18	18	15	6	20	18	12
VARIAZIONE DEL MIB STORICO[3]	- 6,9	13,1	58,2	41,0	22,3	5,4	- 25,1	-23,7
RAPPORTO DIVIDENDI - PREZZI[3]	1,8	2,1	1,7	1,6	1,5	2,1	2,8	3,8
RAPPORTO UTILI - PREZZI[3]	7,0	6,9	4,6	3,9	3,4	4,5	6,0	5,9
MERCATO RISTRETTO								
CAPITALIZZAZIONE[1,2]	3,6	3,3	4,8	4,1	5,4	5,9	4,9	4,5
SCAMBI DI TITOLI AZIONARI[1]	0,4	0,4	0,7	2,2	0,9	1,2	0,4	0,3
NUMERO DI SOCIETÀ QUOTATE	33	31	26	20	17	15	12	13
NUOVO MERCATO								
CAPITALIZZAZIONE[1,2]	—	—	—	—	7,0	22,2	12,5	6,4
SCAMBI DI TITOLI AZIONARI[1]	—	—	—	—	3,5	29,5	20,6	10,4
NUMERO DI SOCIETÀ QUOTATE (DOMESTICHE)	—	—	—	—	6	39	44	44
VARIAZIONE DELL'INDICE NM[3]	—	—	—	—	536[4]	- 25,5	- 45,6	-50,1

Fonte: Borsa Italiana spa, Consob, Primark. [1] Valori in miliardi di euro. [2] Il dato sulla capitalizzazione è riferito alle società domestiche. [3] Valori in percentuale rilevati a fine anno. [4] Dal 17 giugno 1999 al 30 dicembre 1999.

TAV. alI.2

SCAMBI DI TITOLI A REDDITO FISSO SU MERCATI REGOLAMENTATI ITALIANI

	2000	2001	2002
MTS	2.020	2.324	2.205
BONDVISION	—	18	100
MERCATO ALL'INGROSSO DELLE OBBLIGAZIONI NON GOVERNATIVE	..	12	24
MOT	154	136	159
EURO MOT	..	1	2
TOTALE	*2.174*	*2.491*	*2.490*

Fonte: Elaborazione su dati Mts spa e Borsa Italiana spa. Valori in miliardi di euro.

TAV. aII.3

STRUTTURA PROPRIETARIA DELLE SOCIETÀ AMMESSE A QUOTAZIONE IN BORSA (MTA) E SUL MERCATO RISTRETTO

(QUOTE PERCENTUALI DEL CAPITALE SOCIALE CON DIRITTO DI VOTO)

SOCIETÀ	PRIMA DELL'OFFERTA		DOPO L'OFFERTA	
	AZIONISTI DI CONTROLLO	AZIONISTI CON PIÙ DEL 2 PER CENTO	AZIONISTI DI CONTROLLO	AZIONISTI CON PIÙ DEL 2 PER CENTO
MEDIA 1995	*79,4*	*96,0*	*56,1*	*62,6*
MEDIA 1996	*78,3*	*94,7*	*52,8*	*61,2*
MEDIA 1997	*81,2*	*90,8*	*55,6*	*61,3*
MEDIA 1998	*89,0*	*98,5*	*57,1*	*59,5*
MEDIA 1999	*91,9*	*98,5*	*57,8*	*59,9*
MEDIA 2000	*80,3*	*94,9*	*56,7*	*66,0*
MEDIA 2001	*87,7*	*97,8*	*58,8*	*63,0*
2002				
ASM BRESCIA	99,5	99,5	73,2	73,2
ASTALDI	67,6	99,0	52,1	61,4
CIT	54,8	95,1	44,5	75,5
FIERA MILANO	100,0	100,0	56,1	56,1
PIRELLI&C. REAL ESTATE	100,0	100,0	62,7	62,7
SOCOTHERM	78,0	100,0	58,4	75,0
MEDIA 2002	*83,3*	*98,9*	*57,8*	*67,3*

Si veda la sezione Note metodologiche.

TAV. aII.4

SOCIETÀ AMMESSE A QUOTAZIONE: ESITI DELLE OFFERTE

	QUOTA ASSEGNATA[1]				RAPPORTO DOMANDA/OFFERTA[2]	
	PUBBLICO	INVESTITORI ISTITUZIONALI ITALIANI	INVESTITORI ISTITUZIONALI ESTERI	ALTRI SOGGETTI[3]	OFFERTA PUBBLICA	OFFERTA ISTITUZIONALE
BORSA (MTA) E MERCATO RISTRETTO						
1995	42,3	15,6	42,1	—	3,3	6,8
1996	40,5	24,3	35,2	—	4,0	5,9
1997	31,4	24,5	44,1	—	9,2	9,4
1998	44,4	27,2	28,4	—	4,5	18,0
1999	44,6	23,6	31,8	--	13,4	6,7
2000	48,7	26,4	24,8	0,1	2,9	4,5
2001	29,0	36,1	34,5	0,4	1,2	2,5
2002	27,7	50,4	20,3	1,6	1,1	1,2
NUOVO MERCATO						
1999	27,3	32,5	40,2	..	28,0	9,5
2000	27,2	25,8	45,0	2,0	16,6	7,5
2001	25,0	58,5	14,4	2,1	1,0	1,3
2002	--	--	--	--	--	--

Si veda la sezione Note metodologiche. [1] Medie ponderate per il valore delle offerte; valori in percentuale. I dati relativi alla Borsa non comprendono l'Eni nel 1995, l'Enel nel 1999 e la Snam Rete Gas nel 2001. [2] Medie semplici. [3] Si tratta di soggetti nominativamente indicati ai quali viene riservato un certo ammontare di azioni.

TAV. aII.5

ATTIVITÀ DI *INVESTMENT BANKING* NELLE OFFERTE FINALIZZATE ALLA QUOTAZIONE[1]
(CONCENTRAZIONE DEL MERCATO)

	PRIMO SOGGETTO[2]	PRIMI TRE SOGGETTI[2]	PRIMI CINQUE SOGGETTI[2]	NUMERO OPERAZIONI	VALORE OPERAZIONI[3]
			GLOBAL COORDINATOR[4]		
1995	28,6	74,6	94,4	10	3.658
1996	64,3	88,9	93,9	12	1.666
1997	36,8	71,0	89,0	10	833
1998	20,7	59,8	74,6	15	1.839
1999	25,9	71,7	81,2	26	5.032
2000[5]	18,1	45,0	59,7	43	6.728
2001	16,3	42,9	62,5	17	1.732
2002	30,0	65,0	83,1	6	1.062
			LEAD MANAGER[6]		
1995	44,4	79,9	100,0	10	1.259
1996	69,0	90,2	94,2	12	675
1997	57,0	79,0	91,4	10	261
1998	58,5	87,6	93,0	15	816
1999	45,9	74,2	84,5	26	2.196
2000	33,7	65,0	79,7	44	2.418
2001	23,6	59,9	83,5	17	497
2002	32,7	84,7	100,0	6	294

Fonte: Elaborazioni Consob su prospetti informativi. Si veda la sezione Note metodologiche. [1] Gli indicatori di concentrazione sono basati sul controvalore delle offerte realizzate in Borsa, sul Mercato Ristretto e sul Nuovo Mercato. I dati relativi alla Borsa non comprendono l'offerta l'offerta dell'Eni nel 1995, dell'Enel nel 1999 e della Snam Rete Gas nel 2001. [2] Valori in percentuale. [3] Valori in milioni di euro. [4] Dati riferiti alle offerte globali. [5] Un'operazione è stata esclusa in quanto comprende la sola offerta pubblica in Italia. [6] Dati riferiti alle sole offerte pubbliche in Italia.

TAV. all.6

COLLOCAMENTO DI AZIONI E OBBLIGAZIONI CONVERTIBILI DI SOCIETÀ QUOTATE[1]
(MILIONI DI EURO)

DESTINATARI DELL'OFFERTA	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002[2]
EMISSIONI DI NUOVI TITOLI								
PUBBLICO	162	516	1.122	390	413	1.827	798	415
INVESTITORI ISTITUZIONALI	99	193	226	1.087	802	4.846	2.080	577
DIPENDENTI	6	25	104	319	221	40	10	12
AZIONISTI	4.103	1.572	3.948	7.084	21.736	2.587	7.668	3.290
ALTRI	—	—	—	—	—	78	9	491
TOTALE	*4.370*	*2.306*	*5.400*	*8.879*	*23.171*	*9.379*	*10.565*	*4.786*
OFFERTE DI TITOLI GIÀ IN CIRCOLAZIONE								
PUBBLICO	1.647	2.342	11.616	7.054	14.433	4.995	692	248
INVESTITORI ISTITUZIONALI	1.585	2.965	5.422	3.773	10.478	2.492	3.750	1.778
DIPENDENTI	159	301	1.389	446	884	118	15	2
AZIONISTI	--	3	--	--	--	--	--	--
ALTRI	—	—	—	—	—	10	..	18
TOTALE	*3.391*	*5.612*	*18.427*	*11.273*	*25.795*	*7.614*	*4.457*	*2.047*
TOTALE								
PUBBLICO	1.809	2.858	12.738	7.444	14.846	6.822	1.490	664
INVESTITORI ISTITUZIONALI	1.684	3.159	5.648	4.860	11.280	7.338	5.830	2.356
DIPENDENTI	165	326	1.493	765	1.105	158	25	12
AZIONISTI	4.103	1.575	3.948	7.084	21.736	2.587	7.668	3.290
ALTRI	—	—	—	—	—	88	9	510
TOTALE	*7.761*	*7.918*	*23.827*	*20.152*	*48.966*	*16.993*	*15.022*	*6.833*

Fonte: Archivio Consob sui prospetti informativi e avvisi della Borsa Italiana spa. Si veda la sezione Note metodologiche.
[1] Dati relativi alle società quotate in Borsa (MTA); sono incluse le operazioni relative alle società quotate sul Mercato Ristretto e sul Nuovo Mercato. [2] Il dato comprende l'offerta pubblica di quote di un fondo immobiliare chiuso finalizzata all'ammissione a quotazione.

TAV. aII.7

CESSIONI DI PARTECIPAZIONI PUBBLICHE IN SOCIETÀ QUOTATE EFFETTUATE TRAMITE OFFERTA PUBBLICA E COLLOCAMENTO ISTITUZIONALE
(1993-2002)

SOCIETÀ	DATA	CTVL[1]	CEDENTE	QUOTA CEDUTA[2]	DESTINATARI DELL'OFFERTA[3]			
					PUBBLICO[4]	DIPEN-DENTI	ESTERA	INVEST. ISTITUZ.
CREDIT ORD	4.12.93	886	IRI	63,1	36,3	—	—	26,8
CREDIT RISP	4.12.93	44	IRI	17,4	—	17,4	—	—
IMI	31.01.94	1.231	TESORO E ALTRI	36,5	14,8	0,8	—	20,9
COMIT	26.02.94	1.493	IRI SPA	51,9	26,9	3,5	—	21,5
INA	27.06.94	2.340	TESORO	47,2	31,6	0,6	—	15,0
ENI	21.11.95	3.254	TESORO	15,0	4,3	0,7	3,3	6,7
IMI	7.07.96	259	TESORO	6,9	—	—	—	6,9
AMGA	7.10.96	107	COMUNE DI GENOVA	49,0	17,6	0,8	—	30,6
ENI	21.10.96	4.582	TESORO	15,8	8,0	0,8	2,0	5,0
MONTEFIBRE	08.07.96	94	ENICHEM	66,4	8,2	—	—	58,2
ISTITUTO BANC. SAN PAOLO	19.05.97	1.374	GRUPPO BANC. SAN PAOLO, TESORO E ALTRI	31,0	12,3	2,4	—	16,3
ENI	23.06.97	6.805	TESORO	17,6	9,9	0,8	2,3	4,6
AEROPORTI DI ROMA	15.07.97	307	IRI	45,0	15,5	0,9	—	28,6
TELECOM	20.10.97	9.778	TESORO	32,9	24,3	3,3	1,1	4,2
BANCA DI ROMA	24.11.97	1.379	IRI	36,6[5]	26,7	2,4	—	7,5
SAIPEM	17.03.98	383	ENI	17,1	—	—	—	17,1
ALITALIA	22.05.98	406	IRI	18,4	—	—	—	18,4
ENI	22.06.98	6.594	TESORO	14,0	10,5	0,6	—	2,8
AEM	14.07.98	761	COMUNE DI MILANO	49,0	28,9	0,5	—	19,6
BNL	16.11.98	2.620	TESORO	64,7	34,8	3,6	—	26,3
BANCA MONTE PASCHI	18.06.99	2.217	FOND. MONTE PASCHI	21,2	7,6	2,0	—	11,6
ACEA	09.07.99	934	COMUNE DI ROMA	49,0	15,7	10,5	—	22,9
ACSM	20.10.99	18	COMUNE DI COMO	25,0	13,5	1,4	—	10,1
ENEL	29.10.99	16.550	TESORO	31,7	18,5	1,5	....	14,5[6]
AUTOSTRADE	03.12.99	3.805	IRI	48,0	41,0	0,7	—	6,2
FINMECCANICA	29.05.00	6.570[7]	IRI	44,0	33,7	0,7	—	10,7
AEROPORTO DI FIRENZE	03.07.00	18	ENTI VARI	29,0	10,5	—	—	18,5
CASSA RISP. DI FIRENZE	10.07.00	320	ENTE CASSA RISP. DI FIRENZE	25,0	15,0	1,7	—	9,8
AEM TORINO	22.11.00	112	COMUNE DI TORINO	14,6	6,3	—	—	8,3
ACSM	29.11.00	42	COMUNE DI COMO	24,0	18,3	0,4	—	5,4
ENI	15.02.01	2.721	TESORO	5,0	—	—	—	5,0
AC.E.GA.S.	19.02.01	174	COMUNE DI TRIESTE	46,8	16,0	0,8	—	30,0
SNAM RETE GAS	26.11.01	942	SNAM (ENI)	22,4	11,1	0,3	—	11,0
FIERA MILANO	02.12.02	41	ENTE AUTONOMO FIERA INTERNAZIONALE DI MILANO	22,9[8]	—	—	—	13,7
TELECOM ITALIA	09.12.02	1.434[9]	MINISTERO DELL'ECONOMIA	3,5	—	—	—	3,5

Fonte: Consob e Ministero dell'economia, Relazione al Parlamento sulle operazioni di cessione delle partecipazioni in società controllate direttamente o indirettamente dallo Stato, *ex* art. 13, comma 6, legge 474/1994, anni vari. [1] Controvalore complessivo dell'offerta di vendita. Valori in milioni di euro. [2] Valori in percentuale sul capitale sociale pre-offerta. I dati non comprendono l'eventuale *bonus share* e comprendono la *green shoe* effettivamente esercitata. [3] Valori in percentuale sul capitale sociale pre-offerta. I dati tengono conto dell'intera sovrallocazione o *green shoe* utilizzata. [4] Comprende le quote riservate ad altri soggetti (a esclusione dei dipendenti) nell'ambito della *tranche* pubblica. [5] Dato calcolato sul capitale sociale post-offerta. [6] Il dato include l'offerta pubblica estera. [7] Include l'emissione di obbligazioni convertibili per 0,9 miliardi di euro. [8] Il dato comprende anche il collocamento privato riservato agli organizzatori e alla Camera di Commercio, pari al 9,2 per cento. [9] Include la vendita di azioni di risparmio per 68 milioni di euro.

TAV. aII.8

CESSIONI DI PARTECIPAZIONI DI SOCIETÀ QUOTATE A CONTROLLO PUBBLICO TRAMITE TRATTATIVA DIRETTA
(1996 - 2001)

SOCIETÀ	ACQUIRENTE	DATA DI COMPLETAMENTO DELLA CESSIONE	QUOTA CEDUTA[1]	CONTROVALORE COMPLESSIVO[2]	DATA DELL'OPA SUCCESSIVA[3]
DALMINE	TECHINT SIDERCA	27.02.96	84,1	156	9.04.96
SEAT	ABN-AMRO BAIN CAPITAL COMIT BC PARTNERS CVC CAPITAL PARTNER INVESTITORI ASS. DE AGOSTINI SOFIPA	25.11.97	61,3[4]	849	—
BANCO DI NAPOLI[5]	INA-BNL	11.06.97	60,0	32	—
SAN PAOLO[6]	IFI/IFIL IMI BANCO SANTANDER REALE MUTUA ASSIC. MONTE PASCHI KREDIETBANK	23.04.97	19,0	594	—
	ALTRI[7] (INA, HDI, CREDIT LOC. FRANCE, CREDIT COMM. BELGIQUE)	24.04.97	3,0	134	
TELECOM[6]	AT&T UNISOURCE IMI CREDIT CREDIT SUISSE ASS. GENERALI COMPAGNIA S.PAOLO IFIL COMIT MONTE PASCHI FONDAZ. CARIPLO INA ALLEANZA ASS. ROLO BANCA	29-30.09.97	9,0	2.040[8]	—
BANCA DI ROMA[6]	TORO[9] ALTRI[7]	09.12.97 09.12.97	4,1 15,1	155 639	—
BNL[6]	BANCO BILBAO VIZCAYA INA BCA POP VICENTINA	29.09.98	25,0	1.335	—
AUTOSTRADE	EDIZIONE HOLDING SPA FOND. CASSA RISP. TORINO AUTOPISTAS CONC. ESPANOLA SA INA UNICREDIT BRISA AUTOSTRADE DE PORTUGAL SA	09.03.00	30,0	2.516	—
AEROPORTI DI ROMA	CONSORZIO LEONARDO (GEMINA, FALCK, ITALPETROLI, IMPREGILO)	31.07.00	51,2	1.327	25.09.00
BENI STABILI[10]	BANCA IMI	06/01	0,3	2	—
S. PAOLO IMI[10]	BANCA IMI	06/01	0,3	80	—
BNL[10]	BANCA IMI	27/12/01	1,3	77	—
GENERALI[10]	BANCA IMI	04/02	1,1[11]	76[12]	—

Fonte: Consob e Ministero dell'economia, Relazione al Parlamento, aggiornata al 1° semestre 2002. Si veda la sezione Note metodologiche. [1] In percentuale sul capitale ordinario. [2] Valori in milioni di euro. [3] Data di inizio dell'Opa. [4] La cessione ha riguardato anche lo 0,8 per cento del capitale rappresentato da azioni di risparmio. [5] Operazione effettuata mediante asta competitiva. [6] La data è relativa alla stipula dell'accordo. Dati riferiti al nucleo stabile. [7] Azionisti non facenti parte del nucleo stabile. [8] Il dato non comprende il corrispettivo della vendita dell'1,2 per cento di azioni ordinarie ad AT&T e Unisource, subordinata alla conclusione di alleanze strategiche con Telecom. [9] Il dato non include la cessione di obbligazioni convertibili per 172 milioni di euro. [10] Operazioni avvenute tramite cessione della partecipazione a un intermediario, che ha successivamente provveduto a collocare gradualmente le relative azioni presso investitori istituzionali. [11] Il dato si riferisce alla quota detenuta dal Ministero dell'Economia nel capitale dell'Ina prima della fusione per incorporazione di quest'ultima in Generali spa, avvenuta con effetto a decorrere dal 1° dicembre 2001. [12] Il dato comprende anche gli introiti della cessione di una *tranche* di azioni Ina, avvenuta nel periodo maggio-giugno 2001.

TAV. aIII.1

PATRIMONIO GESTITO DA FONDI COMUNI DI INVESTIMENTO IN EUROPA E NEGLI STATI UNITI
(1999-2002)[1]

	1999	2000	2001	2002
AUSTRIA	1,8	1,7	1,7	1,9
BELGIO	2,0	2,1	2,2	2,2
DANIMARCA	0,9	1,0	1,1	1,2
FINLANDIA	0,3	0,4	0,4	0,5
FRANCIA	20,5	21,9	22,5	24,3
GERMANIA	7,4	7,2	6,7	6,0
GRECIA	1,1	0,9	0,8	0,8
IRLANDA	3,0	4,2	6,1	7,2
ITALIA	14,8	12,9	11,4	10,9
LUSSEMBURGO	20,6	22,7	24,0	23,2
NORVEGIA	0,5	0,5	0,5	0,4
OLANDA	3,0	2,8	2,5	2,7[2]
POLONIA	0,0	0,0	0,0	0,2
PORTOGALLO	0,6	0,5	0,5	0,6
REGNO UNITO	11,7	11,0	10,0	8,3
REPUBBLICA CECA	0,0	0,1	0,1	0,1
SPAGNA	6,5	5,2	5,1	5,2
SVEZIA	2,6	2,4	2,1	1,7
SVIZZERA	2,6	2,5	2,4	2,7
UNGHERIA	0,1	0,1	0,1	0,1[3]
PATRIMONIO GESTITO EUROPA[4]	*3.181,7*	*3.497,3*	*3.551,4*	*3.310,0*
PATRIMONIO GESTITO USA[4]	*6.800,1*	*7.390,4*	*7.823,9*	*6.482,1*

Fonte: Statistiche Fefsi e Ici. [1] Dati di fine periodo. Valori in percentuale del totale del patrimonio gestito in Europa. [2] Dato riferito a fine dicembre 2001. [3] Dato riferito a fine giugno. [4] Miliardi di euro.

TAV. aII.2

STRUTTURA DEL MERCATO DEGLI OICR IN ITALIA: OPERATORI DI DIRITTO NAZIONALE[1]

(SITUAZIONE AL 31 DICEMBRE)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
NUMERO SOCIETÀ DI GESTIONE	53	53	59	54	55	61	57
NUMERO FONDI OPERATIVI							
- AZIONARI	235	277	321	356	435	492	515
- BILANCIATI	57	53	57	61	82	85	88
- OBBLIGAZIONARI	239	296	325	337	382	396	382
- DI LIQUIDITÀ	—	—	—	33	35	37	38
- FLESSIBILI	—	—	—	29	33	49	49
TOTALE	*531*	*626*	*703*	*816*	*967*	*1.059*	*1.072*
RACCOLTA NETTA							
- AZIONARI	- 0,5	15,5	24,0	32,1	39,4	- 18,9	- 9,4
- BILANCIATI	- 1,4	3,2	12,1	15,7	17,1	- 16,3	- 10,3
- - OBBLIGAZIONARI	33,4	55,1	125,4	3,6	- 68,7	- 6,6	- 19,6
- DI LIQUIDITÀ	—	—	—	6,9	- 0,6	21,8	27,3
- FLESSIBILI	—	—	—	2,7	4,7	- 0,9	- 0,6
TOTALE	*31,5*	*73,8*	*161,5*	*61,0*	*- 8,1*	*- 20,8*	*- 12,6*
PATRIMONIO							
- AZIONARI	17,9	40,2	74,0	140,3	155,7	110,6	72,6
- BILANCIATI	6,7	11,4	28,9	51,1	72,7	51,9	36,2
- OBBLIGAZIONARI	77,1	137,9	269,4	257,2	191,4	188,6	171,9
- DI LIQUIDITÀ	—	—	—	21,1	22,5	46,7	75,7
- FLESSIBILI	—	—	—	5,5	7,6	5,9	4,3
TOTALE	*101,7*	*189,5*	*372,3*	*475,3*	*449,9*	*403,7*	*360,7*

Fonte: Assogestioni. Si veda la sezione Note metodologiche. [1] Valori monetari in miliardi di euro. I dati riportati comprendono i fondi comuni di investimento mobiliari aperti e le Sicav.

TAV. aIII.3

STRUTTURA DEL MERCATO DEGLI OICR IN ITALIA:
OPERATORI DI DIRITTO ESTERO
(SITUAZIONE AL 31 DICEMBRE 2002)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
SOCIETÀ DI DIRITTO ESTERO[1]	*64*	*78*	*102*	*123*	*124*	*149*	*186*
DI CUI CON SEDE LEGALE IN:							
- LUSSEMBURGO	53	65	86	104	105	127	159
- IRLANDA	1	1	4	5	7	12	15
- FRANCIA	9	9	9	10	8	7	7
- GERMANIA	1	1	1	1	1	1	2
- AUSTRIA	--	--	--	1	1	1	1
- GRAN BRETAGNA	--	--	--	--	--	1	2
- BELGIO	--	2	2	2	2	--	--
FONDI/COMPARTI COMMERCIALIZZATI IN ITALIA	*446*	*603*	*833*	*1.134*	*1.534*	*2.132*	*2.730*

Fonte: Archivio Consob sui prospetti informativi e archivio Luxor - FI.DATA. [1] Società che offrono al pubblico in Italia parti di organismi di investimento collettivo rientranti nell'ambito di applicazione delle direttive comunitarie.

TAV. aIII.4

COMPOSIZIONE DEI PATRIMONI DELLE GESTIONI INDIVIDUALI
(VALORI IN PERCENTUALE)

	1997	1998	1999	2000	2001	2002[1]
***SIM*[2]**						
TITOLI DI STATO	47,0	39,7	22,6	20,9	16,8	19,4
OBBLIGAZIONI ITALIANE	6,9	5,0	3,3	2,5	1,8	1,7
OBBLIGAZIONI ESTERE	10,4	8,6	6,0	6,6	6,1	9,6
AZIONI ITALIANE	8,4	5,8	6,6	5,6	3,6	2,9
AZIONI ESTERE	4,6	4,1	5,2	3,1	2,5	2,9
QUOTE DI OICR	17,0	33,4	52,1	57,5	65,2	59,5
LIQUIDITÀ E ALTRI VALORI MOBILIARI	5,6	3,4	4,1	3,8	4,1	4,1
TOTALE	*100,0*	*100,0*	*100,0*	*100,0*	*100,0*	*100,0*
BANCHE						
TITOLI DI STATO	58,7	43,7	30,0	20,0	22,4	23,0
OBBLIGAZIONI ITALIANE	5,4	3,0	2,2	2,2	2,0	1,8
OBBLIGAZIONI ESTERE	5,7	5,9	5,9	5,7	6,8	7,9
AZIONI ITALIANE	4,3	4,4	4,7	4,1	3,6	2,9
AZIONI ESTERE	0,2	0,5	2,1	2,1	1,7	2,1
QUOTE DI OICR	18,4	36,2	50,0	61,4	58,9	57,4
LIQUIDITÀ E ALTRI VALORI MOBILIARI	7,2	6,3	5,1	4,4	4,7	5,0
TOTALE	*100,0*	*100,0*	*100,0*	*100,0*	*100,0*	*100,0*
SGR						
TITOLI DI STATO	—	....	34,5	33,6	40,8	43,2
OBBLIGAZIONI ITALIANE	—	....	8,5	11,0	15,6	16,0
OBBLIGAZIONI ESTERE	—	....	5,8	3,0	1,7	1,7
AZIONI ITALIANE	—	....	7,7	7,9	7,0	5,6
AZIONI ESTERE	—	....	3,1	2,9	2,0	1,4
QUOTE DI OICR	—	....	36,0	37,4	30,4	29,3
LIQUIDITÀ E ALTRI VALORI MOBILIARI	—	....	4,5	4,1	2,5	2,8
TOTALE	—	....	*100,0*	*100,0*	*100,0*	*100,0*

Fonte: Elaborazioni su dati Banca d'Italia. [1] Dati relativi alla fine del primo semestre. [2] Sono incluse le società fiduciarie.

TAV. aIII.5

SIM: CANCELLAZIONI DALL'ALBO[1]

MOTIVAZIONI	1992-1997	1998	1999	2000	2001	2002
CRISI DELL'INTERMEDIARIO[2]	37	2	1	1	1	--
FUSIONI E SCISSIONI	29	7	9[3]	3	3	3
LIQUIDAZIONE VOLONTARIA	49	11	4	9	2	5
VARIAZIONE DELL'ATTIVITÀ	51	5	--	2	4	--
TRASFORMAZIONE IN BANCA	5	4	--	3	10[4]	4
TRASFORMAZIONE IN SGR	—	--	4	7	3[5]	--
TRASFORMAZIONE DA FIDUCIARIA A SIM	2	--	2	1	--	1
NON OPERATIVA[6]	38	—	—	—	—	—
MANCATO ESERCIZIO SERVIZI AUTORIZZATI	--	1	--	1	--	2
TOTALE	*211*	*30*	*20*	*27*	*23*	*15*

[1] Il dato si riferisce al numero totale delle delibere di cancellazione dall'albo e include anche i provvedimenti relativi alla sezione speciale dell'albo riguardante le società fiduciarie. [2] Sono inclusi i decreti del Ministero dell'economia, i provvedimenti Consob, i fallimenti e le liquidazioni coatte amministrative. [3] È inclusa una Sim che ha ceduto il ramo d'azienda a una società del gruppo. [4] In 3 casi si tratta di operazioni di fusione per incorporazione in banche. [5] Si tratta di 3 operazioni di fusione per incorporazione in Sgr. [6] Al momento dell'entrata in vigore del d.lgs. 415/1996 (art. 60).

TAV. aIV.1

VIGILANZA SULL'INFORMAZIONE SOCIETARIA, GLI ASSETTI PROPRIETARI E GLI STUDI DEGLI ANALISTI

	2000	2001	2002
RICHIESTE INFORMAZIONI EX ART. 115, COMMI 1 E 2, TUF	89	397	211
RICHIESTE EX ART. 115, COMMA 3, TUF (SOCI PARTECIPANTI)	68	52	31
ISPEZIONI	--	4	2
RICHIESTE DI PUBBLICAZIONI DI DATI E NOTIZIE EX ART. 114, COMMA 3 TUF	17	40	109
RICHIESTA PUBBLICAZIONE STUDI SU SOCIETÀ QUOTATE	—	—	3
SEGNALAZIONI AL TRIBUNALE EX ART. 2409 C.C.	2	—	1
LETTERE DI RICHIAMO	12	5	3
IMPUGNATIVE DI BILANCIO	1	1	--

TAV. aIV.2

DISTRIBUZIONE DELLE SOCIETÀ OGGETTO DI STUDI MONOGRAFICI PER CLASSE DI FREQUENZA

ANNI	N. DI SOCIETÀ OGGETTO DI STUDI MONOGRAFICI[1]	RIPARTIZIONE DELLE SOCIETÀ OGGETTO DI STUDI PER N. DI STUDI PRODOTTI[2]						
		OLTRE 51	DA 25 A 50	DA 13 A 24	DA 5 A 12	4	FINO A 3	*TOTALE*
1998	179	4,5	10,1	21,2	25,1	7,8	31,3	*100*
1999	146	4,9	8,9	16,4	27,4	7,5	34,9	*100*
2000	261	9,9	9,3	15,6	27,4	6,3	31,5	*100*
2001	217	7,8	17,5	14,7	24,4	5,6	30,0	*100*
2002	198	8,4	14,6	19,3	21,6	3,9	22,2	*100*

[1] Società quotate su mercati regolamentati gestiti da Borsa Italiana spa. [2] Dati in percentuale.

TAV. aIV.3

DISTRIBUZIONE DEGLI STUDI MONOGRAFICI PER TIPOLOGIA DI CONSIGLIO OPERATIVO
(VALORI PERCENTUALI)

CONSIGLIO OPERATIVO	1998	1999	2000	2001	2002
BUY	59,1	57,5	58,2	48,3	46,7
HOLD	25,5	26,7	26,1	33,6	29,2
NOTIZIE IMPORTANTI	9,9	9,1	9,6	9,0	11,7
SELL	5,5	6,6	6,1	9,1	12,4
NUMERO TOTALE DI STUDI	*2.288*	*2.260*	*2.368*	*5.912*	*5.351*

TAV. aIV.4

ATTIVITÀ DELLE SOCIETÀ DI REVISIONE SUI BILANCI DI ESERCIZIO E CONSOLIDATI DELLE SOCIETÀ QUOTATE NEI MERCATI REGOLAMENTATI ITALIANI

TIPOLOGIA DEI GIUDIZI	1996	1997	1998	1999	2000	2001
GIUDIZI CON RICHIAMI DI INFORMATIVA	328	197	197	217	207	192
GIUDIZI RILASCIATI CON RILIEVI PER:						
- DISSENSI RISPETTO AI TRATTAMENTI CONTABILI	8	6	1	--	2	5
- LIMITAZIONI AL PROCEDIMENTO DI REVISIONE	4	3	2	2	2	--
- INCERTEZZE	--	3	--	--	--	1
GIUDIZI NEGATIVI O IMPOSSIBILITÀ DI ESPRIMERE IL GIUDIZIO:						
- GIUDIZIO NEGATIVO	1	--	1	--	--	--
- IMPOSSIBILITÀ AD ESPRIMERE UN GIUDIZIO PER GRAVI LIMITAZIONI	1	--	1	1	--	--
- IMPOSSIBILITÀ AD ESPRIMERE UN GIUDIZIO PER INCERTEZZE	2	1	--	1	--	5

Si veda la sezione Note metodologiche.

TAV. aIV.5

CONTROLLI SULLE SOCIETÀ DI REVISIONE

	1997	1998	1999	2000	2001	2002
ISTRUTTORIE PER ISCRIZIONE ALBO	--	--	2	--	1	1
ISPEZIONI E ACCERTAMENTI ISPETTIVI	7	5	2	2	1	5
LETTERE DI RICHIAMO	4	--	--	--	--	--
SOSPENSIONI DI PARTNER	5	1	--	1	--	3
DIVIETO DI ACQUISIRE NUOVI INCARICHI	--	1	--	--	--	--
SANZIONI AMMINISTRATIVE	2	2	--	--	--	--
CANCELLAZIONI DALL'ALBO SPECIALE	--	--	2	--	--	--
DENUNCE PENALI	6	--	--	--	--	--

TAV. aIV.6

IL MERCATO DELLA REVISIONE CONTABILE[1]

	1997	1998	1999	2000	2001
FATTURATO TOTALE [2]	338,9	398,1	450,1	469,7	567,2
NUMERO INCARICHI LEGALI	683	684	1.440	1.684	1.725

[1] Dati relativi alle società di revisione iscritte nell'albo speciale. [2] Dati in milioni di euro.

TAV. aIV.7

CONCENTRAZIONE DEL MERCATO DELLA REVISIONE CONTABILE[1]

	FATTURATO						NUMERO INCARICHI LEGALI					
	1996	1997	1998	1999	2000	2001	1996	1997	1998	1999	2000	2001
PRIMA SOCIETÀ	22,2	23,6	24,4	21,9	22,5	26,2	24,4	20,6	19,9	22,3	19,9	26,7
PRIME TRE SOCIETÀ	55,3	59,4	56,0	55,5	60,4	64,8	52,6	49,9	50,6	47,8	60,8	62,7
PRIME SEI SOCIETÀ	92,2	90,4	90,7	90,4	91,8	93,0	84,1	83,6	83,6	88,3	90,1	92,3

[1] Dati relativi alle società di revisione iscritte nell'albo speciale tenuto dalla Consob. Quote di mercato espresse in valore percentuale.

TAV. aV.1

RICHIESTE DI DATI E NOTIZIE
IN MATERIA DI ABUSO DI INFORMAZIONI PRIVILEGIATE E DI AGGIOTAGGIO FINANZIARIO

	SOGGETTI DESTINATARI DELLE RICHIESTE					
	INTERMEDIARI AUTORIZZATI[1]	SOCIETÀ QUOTATE E LORO CONTROLLANTI O CONTROLLATE	SOGGETTI PRIVATI	PUBBLICHE AMMINISTRAZIONI	AUTORITÀ ESTERE	TOTALE
1997	220	37	49	220	11	339
1998	324	14	50	10	17	415
1999	416	22	48	11	93	507
2000	492	33	11	4	30	570
2001	247	30	93[2]	10	33	413[4]
2002	154	28	52[3]	1	24	259[5]

[1] Banche, Sim, Sgr e agenti di cambio. [2] Il dato include 7 audizioni. [3] Il dato include 19 audizioni. [4] Di cui 156 per conto di autorità estere. [5] Di cui 36 per conto di Autorità estere.

TAV. aV.2

SOGGETTI COINVOLTI IN IPOTESI DI ABUSO DI INFORMAZIONI PRIVILEGIATE E DI AGGIOTAGGIO SEGNALATE ALL'AUTORITÀ GIUDIZIARIA

	INTERMEDIARI AUTORIZZATI[1]	INSIDERS ISTITUZIONALI[2]	ALTRI SOGGETTI[3]	OPERATORI ESTERI	TOTALE
			ABUSO DI INFORMAZIONI PRIVILEGIATE		
1997	11	12	41	17	81
1998	17	31	34	32	114
1999	21	26	56	48	151
2000	24	11	149	34	218
2001	20	6	53	30	109
2002	14	1	69	21	105
			AGGIOTAGGIO		
1997	3	21	--	--	24
1998	7	2	--	2	11
1999	10	5	34	2	51
2000	1	2	1	1	5
2001	4	1	1	2	8
2002	18	2	--	4	24

[1] Banche, Sim, Sgr, agenti di cambio. [2] Soci, amministratori, dirigenti di società quotate. [3] Si tratta dei cosiddetti *insiders* secondari e dei *tippees* (*ex* art. 180, comma 2, del Tuf).

TAV. aVI.1

ATTIVITÀ ISPETTIVA NEI CONFRONTI DI INTERMEDIARI E SOCIETÀ QUOTATE

	1997	1998	1999	2000	2001	2002
ACCERTAMENTI ISPETTIVI						
DELIBERATI	16	24	21	18	8	9
INIZIATI	25	18	22	19	9	11
CONCLUSI	31	22	23	18	13[2]	12
ACCERTAMENTI INIZIATI NEI CONFRONTI DI:						
SIM[1]	12[3]	6	8	5	2	5
BANCHE	5	9[4]	--	1	2	2
SGR/SICAV	1	--	--	6	2	3
AGENTI DI CAMBIO	6	3	3	6	3	1
PROMOTORI FINANZIARI	1	--	11	1	--	--
SOCIETÀ QUOTATE	--	2[5]	1	--	--	2[8]
TOTALE	*25*	*20*	*23*	*19*	*9*	*13*
ACCERTAMENTI CONCLUSI NEI CONFRONTI DI:						
SIM[1]	17	9[3]	8	5	4[6]	4
BANCHE	9	8[4]	2	2	1[7]	3
SGR/SICAV	--	--	--	1	5	4
AGENTI DI CAMBIO	4	3	2	9	3	1
PROMOTORI FINANZIARI	1	--	11	1	--	--
SOCIETÀ QUOTATE	--	2[5]	1	--	--	--
TOTALE	*31*	*22*	*24*	*18*	*13*	*12*

[1] Sono incluse le società fiduciarie. [2] Di cui 2 accertamenti sospesi. [3] Di cui un' impresa di investimento comunitaria. [4] Di cui 6 accertamenti ai sensi dell'art. 8, l. 157/1991. [5] Di cui un accertamento ai sensi dell'art. 8, l. 157/1991 ed uno ai sensi dell'art. 185 d.lgs. 58/1998. [6] Di cui un accertamento sospeso. [7] Accertamento sospeso. [8] Di cui uno relativo ad una società che ha promosso un'Opa nei confronti di una società quotata.

TAV. aVI.2

GESTIONE SPECIALE DEL FONDO NAZIONALE DI GARANZIA
(SITUAZIONE AL 31 DICEMBRE 2002)

VOCI		SIM	AGENTI DI CAMBIO	FIDUCIARIE	*TOTALE*
INSOLVENZE[1]	1992	1	--	--	*1*
	1993	5	1	3	*9*
	1994	4	--	--	*4*
	1995	3	1	--	*4*
	1996	4	2	--	*6*
	1997	1	--	--	*1*
	TOTALE INSOLVENZE	*18*	*4*	*3*	*25*
NUMERO TOTALE CREDITORI AMMESSI		7.088	2.235	304	9.627
IMPORTO TOTALE CREDITI AMMESSI[2]		185,9	172,9	12,2	371,0
NUMERO ISTANZE PERVENUTE AL FONDO		4.404	1.259	208	5.871
IMPORTO CREDITI ISTANZE PERVENUTE AL FONDO[2]		169,9	125,0	11,9	304,8
INDENNIZZI RELATIVI ALLE ISTANZE PERVENUTE[2]		41,6	30,8	3,0	75,4
- INDENNIZZI IMPEGNATI A FRONTE DEL PATRIMONIO DISPONIBILE		41,6	30,8	3,0	75,4
- RESIDUI INDENNIZZI DA IMPEGNARE		--	--	--	--

Fonte: Elaborazioni su dati Fondo nazionale di garanzia. Valori in milioni di euro. [1] Il cui stato passivo sia stato depositato anteriormente al 1° febbraio 1998. [2] Valori al netto dei riparti parziali effettuati dagli organi delle procedure concorsuali.

TAV. aVI.3

SIM: ISCRIZIONI E CANCELLAZIONI DALL'ALBO[1]
(1991-2002)

ANNI	SIM ISCRITTE ALL'ALBO	ENTRATE	USCITE
1991	255	255	—
1992	356	110	9
1993	326	19	49
1994	289	12	49
1995	284	20	25
1996	236	4	52
1997	212	3	27
1998	191	9	30
1999	183	12	20
2000	171	15	27
2001	162	15	24
2002	158	11	15

[1] Sono incluse le società fiduciarie.

TAV. aVII.1

SANZIONI AMMINISTRATIVE PECUNIARIE PROPOSTE NEI CONFRONTI DI INTERMEDIARI MOBILIARI

		1999	2000	2001	2002
N. CASI					
BANCHE		23	13	5	5
SIM		25	21	10	12
AGENTI DI CAMBIO		3	14	1	5
SGR		--	--	--	5
	TOTALE	*51*	*48*	*16*	*27*
N. ESPONENTI SANZIONATI					
BANCHE		71	71	31	90
SIM		71	88	52	161
AGENTI DI CAMBIO		3	14	1	6
SGR		--	--	--	61
	TOTALE	*145*	*173*	*84*	*318*
IMPORTO DELLE SANZIONI PROPOSTE[1]					
BANCHE		646,6	985,9	252,0	557,3
SIM		566,0	900,7	860,0	1.318,9
AGENTI DI CAMBIO		120,3	100,2	39,0	135,5
SGR		--	--	--	1.146,9
	TOTALE	*1.332,9*	*1.986,8*	*1.151,0*	*3.158,7*

[1] Valori in migliaia di euro.

TAV. aVII.2

PROVVEDIMENTI SANZIONATORI E CAUTELARI ADOTTATI O PROPOSTI DALLA CONSOB NEI CONFRONTI DI INTERMEDIARI MOBILIARI

PROVVEDIMENTO CONCLUSIVO	SIM		BANCHE		AGENTI DI CAMBIO		SGR	
	2001	2002	2001	2002	2001	2002	2001	2002
SANZIONE PECUNIARIA	10	12	5	5	1	5	--	5
SOSPENSIONE E COMMISSARIAMENTO	--	--	—	—	3	2	--	--
CANCELLAZIONE SANZIONATORIA	—	—	—	—	1	3	—	—
PROVVEDIMENTI INGIUNTIVI	--	2	--	--	--	--	--	--
SOSPENSIONE ORGANI AMMINISTRATIVI	1	--	—	—	—	—	--	--
AMMINISTRAZIONE STRAORDINARIA	1	--	—	—	—	—	--	--
LIQUIDAZIONE COATTA AMMINISTRATIVA	--	--	—	—	—	—	—	—

Si veda la sezione Note metodologiche.

TAV. aIX.1

COOPERAZIONE INTERNAZIONALE

(RICHIESTE DI COLLABORAZIONE PER AREA GEOGRAFICA - 2002)

OGGETTO	PAESE	DALLA CONSOB AD AUTORITÀ ESTERE	DA AUTORITÀ ESTERE ALLA CONSOB
INSIDER TRADING	UE	8	12
	USA	2	--
	ALTRI	14	1
MANIPOLAZIONE DEI PREZZI DI VALORI MOBILIARI	UE	--	--
	USA	--	1
	ALTRI	--	--
SOLLECITAZIONE E ATTIVITÀ DI INTERMEDIAZIONE ABUSIVE	UE	4	5
	USA	1	1
	ALTRI	4	1
TRASPARENZA E INFORMATIVA SOCIETARIA	UE	--	--
	USA	--	--
	ALTRI	--	--
PARTECIPAZIONI RILEVANTI AL CAPITALE DI SOCIETÀ QUOTATE E DI INTERMEDIARI AUTORIZZATI	UE	1	--
	USA	--	--
	ALTRI	--	2
REQUISITI DI ONORABILITÀ E PROFESSIONALITÀ	UE	34	68
	USA	--	2
	ALTRI	--	10
VIOLAZIONE REGOLE DI CONDOTTA	UE	--	--
	USA	--	--
	ALTRI	--	--
TOTALE		*68*	*103*

TAV. aX.1

IMPUGNAZIONI DI SANZIONI AMMINISTRATIVE PRESENTATE AVANTI AL GIUDICE ORDINARIO NEGLI ANNI 2000 - 2002

TIPOLOGIA RICORRENTI	RICORSI	AUTORITÀ ADITA	TIPOLOGIA SANZIONE	ESITO AL 31 DICEMBRE 2002	
				PRIMO GRADO	RICORSO IN CASSAZIONE
			2000		
PROMOTORI	5	TRIBUNALE (5)	PECUNIARIA (5)	ACCOLTA SOSPENSIVA (1) IN CORSO (1) ACCOLTA (2)[1] CESSATA MATERIA DEL CONTENDERE (1)	
PROMOTORI	2	TRIBUNALE (2)	RADIAZIONE (2)	ACCOLTA SOSPENSIVA (1) RESPINTA (1)	
SINDACI DI SOCIETÀ QUOTATA	2	TRIBUNALE (2)	DENUNCIA EX ART. 152, COMMA 2, TUF	DEFINITA (2)	
SIM	4[2]	CORTE D'APPELLO (4)	PECUNIARIA (4)	ACCOLTA (3) CESSATA MATERIA DEL CONTENDERE (1)	IN CORSO (2)
BANCHE	8	CORTE D'APPELLO (8)	PECUNIARIA (8)	RESPINTA (6)[3] ACCOLTA (2)	IN CORSO (1)
ESPONENTI AZIENDALI SIM	2[4]	CORTE D'APPELLO (2)	PECUNIARIA (2)	ACCOLTA (2)	IN CORSO (1) ACCOLTO RICORSO CONSOB (1)
ESPONENTI AZIENDALI BANCHE	5[5]	CORTE D'APPELLO (5)	PECUNIARIA (5)	RESPINTA (5)	IN CORSO (1)
AGENTI DI CAMBIO	1	CORTE D'APPELLO (1)	PECUNIARIA (1)	RESPINTA (1)	
TOTALE	*29*				

[1] In un caso, l'accolgimento è stato parziale. [2] In un caso, l'opposizione è stata presentata congiuntamente dall'intermediario e da 20 suoi esponenti. [3] In un caso, è stata dichiarata l'incompetenza del giudice adito. Il giudizio è stato poi riassunto avanti alla Corte d'Appello competente. [4] Gli opponenti sono in totale 13. [5] Gli opponenti sono in totale 111.

- *SEGUE* -

- SEGUE TAV. aX.1 -

TIPOLOGIA RICORRENTI	RICORSI	AUTORITÀ ADITA	TIPOLOGIA SANZIONE	ESITO AL 31 DICEMBRE 2002	
				PRIMO GRADO	RICORSO IN CASSAZIONE
			2001		
PROMOTORI	5	TRIBUNALE (5)	PECUNIARIA (2)	ACCOLTA SOSPENSIVA (1)	
			SOSPENSIONE SANZIONATORIA (1)	IN CORSO (1)	
			DINIEGO ISCRIZIONE ALL'ALBO (1)	IN CORSO (1)	
			ACCERTAMENTO REQUISITI DI PROFESSIONALITÀ (1)	IN CORSO (1)	
BANCHE	6	CORTE D'APPELLO (6)	PECUNIARIA (6)	ACCOLTA (1) RESPINTA (1) IN CORSO (4)	
RESPONSABILE DEL COLLOCAMENTO	4	CORTE D'APPELLO (4)	PECUNIARIA (4)	ACCOLTA (3) ACCOLTA PARZIALMENTE (1)	
SIM	6	CORTE D'APPELLO (6)	PECUNIARIA (6)	IN CORSO (1) ACCOLTA (2) RESPINTA (3)[6]	
ESPONENTI AZIENDALI BANCHE	5[7]	CORTE D'APPELLO (5)	PECUNIARIA (5)	RESPINTA (4) IN CORSO (1)	IN CORSO (1)
ESPONENTI AZIENDALI SIM	15[8]	CORTE D'APPELLO (15)	PECUNIARIA (15)	IN CORSO (1) RESPINTA (8)	IN CORSO (1)
				ACCOLTA (5) RIFORMATA SANZIONE (1)	
PARTECIPANTI SOCIETÀ QUOTATE	2	CORTE D'APPELLO (2)	PECUNIARIA (2)	RESPINTA (2)[9]	
ALTRI	1[10]	CORTE D'APPELLO (1)	PECUNIARIA (1)	RESPINTA (1)	
TOTALE	*44*				

[6] In un caso, la sanzione è stata irrogata per violazione della disciplina in materia di sollecitazione all'investimento. [7] Gli opponenti sono in totale 18. In un caso, l'opponente ha presentato anche ricorso al Tar. [8] Gli opponenti sono in totale 18. In due casi, gli opponenti hanno anche presentato ricorso al Tar. [9] In un caso, l'ammontare della sanzione è stato ridotto. [10] L'opposizione, presentata da una società e da 7 suoi esponenti aziendali, concerne una sanzione pecuniaria irrogata per violazione dell'art. 188 del d.lgs. n. 58 del 1998. L'opposizione è stata respinta con riferimento alle sanzioni irrogate agli amministratori della società e non anche con riguardo alle sanzioni applicate ai sindaci.

- SEGUE -

- SEGUE TAV. aX..1

TIPOLOGIA RICORRENTI	RICORSI	AUTORITÀ ADITA	TIPOLOGIA SANZIONE	ESITO AL 31 DICEMBRE 2002	
				PRIMO GRADO	RICORSO IN CASSAZIONE
			2002		
PROMOTORI	4	TIRBUNALE (4)	PECUNIARIA (1)	RESPINTA (1)	
			RADIAZIONE (2)	ACCOLTA SOSPENSIVA (1) IN CORSO (1)	
			SOSPENSIONE SANZIONATORIA (1)	IN CORSO (1)	
SIM	2	CORTE D'APPELLO (2)	PECUNIARIA (2)	ACCOLTA (1) IN CORSO (1)	
ESPONENTI AZIENDALI SIM	3[11]	CORTE D'APPELLO (3)	PECUNIARIA (3)	ACCOLTA (2) RESPINTA (1)	
ESPONENTI AZIENDALI BANCHE	5	CORTE D'APPELLO (5)	PECUNIARIA (5)	RESPINTA (1) IN CORSO (4)	
AGENTI DI CAMBIO	3[12]	CORTE D'APPELLO (3)	PECUNIARIA (3)	RESPINTA (1) IN CORSO (2)	
DIPENDENTI AGENTI DI CAMBIO	1	CORTE D'APPELLO (1)	PECUNIARIA (1)	IN CORSO (1)	
ESPONENTI GESTORI DI SISTEMI DI SCAMBI ORGANIZZATI	1	CORTE D'APPELLO (1)	PECUNIARIA (1)	RESPINTA (1)	
ESPONENTI SOCIETÀ QUOTATE E SOCIETÀ QUOTATE	9	CORTE D'APPELLO (9)	PECUNIARIA (9)	RESPINTA (3) IN CORSO (6)	
ESPONENTI ENTE LOCALE E ENTE LOCALE	1	CORTE D'APPELLO (1)	PECUNIARIA (1)	IN CORSO (1)	
RESPONSABILE DEL COLLOCAMENTO	1	CORTE D'APPELLO (1)	PECUNIARIA (1)	RESPINTA (1)	
ESPONENTI SOCIETÀ NON QUOTATE E SOCIETÀ NON QUOTATE	5	CORTE D'APPELLO (5)	PECUNIARIA (5)	IN CORSO(5)[13]	
SOCIETÀ QUOTATA	1	CORTE D'APPELLO (1)	PECUNIARIA (1)	IN CORSO (1)	
PARTECIPANTI SOCIETÀ QUOTATA	1	CORTE D'APPELLO (1)	PECUNIARIA (1)	ACCOLTA (1)	
TOTALE	*37*				

[11] Gli opponenti sono in totale 4. [12] In un caso, il ricorso è stato presentato da 4 agenti di cambio in associazione amministrativa. [13] 4 ricorsi sono attualmente sospesi perché sollevata questione di giurisdizione.

TAV. aX.2

RICORSI PRESENTATI AVANTI AL GIUDICE AMMINISTRATIVO CONTRO I PROVVEDIMENTI DELL'ISTITUTO E DEL MINISTRO DELL'ECONOMIA SU PROPOSTA DELL'ISTITUTO NEGLI ANNI 2000-2002

TIPOLOGIA RICORRENTI	RICORSI	OGGETTO ATTO	ESITO AL 31 DICEMBRE 2002	
			RICORSO AL TAR	APPELLO AL CONSIGLIO DI STATO
			ANNO 2000	
PROMOTORI	7[1]	RADIAZIONE	ACCOLTA SOSPENSIVA (2)	
			RESPINTA SOSPENSIVA (3)	
			ACCOLTO (1)	IN CORSO (1)
			IN CORSO (1)	
PROMOTORI	18	SOSPENSIONE SANZIONATORIA	ACCOLTA SOSPENSIVA (2)	
			RESPINTA SOSPENSIVA (8)	RESPINTO APPELLO RICORRENTE (1)
			IN CORSO (8)	
PROMOTORI	5[2]	SOSPENSIONE CAUTELARE	RESPINTA SOSPENSIVA (3)	
			RESPINTO (1)	
			IN CORSO (1)	
PROMOTORI	2	CANCELLAZIONE	RESPINTA SOSPENSIVA (1)	
			IN CORSO (1)	
PROMOTORI	3[3]	DINIEGO ISCRIZIONE	RESPINTA SOSPENSIVA (2)	
			IN CORSO (1)	
PROMOTORI	3[4]	ANNULLAMENTO DELIBERA DI ISCRIZIONE	ACCOLTA SOSPENSIVA (1)	RESPINTO APPELLO CONSOB (1)
			RESPINTO (1)	
			ACCOLTO (1)	IN CORSO (1)
AGENTI DI CAMBIO	1	DECADENZA DAL RUOLO	ACCOLTA SOSPENSIVA (1)	
BANCA POPOLARE QUOTATA	1	NOTA CONSOB	RESPINTO (1)	RESPINTO APPELLO RICORRENTE (1)
SRL	1	DIVIETO DI OFFERTA DI QUOTE DI FONDO	IN CORSO (1)	
SOCIETÀ DI REVISIONE	1	DINIEGO ACCESSO ATTI	ACCOLTO (1)	
SOCIETÀ DI REVISIONE	1	INTIMAZIONE DI NON AVVALERSI DI SOCIO	RESPINTO (1)	
TOTALE	*43*			

[1] In un caso, il ricorso è stato presentato avanti a un Tar dichiarato incompetente per territorio; il giudizio è stato riassunto avanti al Tar del Lazio ed è attualmente inattesa di trattazione nel merito. In un ulteriore caso, il ricorrente, all'esito di decisione a lui favorevole ha presentato ricorso in ottemperanza per l'esecuzione della sentenza. [2] In un caso, il ricorso è stato presentato avanti a un Tar dichiarato incompetente per territorio; il giudizio è stato riassunto avanti al Tar del Lazio ed è attualmente in attesa di trattazione nel merito. [3] In 2 casi, la Consob - alla quale sono stati notificati i ricorsi - non si è costituita, in quanto le impugnazioni hanno ad oggetto provvedimenti di diniego adottati dalla Commissione del Lazio per l'Albo dei promotori finanziari. Nell'ulteriore caso, il ricorso è stato presentato avanti ad un Tar dichiarato incompetente per territorio; il giudizio è stato riassunto avanti al Tar del Lazio ed è attualmente in attesa di trattazione nel merito. [4] In un caso, il ricorso è stato presentato avanti ad un Tar dichiarato incompetente per territorio; il giudizio è stato riassunto avanti al Tar del Lazio ed è attualmente in attesa di trattazione nel merito.

- *SEGUE* -

- SEGUE TAV. a.X.2 -

TIPOLOGIA RICORRENTI	RICORSI	OGGETTO ATTO	ESITO AL 31 DICEMBRE 2002	
			RICORSO AL TAR	APPELLO AL CONSIGLIO DI STATO
			ANNO 2001	
PROMOTORI	1[5]	RADIAZIONE	RESPINTA SOSPENSIVA (1)	
PROMOTORI	6	SOSPENSIONE SANZIONATORIA	RESPINTA SOSPENSIVA (3)	
			IN CORSO (3)	
PROMOTORI	5[6]	SOSPENSIONE CAUTELARE	ACCOLTA SOSPENSIVA (1)	
			RESPINTA SOSPENSIVA (2)	
			ACCOLTO (2)	RESPINTO APPELLO CONSOB (2)
PROMOTORI	3	CANCELLAZIONE DALL'ALBO	ACCOLTA SOSPENSIVA (1)	
			RESPINTA SOSPENSIVA (2)	RESPINTO APPELLO RICORRENTE (2)
PROMOTORI	2[7]	DINIEGO ISCRIZIONE	RESPINTA SOSPENSIVA (1)	
			IN CORSO (1)	
PROMOTORI	1[8]	PECUNIARIA	IN CORSO (1)	
SIM	1	DINIEGO ISCRIZIONE ALL'ALBO	IN CORSO (1)	
ESPONENTI BANCHE	1	PECUNIARIA	IN CORSO (1)	
ESPONENTI SIM	2[9]	PECUNIARIA	IN CORSO (1)	
			RESPINTA SOSPENSIVA (1)	
AGENTI DI CAMBIO	1	CANCELLAZIONE DAL RUOLO	RESPINTA SOSPENSIVA (1)	
SOCIETÀ DI REVISIONE	2	DINIEGO ACCESSO ATTI	RESPINTO (2)	IN CORSO (1)[10]
SOCIETÀ QUOTATE	2	CONTESTAZIONI EX ART. 195 TUF	IN CORSO (2)	
SOCIETÀ QUOTATE	2	NULLA OSTA AL PROSPETTO INFORMATIVO	ACCOLTO (2)	
SOCIETÀ NON QUOTATA	1	NULLA OSTA AL PROSPETTO INFORMATIVO	ACCOLTO (1)	
SOCIETÀ NON QUOTATA	1	DIVIETO SOLLECITAZIONE	RESPINTA SOSPENSIVA (1)	RESPINTO APPELLO RICORRENTE (1)
ALTRI	3	MANCATO AVVIO PROCEDIMENTO SANZIONATORIO	IN CORSO (1)	
		DINIEGO ACCESSO ATTI	IN CORSO (1)	
		SOSPENSIONE SCAMBI ORGANIZZATI	ACCOLTO (1)	RESPINTO APPELLO CONSOB (1)
TOTALE	*34*			

[5] In 3 casi, il ricorso è stato presentato anche avanti al Pretore. [6] In un caso, il ricorso è stato presentato avanti ad un Tar dichiarato incompetente per il territorio; il giudizio è stato riassunto avanti al Tar del Lazio ed è attualmente in attesa di trattazione nel merito. [7] In un caso, la Consob - alla quale è stato notificato il ricorso - non si è costituita, in quanto l'impugnazione ha ad oggetto il provvedimento di diniego adottato dalla Commissione del Lazio per l'Albo dei promotori finanziari. Nell'altro caso, il ricorso è stato presentato avanti ad un Tar dichiarato incompetente per territorio; il giudizio è stato riassunto avanti al Tar del Lazio ed è attualmente in attesa di trattazione nel merito. [8] Il ricorso è stato presentato avanti ad un Tar dichiarato incompetente per territorio; il giudizio è stato riassunto avanti al Tar del Lazio ed è attualmente in attesa di trattazione nel merito. [9] Uno dei due ricorsi è stato presentato congiuntamente da nove esponenti di una Sim. [10] Sollevata questione di legittimità costituzionale dell'art. 4, comma 10, del Tuf.

- SEGUE -

- SEGUE TAV. aX.2-

TIPOLOGIA RICORRENTI	RICORSI	OGGETTO ATTO	ESITO AL 31 DICEMBRE 2002	
			RICORSO AL TAR	APPELLO AL CONSIGLIO DI STATO
			ANNO 2002	
PROMOTORI	4[11]	RADIAZIONE	RESPINTA SOSPENSIVA (2) IN CORSO (2)	
PROMOTORI	1	SOSPENSIONE SANZIONATORIA	RESPINTA SOSPENSIVA (1)	
PROMOTORI	2	SOSPENSIONE CAUTELARE	RESPINTA SOSPENSIVA (1) IN CORSO (1)	
PROMOTORI	1	CANCELLAZIONE	ACCOLTA SOSPENSIVA (1)	
PROMOTORI	2	DINIEGO ISCRIZIONE	IN CORSO (1)	
			CESSATA MATERIA DEL CONTENDERE (1)	
SIM	1	SANZIONE AMMINISTRATIVA PECUNIARIA	IN CORSO (1)	
ESPONENTI AZIENDALI BANCHE	3[12]	SANZIONE AMMINISTRATIVA PECUNIARIA	IN CORSO (3)	
AGENTI DI CAMBIO	2	SANZIONE AMMINISTRATIVA PECUNIARIA	RESPINTA SOSPENSIVA (1) RESPINTO (1)	
AGENTI DI CAMBIO	3	SOSPENSIONE CAUTELARE	RESPINTA SOSPENSIVA (1)	RESPINTO APPELLO RICORRENTE (1)
			IN CORSO (2)	
DIPENDENTI AGENTI DI CAMBIO	1	SANZIONE AMMINISTRATIVA PECUNIARIA	IN CORSO (1)	
GESTORI DI SISTEMI DI SCAMBI ORGANIZZATI	1	DIVIETO DI SCAMBI	RESPINTA SOSPENSIVA (1)	
AZIONISTA SOCIETÀ QUOTATA	1	PARERE SU OPA E RISARCIMENTO DANNI	ACCOLTO PARZIALMENTE (1)	IN CORSO (1)
ESPONENTI SOCIETÀ QUOTATE E SOCIETÀ QUOTATE	4	SANZIONE AMMINISTRATIVA PECUNIARIA	IN CORSO (4)	
ESPONENTI SOCIETÀ NON QUOTATE E SOCIETÀ NON QUOTATE	3	SANZIONE AMMINISTRATIVA PECUNIARIA	RESPINTA SOSPENSIVA (2) IN CORSO (1)	
SINDACATO AZIONISTI	1	RISPOSTA AD ESPOSTO DI OPA	RESPINTA SOSPENSIVA (1)	

[11] In un caso, il ricorso è stato presentato anche avanti al Pretore. [12] Trattasi di 3 ricorsi presentati da altrettanti esponenti di una medesima banca. Essi hanno presentato anche opposizione alla Corte d'Appello avverso il medesimo provvedimento sanzionatorio.

- SEGUE TAV. aX. 2-

TIPOLOGIA RICORRENTI	RICORSI	OGGETTO ATTO	ESITO AL 31 DICEMBRE 2002	
			RICORSO AL TAR	APPELLO AL CONSIGLIO DI STATO
SOCIETÀ DI REVISIONE	2	INTIMAZIONE DI NON AVVALERSI DI SOCIO	IN CORSO (2)	
ALTRI	1	ARCHIVIAZIONE ESPOSTO	IN CORSO (1)	
TOTALE	*33*			
RICORSO STRAORDINARIO AL CAPO DELLO STATO				
PROMOTORI	1	RADIAZIONE	IN CORSO (1)	
SPA	1	DIVIETO SVOLGIMENTO SOLLECITAZIONE	IN CORSO (1)	
TOTALE	*2*			

TAV. aX.3

AZIONI CONTRO L'ISTITUTO PER IL RISARCIMENTO DEI DANNI[1]

TIPOLOGIA RICORRENTI	1996	1997	1998	1999	2000[2]	2001	2002	MOTIVI	ESITO AL 31 DICEMBRE 2002
CLIENTE SIM	1	1	4	9	1	--	--	OMISSIONE ATTIVITÀ DI CONTROLLO	IN CORSO. RESPINTA DOMANDA DI RISARCIMENTO IN PRIMO GRADO; PROPOSTO APPELLO
	--	1	--	--	--	2	--	OMISSIONE ATTIVITÀ DI CONTROLLO - CITAZIONE EX ART. 185, COMMA 2, C.P.	IN CORSO[3]
	--	--	--	1	--	--	--	OMISSIONE ATTIVITÀ DI CONTROLLO - CITAZIONE EX ART. 185, COMMA 2, C.P.	ESTROMISSIONE CONSOB DAL PROCEDIMENTO PENALE
	--	2	--	--	--	--	--	DIFFAMAZIONE	IN CORSO
FALLIMENTO SIM	--	1	--	--	--	--	--	OMISSIONE ATTIVITÀ DI CONTROLLO	SOSPESO
SIM	--	1	--	--	--	--	--	OMISSIONE ATTIVITÀ DI CONTROLLO - CHIAMATA IN CAUSA EX ART. 106, C.P.C.	IN CORSO
	--	1	--	--	--	--	--	DINIEGO ESTENSIONE AUTORIZZAZIONE	IN CORSO; RESPINTA DOMANDA IN PRIMO GRADO; PROPOSTO APPELLO
	--	--	--	--	1	1	--	COMPORTAMENTO ILLEGITTIMO NELL'ATTIVITÀ DI VIGILANZA	IN CORSO
AZIONISTA SOCIETÀ QUOTATA	1	--	--	--	--	--	--	ILLEGITTIMITÀ DELL'ESONERO CONSOB DALL'OBBLIGO DI PROMUOVERE OPA	IN CORSO
	1	--	--	--	--	2	1	OMISSIONE ATTIVITÀ DI CONTROLLO	IN CORSO[4]
CLIENTE AGENTE DI CAMBIO	1	--	--	--	--	--	--	FATTO ILLECITO DIPENDENTE - CITAZIONE EX ART. 185 COMMA 2, C.P.	RESPINTA DOMANDA DI RISARCIMENTO IN SECONDO GRADO - PROPOSTO RICORSO IN CASSAZIONE
	--	--	--	3	1	--	--	OMISSIONE ATTIVITÀ DI CONTROLLO	IN CORSO

[1] Alle azioni riportate si aggiunge un ricorso *ex* art. 700 c.p.c. promosso da un intermediario al fine di ottenere l'inibitoria dell'attività sanzionatoria avviata dalla Consob. Inoltre, nel corso del 1999, è stato proposto appello avverso 3 sentenze che hanno respinto 3 domande di risarcimento proposte nel 1994 e nel 1995 da clienti di intermediari. [2] Nel 2000 è stato proposto un ulteriore ricorso per Cassazione avverso la favorevole sentenza della Corte d'Appello con riferimento a un contenzioso instaurato nel 1994. [3] In un caso la Consob si è a sua volta costituita parte civile nei confronti degli imputati. [4] Due delle domande presentate nei confronti della Consob nel corso del 2002 non contengono richieste di risarcimento, bensì formulano al Giudice civile una richiesta di condanna dell'Istituto, ad un *facere*, consistente nell'adozione di provvedimenti amministrativi. Sempre nel corso del 2002 è stato proposto appello avverso due sentenze che hanno respinto altrettante domande di risarcimento proposte, rispettivamente nel 1996 - da un intermediario - e nel 1997 - dai clienti di intermediario.

- *SEGUE* -

- SEGUE TAV. aX.3-

TIPOLOGIA RICORRENTI	1996	1997	1998	1999	2000[2]	2001	2002	MOTIVI	ESITO AL 31 DICEMBRE 2002
CLIENTE AGENTE DI CAMBIO E SIM	1	--	--	--	--	--	--	OMISSIONE ATTIVITÀ DI CONTROLLO	IN CORSO
COMITATO AZIONISTI	--	--	1	--	--	--	--	INTERDIZIONE ATTIVITÀ DI ABUSIVA SOLLECITAZIONE	IN CORSO
CLIENTE SOCIETÀ FIDUCIARIA	--	--	--	2	--	1	--	OMISSIONE ATTIVITÀ DI CONTROLLO	IN CORSO; RESPINTA UNA DOMANDA DI RISARCIMENTO
CLIENTI PROMOTORI	--	--	--	--	--	--	5	OMISSIONE ATTIVITÀ DI CONTROLLO	IN CORSO; RESPINTA UNA DOMANDA DI RISARCIMENTO
PROMOTORI	--	--	--	--	--	1	1	ILLEGITTIMA CANCELLAZIONE	IN CORSO
TOTALE	*5*	*7*	*5*	*15*	*3*	*7*	*7*		

TAV. aXI.1

CONTRIBUZIONI DAI SOGGETTI VIGILATI AL FINANZIAMENTO DELL'ISTITUTO
(MILIONI DI EURO)

CATEGORIE DI OPERATORI	1997[1]	1998[1]	1999[1]	2000[1]	2001[1]	2002[2]
INTERMEDIARI						
- SIM E AGENTI DI CAMBIO	0,7	0,6	0,6	0,5	0,5	1,1
- BANCHE	2,8	2,8	2,8	2,9	2,8	7,5
SOCIETÀ DI REVISIONE	2,3	2,3	2,1	2,3	2,1	2,0
PROMOTORI DI SERVIZI FINANZIARI[3]	5,3	7,6	8,9	10,3	8,7	6,6
ORGANISMI DI MERCATO[4]	1,2	1,2	1,3	1,2	1,4	2,8
EMITTENTI	6,1	5,5	6,5	8,4	7,9	9,5
OICR	1,3	1,7	2,4	3,0	3,1	3,9
SOGGETTI CHE SOLLECITANO IL PUBBLICO RISPARMIO	3,6	2,4	21,1	9,2	3,5	4,7
NEGOZIATORI TITOLI QUOTATI SU MTA/MERCATO RISTRETTO	—	—	3,9	5,2	3,6	—
ALTRI	0,2	0,2	0,0	0,0	0,4	0,4
TOTALE ENTRATE CONTRIBUTIVE	*23,5*	*24,3*	*49,6*	*43,0*	*34,0*	*38,5*

[1] Dati consuntivi. [2] Dati di preventivo definitivo. [3] Inclusi gli aspiranti e i praticanti promotori. [4] In tale categoria sono ricompresi Borsa Italiana spa, Mts spa, Cassa di compensazione e garanzia spa e Monte Titoli spa.

TAV. aXI.2

DISTRIBUZIONE DEL PERSONALE PER QUALIFICA E PER UNITÀ ORGANIZZATIVA[1]

	CARRIERA DIRETTIVA		CARRIERA OPERATIVA	CARRIERA DEI SERVIZI GENERALI	TOTALE
	SUPERIORE	INFERIORE			
DIVISIONI					
EMITTENTI	8	29	36	—	73
INTERMEDIARI	4	15	62	—	81
MERCATI E CONSULENZA ECONOMICA	5	18	31	—	54
AMMINISTRAZIONE E FINANZA	6	6	37	15	64
CONSULENZA LEGALE	3	5	14	—	22
RELAZIONI ESTERNE	4	6	6	—	16
RISORSE	3	4	21	—	28
ALTRI UFFICI[2]	11	13	46	—	70
TOTALE	*44*	*96*	*253*	*15*	*408*

Si veda la sezione Note metodologiche. [1] Dati al 31 dicembre 2002. I contrattisti sono distribuiti secondo la loro equiparazione. [2] Comprende gli uffici non coordinati nell'ambito delle Divisioni.

TAV. aXI.3

RICHIESTE DI DOCUMENTAZIONE E INFORMAZIONI SULL'ATTIVITÀ DELL'ISTITUTO

	1997	1998	1999	2000	2001	2002
SOGGETTI						
INVESTITORI E OPERATORI ISTITUZIONALI	673	597	540	1.460	782	655
RISPARMIATORI, STUDENTI E ALTRI SOGGETTI	441	448	475	1.158	1.407	866
TOTALE	*1.114*	*1.045*	*1.015*	*2.618*	*2.189*	*1.577*
OGGETTO DELLA RICHIESTA						
DELIBERE, COMUNICAZIONI, PROSPETTI	451	427	310	588	365	182
TESTI INTEGRATI DI LEGGI E REGOLAMENTI	367	300	290	379	112	79
DATI E INFORMAZIONI	286	300	300	1.261	1.259	1.092
ALTRO	10	18	115	390	453	224
TOTALE	*1.114*	*1.045*	*1.015*	*2.618*	*2.189*	*1.577*

NOTE METODOLOGICHE

Avvertenze

Nelle tavole della Relazione e dell'Appendice sono adoperati i seguenti segni convenzionali:

-- rilevazione quantitativa nulla;

— fenomeno non esistente;

.... fenomeno esistente ma dati non noti;

.. i dati non raggiungono la cifra significativa dell'ordine minimo considerato.

L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra dei valori di alcune tavole è dovuta agli arrotondamenti.

Fonte dei dati: ove non espressamente citata si intende la provenienza da Archivi Consob

IL GOVERNO DELLE SOCIETÀ QUOTATE

Tav. I.3 e Tavv aI.1, aI.2, aI.3, aI.4, aI.5, aI.6, aI.7

Per società quotate si intende società con titoli ammessi alle negoziazioni su un qualsiasi mercato regolamentato italiano.

Per società quotate in Borsa si intende società con titoli ammessi alle negoziazioni al Mercato Telematico Azionario gestito da Borsa Italiana spa.

Tavv. I.3, I.4, I.5 e Tavv. aI.1, aI.2, aI.3, aI.4

L'Archivio Consob sulla trasparenza proprietaria è costituito dalle comunicazioni inviate ai sensi dell'art. 120 del Tuf, in base al quale tutti coloro che partecipano in una società quotata italiana, in misura superiore al 2 per cento del capitale rappresentato da azioni con diritto di voto, devono darne comunicazione scritta alla società stessa e alla Consob che diffonde tali informazioni al mercato.

Per partecipazione rilevante si intende il possesso di quote azionarie superiori al 2 per cento del capitale rappresentato da azioni con diritto di voto (art. 120 Tuf).

I dati riportati nelle tavole si riferiscono alle partecipazioni calcolate sul capitale ordinario delle società.

Tav. I.4 e Tavv. aI.1, aI.4

La definizione dei modelli di controllo è la seguente:

- di diritto: si ha quando un singolo azionista detiene più del 50 per cento dei diritti di voto esercitabili in assemblea ordinaria;
- di fatto: si ha quando un soggetto, che non controlla di diritto la società, è in grado di esercitare un'influenza dominante sull'assemblea ordinaria;

- patto di sindacato: si ha quando la quota aggregata dei diritti di voto detenuta dagli aderenti ad un patto di sindacato di voto è superiore al 50 per cento dei diritti di voto esercitabili in assemblea ordinaria o consente di esercitare un controllo di fatto.

Tavv. aI.5, aI.6, aI.7

Le informazioni sui patti di sindacato sono ricavate dalle comunicazioni di cui all'art. 122 del Tuf, in base al quale qualunque patto o accordo che comporti per gli aderenti limitazioni o regolamentazioni del diritto di voto, obblighi o facoltà di preventiva consultazione per l'esercizio dello stesso, obblighi circa il trasferimento di azioni, ovvero qualunque accordo per l'acquisto concertato, deve essere comunicato, pena l'inefficacia, alla Consob, entro cinque giorni dalla data di stipula.

Sono stati considerati solo i patti la cui quota sindacata è superiore al 5 per cento.

I MERCATI E LE IMPRESE

Tavv. II.9, II.10, II.11, II.12, II.13, II.14 e Tavv. aII.3, aII.3, aII.5, aII.6

Per la trattazione delle offerte finalizzate all'ammissione a quotazione vengono adottati i seguenti criteri:

- non vengono considerate le offerte effettuate da parte di società estere;
- i dati relativi all'ammontare delle offerte sono riferiti agli esiti dei collocamenti comprensivi delle azioni eventualmente allocate agli investitori istituzionali, alla chiusura dell'offerta, nell'ambito dell'*over allotment*. Si prescinde, pertanto, dalla circostanza che nei 30 giorni successivi all'offerta, in seguito all'esercizio dell'attività di stabilizzazione da parte dei collocatori, la *green shoe* possa non essere esercitata, del tutto o in parte;
- i dati relativi all'evoluzione della struttura proprietaria sono tratti dai prospetti informativi e tengono conto dell'esito dell'offerta comprensivo dell'eventuale effettivo esercizio della *green shoe*; nel caso di riduzione del numero di azioni offerte in vendita rispetto alla previsione contenuta nel prospetto informativo, ed in mancanza di specifica indicazione in merito, il computo delle quote *post* offerta di ogni singolo azionista venditore viene effettuato operando una ripartizione della vendita risultante proporzionale a quella prevista;
- la determinazione delle quote dell'azionista di controllo segue un criterio di natura sostanziale che tiene conto di tutte le azioni detenute dai membri di uno stesso nucleo familiare, delle azioni detenute da diverse società facenti capo ad un unico soggetto, delle azioni non conferite in eventuali patti di sindacato da parte di soggetti aderenti ai relativi patti; in mancanza di un azionista di controllo, alla voce azionista di controllo viene indicato il primo azionista;
- le azioni proprie vengono detratte dal capitale sociale dell'emittente ai fini del calcolo delle quote degli azionisti rilevanti e della capitalizzazione;

Tav. II.10

Per la determinazione del primo investitore, nonché delle relative quote richieste e assegnate, si considerano anche i soggetti appartenenti al gruppo dello stesso.

Tav. II.12

Sono compresi anche i rapporti creditizi e partecipativi esistenti alla data dell'offerta fra le società ammesse a quotazione e i soggetti controllanti o controllati dagli sponsor o dai soggetti collocatori che hanno curato l'operazione.

Nell'ambito dei rapporti creditizi non si considerano le operazioni relative a banche commerciali, nonché quelle in cui non è stato possibile determinare la quota dei finanziamenti erogati; solo in alcuni casi, particolarmente rilevanti, si è tenuto conto del dato relativo agli affidamenti.

Non si considerano le opzioni per l'acquisto o la sottoscrizione di azioni detenute dai predetti soggetti ai fini della rilevazione dei rapporti partecipativi.

Tav. II.14 e Tav. aII.6

Le elaborazioni hanno riguardato esclusivamente le offerte di titoli quotati o emessi da società quotate e le offerte finalizzate alla quotazione. La classificazione temporale delle operazioni di collocamento è effettuata in funzione della data di inizio dell'operazione.

Nel campione non sono incluse le operazioni finalizzate alla ristrutturazione del debito della società emittente e riservate alle banche creditrici, né gli aumenti di capitale con conferimento in natura, mentre sono inclusi gli aumenti di capitale asserviti a piani di *stock options* riservati ai dipendenti e alla conversione di azioni con conguaglio in denaro. I dati relativi alle offerte destinate al pubblico comprendono l'offerta in borsa dei diritti inoptati e le eventuali quote riservate ai clienti o agli utenti della società emittente; la voce "Altri" comprende i titoli acquistati da membri del consorzio e il collocamento riservato a soggetti nominativamente individuati. In alcune offerte pubbliche di vendita e sottoscrizione, in cui non è nota la ripartizione dell'offerta tra vendita di titoli già esistenti e sottoscrizione di nuovi titoli per tipologia di destinatario, la ripartizione è stata effettuata in proporzione al numero complessivo di titoli assegnati ad ogni categoria.

Tav. aII.5

I dati si riferiscono agli intermediari finanziari che svolgono il ruolo di coordinatore dell'offerta globale e di capofila dell'offerta pubblica nelle offerte finalizzate all'ammissione a quotazione.

Nel caso in cui un soggetto partecipi a più operazioni, il dato in tabella è rappresentato dalla somma delle relative offerte rispetto al totale del mercato (costituito, a seconda dei casi, dal totale delle offerte globali o delle offerte pubbliche avvenute nell'anno). Inoltre, qualora per un'operazione vi siano più *global coordinators* e/o *lead managers*, il valore della relativa offerta viene diviso per il numero di soggetti e la quota di mercato di ognuno è calcolata sulla base degli importi così ottenuti.

Tav. aII.8

I dati riguardano le società quotate al momento dell'operazione di cessione della partecipazione. Il controvalore complessivo comprende i soli ricavi da cessione, al lordo degli oneri e delle spese di cessione, e non include anche gli eventuali debiti finanziari trasferiti.

L'INTERMEDIAZIONE MOBILIARE

Tavv. III.1, III.4, III.7, III.8 e Tav. aIII.2

Per gestione individuale si intende quanto disposto dall'art. 1, comma 5, lettera d, del Tuf. Per Oicr si intendono gli organismi di investimento collettivo del risparmio. Il dato relativo ai fondi comprende anche le Sicav.

Tav. III.5

L'analisi degli assetti proprietari è stata effettuata considerando non solo gli azionisti diretti delle società di gestione, ma risalendo al detentore ultimo delle partecipazioni rilevanti; è stato utilizzato, nella classificazione del soggetto controllante, un criterio di "attività prevalente".

Per le società di gestione che non sono caratterizzate né da un controllo di diritto, né da un accordo parasociale, si è cercato di individuare l'eventuale esistenza di relazioni "di coalizione" che, pur non sfociando in accordi parasociali, permettano comunque di attribuire il controllo a un determinato gruppo di soggetti, caratterizzati da un'elevata omogeneità sia per quanto riguarda la natura o forma giuridica, sia per quanto riguarda l'attività svolta.

Per "*joint venture*" si intende una società in cui l'azionariato sia diviso in due quote, del 50 per cento ciascuna, detenute da soggetti non omogenei.

Per "intermediari finanziari non bancari" si intende una categoria residuale, che riguarda il caso in cui il controllo sia esercitato da una società finanziaria non quotata, che non svolga attività né bancaria né assicurativa, e per la quale non sia possibile risalire a una persona fisica.

Tav. aIII.2

Le categorie dei fondi sono state individuate sulla base delle classificazioni Assogestioni vigenti alle date di riferimento.

LA VIGILANZA SULL'INFORMATIVA SOCIETARIA E SULLE OPERAZIONI DI APPELLO AL PUBBLICO RISPARMIO

Tav. aIV.4

Le tipologie di giudizio che possono essere rilasciate dalla società di revisione sono riportate di seguito.

- Giudizio con rilievi

Il revisore esprime un giudizio con rilievi qualora accerti: significative mancanze di conformità alle norme che disciplinano il bilancio; significativi disaccordi con gli amministratori rispetto ai criteri contabili, errori nella loro applicazione o inadeguatezza dell'informazione; significative limitazioni al procedimento di revisione per impedimenti tecnici o restrizioni imposte dagli amministratori; in presenza di una situazione di incertezza significativa non adeguatamente descritta in bilancio o laddove le azioni poste in essere dagli amministratori appaiano non condivisibili.

- Giudizio negativo

Il revisore esprime un giudizio negativo qualora gli effetti dei rilievi concernenti significative mancanze di conformità alle norme che disciplinano il bilancio, ovvero significativi disaccordi con gli amministratori rispetto ai criteri contabili, errori nella loro applicazione o inadeguatezza dell'informazione sono così rilevanti da compromettere l'attendibilità e la capacità informativa del bilancio considerato nel suo insieme.

- Impossibilità ad esprimere il giudizio per gravi limitazioni

Il revisore si dichiara impossibilitato ad esprimere un giudizio qualora i possibili effetti delle limitazioni alle procedure di revisione sono così rilevanti da far mancare gli elementi indispensabili per un giudizio.

- Impossibilità ad esprimere un giudizio per incertezze

In presenza di più situazioni di incertezza o di un'incertezza che pone in discussione l'attendibilità complessiva del bilancio o la continuità aziendale, il revisore dichiara l'impossibilità di esprimere un giudizio quando ritiene che le azioni intraprese dagli amministratori si basino su presupposti fortemente opinabili.

LA GESTIONE INTERNA E LE RELAZIONI CON L'ESTERNO

Tav. XI.2 e Tav. aXI.2

La carriera direttiva superiore comprende le qualifiche di Direttore generale, Funzionario generale, Condirettore centrale, Direttore principale, Direttore e Condirettore. La carriera direttiva inferiore comprende le qualifiche di Primo funzionario, Funzionario di 1ª, Funzionario di 2ª. La carriera operativa comprende la qualifica di Coadiutore principale, Coadiutore, Assistente superiore, Assistente e vice Assistente.