



CONSOB
COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETA' E LA BORSA

RELAZIONE PER L'ANNO 2000

ROMA, 31 MARZO 2001

COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

Presidente
Luigi SPAVENTA

Componenti
Salvatore BRAGANTINI
Lamberto CARDIA
Renato RORDORF
Filippo CAVAZZUTI

Direttore Generale
Massimo TEZZON

INDICE DEI RIQUADRI

1.	<i>L'evoluzione della separazione tra proprietà e controllo nei gruppi quotati tra il 1990 e il 2000</i>	50
2.	<i>Il mercato del controllo societario e le modifiche del quadro normativo introdotte dal Testo unico della finanza</i>	58
3.	<i>Adesione al Codice di autodisciplina emanato dal Comitato per la corporate governance delle società quotate</i>	64
4.	<i>Le modifiche statutarie facoltative previste dal Testo unico della finanza in tema di tutela delle minoranze</i>	70
5.	<i>La correlazione fra i rendimenti giornalieri dei titoli delle società quotate al Nuovo Mercato</i>	94
6.	<i>Individuazione di una metodologia per l'identificazione di ipotesi manipolative</i>	106
7.	<i>Le infrazioni più frequenti nella prestazione dei servizi di investimento</i>	116
8.	<i>Gestioni patrimoniali in fondi che investono in Oicr collegati</i>	128
9.	<i>Le iniziative delle istituzioni europee in materia di mercati mobiliari e di diritto societario</i>	142

INDICE

PARTE PRIMA

RELAZIONE AL MINISTRO DEL TESORO, DEL BILANCIO E DELLA PROGRAMMAZIONE ECONOMICA	7
I. L'ATTIVITÀ DELLA CONSOB E IL MERCATO	
<i>L'andamento dei settori di interesse dell'Istituto</i>	9
<i>Il Testo unico e la regolamentazione secondaria</i>	11
<i>Il controllo sull'informativa</i>	12
<i>La vigilanza sulle società di gestione dei mercati e sugli operatori</i>	12
<i>L'attività in sede giurisdizionale</i>	15
<i>Le relazioni internazionali</i>	16
<i>La gestione e l'amministrazione dell'Istituto</i>	16
II. LINEE DI INDIRIZZO E QUESTIONI APERTE	
<i>Il mercato unico dei capitali e dei servizi finanziari</i>	18
<i>Il governo societario</i>	19
<i>I problemi della securities industry</i>	21
<i>Le emissioni obbligazionarie</i>	22
<i>La vigilanza sui promotori finanziari</i>	22
<i>Il personale e l'organizzazione</i>	23
DISCORSO DEL PRESIDENTE DELLA CONSOB AL MERCATO FINANZIARIO	27
<i>Verso un mercato unico dei capitali e dei servizi finanziari in Europa?</i>	30
<i>Lo sviluppo dei mercati</i>	32

<i>Il sistema finanziario italiano</i>	33
<i>I problemi del governo societario</i>	38

PARTE SECONDA

<i>DATI E ANALISI SULL'ATTIVITÀ DELLA CONSOB E SULL'EVOLUZIONE DEL QUADRO DI RIFERIMENTO</i>	47
---	----

I. *LA PROPRIETÀ DELLE SOCIETÀ QUOTATE*

<i>La struttura proprietaria e il controllo nelle società quotate</i>	49
<i>I trasferimenti di controllo e le Opa su società quotate</i>	57

II. *I CONTROLLI SULLE SOCIETÀ QUOTATE*

<i>I conflitti di interessi, la trasparenza e l'operato degli esponenti aziendali</i>	63
<i>I consigli di amministrazione delle società quotate</i>	67
<i>I controlli sull'informativa continua</i>	73
<i>I controlli sull'informativa contabile e periodica</i>	74
<i>L'informativa contabile via Internet</i>	75
<i>L'attività delle società di revisione</i>	76
<i>L'attività regolamentare e interpretativa in materia contabile</i>	78

III. *LA SOLLECITAZIONE ALL'INVESTIMENTO E LE OPERAZIONI DI FINANZA STRAORDINARIA*

<i>Le offerte finalizzate all'ammissione a quotazione</i>	81
<i>Gli intermediari nelle offerte iniziali</i>	85
<i>Il collocamento di titoli delle società quotate e le operazioni di finanza straordinaria</i>	87

	<i>Le offerte pubbliche relative a titoli non quotati e le offerte di emittenti esteri</i>	90
IV.	<i>I MERCATI REGOLAMENTATI</i>	
	<i>Il mercato di borsa e dei derivati</i>	92
	<i>L'attività di controllo sui mercati regolamentati</i>	96
	<i>Gli studi sulle società quotate da parte degli intermediari</i>	99
V.	<i>L'ABUSO DI INFORMAZIONI PRIVILEGIATE E L'AGGIOTAGGIO</i>	
	<i>I risultati delle indagini</i>	102
	<i>Gli esiti delle relazioni inviate all'Autorità Giudiziaria</i>	104
	<i>Alcune tipologie di abuso di informazioni privilegiate e di aggioaggio finanziario</i>	105
	<i>I seminari di studio con l'Autorità Giudiziaria</i>	108
VI.	<i>GLI INTERMEDIARI MOBILIARI</i>	
	<i>Andamenti e struttura del settore</i>	110
	<i>L'attività di vigilanza</i>	114
	<i>I provvedimenti sanzionatori e cautelari</i>	119
	<i>I sistemi di indennizzo</i>	121
	<i>La vigilanza sui promotori finanziari</i>	123
	<i>L'attività regolamentare e interpretativa</i>	125
VII.	<i>L'ATTIVITÀ IN SEDE GIURISDIZIONALE</i>	
	<i>Il contenzioso sui provvedimenti in materia di vigilanza</i>	132
	<i>La verifica in sede giurisdizionale dei comportamenti dell'Istituto</i>	134
	<i>L'attività svolta nei procedimenti per i reati di abuso di informazioni privilegiate e aggioaggio</i>	136

VIII. *LE RELAZIONI INTERNAZIONALI*

<i>La cooperazione internazionale</i>	139
<i>L'attività dell'Unione Europea in materia di servizi finanziari</i>	140
<i>L'attività della International Organization of Securities Commissions</i>	141
<i>L'attività del Forum of European Securities Commissions</i>	144

IX. *LA GESTIONE FINANZIARIA, IL PERSONALE E LE RELAZIONI CON L'ESTERNO*

<i>La gestione finanziaria</i>	146
<i>L'organizzazione e le risorse umane</i>	148
<i>Le relazioni con l'esterno</i>	150

APPENDICE

<i>Indice delle tavole</i>	155
<i>Tavole statistiche</i>	159
<i>Note metodologiche</i>	203

*DATI E ANALISI
SULL'ATTIVITÀ DELLA CONSOB
E SULL'EVOLUZIONE
DEL QUADRO DI RIFERIMENTO*

Questa parte del volume raccoglie dati e analisi sull'attività svolta dall'Istituto e sull'evoluzione del quadro di riferimento. Tale sezione costituisce il supporto alla relazione presentata al Ministro del tesoro, ai sensi di quanto disposto dall'art. 1/1, comma 13, della legge 7 giugno 1974, n. 216, e al discorso del Presidente dell'Istituto nell'incontro con il mercato tenutosi il 5 aprile 2001.

I. LA PROPRIETÀ DELLE SOCIETÀ QUOTATE

La struttura proprietaria e il controllo nelle società quotate

I dati relativi alla concentrazione proprietaria delle società quotate in Borsa alla fine del 2000 mostrano una sostanziale stabilità rispetto all'anno precedente, confermando l'interruzione della tendenza, manifestatasi negli anni 1997 e 1998, verso la diffusione della proprietà. La quota della capitalizzazione di borsa detenuta dal mercato, cioè dagli azionisti con quote minori del 2 per cento, come nel 1999, è inferiore al 50 per cento, pari al 46,6 per cento, a fronte di un valore massimo del 56,5 per cento raggiunto nel 1998. Si tratta comunque di un valore superiore a quello del 1996 (38,9 per cento) e, in un confronto di più lungo periodo, a quello del 1990 (40,7 per cento) (Tav. I.1).

TAV. I.1

STRUTTURA PROPRIETARIA DELLE SOCIETÀ QUOTATE IN BORSA

	1990	1996	1997	1998	1999	2000
<i>MODELLI DI CONTROLLO¹</i>						
DI DIRITTO	....	66,8	48,1	32,3	55,0	51,4
DI FATTO	....	12,2	12,4	21,7	16,7	18,5
PATTO DI SINDACATO	....	4,8	6,3	7,4	10,8	9,6
<i>TOTALE CONTROLLATE</i>		83,8	66,8	61,4	82,5	79,5
NON CONTROLLATE		16,2	33,2	38,6	17,5	20,5
<i>TOTALE</i>		100	100	100	100	100
<i>CONCENTRAZIONE²</i>						
QUOTA DEL PRIMO AZIONISTA	47,9	50,4	38,7	33,8	44,2	44,0
QUOTA DEGLI ALTRI AZIONISTI RILEVANTI	11,4	10,7	8,4	9,7	8,2	9,4
QUOTA DEL MERCATO	40,7	38,9	52,9	56,5	47,6	46,6
<i>TOTALE</i>	100	100	100	100	100	100

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. ² In percentuale sulla capitalizzazione del capitale ordinario di tutte le società quotate in Borsa. Dati rilevati a fine dicembre.

L'evoluzione della separazione tra proprietà e controllo nei gruppi quotati tra il 1990 e il 2000

Tra il 1990 e il 2000 si è ridotto il numero medio di società quotate che compongono i principali gruppi: i primi 10 gruppi non pubblici a fine 2000 comprendono in media 3,3 società quotate ciascuno, mentre ne comprendevano 6,9 nel 1990.

Si è conseguentemente ridotto il numero di livelli su cui si articola la struttura piramidale dei gruppi: nel 1990 si arrivava a cinque livelli gerarchici di società quotate, mentre nel 2000 si arriva al massimo a tre. Il valore netto dei 10 gruppi nel 1990 si concentrava per oltre il 55 per cento nei due livelli più bassi della catena di controllo, mentre nel 2000 si è spostato nei livelli più alti. Nel 1990, era riferibile al livello più alto del gruppo solo il 2 per cento del valore netto del gruppo stesso, mentre nel 2000 tale quota è cresciuta al 35 per cento.

La riduzione della profondità dei gruppi gerarchici si è riflessa in una riduzione dell'effetto leva sulla separazione tra proprietà e controllo: considerando sempre i primi 10 gruppi non pubblici, la leva, rappresentata dalle unità di capitale controllato (in termini di diritti di voto in assemblea ordinaria) per ogni unità di capitale posseduto (in termini di *cash-flow rights* riferibili all'azionista di controllo), si è ridotta del 25 per cento tra il 1990 e il 2000, passando da 2,4 a 1,8. Inoltre nel 2000 l'effetto leva dovuto al gruppo piramidale appare meno diffuso che nel 1990, essendo presente in 3 dei 10 gruppi, mentre nel 1990 raggiungeva valori significativi (superiori a 1,5) in 9 dei 10 gruppi.

Oltre alla riduzione dell'uso dello strumento del gruppo piramidale, nel decennio si è registrata anche una riduzione dello strumento di separazione tra proprietà e controllo rappresentato dalle azioni senza diritto di voto nell'assemblea ordinaria (privilegiate e risparmio). Il peso della capitalizzazione di tali azioni sul totale della capitalizzazione di borsa si è ridotto dal 14 per cento del 1990 al 4 per cento del 2000.

Il numero di società quotate che aveva fatto ricorso ad azioni senza diritto di voto in assemblea ordinaria si è ridotto dal 40 per cento del totale (97) del 1990 al 25 per cento del totale (60) del 2000 e il peso medio di tali azioni sulla capitalizzazione complessiva delle società che le hanno emesse si è ridotto dal 25 per cento del 1990 al 15 per cento del 2000.

L'evoluzione della concentrazione proprietaria delle società quotate riflette soprattutto i mutamenti intervenuti negli assetti di controllo delle società di grandi dimensioni, caratterizzati dalle privatizzazioni realizzate tramite offerta pubblica negli anni 1997 e 1998, che hanno portato ad una diffusione della proprietà, e dai successivi processi di riagggregazione del controllo che hanno provocato un aumento della concentrazione proprietaria.

La variazione della struttura proprietaria negli ultimi cinque anni è dovuta principalmente alle variazioni della quota del primo azionista, scesa dal 50,4 per cento del 1996 al 33,8 per cento del 1998 e risalita al 44 per cento del 2000, mentre più stabile è stata la quota degli altri azionisti rilevanti, che era pari al 10,7 per cento nel 1996 e si è mantenuta intorno al 9 per cento negli anni successivi. Il peso sulla capitalizzazione di borsa delle società a proprietà diffusa, il cui assetto di controllo non è dominato da un azionista o da più azionisti legati da un patto di sindacato, è tornato sui livelli del 1996, pari al 21,5 per cento, dopo essere salito al 38,6 per cento nel 1998.

RIQUADRO I

Dal 1990 al 2000, per i primi 10 gruppi non pubblici il ricorso alle azioni senza diritto di voto in assemblea ordinaria si è ridotto: il loro peso è passato dal 19 all'8 per cento della capitalizzazione complessiva di tali gruppi.

**LA SEPARAZIONE TRA PROPRIETÀ E CONTROLLO
NEI PRIMI 10 GRUPPI QUOTATI NON PUBBLICI**

	1990	2000
NUMERO MEDIO DI SOCIETÀ	6,9	3,3
LEVA DI GRUPPO ¹	2,4	1,8
QUOTA AZIONI SENZA DIRITTO DI VOTO ²	19	8
QUOTA MEDIA DI CONTROLLO ³	49,5	54,5

¹ Rapporto tra capitale controllato (calcolato come media delle quote dei diritti di voto in assemblea ordinaria controllati dal soggetto capogruppo ponderate per la capitalizzazione) e capitale investito (calcolato come media delle quote di possesso integrato detenute dal soggetto capogruppo ponderate per la capitalizzazione). ² Rapporto in percentuale tra la capitalizzazione delle azioni senza diritto di voto in assemblea ordinaria (azioni privilegiate e di risparmio) e capitalizzazione complessiva della società. ³ Media in percentuale delle quote dei diritti di voto in assemblea ordinaria controllati dal soggetto capogruppo ponderate per la capitalizzazione.

Alla riduzione dell'uso dello strumento del gruppo piramidale non è però corrisposta una riduzione significativa della concentrazione proprietaria delle società quotate. La quota media di controllo dei primi 10 gruppi non pubblici è rimasta sostanzialmente inalterata tra il 1990 e il 2000, su valori prossimi al 50 per cento, ed è sostanzialmente omogenea tra tutti i gruppi in entrambi gli anni di riferimento.

Per contro, il numero delle società quotate riferibile ai diversi modelli di controllo non è mutato in misura sensibile negli ultimi cinque anni (Tav. al.1). Inoltre se si considerano i valori medi non ponderati degli indici di concentrazione proprietaria, l'aumento rispetto al 1998 appare molto contenuto (il 2,3 per cento, per la quota del primo azionista, rispetto ad un aumento del 10,2 per cento dei valori ponderati per la capitalizzazione) e limitato alle società appartenenti alle classi dimensionali più elevate: la quota media del primo azionista delle società appartenenti al decimo decile per capitalizzazione è passato dal 34,5 per cento del 1998 al 45,4 per cento del 2000 (Tav. al.2).

Stabile appare la concentrazione proprietaria delle società che non sono state interessate dal processo di privatizzazione. Se si considerano le società non controllate dallo Stato che sono rimaste sempre quotate tra il 1990 e il 2000, la quota media del primo azionista è rimasta sostanzialmente inalterata negli ultimi dieci anni, su valori intorno al 50 per cento. Le società che si sono quotate nel periodo compreso tra il 1990 e il 2000, per le quali la quota media del primo

azionista è pari al 44,8 per cento, hanno contribuito alla riduzione del valore medio del totale delle società che è passato dal 54,9 per cento del 1990 al 48,3 per cento del 2000 (Tav. I.2).

TAV. I.2

EVOLUZIONE DELLA CONCENTRAZIONE PROPRIETARIA NELLE SOCIETÀ QUOTATE
(QUOTA MEDIA DEL PRIMO AZIONISTA¹)

	SOCIETÀ PRIVATE ²		SOCIETÀ A CONTROLLO PUBBLICO ³		SOCIETÀ PRIVATIZZATE ⁴		TOTALE	
	1990	2000	1990	2000	1990	2000	1990	2000
SOCIETÀ SEMPRE QUOTATE TRA IL 1990 E IL 2000	47,6	49,3	70,7	61,5	72,2	58,4	52,3	51,5
SOCIETÀ QUOTATE DOPO IL 31 DICEMBRE 1990	—	43,7	—	54,9	—	—	—	44,8
SOCIETÀ NON PIÙ QUOTATE AL 31 DICEMBRE 2000	55,7	—	67,5	—	—	—	57,7	—
<i>TOTALE</i>	<i>51,6</i>	<i>46,4</i>	<i>68,5</i>	<i>58,2</i>	<i>72,2</i>	<i>58,4</i>	<i>54,9</i>	<i>48,3</i>

Fonte: Archivio Consob sulla trasparenza proprietaria. Si veda la sezione Note metodologiche. ¹ Dati in percentuale sul capitale ordinario, medie semplici. ² Società controllate da un soggetto non pubblico. ³ Società controllate dallo Stato o da enti locali. ⁴ Società il cui controllo è passato da un soggetto pubblico ad un soggetto privato tra il 1990 e il 2000.

I maggiori mutamenti intervenuti nel decennio riguardano invece l'uso degli strumenti di separazione tra proprietà e controllo all'interno dei principali gruppi quotati: rispetto al 1990, si è ridotto, in media, sia il ricorso alle azioni senza diritto di voto, che la "profondità" dei gruppi piramidali, ossia il numero di livelli della struttura gerarchica del gruppo in cui sono presenti società quotate. Pur se ridotta rispetto al passato, la separazione tra proprietà e controllo ottenuta attraverso i due strumenti citati rimane rilevante anche nel 2000, consentendo, per i primi 10 gruppi privati, di controllare in media circa due unità di capitale per ogni unità di capitale investito (Riquadro 1).

La caratteristica strutturale degli assetti proprietari delle società quotate italiane resta la limitata contendibilità del controllo: nel 2000, la quota del primo azionista supera il 50 per cento del capitale ordinario per 141 società su un totale di 237, che rappresentano oltre metà della capitalizzazione complessiva di borsa; per altre 54 società, con un peso pari all'8,4 per cento della capitalizzazione, la quota del mercato è comunque inferiore al 50 per cento per la presenza di altri azionisti rilevanti, spesso legati da patti di sindacato con l'azionista principale (Tav. al.3).

La distribuzione della proprietà delle società quotate secondo la tipologia degli azionisti rilevanti evidenzia la perdurante rilevanza dei gruppi societari e dello Stato, il ruolo ridotto delle istituzioni finanziarie, i cui possessi azionari sono concentrati nelle società quotate appartenenti al settore finanziario mentre sono virtualmente assenti nella proprietà delle altre società quotate, la lieve crescita del peso dei soggetti esteri.

Le società di capitali possiedono la quota più rilevante (17,2 per cento) della capitalizzazione, con un lieve decremento rispetto al 1999, seguite dallo Stato (10,2 per cento), al cui interno stanno assumendo un ruolo crescente gli enti locali, e dai soggetti esteri (6,5 per cento) (Tav. I.3).

TAV. I.3

PARTECIPAZIONI RILEVANTI NELLE SOCIETÀ QUOTATE IN BORSA¹

SOGGETTO DICHIARANTE	1998		1999		2000	
	NUMERO	PESO ²	NUMERO	PESO ²	NUMERO	PESO ²
SOGGETTI ESTERI	176	5,9	193	6,2	233	6,5
ASSICURAZIONI	32	2,5	36	1,5	27	3,2
BANCHE	65	4,8	83	5,3	66	5,9
FONDAZIONI	31	5,1	43	4,5	49	5,0
INVESTITORI ISTITUZIONALI	69	0,1	74	0,2	82	0,3
SOCIETÀ DI CAPITALI	155	12,6	162	19,4	151	17,2
STATO E ENTI LOCALI	32	8,8	35	10,6	37	10,2
PERSONE FISICHE	233	3,8	253	4,5	254	4,9
<i>TOTALE</i>	<i>793</i>	<i>43,6</i>	<i>879</i>	<i>52,2</i>	<i>899</i>	<i>53,1</i>

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. ² 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.

Gli assetti proprietari delle società quotate appaiono differenziati in base al settore di appartenenza delle società: per le società del settore finanziario, le categorie di azionisti più rilevanti sono le banche e le fondazioni (che hanno, rispettivamente, il 13,2 e l'11,3 per cento della capitalizzazione del settore), mentre ormai minima è la quota dello Stato. Nelle società del settore industriale, i ruoli sono invertiti, con lo Stato che rappresenta la principale categoria di azionista (con il 18 per cento della capitalizzazione), mentre la quota delle banche e delle fondazioni è minima (complessivamente l'1,2 per cento). Per le società del settore dei servizi, caratterizzate in generale da una più elevata concentrazione proprietaria, prevalgono

le società di capitali (36,2 per cento), seguite dallo Stato (16,8 per cento). Il peso dei soggetti esteri è più elevato nei settori finanziario e industriale (8 per cento e 8,5 per cento rispettivamente) che in quello dei servizi (Tav. I.4).

TAV. I.4

**PARTECIPAZIONI RILEVANTI NELLE SOCIETÀ QUOTATE IN BORSA
- DISTRIBUZIONE PER SETTORE¹ -**

	1999			2000		
	FINANZIARIO	INDUSTRIALE	SERVIZI	FINANZIARIO	INDUSTRIALE	SERVIZI
SOGGETTI ESTERI	7,5	6,3	5,0	8,0	8,5	3,6
ASSICURAZIONI	3,6	0,8	0,1	7,0	0,7	0,1
BANCHE	13,7	0,8	--	13,2	0,5	--
FONDAZIONI	11,8	0,1	--	11,3	--	--
INVESTITORI ISTITUZIONALI	0,1	0,2	0,2	0,4	0,2	0,1
SOCIETÀ DI CAPITALI	3,4	22,0	32,8	3,9	10,5	36,2
STATO	1,4	13,6	17,5	1,1	18,0	16,8
PERSONE FISICHE	4,1	5,0	4,6	3,5	9,5	4,2
<i>TOTALE</i>	<i>45,6</i>	<i>48,8</i>	<i>60,2</i>	<i>48,5</i>	<i>47,9</i>	<i>61,1</i>
NUMERO SOCIETÀ	91	110	39	93	102	40
PESO ²	37,6	21,1	41,3	43,7	19,2	37,2

Fonte: Archivio Consob sulla trasparenza proprietaria. Si veda la sezione Note metodologiche. ¹ Peso sulla capitalizzazione del capitale ordinario del settore, valori percentuali. Dati rilevati a fine dicembre. ² Peso della capitalizzazione del capitale ordinario delle società del settore sul totale della capitalizzazione del capitale ordinario di Borsa.

Le società di capitali e lo Stato rivestono un ruolo preponderante anche nel controllo delle società quotate, soprattutto di quelle di grandi dimensioni. Numerose sono le società controllate da persone fisiche, anche se la loro ridotta dimensione media fa sì che il loro peso sulla capitalizzazione complessiva sia modesto. In lieve riduzione è il peso delle società controllate da un patto di sindacato (Tav. aI.4).

Alla fine del 2000, risultano in vigore patti di sindacato rilevanti ai sensi dell'art. 122 del Tuf in 63 società, che rappresentano il 34,1 per cento della capitalizzazione di borsa. La quota media di capitale sindacato è pari a circa il 50 per cento e il suo valore rappresenta il 12,4 per cento della

capitalizzazione di borsa. Nella maggior parte dei casi (44 società) gli accordi prevedono sia limiti al trasferimento delle azioni che clausole sull'esercizio del diritto di voto (Tav. al.5).

Per 24 società, i patti di sindacato consentono agli aderenti di esercitare in misura congiunta il controllo sulla società. Per 7 società già controllate di fatto da un singolo azionista, i patti rappresentano uno strumento di rafforzamento dell'assetto di controllo. In 5 casi i patti riguardano società a proprietà diffusa, per le quali la quota complessiva degli aderenti al patto, pur non essendo sufficiente per l'esercizio del controllo, rappresenta comunque la quota di maggioranza relativa. Per le rimanenti 27 società, controllate di diritto da un singolo azionista, i patti non svolgono alcun ruolo rispetto agli assetti di controllo.

Gli assetti proprietari delle società quotate nel Nuovo Mercato presentano profonde differenze rispetto a quelli delle società quotate in Borsa.

TAV. I.5

**PARTECIPAZIONI RILEVANTI NELLE SOCIETÀ QUOTATE
SUL NUOVO MERCATO¹**
(SITUAZIONE AL 31 DICEMBRE 2000)

SOGGETTO DICHIARANTE	NUMERO	PESO ²
SOGGETTI ESTERI	45	14,2
ASSICURAZIONI	0	0
BANCHE	5	0,7
FONDAZIONI	1	0
INVESTITORI ISTITUZIONALI	21	1,1
SOCIETÀ DI CAPITALI	11	4,2
STATO E ENTI LOCALI	1	0
PERSONE FISICHE	118	50,4
<i>TOTALE</i>	202	70,7

Fonte: Archivio Consob sulla trasparenza proprietaria. Si veda la sezione Note metodologiche. ¹ Partecipazioni superiori al 2 per cento del capitale votante.

² 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.

La prevalente appartenenza a settori innovativi, caratterizzati dalla rilevanza del capitale umano, e la recente fondazione della maggior parte delle società del Nuovo Mercato trovano riscontro in una forte presenza nella proprietà del socio fondatore. Inoltre l'elevato tasso di crescita

di tali società ha spesso richiesto la presenza di soci finanziatori che svolgessero il ruolo di *venture capitalist*.

La quota di capitalizzazione delle società del Nuovo Mercato riferibile alle persone fisiche è superiore al 50 per cento, contro il 5 per cento circa delle società quotate in Borsa. La quota dei soggetti esteri, che comprendono la maggior parte dei fondi chiusi che hanno svolto la funzione di soci finanziatori, è superiore al 14 per cento. Molto limitato appare invece il ruolo delle banche sia italiane che estere (meno dell'1 per cento complessivamente) (Tav. I.5).

La quota di capitalizzazione delle società del Nuovo Mercato detenuta dal mercato è pari a circa il 30 per cento. La maggiore concentrazione proprietaria rispetto alle società quotate in Borsa, a fronte di una sostanziale equivalenza della quota del primo azionista (44 per cento circa per entrambi i mercati), è dovuta soprattutto al maggiore peso degli altri azionisti rilevanti, che riflette la presenza di più soci fondatori o di soci finanziatori nella forma di fondi chiusi (Tav. I.6).

TAV. I.6

**STRUTTURA PROPRIETARIA DELLE SOCIETÀ QUOTATE
SUL NUOVO MERCATO**
(SITUAZIONE AL 31 DICEMBRE 2000)

	NUMERO	PESO ¹
<i>MODELLI DI CONTROLLO</i>		
DI DIRITTO	14	51,1
DI FATTO	8	32,4
PATTO DI SINDACATO	13	14,6
NON CONTROLLATE	4	1,9
<i>TOTALE</i>	<i>39</i>	<i>100,0</i>
<i>CONCENTRAZIONE</i>		
QUOTA DEL PRIMO AZIONISTA		44,8
QUOTA DEGLI ALTRI AZIONISTI RILEVANTI		25,9
QUOTA DEL MERCATO		29,3
<i>TOTALE</i>		<i>100,0</i>

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.

La distribuzione delle società del Nuovo Mercato per modello di controllo evidenzia una prevalenza del controllo di diritto (14 società) e di quello esercitato tramite patto di sindacato (13 società).

Gli assetti proprietari delle società del Nuovo Mercato sono inoltre influenzati dalla presenza di accordi cosiddetti di *lock-up* che prevedono cioè impegni per gli aderenti a non vendere un determinato quantitativo di azioni per un determinato periodo di tempo. Esistono due tipologie di accordi di *lock-up*: gli accordi “obbligatori”, in quanto previsti dal regolamento del Nuovo Mercato, e quelli “volontari” (Tav. aI.7).

Ai sensi dell’art. 2.2.3 del regolamento del Nuovo Mercato gli azionisti che abbiano assunto tale qualità nei 12 mesi precedenti alla data di presentazione della domanda di ammissione, i soci fondatori, gli amministratori e i dirigenti assumono l’impegno di *lock-up* sull’80 per cento delle azioni possedute a tale data per un anno dalla data di avvio delle negoziazioni. L’impegno non si applica agli azionisti diversi dagli amministratori e dirigenti che detengono una partecipazione inferiore al 2 per cento. Per le *start up* l’impegno è per il 100 per cento per un anno e per l’80 per cento per il secondo anno.

I *lock-up* volontari sono gli impegni sottoscritti dagli azionisti venditori nei confronti del *global coordinator* nell’ambito del contratto di collocamento. Tali impegni non assumono rilevanza ai sensi dell’art. 122 del Tuf (comunicazione Consob DIS/29486 del 18 aprile 2000).

Le società per le quali, alla fine del 2000, sono in vigore accordi di lock-up obbligatori sono 22. Gli accordi di natura volontaria sono stati stipulati in 28 società. La maggior parte di tali accordi ha una validità non superiore a un anno (21 società) e solo in due casi si superano i 2 anni. La quota media del capitale oggetto delle clausole di lock-up è pari al 65 per cento, quota che decresce in funzione della durata dell’accordo.

I trasferimenti di controllo e le Opa su società quotate

Nel 2000 sono state lanciate 28 Opa su titoli di società quotate, un numero superiore a quello del 1999 e ai valori medi degli ultimi otto anni (Tav. I.7). Il valore complessivo delle operazioni realizzate è superiore a quello medio del periodo 1992-98, ma è sensibilmente inferiore a quello del 1999, nel quale si erano realizzate alcune operazioni di dimensioni molto rilevanti.

I trasferimenti del controllo sono stati complessivamente 13, di cui 8 realizzati tramite offerta preventiva. Di queste, una sola ha avuto carattere ostile, mentre nei rimanenti casi il consiglio di amministrazione della società *target* ha espresso sin dall’inizio un giudizio positivo sull’offerta. In generale, è possibile constatare come, a partire dall’entrata in vigore del Tuf, il numero di Opa preventive, in rapporto al numero complessivo di Opa, sia cresciuto considerevolmente (Riquadro 2).

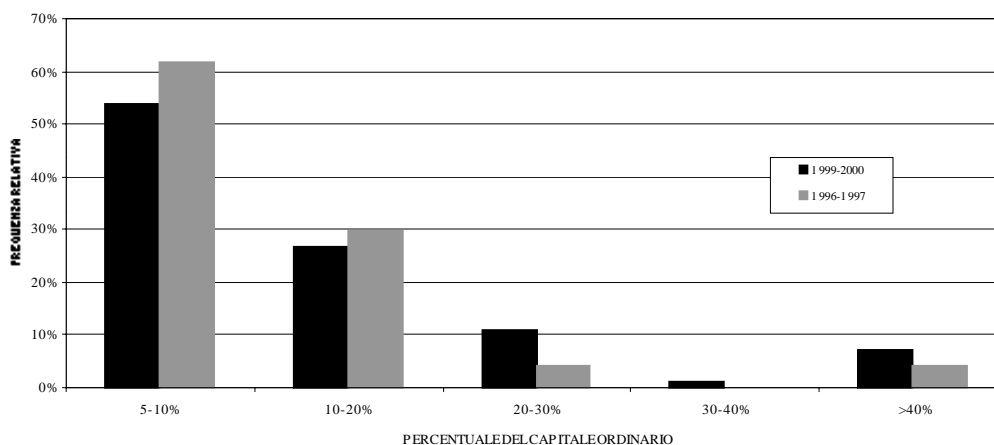
Il mercato del controllo societario e le modifiche del quadro normativo introdotte dal Testo unico della finanza

Una delle modifiche di maggior rilievo introdotte dal Tuf, rispetto alla previgente legge 149/1992, riguarda il venir meno dell'obbligo di Opa successiva in caso di acquisizione di pacchetti azionari che, pur potendo conferire in alcuni casi il controllo di fatto o la possibilità di esercitare una influenza dominante sull'assemblea societaria, si collocano sotto la soglia del 30 per cento del capitale ordinario.

L'analisi delle transazioni di blocchi azionari relativamente a società con titoli quotati permette di verificare l'ipotesi che il mutamento della regolamentazione abbia indotto un aumento della frequenza dello scambio di pacchetti azionari che si collocano appena al di sotto della soglia critica del 30 per cento del capitale ordinario. La verifica empirica di tale ipotesi incontra alcune difficoltà legate al fatto che, con ogni probabilità, vi è la tendenza da parte delle controparti della transazione a spezzare l'operazione in diverse *tranches* ai fini della comunicazione della stessa alla società di gestione del mercato, in base alle disposizioni della Commissione in materia di regole di concentrazione degli scambi in borsa. Per superare questa difficoltà è necessario assumere che eventuali diverse transazioni ai blocchi relative a uno stesso titolo concluse in uno stesso giorno e allo stesso prezzo siano in realtà più *tranches* di una stessa operazione, procedendo quindi ad aggregare tali blocchi come se fossero un'unica operazione.

La distribuzione di frequenza degli scambi di blocchi che, aggregati secondo il criterio appena esposto, superano il 5 per cento del capitale ordinario della società i cui titoli sono oggetto della transazione, mostra un certo mutamento nel tempo, come si evince confrontando un periodo di due anni antecedente all'entrata in vigore del Tuf (1996-1997) con un periodo successivo di uguale durata (1999-2000). Nel periodo 1999-2000 la frequenza relativa dei blocchi di dimensione immediatamente inferiore al 30 per cento (cioè compresi fra il 20 e il 30 per cento) e quella dei blocchi largamente superiori al 30 per cento (cioè di dimensione superiore al 40 per cento) è sensibilmente maggiore di quanto rilevato nel periodo precedente. Viceversa, nel periodo 1999-2000 la frequenza degli scambi di blocchi inferiori al 20 per cento del capitale ordinario è sensibilmente diminuita rispetto al periodo 1996-1997. Risultati simili si ottengono peraltro anche utilizzando i dati sulle transazioni ai blocchi non aggregate secondo il criterio esposto in precedenza.

DISTRIBUZIONE DEGLI SCAMBI DI BLOCCHI SUPERIORI AL 5% DEL CAPITALE ORDINARIO



RIQUADRO 2

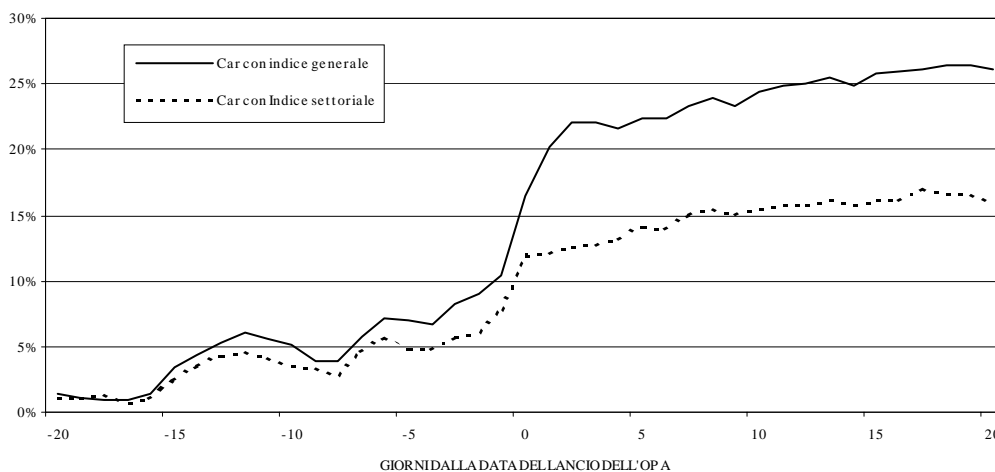
Un altro mutamento nelle caratteristiche del mercato del controllo societario favorito dalla nuova disciplina sulle Opa introdotta con il Tuf, riguarda il consistente aumento di offerte preventive, offerte cioè in cui al momento del lancio l'offerente ha una quota modesta (e comunque inferiore al 30 per cento del capitale ordinario) della società *target*. Una delle modifiche normative che ha avuto un effetto di rilievo da questo punto di vista riguarda la possibilità di recesso senza preavviso per gli aderenti a un patto di sindacato su di una società sottoposta a Opa, modifica che tuttavia ha trovato applicazione concreta solo in due casi.

Nei due anni e sei mesi dall'entrata in vigore del Tuf alla fine del 2000 vi sono state 18 Opa preventive, per un controvalore complessivo di quasi 60 miliardi di euro, contro sole 10 operazioni, per un controvalore di circa 3 miliardi di euro, nei circa 6 anni di vigenza della legge 149/1992.

In realtà, gran parte di queste operazioni sono state possibili grazie alle caratteristiche specifiche degli assetti proprietari delle società bersaglio o a modificazioni negli assetti proprietari legate al processo di privatizzazione. In alcuni casi le società bersaglio erano società di recente quotazione con flottante superiore al 51 per cento.

La dinamica delle quotazioni delle società sottoposte a Opa preventiva (a partire dall'entrata in vigore del Tuf) nei giorni immediatamente precedenti e successivi il lancio dell'offerta mostra come l'incremento dei corsi - e quindi il guadagno per gli azionisti di minoranza delle società *target* - sia stato consistente, nell'ordine in media del 25 per cento circa al netto delle variazioni dell'indice di mercato, in linea, ad esempio, con quanto si rileva per i *takeovers* tipici dei paesi dove è più diffuso il modello della *public company* e dove gli assetti proprietari delle imprese sono meno concentrati che in Italia.

**MEDIA DELLA DIFFERENZA CUMULATA FRA I RENDIMENTI GIORNALIERI
DEI TITOLI DI SOCIETÀ OGGETTO DI OPA PREVENTIVE E I RENDIMENTI GIORNALIERI
DELL'INDICE DEL MERCATO AZIONARIO - CAR (1999-2000)**



**OFFERTE PUBBLICHE DI ACQUISTO E/O DI SCAMBIO
SU TITOLI DI SOCIETÀ QUOTATE**

	NUMERO OPERAZIONI				CONTROVALORE ¹			
	1992-97	1998	1999	2000	1992-97	1998	1999	2000
VOLONTARIE	23	2	4	7	2.222	96	631	4.299
PREVENTIVE ²	10	2	8	8	2.937	1.658	53.292	4.878
INCREMENTALI ³	2	1	—	—	57	126	—	—
SUCCESSIVE	40	6	8	6	2.369	102	640	2.734
RESIDUALI	38	3	2	7	97	23	5	218
<i>TOTALE</i>	<i>113</i>	<i>14</i>	<i>22</i>	<i>28</i>	<i>7.682</i>	<i>2.005</i>	<i>54.568</i>	<i>12.129</i>

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.

Il controvalore complessivo delle offerte successive conseguenti a trasferimenti concordati di pacchetti di controllo si è attestato su livelli superiori a quelli degli anni precedenti. Le offerte di massime dimensioni sono state quelle relative alle acquisizioni del Banco di Napoli, Aeroporti di Roma e Falck da parte, rispettivamente, del San Paolo - Imi, di Leonardo e Compart. In una circostanza (l'operazione Compart-Falck) l'offerta volontaria ha dato luogo al primo caso di applicazione del principio della cosiddetta "Opa a cascata", per cui la società offerente ha dovuto promuovere un'offerta anche su di una società quotata controllata dalla stessa società *target* (la Sondel).

Il controvalore particolarmente elevato delle offerte volontarie realizzate nel corso del 2000 (circa 4 miliardi di euro) è da ascrivere principalmente a 3 operazioni poste in essere da alcune delle principali società quotate (Compart, Fiat e Ina) mirate a ritirare dal mercato il flottante di alcune società controllate (rispettivamente Montedison, Toro e Magneti Marelli, e Assitalia), nell'ambito di piani di semplificazione dell'assetto societario dei rispettivi gruppi di appartenenza.

Nel 2000 la Commissione è stata chiamata a pronunciarsi su alcune questioni di rilievo in merito alle modalità applicative della disciplina sull'Opa.

Una prima questione ha riguardato la risposta al quesito dell'Istituto Bancario San Paolo di Torino Istituto Mobiliare Italiano spa in merito all'applicabilità della disciplina dell'Opa obbligatoria

all'operazione di acquisizione del 51 per cento di Banco Napoli Holding spa, che a sua volta deteneva il 56 per cento della società con azioni quotate Banco di Napoli spa, a seguito della scissione parziale a favore dello stesso istituto.

La Commissione ha chiarito che, a seguito di tale operazione, il San Paolo Imi avrebbe effettuato un acquisto rilevante ai sensi dell'art. 106, comma 3, lett. a), del Tuf, in ragione della partecipazione di controllo (pari al 56 per cento) in Banco di Napoli spa detenuta da BN Holding e della prevalenza che la partecipazione nella quotata riveste nel patrimonio di tale ultima società, tenuto conto dei criteri previsti dall'art. 45 del Regolamento emittenti della Consob. Il problema, tuttavia, era legato alla possibilità che tale acquisto indiretto potesse rientrare nell'ambito di applicazione dell'esenzione prevista dall'art. 106, comma 5, lett. c) del Tuf e dall'art. 49, lett. f), del Regolamento emittenti.

Su questo specifico problema la Commissione ha ritenuto che le caratteristiche di un'operazione di fusione o di scissione, che giustificano l'esenzione dall'obbligo di offerta, non fossero configurabili nel caso in esame. Infatti, in primo luogo, l'operazione non coinvolge direttamente la società quotata della quale è trasferito il controllo (nel caso di specie Banco di Napoli spa) e i suoi azionisti. Tali azionisti non sono infatti chiamati a deliberare su di essa, né sono destinatari di documenti informativi, delle relazioni degli esperti o di compensi di alcun genere. L'operazione è invece deliberata soltanto dalle controllanti, presente e futura, e realizza il movimento da un patrimonio all'altro del pacchetto di controllo di una società il cui attivo patrimoniale è prevalentemente rappresentato dalla partecipazione di controllo nella società quotata, senza che l'attivo patrimoniale di tale ultima società sia minimamente interessato.

In secondo luogo, lo spostamento di tale pacchetto dal patrimonio di una società a quello di un'altra non realizza di per sé, con riferimento alla quotata, le finalità di razionalizzazione del patrimonio sociale connaturate alla scissione.

Una seconda questione ha riguardato l'eventuale esistenza di un obbligo di offerta su azioni Edison spa da parte della Compart spa a seguito del completamento dell'offerta promossa da quest'ultima società sulle azioni della Montedison spa. In particolare, la Commissione è stata chiamata a valutare se l'acquisto indiretto di azioni ordinarie Edison da parte di Compart, essendo la Edison controllata dalla Montedison, sia qualificabile come consolidamento della partecipazione ai sensi dell'art. 46 del Regolamento Consob in materia di emittenti, e generi l'obbligo per la Compart di promuovere un'offerta pubblica di acquisto anche sulle azioni Edison.

La Commissione ha sottolineato che la fattispecie in esame non è esplicitamente considerata nelle norme attuative delle disposizioni del Tuf in materia di Opa. Infatti, da un lato, l'obbligo di offerta per un socio che detenga più del 30 ma meno del 50 per cento del capitale ordinario e che incrementi la sua partecipazione di più del 3 per cento è previsto solo nel caso di acquisti diretti, mentre, dall'altro lato, la fattispecie dell'acquisto indiretto di una partecipazione è contemplata solo in relazione all'obbligo di offerta derivante dal superamento della soglia del 30 per cento. Non viene quindi esplicitamente considerato il caso in cui chi già detenga una partecipazione indiretta superiore al 30 per cento consolidi (indirettamente) la propria posizione mediante acquisti di ulteriori azioni della società controllante.

La Commissione ha ritenuto che l'interpretazione letterale delle norme sopra richiamate possa suggerire univocamente una risposta negativa all'interrogativo posto e che a una diversa conclusione non conduce, peraltro, neppure l'analisi della ragione ispiratrice di dette norme. Sebbene sia vero che la descritta operazione può avere l'effetto di ridurre la contendibilità del gruppo nel suo complesso, a cagione

del consolidamento della posizione del socio di controllo nella società posta al vertice della catena partecipativa, come è anche vero che ciò affievolisce le speranze degli azionisti della società partecipata di ottenere benefici conseguenti a eventuali offerte pubbliche d'acquisto che terzi volessero lanciare sulla società di vertice, la Commissione ha sostenuto che si tratta di una mera aspettativa di un lucro futuro e del tutto eventuale che come tale non è tutelata dall'ordinamento.

La Commissione, inoltre, si è pronunciata in due casi sull'obbligo di Opa in occasione di un'operazione di fusione. In via generale la Commissione ha ribadito che le fusioni e le scissioni sono esenti dall'applicabilità della disciplina dell'Opa in quanto le stesse sono istituti tipici con una propria giustificazione economica che non può essere identificata con l'intenzione di acquisire il controllo di una società quotata ma con la realizzazione di sinergie industriali e razionalizzazioni; in tali operazioni, quindi, l'acquisto di una partecipazione rilevante ai fini della disciplina dell'Opa è solo un effetto indiretto e automatico dell'operazione. Nel valutare l'applicazione dell'esenzione di cui all'art. 106, comma 1, lett. e) del Tuf e 49, comma 1 lett. f) del Regolamento emittenti la Commissione ha provveduto a esaminare le relative operazioni caso per caso, nel loro disegno unitario, per verificare la presenza di tutti gli elementi necessari a poter escludere che l'istituto della fusione fosse utilizzato per l'acquisizione della partecipazione rilevante nella società quotata in elusione alla disciplina dell'Opa obbligatoria. In tale ottica è stata applicata l'esenzione prevista dall'art. 49, comma 1, lett. f) del Regolamento emittenti all'operazione di integrazione della Tin.it con la Seat Pagine Gialle; viceversa, la medesima esenzione non è stata applicata in un caso in cui il superamento della soglia rilevante da parte di azionisti di una società quotata a seguito di un'operazione di fusione era determinata non solo dagli effetti della fusione ma dalla contestuale stipulazione di accordo parasociale (in tal caso, infatti, l'obbligo di Opa è stato conseguente all'applicazione dell'art. 109 del Tuf).

II. I CONTROLLI SULLE SOCIETÀ QUOTATE

I conflitti di interessi, la trasparenza e l'operato degli esponenti aziendali

Nel corso del 2000, la Commissione ha svolto la consueta attività di monitoraggio sull'operato dei collegi sindacali in occasione del compimento di operazioni che, per l'impatto sulla situazione economica, patrimoniale e finanziaria della società e del gruppo di appartenenza, presentavano profili critici per la tutela degli azionisti di minoranza. Nell'ambito di tale controllo, particolare attenzione è stata prestata alle operazioni con parti correlate, atipiche o inusuali, che comportavano l'esigenza di un'informazione completa circa l'effettivo interesse dell'emittente al loro compimento.

Da questo punto di vista, la verifica, effettuata su un campione di 70 bilanci di società quotate a fine 1999, ha evidenziato le carenze in termini di conformità alle raccomandazioni Consob già rilevate gli anni precedenti.

In particolare, solo nel 20 per cento circa dei casi l'informativa contenuta nelle relazioni del collegio sindacale sugli esiti dell'attività svolta può ritenersi accettabile, mentre permane la tendenza a servirsi di formule di stile e attestazioni sintetiche. Nel caso di operazioni atipiche e/o inusuali, rilevate con riferimento al 16 per cento degli emittenti del campione, mancano autonome valutazioni in merito alle motivazioni economiche sottostanti al compimento di tali operazioni.

Dall'esame delle relazioni si evince, inoltre, l'assenza di informazioni esplicite circa eventuali denunce, esposti o iniziative da parte dei sindaci concernenti le operazioni in potenziale conflitto di interessi, sebbene la comunicazione emanata dalla Commissione nel febbraio del 1997 prevedesse la necessità di rendere una puntuale informativa anche su tali aspetti.

Gli emittenti hanno altresì mostrato una bassa propensione all'adesione ad alcune delle più rilevanti disposizioni in materia di conflitti di interessi, quali il conferimento di deleghe su operazioni significative o con parti correlate a singoli amministratori, contenute nel Codice di autodisciplina emanato dal "Comitato per la corporate governance delle società quotate" nel 1999. Tale atteggiamento è stato registrato, peraltro, con riferimento alla maggior parte delle indicazioni del Codice, come si evince da un'indagine sui comunicati che, al 30 ottobre 2000, erano stati trasmessi dalle società quotate sui mercati regolamentati gestiti dalla Borsa Italiana spa per dichiarare il grado di recepimento del Codice medesimo (Riquadro 3).

Tale evidenza è peraltro parziale, poiché il termine ultimo per la predisposizione dei comunicati in discorso è stato fissato dalla Borsa Italiana entro la data dell'assemblea di approvazione del bilancio che si terrà nel 2001. Dall'analisi, inoltre, sono state escluse alcune previsioni del Codice di minore rilievo per la disciplina dei conflitti di interessi fra azionisti e amministratori, quali, in particolare, l'adozione del regolamento assembleare, la definizione di procedure per il trattamento di informazioni riservate e price sensitive, le norme relative al ruolo del presidente del consiglio di amministrazione e ai meccanismi di nomina dei sindaci.

Adesione al Codice di autodisciplina emanato dal Comitato per la corporate governance delle società quotate

Le modifiche al regolamento della Borsa Italiana spa, entrate in vigore all'inizio del marzo 2000, impongono a tutte le società che richiedono la quotazione in Borsa e al Nuovo Mercato di confrontare il proprio modello di governo societario con le raccomandazioni proposte dal Codice di autodisciplina emanato dal "Comitato per la *corporate governance* delle società quotate" nel 1999. Analogo obbligo è previsto per le società già quotate in Borsa e al Nuovo Mercato, alle quali si richiedono informazioni sul sistema di *governance*, sull'adesione al Codice, ovvero sui motivi di un'adozione parziale o nulla dello stesso, nell'ambito di una comunicazione che deve essere predisposta al più tardi entro la data dell'assemblea di approvazione di bilancio che si terrà nel 2001. Tali obblighi non si estendono invece alle società che chiedono l'ammissione, ovvero sono già quotate al Mercato Ristretto.

Al 30 ottobre 2000, il 65 per cento circa delle 263 società a quella data quotate in Borsa e al Nuovo Mercato non si era ancora pronunciata in merito all'adesione al Codice, mentre il 9 per cento circa aveva effettuato un comunicato generico, contenente solo dichiarazioni di principio che, pur attestando la volontà di adeguarsi al Codice, non fornivano dettagli su quali previsioni si intendesse adottare, ovvero sull'intenzione di avviare un progetto mirato alla sua applicazione.

Solo 70 società, pari al 27 per cento circa del totale delle società quotate in Borsa e al Nuovo Mercato, avevano effettuato una comunicazione analitica. Le informazioni rese da tali società riguardano talvolta solo il comunicato stampa che informa genericamente il pubblico sul grado di recepimento del Codice; in altri casi, al comunicato è allegata una relazione che ne illustra con maggiore dettaglio le modalità concrete di applicazione. Tali modalità consistono essenzialmente nell'adozione di un regolamento che disciplina il funzionamento del consiglio di amministrazione, informandosi a una o più indicazioni del Codice. Il regolamento di norma non viene sottoposto all'approvazione dell'assemblea, per eventuali modifiche o integrazioni dell'atto costitutivo; al proposito, l'unica eccezione riguarda l'adozione del regolamento che "disciplina l'ordinato e funzionale svolgimento" dell'assemblea, la cui approvazione viene rimessa all'assemblea e di norma dà luogo a modifiche dello statuto.

Il grado di adesione fra le società del Nuovo Mercato è risultato sensibilmente più elevato rispetto a quello registrato per le società quotate in Borsa. Ciò è da ascrivere in larga misura al fatto che la Borsa Italiana ha spesso richiesto, attraverso un'azione di *moral suasion*, alle società di nuova quotazione, che costituiscono la maggior parte delle società quotate al Nuovo Mercato, l'adozione di alcune delle principali previsioni del Codice (in particolare, le disposizioni relative agli amministratori indipendenti, al comitato per il controllo interno e alla figura dell'*investor relator*). I dati quindi non segnalano necessariamente un maggior grado di adesione "spontanea" al Codice da parte delle società del Nuovo Mercato rispetto a quelle quotate in Borsa.

RIQUADRO 3

Le 48 società quotate in Borsa che hanno adottato almeno una delle previsioni del Codice sono in larga misura società medio-grandi, rappresentative di quasi metà della capitalizzazione complessiva del comparto. Fra queste, le disposizioni che risultano adottate con maggiore frequenza sono quelle relative all'istituzione del comitato per la remunerazione e del comitato per il controllo interno (38 casi), seguite dalle indicazioni relative all'introduzione degli amministratori indipendenti (27 casi) e alla misure per garantire un'adeguata informativa dal comitato esecutivo o dagli amministratori delegati all'intero consiglio di amministrazione (26 casi).

Fra le 22 società quotate al Nuovo Mercato che risultavano aver adottato almeno una delle disposizioni del Codice, la misura di gran lunga più ricorrente è rappresentata dall'introduzione di amministratori indipendenti (21 casi), ciò in quanto l'azione di *moral suasion* della Borsa Italiana si è spesso concentrata su questo specifico aspetto, seguita dalle indicazioni relative al comitato per il controllo interno (18 casi) e al comitato per la remunerazione (15 casi).

È stata recepita solo da 8 società quotate in Borsa e da 2 società quotate al Nuovo Mercato una delle previsioni di maggiore rilievo in materia di conflitto di interessi, ossia quella relativa all'opportunità che le deleghe ai singoli amministratori non coprano le operazioni più significative, e in modo particolare quelle con parti correlate (che quindi dovrebbero rimanere di competenza dell'intero consiglio di amministrazione, affinché su di esse si possano esprimere tutti i consiglieri e in particolare quelli indipendenti).

ADESIONE AL CODICE DI AUTODISCIPLINA DA PARTE DELLE SOCIETÀ QUOTATE ITALIANE
(SITUAZIONE AL 30 OTTOBRE 2000)

	SOCIETÀ CHE HANNO ADOTTATO ALMENO UNA DELLE PREVISIONI DEL CODICE	PREVISIONI DEL CODICE						
		AI	CN	CR	CCI	ED	INF	IR
NUMERO								
- BORSA	48	27	8	38	38	8	26	21
- NUOVO MERCATO	22	21	3	15	18	2	4	12
PERCENTUALE DEL TOTALE SOCIETÀ DI OGNI MERCATO								
- BORSA	20,9	11,7	3,5	16,5	16,5	3,5	11,3	9,1
- NUOVO MERCATO	66,7	63,6	9,1	45,4	54,6	6,1	12,1	36,4
PERCENTUALE DELLA CAPITALIZZAZIONE TOTALE DI OGNI MERCATO								
- BORSA	54,5	41,6	7,0	50,8	50,4	29,2	40,7	23,0
- NUOVO MERCATO	34,4	33,1	2,4	16,6	21,4	2,8	5,2	14,6

Fonte: Elaborazione Consob su dati Borsa italiana spa. Legenda: AI = amministratori indipendenti; CN = comitato di nomina; CR = comitato per la remunerazione; CCI = comitato per il controllo interno; ED = esclusione deleghe per operazioni significative; INF = informativa dal comitato esecutivo al consiglio di amministrazione; IR = *investor relator*.

Nell'ambito dell'attività di vigilanza svolta nei confronti dei collegi sindacali, la Commissione ha esercitato in 2 casi il potere, di cui all'art. 152, comma 2 del Tuf, di denuncia al Tribunale per sospetto di gravi irregolarità nell'adempimento dei doveri dei sindaci ai sensi dell'art. 2409 del c.c. (Tav. aII.1).

In un caso, l'istruttoria avviata dalla Commissione è stata finalizzata alla verifica dell'attività svolta dal collegio sindacale sull'adeguatezza della struttura della società e del sistema di controllo interno, tenuto conto delle rilevanti incertezze emerse sin dalla fase immediatamente successiva all'ammissione a quotazione.

Nell'altro caso, il collegio sindacale è stato chiamato a chiarire le modalità che avevano portato alla costituzione di una società ammessa al listino nel corso del 2000. La società era frutto di un'operazione di riorganizzazione che presentava considerevoli profili di criticità sul piano dei conflitti di interessi. In particolare, gli amministratori avevano acquistato partecipazioni da società correlate all'azionista di riferimento a valori che non trovavano fondamento in alcuna perizia valutativa. Le modalità con le quali tali operazioni erano state effettuate avevano fatto sorgere profondi contrasti tra azionisti e membri del consiglio di amministrazione.

L'Istituto ha avviato un procedimento sanzionatorio nei confronti di un collegio sindacale per omessa vigilanza su alcuni adempimenti formali cui la società era tenuta ai sensi del Regolamento emittenti; il procedimento è stato peraltro estinto mediante pagamento anticipato e ridotto della sanzione amministrativa pecuniaria.

La Commissione ha inoltrato 12 lettere di richiamo nei confronti di altrettanti collegi sindacali, al termine di istruttorie concernenti prevalentemente operazioni infragruppo e con parti correlate.

In tali circostanze, è stato richiesto ai sindaci di fornire una ricostruzione delle operazioni ovvero dei movimenti finanziari rilevati al fine di verificare, da un lato, l'attività di controllo svolta dal collegio sindacale e la completezza delle informazioni rese dagli amministratori e, dall'altro, la correttezza dell'operato degli amministratori medesimi. Tra i profili di maggiore criticità, emersi con riferimento a operazioni che comportavano l'utilizzo delle risorse finanziarie dell'emittente a favore di società facenti capo all'azionista di riferimento, si è individuata la presenza della gestione unitaria della tesoreria relativa a un gruppo di società quotate e con minoranze azionarie distinte.

L'attività di controllo ha riguardato anche le valutazioni di alcune poste di bilancio effettuate dagli amministratori di 2 banche quotate; il coinvolgimento dei sindaci si è reso necessario per valutare l'affidabilità del sistema di controlli interni. La Commissione ha infine richiesto ai sindaci di svolgere specifici approfondimenti in ordine a profili di criticità evidenziati in alcuni esposti pervenuti nel corso dell'anno.

I consigli di amministrazione delle società quotate

La dimensione media dei consigli di amministrazione delle società quotate in Borsa è rimasta invariata fra il 1999 e il 2000. Il consiglio risulta composto in media da circa 10 amministratori (Tav. II.1). Gli elementi che incidono sulla dimensione del consiglio di amministrazione sono la dimensione della società, il grado di concentrazione proprietaria e il settore di attività.

Il numero degli amministratori aumenta al crescere della dimensione della società e al decrescere della concentrazione proprietaria, misurata sulla base della quota del gruppo di controllo.

Il numero medio di amministratori è maggiore per le società appartenenti ai settori bancario e assicurativo (14,4 e 13,7 rispettivamente), mentre è inferiore alla media per le società del settore industriale e per quelle degli altri settori finanziari (8,2 amministratori per entrambe). Tali differenze sono in parte spiegabili dalla maggiore dimensione e dalla minore concentrazione proprietaria delle società dei settori bancario e assicurativo, e in parte riflettono una specificità settoriale: le società dei servizi, che hanno una dimensione media superiore a quella delle società bancarie e assicurative, presentano infatti un numero medio di amministratori inferiore (10 amministratori).

Il numero di amministratori che ricoprono cariche esecutive è pari in media al 35 per cento del totale. Tale valore non sembra influenzato significativamente né dalla dimensione né dal modello di controllo delle società.

TAV. II.1

**NUMERO MEDIO DI AMMINISTRATORI PER SETTORE DI ATTIVITÀ
DELLE SOCIETÀ QUOTATE IN BORSA**

	1999			2000		
	ESECUTIVI	NON ESECUTIVI	TOTALE	ESECUTIVI	NON ESECUTIVI	TOTALE
ASSICURATIVO	3,4	10,2	13,6	4,5	9,2	13,7
BANCARIO	5,3	8,8	14,1	5,6	8,8	14,4
FINANZIARIO	2,6	5,5	8,1	3,0	5,2	8,2
INDUSTRIALE	2,4	5,6	8,0	2,9	5,3	8,2
SERVIZI	2,5	6,9	9,4	3,2	6,8	10,0
<i>TOTALE</i>	<i>3,0</i>	<i>6,6</i>	<i>9,6</i>	<i>3,5</i>	<i>6,4</i>	<i>9,9</i>

Fonte: Consob.

Il fenomeno dell'*interlocking*, cioè della presenza di uno stesso amministratore nel consiglio di amministrazione di più società quotate, continua a essere diffuso nella realtà italiana. Gli amministratori che ricoprono più di una carica sono quasi 300 e rappresentano circa il 16 per cento di un totale di oltre 1.800 amministratori (Tav. aII.2). Essi ricoprono in media 2,7 cariche a testa (con un massimo di 9), per un totale di 802 cariche, pari a oltre un terzo della composizione di tutti i consigli di amministrazione delle società quotate.

L'*interlocking* sottende in realtà a due fenomeni distinti, a seconda che esso riguardi società appartenenti allo stesso gruppo (*interlocking* intragruppo) o società non legate da rapporti di controllo (*interlocking* extragruppo).

Il cumulo di cariche riflette l'unicità di indirizzo presente all'interno dei gruppi piramidali composti da più società quotate, nel caso dell'*interlocking* intragruppo, mentre esso è connesso alla creazione di legami di natura "orizzontale" tra le società coinvolte, nel caso dell'*interlocking* extragruppo.

Gli amministratori che sono coinvolti in consigli di amministrazione di società non legate da rapporti di controllo (interlocking extragruppo) sono 135, per un totale di 312 incarichi ricoperti in 87 società quotate.

Un aspetto che può influire sull'equilibrio delle diverse responsabilità all'interno dei consigli di amministrazione è quello della separazione tra la funzione di presidente e di amministratore delegato. L'opportunità di separare i due ruoli è stata sottolineata da alcune importanti associazioni internazionali di investitori istituzionali, al fine di assicurare un migliore equilibrio tra l'esigenza di efficacia gestionale e quella di fornire le massime garanzie agli azionisti. Alla fine del 2000, la sovrapposizione dei due ruoli è presente in 52 società quotate italiane, pari al 22 per cento del totale. La differenziazione dei ruoli è più accentuata per le società di grandi dimensioni (nell'ultimo quintile della distribuzione della capitalizzazione si ha la coincidenza dei ruoli solo nell'11 per cento dei casi) e per le società bancarie (coincidenza dei ruoli solo nel 2,4 per cento dei casi).

Per quanto riguarda la composizione dei collegi sindacali, si riscontra una prevalenza di collegi costituiti dal numero minimo previsto dalla legge: oltre il 90 per cento delle società quotate ha un consiglio sindacale composto da 3 membri (Tav. II.2); solo in 21 società il collegio sindacale è composto da un numero maggiore di membri (pari sempre a 5).

I collegi sindacali di 5 membri sono più frequenti nelle società di maggiori dimensioni (la quota raggiunge il 17 per cento per le società appartenenti al quinto quintile della distribuzione della capitalizzazione di borsa) e nelle società del settore bancario (29,3 per cento).

La dimensione del collegio sindacale assume una certa rilevanza in considerazione delle norme previste dal Tuf in materia di tutela delle minoranze che, nel caso in cui il collegio sindacale sia composto da più di 3 membri, attribuiscono ai sindaci eletti dalle minoranze la possibilità di convocare l'assemblea, il consiglio di amministrazione o il comitato esecutivo e di avvalersi di dipendenti della società per l'espletamento delle proprie funzioni. Il Tuf prevede infatti, da un lato,

che i poteri di convocazione e di richiesta di collaborazione possano essere esercitati da 2 sindaci (art. 151, comma 2) e, dall'altro, che qualora il collegio sindacale sia composto da più di 3 membri, 2 di essi debbano essere nominati dalle minoranze (art. 148, comma 2).

TAV. II.2

SOCIETÀ CON COLLEGIO SINDACALE COMPOSTO DA PIÙ DI 3 MEMBRI¹

SETTORE	QUINTILI DI CAPITALIZZAZIONE					TOTALE
	1	2	3	4	5	
ASSICURATIVO	--	--	--	--	--	--
BANCARIO	33,3	--	14,3	23,1	41,2	29,3
FINANZIARIO	--	--	--	--	--	--
INDUSTRIALE	--	--	--	--	18,2	1,9
SERVIZI	--	14,3	--	12,5	31,3	17,5
<i>TOTALE</i>	<i>2,0</i>	<i>2,4</i>	<i>2,6</i>	<i>8,0</i>	<i>25,5</i>	<i>8,9</i>

¹ Numero di società con collegio sindacale composto da più di 3 membri in percentuale del totale delle società ripartite per settore e quintile di capitalizzazione. Dati al 31 dicembre 2000.

La definizione del numero di componenti del collegio sindacale rappresenta quindi uno strumento indiretto di applicazione delle norme a tutela delle minoranze, la cui attuazione viene lasciata all'autonomia statutaria delle società quotate. A tale proposito si può notare che, rispetto alla situazione precedente all'entrata in vigore di tali facoltà, solo una società ha portato il numero di sindaci da 3 a 5, mentre 9 società, al contrario, hanno ridotto il numero a 3.

In generale, le società quotate sembrano mostrare scarsa propensione ad adottare modificazioni statutarie su base volontaria atte a garantire una maggiore tutela degli azionisti di minoranza, secondo quanto previsto, ad esempio, dalle disposizioni contenute nella Parte IV, Titolo III, Capo II, Sezione II (Tutela delle minoranze) del Tuf (Riquadro 4).

La retribuzione complessiva percepita dagli amministratori esecutivi nel 1999, rilevata per un campione di 53 società incluse negli indici Mib30 e Midex, mostra una debole correlazione con la capitalizzazione delle società; un'evidenza simile era emersa con riferimento ai compensi percepiti nel 1998 relativamente a un campione di società avente caratteristiche analoghe a quelle del campione esaminato nel 1999. Solo per le società appartenenti all'ultimo quartile si rilevano compensi sensibilmente superiori a quelli osservabili nei primi tre quartili (Tav. aII.3).

RIQUADRO 4

Le modifiche statutarie facoltative previste dal Testo unico della finanza in tema di tutela delle minoranze

Il Testo unico della finanza attribuisce alle società emittenti la facoltà di adottare misure atte a garantire una maggiore tutela degli azionisti di minoranza, secondo le disposizioni contenute nella Parte IV, Titolo III, Capo II, Sezione II (Tutela delle minoranze). Tuttavia, esaminando gli statuti disponibili a fine ottobre 2000 relativi a un campione di 219 società quotate (di cui 196 quotate in Borsa, 11 al Mercato Ristretto e 12 al Nuovo Mercato), rappresentanti il 73 per cento circa delle società quotate e il 93 per cento circa della capitalizzazione complessiva di borsa, si evince come le società quotate esaminate abbiano utilizzato in misura assai limitata, e in alcuni casi nulla, le opportunità in termini di libertà statutarie offerte dalle previsioni facoltative esplicitamente contemplate nel Tuf.

Nessuna delle società esaminate ha provveduto ad abbassare le soglie previste per la denuncia al collegio sindacale e al Tribunale e per l'esercizio dell'azione di responsabilità nei confronti di amministratori, sindaci e direttori generali. Il voto per corrispondenza è stato introdotto soltanto in 7 casi; solo 5 società (di dimensioni medio-piccole) hanno modificato le soglie per i *quorum* costitutivi o deliberativi dell'assemblea straordinaria, mentre 5 hanno ridotto la soglia del 10 per cento del capitale sociale per la convocazione dell'assemblea da parte dei soci.

PRINCIPALI MODIFICHE STATUTARIE FACOLTATIVE PREVISTE DAL TESTO UNICO DELLA FINANZA ADOTTATE DA UN CAMPIONE DI 219 SOCIETÀ QUOTATE
(SITUAZIONE AL 30 OTTOBRE 2000)

MODIFICHE STATUTARIE	NUMERO DI SOCIETÀ CHE HANNO ADOTTATO LA MODIFICA STATUTARIA	PESO SUL CAMPIONE ¹	PESO SULLA CAPITALIZZAZIONE DI BORSA ¹
RIDUZIONE SOGLIA 10 PER CENTO PER LA CONVOCAZIONE ASSEMBLEA DA PARTE DEI SOCI (ART. 125, COMMA 1)	5	2,3	2,0
AUMENTO DEL QUORUM COSTITUTIVO ASSEMBLEA STRAORDINARIA IN TERZA CONVOCAZIONE (ART. 126, COMMA 3)	1	0,5	--
AUMENTO DEL QUORUM DELIBERATIVO ASSEMBLEA STRAORDINARIA (ART. 126, COMMA 4)	4	1,8	3,6
VOTO PER CORRISPONDENZA (ART. 127)	7	3,2	16,3
RIDUZIONE DELLE SOGLIE PER DENUNCIA AL COLLEGIO SINDACALE E AL TRIBUNALE (ART. 128, COMMA 3)	--	--	--
RIDUZIONE SOGLIA AZIONE RESPONSABILITÀ (ART. 129, COMMA 1)	--	--	--

Fonte: Consob. ¹ Valori in percentuale.

L'esame delle singole componenti della retribuzione rivela che tale differenza è imputabile sia ai compensi per la carica, il cui valore medio passa da 1,3 miliardi di lire per le società del primo quartile a 2,6 miliardi per le società dell'ultimo quartile, sia alla voce "altri compensi", che nel primo quartile ammonta mediamente a 0,4 miliardi, contro i 4 dell'ultimo quartile. Con riferimento alle società appartenenti al secondo e all'ultimo quartile di capitalizzazione, inoltre, assume rilievo anche la voce "bonus" che contribuisce al totale dei compensi rispettivamente per il 41 e il 15 per cento circa.

Evidenze simili si desumono per gli amministratori non esecutivi, che mediamente percepiscono emolumenti complessivi pari a circa 1,5 miliardi di lire per le società del primo quartile e a 3 miliardi per le società dell'ultimo quartile.

Il totale dei compensi percepiti dagli amministratori esecutivi e non esecutivi si attesta su valori sostanzialmente omogenei per le società appartenenti ai primi tre quartili di capitalizzazione, mentre per le società di maggiori dimensioni (ultimo quartile) tra i due gruppi si registra un divario del 50 per cento circa.

Per quanto concerne i collegi sindacali, la retribuzione rimane sostanzialmente invariata per le varie classi di capitalizzazione della società. Le voci "benefici non monetari" e "bonus" hanno, infine, un peso modesto rispetto al totale degli emolumenti.

Sempre con riferimento al campione di 53 società incluse negli indici Mib30 e Midex, alla fine del 1999, gli amministratori esecutivi detenevano partecipazioni nella società in cui ricoprivano tale carica in media pari al 2,9 per cento circa del capitale ordinario (Tav. II.3); tale dato, tuttavia, si riduce allo 0,23 per cento se si escludono 3 società per le quali gli amministratori esecutivi sono gli azionisti di controllo o comunque di riferimento, detenendo una quota del capitale compresa tra il 37 e il 55 per cento circa. Analoga evidenza si registra con riferimento alle partecipazioni a fine 1998: il dato relativo all'intero campione e quello rilevato dopo l'esclusione delle 3 società in discorso sono pari, rispettivamente, al 3 per cento circa e allo 0,24 per cento.

Le partecipazioni detenute da amministratori non esecutivi, sia a fine 1998 che a fine 1999, sono pari in media alla metà di quelle detenute dagli amministratori esecutivi; anche in questo caso, escludendo 2 società in cui vi è coincidenza fra amministratori non esecutivi e azionisti di controllo o riferimento, i valori medi delle partecipazioni si attestavano attorno allo 0,16 per cento a fine 1998 e allo 0,13 per cento a fine 1999. Le partecipazioni dei sindaci risultano ancora più basse, sebbene il fenomeno sia relativamente frequente nell'ambito del campione analizzato.

I dati riepilogativi sull'attività di *trading* su azioni delle proprie società, posta in essere da amministratori e sindaci nel 1999, mostrano come le operazioni in acquisto e in vendita abbiano avuto ordini di grandezza simili sia per gli amministratori esecutivi che per i non esecutivi; il *turnover* del portafoglio (cioè il rapporto fra la somma di acquisti e vendite e il valore medio delle partecipazioni detenute) risulta sensibilmente più elevato nel caso degli amministratori non esecutivi rispetto agli esecutivi (rispettivamente 18 e 4 per cento circa).

TAV. II.3

PARTECIPAZIONI DI AMMINISTRATORI E SINDACI NELLE PRINCIPALI SOCIETÀ QUOTATE¹

	NUMERO SOCIETÀ	PARTECIPAZIONI AL 31.12.1998 ²	PARTECIPAZIONI ACQUISTATE NEL 1999 ³	PARTECIPAZIONI VENDUTE NEL 1999 ³	PARTECIPAZIONI AL 31.12.1999 ^{2,4}
AMMINISTRATORI ESECUTIVI	42	3,02	0,06	0,06	2,92
AMMINISTRATORI NON ESECUTIVI	41	1,57	0,12	0,15	1,47
SINDACI	30	0,05	..	0,01	0,05

Fonte: Bilanci d'esercizio 1999. ¹ Dati riferiti alle società incluse negli indici Mib30 e Midex. ² Valori medi in percentuale del capitale sociale ordinario. ³ Valori medi in percentuale del capitale sociale ordinario medio relativo al periodo 1998-1999. ⁴ Il dato include le *stock options* assegnate nel corso del 1999.

I dati sulle assegnazioni e sull'esercizio di *stock options* da parte degli amministratori esecutivi evidenziano come tale fenomeno sia probabilmente in uno stadio iniziale di sviluppo. Le *stock options* assegnate nel corso del 1999 agli amministratori di 31 società appartenenti agli indici Mib30 o Midex rappresentano una frazione assai modesta sia del capitale sociale complessivo (Tav. II.4), sia delle partecipazioni detenute dagli amministratori a fine 1999.

TAV. II.4

**ASSEGNAZIONE DI STOCK OPTIONS AGLI AMMINISTRATORI
DELLE PRINCIPALI SOCIETÀ QUOTATE NEL 1999¹**

	NUMERO SOCIETÀ	STOCK OPTIONS ASSEGNATE ²	STOCK OPTIONS ESERCITATE ²
AMMINISTRATORI ESECUTIVI	18	0,04	0,02
AMMINISTRATORI NON ESECUTIVI	13	0,01	0,01

Fonte: Bilanci d'esercizio 1999. ¹ Dati riferiti alle società incluse negli indici Mib 30 e Midex. ² Valori medi in percentuale del capitale sociale.

La partecipazione al capitale e l'assegnazione di stock options agli amministratori hanno assunto proporzioni di gran lunga maggiori negli Stati Uniti. Studi empirici mostrano che nel 1995, per un campione di 4.200 imprese, le partecipazioni detenute dagli amministratori ammontavano mediamente al 21 per cento circa, mentre nel 1998, il valore delle stock options al momento dell'assegnazione rappresentava, per le 500 società incluse nell'indice S&P, il 40 per cento circa della retribuzione totale percepita dagli amministratori esecutivi.

I controlli sull'informativa continua

Nel corso del 2000, è stato rafforzato il controllo sulle informazioni diffuse dagli emittenti, a fronte della crescente propensione delle società quotate a divulgare informazioni rilevanti mediante modalità che sollevano criticità sul piano della simmetria e della chiarezza informativa, quali ad esempio incontri con gruppi ristretti di investitori, ovvero Internet. È stata inoltre intensificata l'attività di controllo sia nella fase antecedente che in quella successiva alla predisposizione da parte degli emittenti di comunicati concernenti fatti rilevanti, con conseguente aumento dei rapporti tra la Commissione e le società quotate.

In particolare, in 3 casi la Commissione ha richiesto a società quotate di smentire, ovvero confermare, i *rumour* diffusi sul mercato ai quali fossero corrisposte variazioni rilevanti dei prezzi, in applicazione dell'art. 66, comma 7, del Regolamento emittenti.

Tra le circostanze che hanno evidenziato maggiori criticità, si segnalano gli annunci al mercato di operazioni future, effettuati anche in casi in cui non ricorreva la necessità di ristabilire condizioni di parità informativa. Al riguardo la Commissione ha ritenuto opportuno precisare che tali annunci possono provocare un'alterazione del corretto funzionamento del mercato.

Nel corso del 2000, sono state numerose le richieste di opposizione delle società atte a ottenere la sospensione degli obblighi di comunicazione al pubblico (ai sensi dell'art. 114, comma 4, del Tuf). In alcuni casi, le motivazioni addotte dalle società sono state accolte e gli obblighi sono stati di conseguenza sospesi per un determinato periodo di tempo; viceversa, le richieste sono state respinte quando si è ritenuto che il danno paventato non sussistesse, ovvero che il pubblico potesse essere indotto in errore su fatti e circostanze essenziali.

Sul piano interpretativo, l'Istituto ha chiarito che gli obblighi informativi concernenti fatti rilevanti, previsti dall'art. 66, comma 2, del Regolamento 11971/1999, si considerano adempiuti nel momento in cui gli emittenti inviano il comunicato alla Borsa Italiana spa utilizzando il sistema telematico "Network Information System" (NIS).

All'inizio del 2001, la Commissione ha inoltre emanato una Raccomandazione contenente talune regole di condotta sulle modalità di diffusione delle informazioni tramite siti *web*.

Per quanto riguarda l'attività sanzionatoria, nel corso del 2000 sono stati avviati procedimenti per infrazioni agli obblighi di informativa continua nei confronti di 7 amministratori di 4 società

quotate. I procedimenti si sono conclusi con il pagamento anticipato e ridotto delle sanzioni amministrative pecuniarie.

I controlli sull'informativa contabile e periodica

Nel corso dell'anno 2000, la consueta attività di verifica sulla correttezza contabile ha condotto all'attivazione dei poteri di impugnativa della delibera assembleare di approvazione del bilancio 1999 di una società quotata; tale potere è stato esercitato anche con riferimento al bilancio consolidato della società, ai sensi dell'art. 157, comma 2, del Tuf.

L'esercizio del potere di impugnativa si è configurato come una prosecuzione dell'attività di censura avviata nel 1999 con riguardo al trattamento contabile utilizzato per iscrivere il costo di risoluzione di un contratto di agenzia tra le immobilizzazioni immateriali.

Con riferimento ad altre fattispecie riconducibili nell'ambito di applicazione della citata disposizione, la Commissione ha preferito avviare procedimenti interlocutori con gli emittenti, ritenendo tale soluzione più rapida ed efficace rispetto alle alternative azioni di repressione. In particolare, in 3 casi sono stati utilizzati provvedimenti sostitutivi dell'impugnativa allo scopo di sollecitare l'adeguamento delle società alle indicazioni dell'Istituto.

In un caso la Commissione ha ritenuto che i bilanci d'esercizio e consolidato 1999 fossero stati redatti in modo difforme dalle disposizioni dettate dalla legge; i profili di maggiore criticità vertevano sulla valutazione di una partecipazione di una società controllata e sulla rivalutazione nel bilancio consolidato di un complesso immobiliare a seguito della convenzione preliminare di compravendita.

L'Istituto è intervenuto richiedendo agli organi di controllo e alla società di revisione incaricata della certificazione del bilancio specifiche informazioni volte a valutare la correttezza della documentazione di periodo prodotta dall'emittente. Successivamente la società, in considerazione delle indicazioni dell'Istituto, ha deciso di procedere alla riapprovazione del bilancio d'esercizio e consolidato, adeguando la valutazione delle poste in discorso a quanto prescritto dalla normativa.

Un'altra fattispecie, per la quale era stata configurata l'attivazione dei poteri di impugnativa, ha riguardato la mancata rilevazione da parte di una società quotata nel conto economico consolidato della fiscalità differita passiva relativa agli esercizi antecedenti al 1999 (anno di prima rilevazione delle imposte differite), con la conseguente evidenziazione di utili maggiori di quelli economicamente conseguiti.

Secondo la Commissione ciò ha costituito la violazione delle norme previste dall'art. 2423-bis, primo comma, numeri 2 (principio della prudenza) e 3 (principio della competenza) del codice civile, oltre che dell'art. 29, comma 2, del decreto legislativo 9 aprile 1991, n. 127 (obbligo di fornire la rappresentazione veritiera e corretta della situazione economico-patrimoniale). L'Istituto è pertanto intervenuto sia richiedendo ulteriori informazioni, sia procedendo alla convocazione dei rappresentanti della società e del

revisore firmatario delle relazioni emesse sui conti annuali e consolidati al 31.12.1999 della stessa. In esito a tali consultazioni, la società ha reso note al mercato, tramite comunicato stampa, le contestazioni della Commissione e si è impegnata a riportare i dati rettificati in tutte le occasioni di pubblicazione dei conti dell'esercizio 1999.

Il terzo caso che ha visto l'adozione di provvedimenti sostitutivi dell'azione di impugnativa ha riguardato una banca quotata per la quale era stata riscontrata un'erronea valutazione e classificazione nel bilancio 1999 di alcuni titoli nel portafoglio non immobilizzato.

Tale problematica era emersa dall'esame della documentazione contabile relativa al primo semestre 2000. Al riguardo la Commissione ha preso atto delle integrazioni effettuate dalla società alla relazione semestrale 2000, ove nel chiarire le motivazioni di una mancata riapprovazione del bilancio dell'esercizio 1999 veniva specificato che i titoli in questione, agli effetti contabili, avevano avuto lo stesso trattamento degli immobilizzi, comparto nel quale la società riteneva che i titoli stessi avrebbero dovuto sin dall'inizio essere inseriti, in ragione della loro struttura tecnica, vita media residua e reale grado di liquidità. In considerazione di tali integrazioni e al fine di rendere pubblico il proprio dissenso, la Commissione ha trasmesso alla banca e alla società di revisione una nota in cui venivano riportate le valutazioni di merito sui bilanci 1999.

L'attività di controllo sui bilanci ha inoltre dato luogo a una lettera di contestazione verso una banca quotata che è stata richiamata al rispetto della normativa bancaria, avendo riscontrato un'erronea contabilizzazione nel bilancio 1999 dell'onere relativo a un'operazione di cessione crediti pro-soluto e dell'accantonamento al fondo rischi su crediti per possibili oneri derivanti da future operazioni di cartolarizzazione.

Per un'infrazione minore, la Commissione ha infine richiamato una società quotata al rispetto degli orientamenti Consob con riferimento alla contabilizzazione delle operazioni di copertura dei rischi di cambio su fatturato.

L'informativa contabile via Internet

Nel corso del 2000, il numero di imprese quotate che ha utilizzato il proprio sito internet come canale di diffusione (aggiuntivo rispetto a quelli ordinari previsti dalla normativa vigente) dell'informativa periodica, continua e volontaria ha registrato un sensibile incremento. Alla fine del 2000 la maggior parte delle principali società quotate in Borsa si erano dotate di un proprio sito, quasi sempre utilizzato anche per diffondere l'informativa societaria (sia quella periodica che quella continua). Allo stesso modo, le imprese quotate sul Nuovo Mercato dispongono spesso di un sito che, in linea generale, è anche utilizzato ai fini dell'informativa societaria (pur se con un contenuto informativo, in media, inferiore a quello delle società quotate in Borsa).

Dall'esame di 63 siti internet delle principali società quotate in Borsa e al Nuovo Mercato (Tavv. aII.4 e aII.5), si evince come di frequente sia possibile consultare i documenti contabili (27 casi su 31 per le società quotate in Borsa e 25 su 32 per quelle appartenenti al Nuovo Mercato).

Risulta, altresì, diffusa la prassi di utilizzare Internet per rendere disponibili i comunicati stampa e le dichiarazioni rilasciate dagli emittenti in base alla normativa sull'informativa continua (28 e 26 casi, rispettivamente, per le società esaminate quotate in Borsa e al Nuovo Mercato). Tale fenomeno, invece, è meno pronunciato con riguardo alla divulgazione di informazioni sugli assetti proprietari, sulle partecipazioni possedute e sui soggetti che rivestono cariche sociali, soprattutto per ciò che attiene alle società del Nuovo Mercato.

È frequente la disponibilità delle quotazioni dei titoli (18 e 17 casi, rispettivamente, per le società esaminate quotate in Borsa e al Nuovo Mercato) e la possibilità di consultare alcuni studi prodotti da analisti finanziari (9 e 3 casi); a proposito di questi ultimi, non viene fornita alcuna indicazione sui criteri in base ai quali essi sono stati scelti e al relativo grado di copertura rispetto al totale degli studi prodotti.

In circa la metà dei casi, i siti esaminati presentano una sezione destinata all'*investor relation* (16 per le società quotate in Borsa e 22 per quelle del Nuovo Mercato) nella quale viene fornita la possibilità di formulare domande alla società e, in alcuni casi, i contenuti delle informazioni fornite dagli emittenti nel corso delle presentazioni riservate agli analisti.

Infine, risulta ancora scarsamente diffusa la prassi di rendere disponibile lo statuto della società (presente solo in 8 siti, tutti di società quotate in Borsa) e l'indicazione dell'adesione al Codice di autodisciplina delle società quotate (presente solo in 8 siti, sempre relativi a società quotate in Borsa).

L'attività delle società di revisione

Nel corso del 2000 le società di revisione hanno esaminato 258 bilanci d'esercizio e 222 bilanci consolidati di società quotate presso i mercati regolamentati italiani. Nell'ambito di tale attività di controllo, sono stati formulati 217 richiami di informativa e 2 giudizi con rilievi; in 2 casi inoltre è stata dichiarata l'impossibilità di esprimere un giudizio (Tav. aII.6).

I richiami di informativa hanno prevalentemente riguardato l'adozione di nuovi criteri contabili, con particolare riguardo al contenuto della nota integrativa e alla nuova modalità di contabilizzazione in bilancio delle imposte sul reddito correnti e differite, raccomandata dal Consiglio nazionale dei dottori commercialisti e dei ragionieri.

Per quanto concerne i giudizi con rilievi, in un caso è stata evidenziata la mancanza di elementi probativi in grado di supportare le considerazioni degli amministratori circa la recuperabilità di un credito significativo, l'insorgere di passività per garanzie prestate dalla società quotata, nonché il mantenimento nell'attivo del maggior valore di una partecipazione rispetto al patrimonio netto consolidato della partecipata. Nel secondo caso, la società di revisione, dopo aver rilasciato una prima relazione nella quale si era dichiarata impossibilitata a esprimere un giudizio sul bilancio, a causa delle rilevanti limitazioni incontrate nello svolgimento delle procedure di revisione nell'area dei crediti verso clienti, ha successivamente emesso, sulla base di procedure di revisione aggiuntive, un giudizio positivo, evidenziando

tuttavia rilievi per limitazioni dell'audit in ordine alle operazioni con parti correlate, tali comunque da non pregiudicare il rilascio del giudizio.

Con riguardo ai 2 casi di impossibilità di esprimere il giudizio, in una circostanza la motivazione era costituita dall'incertezza sulle prospettive concrete di ricapitalizzazione della società e quindi sulla continuità aziendale; nell'altra, la società di revisione ha segnalato di aver incontrato limitazioni e impedimenti nello svolgimento delle procedure di revisione in merito ad alcune partecipazioni detenute dalla società quotata e ha altresì posto in evidenza una situazione di incertezza complessiva sulla situazione del gruppo in ordine al presupposto della continuità aziendale.

Nel corso dell'anno la Commissione ha ricevuto la documentazione relativa agli incarichi di revisione conferiti ai sensi del Tuf. Il numero degli incarichi di natura legale è passato da 684 nel 1998 a 1.440 nel 1999 a seguito dell'estensione, operata dal Tuf, della disciplina della revisione contabile alle società di gestione del risparmio, alle Sicav, agli agenti di cambio e, soprattutto, alle società controllate da emittenti quotati. A fronte di questo dato, si rileva tuttavia una sostanziale stabilità nel grado di concentrazione del settore, in termini sia di fatturato che di numero di incarichi (Tav. aII.7).

Nell'ambito dell'attività di controllo, la Commissione ha disposto l'effettuazione di 2 verifiche ispettive nei confronti di altrettante società di revisione, la prima finalizzata ad accertare il possesso dei requisiti richiesti dall'art. 161 del Tuf per l'iscrizione nell'albo speciale, la seconda allo scopo di verificare le modalità di svolgimento dei lavori di revisione dei bilanci di una banca quotata (Tav. II.5).

TAV. II.5

CONTROLLI SULLE SOCIETÀ DI REVISIONE

	1997	1998	1999	2000
ISTRUTTORIE PER ISCRIZIONE ALBO	--	--	2	--
ISPEZIONI E ACCERTAMENTI ISPETTIVI	7	5	2	2
LETTERE DI RICHIAMO	4	--	--	--
SOSPENSIONI DI PARTNER	5	1	--	1
DIVIETO DI ACQUISIRE NUOVI INCARICHI	--	1	--	--
SANZIONI AMMINISTRATIVE	2	2	--	--
CANCELLAZIONI DALL'ALBO SPECIALE	--	--	2	--
DENUNCE PENALI	6	--	--	--

A seguito dell'accertamento di gravi irregolarità nello svolgimento di alcuni lavori di revisione, l'Istituto ha inoltre intimato a una società di revisione, ai sensi dell'art. 11, comma 2, lett. a), del d.p.r. 136/1975, di non avvalersi nell'attività di revisione del *partner* responsabile dei suddetti lavori per un periodo di ventiquattro mesi.

In materia di incarichi, la Commissione ha rilevato una non puntuale osservanza, sia da parte delle società conferenti che delle società di revisione incaricate, delle disposizioni normative e regolamentari in materia di revisione contabile, con particolare riguardo alla revisione dei gruppi quotati. Ciò ha richiesto alcuni interventi finalizzati alla rettifica, anche in sede assembleare, dei comportamenti tenuti in sede di conferimento, nonché all'integrazione della documentazione risultata spesso incompleta.

È stato accertato, infine, che 2 società emittenti avevano nominato nei propri collegi sindacali soggetti facenti parte di entità collaterali alla società incaricata della revisione, in contrasto con quanto raccomandato dalla Commissione nella comunicazione del 18 aprile 1996. In entrambi i casi si è provveduto a richiedere alle società quotate di rimuovere le situazioni confliggenti con il dettato della comunicazione.

L'attività regolamentare e interpretativa in materia contabile

Nel corso dell'anno la Commissione ha fornito chiarimenti in merito all'informativa che le società quotate devono rendere attraverso la documentazione contabile periodica.

La Commissione ha richiamato l'attenzione sulla circostanza che la situazione economico-patrimoniale sintetica pro-forma, prevista dalla comunicazione del 30 luglio 1999, deve essere predisposta in tutti i casi di variazione dei criteri contabili, siano essi decisi in autonomia dagli operatori, ovvero dovuti all'introduzione di nuove regole contabili.

Con riguardo alla relazione semestrale, la Commissione ha chiarito la portata dell'ottavo comma dell'art. 81 del Regolamento emittenti, precisando che i dati relativi al semestre dell'anno precedente possono essere omessi qualora essi non siano comparabili, ovvero la loro predisposizione sia oggettivamente impossibile o eccessivamente onerosa. La relazione semestrale deve comunque fornire indicazioni circa le ragioni della mancata comparazione nonché, ove possibile, opportune indicazioni sulle prospettive future.

A seguito di una richiesta di parere da parte di una società quotata, la Commissione ha fornito indicazioni in merito alla corretta contabilizzazione e rappresentazione in bilancio delle operazioni di copertura a termine di alcune transazioni future. In assenza di una specifica disciplina legale afferente la definizione e le modalità di contabilizzazione dei contratti derivati, la Commissione ha manifestato l'intendimento di fare riferimento ai principi generali per la redazione del bilancio, oltre che ai principi e alla prassi contabile internazionale.

In particolare, è stato sottolineato che in un sistema contabile basato sul principio del costo storico, la classificazione di uno strumento finanziario quale mezzo di copertura dai rischi afferenti l'oscillazione di una variabile finanziaria può comportare l'anticipazione di utili o il differimento di perdite altrimenti iscrivibili in bilancio. Tenuto conto del principio della competenza, l'hedge accounting richiede infatti di

rilevare le eventuali oscillazioni dello strumento di copertura solo in contrapposizione di quelle simmetricamente contrarie che interessano o ci si attende afferiscano lo strumento o la transazione coperta.

Potrà verificarsi, pertanto, che alcune perdite su uno strumento finanziario o su una transazione che siano parte di un rapporto di copertura non vengano rilevate finché non siano realizzate quelle relative all'altra parte del rapporto stesso. Tale aspetto rileva nel caso in cui uno strumento finanziario sia destinato alla copertura anticipata di una transazione futura. Alla luce del principio della prudenza ciò appare ammissibile solo quando la transazione futura sia oggetto di un impegno irrevocabile, ovvero esistano delle evidenze attendibili che la transazione stessa sia altamente probabile.

Al riguardo, la Commissione ha ritenuto che in assenza dell'alta probabilità della transazione futura, ovvero di una serie di condizioni elencate nello standard internazionale IAS 39 (Financial Instruments: Recognition and Measurement) emanato dall'International Accounting Standards Committee, non possa parlarsi di rapporto di copertura di transazione futura. In tali casi, lo strumento finanziario dovrà essere considerato di natura speculativa. È nella responsabilità degli amministratori e spetta alla società di revisione, nell'ambito e con i limiti dei propri lavori, verificare la presenza delle condizioni che permettono di classificare uno strumento finanziario quale mezzo di copertura dai rischi di transazioni future.

Per quanto attiene alle modalità di rappresentazione in bilancio delle operazioni di copertura, la Commissione ha indicato la necessità di tener conto del significato economico/contabile della copertura stessa.

A seguito di un comunicato diramato dai Ministeri del tesoro e delle finanze con cui era stata resa nota la sospensione delle agevolazioni relative alle operazioni di ristrutturazione bancaria previste dalla legge 461/1998, l'Istituto è intervenuto sulla materia per ciò che riguarda l'informativa da fornire nei bilanci bancari.

Sul punto la Commissione ha richiesto che nella nota integrativa relativa ai conti annuali e consolidati del 1999 venisse riportata una specifica e puntuale informativa, qualora le agevolazioni tributarie derivanti dalle norme in discorso avessero avuto un effetto netto significativo nella determinazione del reddito dell'esercizio di riferimento.

Sul piano interpretativo, in materia di revisione contabile, la Commissione è intervenuta su questioni relative al rinnovo dell'incarico di revisione, allo schema della relazione da redigersi in occasione di operazioni di fusione e scissione e alla possibilità di assunzione delle funzioni di controllo interno di intermediari da parte di società di revisione.

In risposta a 2 quesiti posti da altrettante società di revisione in merito all'interpretazione dell'art. 159, comma 4, del Tuf, l'Istituto ha chiarito che la società di revisione può acquisire nuovamente lo stesso incarico, al termine di un novennio, solo se siano decorsi almeno 3 esercizi dalla conclusione di un precedente mandato affidato ad altra società di revisione. Tale intervallo temporale non può in alcun caso essere ridotto, neanche nell'ipotesi in cui l'incarico nel frattempo affidato ad altro revisore venga revocato per giusta causa.

Con comunicazione del 5 ottobre 2000 la Commissione ha raccomandato alle società di revisione iscritte nell'albo speciale l'adozione di un nuovo schema di relazione da redigersi in occasione di operazioni

di fusione e scissione a cui partecipino società quotate. Il nuovo schema di relazione definisce la natura e la portata del lavoro delle società di revisione alle quali non spetta il compito di effettuare un'autonoma valutazione economica delle società partecipanti all'operazione, ma di esprimere un giudizio sull'adeguatezza e sulla corretta applicazione dei metodi di valutazione adottati dagli amministratori per la determinazione del rapporto di cambio.

Con comunicazione del 27 dicembre 2000, la Commissione ha precisato che la funzione di controllo interno delle società di intermediazione mobiliare, delle società di gestione del risparmio e delle Sicav non può essere affidata alle società di revisione iscritte nell'albo speciale, in quanto la maggior parte degli interventi spettanti a tale funzione non rientrano nel loro oggetto sociale, così come stabilito dall'art. 6, comma 1, del decreto legislativo 27 gennaio 1992, n. 8, richiamato dall'art. 161, comma 2, del Tuf.

III. LA SOLLECITAZIONE ALL'INVESTIMENTO E LE OPERAZIONI DI FINANZA STRAORDINARIA

Le offerte finalizzate all'ammissione a quotazione

Nel corso del 2000 le azioni di 44 società italiane sono state ammesse alle negoziazioni in uno dei mercati regolamentati gestiti dalla Borsa Italiana spa in seguito a un'offerta pubblica; in 13 casi i titoli sono stati ammessi alle negoziazioni in Borsa e in 31 casi al Nuovo Mercato. Le società emittenti tali titoli hanno raccolto mezzi freschi, attraverso il collocamento di nuove azioni, per circa 5 miliardi di euro (Tav. III.1), valore pari a quasi il doppio di quanto raccolto dalle società di nuova quotazione nei precedenti 5 anni. Quasi l'80 per cento del totale è costituito dalla raccolta effettuata dalle società del Nuovo Mercato.

TAV. III.1

OFFERTE FINALIZZATE ALL'AMMISSIONE A QUOTAZIONE (MILIONI DI EURO)

	NUMERO SOCIETÀ	CAPITALIZZAZIONE ¹	OFFERTA		OFFERTA TOTALE ²
			DI SOTTOSCRIZIONE	DI VENDITA	
BORSA					
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
NUOVO MERCATO					
1999	6	719	227	39	27,9
2000	31	14.012	3.840	554	24,6

Fonte: Consob. 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 Misurata in rapporto alla capitalizzazione al prezzo di offerta, tenuto conto dell'eventuale aumento di capitale. Valori in percentuale, ponderati per l'ammontare delle offerte. I dati relativi alla Borsa non comprendono l'Eni nel 1995 e l'Enel nel 1999.

Per le società ammesse in Borsa è risultata in netta diminuzione l'incidenza dell'offerta di vendita, sia sull'offerta globale che sulla capitalizzazione *ante* offerta delle imprese. Anche il peso dell'offerta globale sulla capitalizzazione *post* offerta è risultato in sensibile discesa rispetto ai valori dei 5 anni precedenti. Per le società ammesse al Nuovo Mercato, così come era avvenuto nel 1999, l'offerta di vendita ha avuto un peso assai minore rispetto a quello che si riscontra nelle offerte finalizzate all'ammissione in Borsa, rappresentando in media solo il 13 per cento dell'offerta globale e il 4 per cento circa della capitalizzazione *ante* offerta.

Gli assetti proprietari delle società che si sono quotate nel 2000 in Borsa non presentano, nella media, significative differenze rispetto a quanto osservabile nei precedenti 5 anni. All'atto della quotazione la quota media dei diritti di voto dell'azionista di controllo risultava pari all'80 per cento circa, per passare al 57 per cento circa dopo l'offerta (Tav. aIII.1). In 3 casi su 14 la quota media dell'azionista di controllo dopo l'offerta risulta inferiore al 50 per cento. Rispetto alle società quotate in Borsa, quelle quotate nel 2000 al Nuovo Mercato mostrano assetti proprietari *ante* offerta meno concentrati, anche per effetto della presenza più diffusa di investitori istituzionali nel capitale sociale, mentre dopo l'offerta la quota media dell'azionista di controllo si riporta su valori simili a quelli osservabili per le società quotate in Borsa, sebbene in 13 casi su 31 tale quota scenda sotto il 50 per cento (Tav. aIII.2).

Per ciò che riguarda gli esiti delle offerte finalizzate all'ammissione a quotazione, si osserva una discesa nel livello di *oversubscription* (rapporto domanda-offerta) rispetto al 1999, sia per l'offerta pubblica che per quella privata (Tav. aIII.3). Per le offerte finalizzate all'ammissione in Borsa la quota destinata al pubblico è risultata in aumento rispetto agli anni precedenti, attestandosi intorno al 50 per cento, mentre, per contro, è risultata in calo la quota assegnata agli investitori istituzionali esteri. Per le offerte finalizzate all'ammissione al Nuovo Mercato la quota destinata al pubblico è rimasta stabile intorno al 27 per cento circa, mentre è risultata in aumento la quota assegnata agli investitori istituzionali esteri.

I dati sul *bookbuilding* dell'offerta istituzionale italiana indicano come, sia per le offerte finalizzate all'ammissione in Borsa che per quelle finalizzate all'ammissione al Nuovo Mercato, la *performance* del primo giorno di contrattazione sia stata peggiore nei casi in cui il primo richiedente istituzionale è un soggetto appartenente al gruppo dei collocatori (Tavv. III.2 e III.3).

In particolare, per ciò che concerne le offerte finalizzate alla quotazione in Borsa, i titoli per i quali il maggior richiedente nell'ambito dell'offerta istituzionale italiana era un soggetto collegato con i collocatori hanno fatto registrare in media una riduzione del prezzo di mercato nel primo giorno di contrattazione rispetto al prezzo di offerta, al netto della variazione dell'indice, del 2 per cento circa, mentre negli altri casi si è registrato un aumento dell'8 per cento circa. Analogamente, per ciò che concerne le offerte finalizzate alla quotazione sul Nuovo Mercato, il primo gruppo di titoli ha fatto registrare un apprezzamento medio rispetto al prezzo di offerta del 5 per cento circa, contro il 20 per cento del secondo gruppo.

Tuttavia, per i due gruppi di titoli, non sembrano esservi differenze significative fra la quota media domandata e assegnata al primo richiedente istituzionale nell'offerta italiana, sia nell'ambito delle offerte finalizzate alla quotazione in Borsa che per quelle finalizzate alla quotazione sul Nuovo Mercato. Come rilevato nel 1999, inoltre, in molti casi la quota domandata dal primo richiedente istituzionale italiano risulta molto elevata in rapporto al capitale della società, arrivando in alcuni casi a valori compresi fra il 15 e il 20 per cento. La quota assegnata, invece, si colloca in media su valori compresi fra l'1 e il 2 per cento del capitale post offerta, ed è comunque più alta rispetto alla quota media assegnata agli istituzionali italiani.

TAV. III.2

**BOOKBUILDING NELL'OFFERTA ISTITUZIONALE ITALIANA
PER LE SOCIETÀ AMMESSE A QUOTAZIONE IN BORSA NEL 2000**
(VALORI IN PERCENTUALE)

SOCIETÀ	SCONTO ALLA QUOTAZIONE ¹	QUOTA RICHIESTA DAL PRIMO INVESTITORE ^{2,3}	QUOTA ASSEGNATA AL PRIMO INVESTITORE ^{2,3}	QUOTA MEDIA ASSEGNATA AGLI INVESTITORI ²	QUOTA IN ECCESSO ASSEGNATA AL PUBBLICO ⁴
PRIMO GRUPPO⁵					
AEM TORINO	14,0	7,9	1,1	0,2	--
CALTAGIRONE EDITORE	- 15,9	0,9	0,6	0,1	7,4
CENTRALE LATTE TORINO	- 2,6	2,1	1,8	0,9	--
LAVORWASH	- 12,8	1,1	1,1	0,6	0,2
MELIORBANCA	0,8	10,2	1,0	0,1	--
SAECO GROUP	5,0	3,7	1,6	0,2	1,7
<i>MEDIA</i>	<i>- 1,9</i>	<i>4,3</i>	<i>1,2</i>	<i>0,4</i>	<i>1,5</i>
SECONDO GRUPPO					
A.S. ROMA	7,6	1,9	1,9	0,2	2,0
AEROPORTO DI FIRENZE	25,0	7,8	2,5	0,8	--
C.R. DI FIRENZE	2,1	0,9	0,6	0,1	10,9
FERRETTI	4,9	15,0	0,1	0,2	--
MARIELLA BURANI F.G.	- 4,9	5,9	3,2	0,6	..
TOD'S	16,8	4,7	0,8	0,1	--
<i>MEDIA</i>	<i>8,6</i>	<i>6,0</i>	<i>1,5</i>	<i>0,3</i>	<i>2,2</i>

Fonte: Consob. Si veda la sezione Note metodologiche. ¹ Differenza percentuale tra prezzo di mercato del primo giorno di quotazione e prezzo di offerta, corretta per la variazione del Mib storico. ² Dati in rapporto al capitale sociale ordinario post offerta. ³ 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. ⁴ Rispetto a quella minima indicata nel prospetto. ⁵ 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.

**BOOKBUILDING NELL'OFFERTA ISTITUZIONALE ITALIANA
PER LE SOCIETÀ AMMESSE A QUOTAZIONE SUL NUOVO MERCATO NEL 2000**
(VALORI IN PERCENTUALE)

SOCIETÀ	SCONTO ALLA QUOTAZIONE ¹	QUOTA RICHIESTA DAL PRIMO INVESTITORE ^{2,3}	QUOTA ASSEGNATA AL PRIMO INVESTITORE ^{2,3}	QUOTA MEDIA ASSEGNATA AGLI INVESTITORI ²	QUOTA IN ECCESSO ASSEGNATA AL PUBBLICO ⁴
PRIMO GRUPPO⁵					
ACOTEL GROUP	46,2	11,3	0,8	0,3	--
CAIRO COMMUNICATION	- 13,0	3,9	1,0	0,2	- 1,6 ⁶
CDC	0,3	1,6	0,2	0,1	11,7
DMAIL	0,5	2,3	2,0	0,7	- 3,4
EL.EN.	- 4,0	4,3	3,3	0,3	1,2
ENGINEERING	8,6	6,2	3,6	0,4	- 0,6
EUPHON	- 8,0	13,8	1,5	0,2	--
MONDO TV	14,7	11,0	0,6	0,1	--
TC SISTEMA	- 3,4	5,6	2,8	0,8	0,3
<i>MEDIA</i>	4,7	6,7	1,8	0,3	0,8
SECONDO GRUPPO					
AISOFTW@RE	1,8	1,5	1,2	0,3	1,6
ART'È	29,6	5,2	4,3	0,6	--
BIOSEARCH ITALIA	36,6	4,9	0,8	0,2	--
CAD IT	10,7	3,3	2,7	0,4	--
CHL	71,1	3,6	0,9	0,2	3,1
CTO	3,9	2,6	1,8	1,0	0,4
DADA	8,8	15,3	0,5	0,1	..
DATA SERVICE	- 2,6	13,9	0,9	0,2	--
DATAMAT	13,8	4,7	1,3	0,1	--
DIGITAL BROS	- 4,1	2,1	1,5	0,5	- 1,3
E.BISCOM	39,3	15,5	0,1	..	--
EPLANET	- 7,0	5,2	1,1	0,1	--
FIDIA	- 1,3	3,0	1,6	0,3	9,8
FREEDOMLAND-ITN	- 2,9	3,5	0,5	0,1	--
I.NET	122,9	14,6	0,1	..	--
INFERENTIA	11,3	5,9	1,8	0,4	--
NOVUSPHARMA	1,4	3,4	0,9	0,2	--
ONBANCA	9,0	5,5	0,9	0,2	--
REPLY	10,4	2,2	1,9	0,4	--
TAS	85,4	20,6	2,4	0,4	--
TXT E-SOLUTIONS	- 6,7	8,9	0,8	0,2	--
VITAMINIC	10,7	5,0	2,0	0,5	3,2
<i>MEDIA</i>	20,1	6,8	1,4	0,3	0,8

Fonte: Consob. Si veda la sezione Note metodologiche. ¹ Differenza percentuale tra prezzo di mercato del primo giorno di quotazione e prezzo di offerta, corretta per la variazione dell'indice del Nuovo Mercato. ² Dati in rapporto al capitale sociale ordinario *post* offerta. ³ 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. ⁴ Rispetto a quella minima indicata nel prospetto. ⁵ 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. ⁶ Le banche del Consorzio di Garanzia per l'offerta pubblica hanno acquistato le azioni che non sono state richieste.

Il confronto fra i prezzi di offerta e i prezzi del primo giorno di contrattazioni rivelano una diminuzione dello sconto alla quotazione. Per le offerte finalizzate alla quotazione in Borsa tale sconto è risultato pari in media all'1 per cento circa, contro valori oscillanti fra il 7 e il 13 per cento nei precedenti 5 anni. Assai più elevato è risultato, invece, lo sconto per le offerte finalizzate alla quotazione sul Nuovo Mercato, pari in media al 16 per cento circa, sebbene anche in questo caso lo sconto risulti in diminuzione rispetto ai valori del 1999 (Tav. III.4).

TAV. III.4

SCONTO ALLA QUOTAZIONE

ANNO	N° OFFERTE ¹	SCONTO MEDIO ²
BORSA		
1995	11	7,8
1996	12	10,1
1997	10	7,1
1998	14	6,8
1999	17	13,2
2000	9	0,9
NUOVO MERCATO		
1999	6	26,9
2000	31	15,6

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 e indice del Nuovo Mercato a partire dall'anno 2000).

Gli intermediari nelle offerte iniziali

Le attestazioni rilasciate dagli sponsor alla Borsa Italiana spa e le informazioni contenute nei prospetti informativi in merito alle potenziali fonti di conflitti di interessi degli intermediari collocatori offrono un quadro sui rapporti partecipativi e creditizi esistenti fra tali soggetti e le società di nuova quotazione (Tav. III.5).

Per 23 delle 44 società italiane ammesse alle negoziazioni in seguito a un'offerta pubblica, esistevano rapporti creditizi fra lo sponsor o i soggetti collocatori (ovvero altri soggetti dello stesso gruppo) e la società stessa. In media, allo sponsor, ai collocatori o ad altri soggetti a loro collegati era riconducibile il 30 per cento circa dei debiti finanziari delle imprese di nuova quotazione. In cinque casi tale quota superava il 50 per cento.

In 11 casi, invece, lo sponsor, i collocatori o altri soggetti a loro collegati erano azionisti delle imprese di nuova quotazione. In questi casi la quota media del capitale sociale era pari in media al 18 per cento.

TAV. III.5

**RAPPORTI CREDITIZI E PARTECIPATIVI
FRA SPONSOR O SOGGETTI COLLOCATORI
E SOCIETÀ AMMESSE A QUOTAZIONE NEL 2000¹**

N° DI SOCIETÀ CON RAPPORTI CREDITIZI CON SPONSOR O SOGGETTI COLLOCATORI	23
QUOTA MEDIA DEI FINANZIAMENTI CONCESSI DA SPONSOR O SOGGETTI COLLOCATORI ²	27,2
N° DI SOCIETÀ CON RAPPORTI PARTECIPATIVI CON SPONSOR O SOGGETTI COLLOCATORI	11
QUOTA MEDIA DELLA PARTECIPAZIONE DI SPONSOR O SOGGETTI COLLOCATORI ³	18,1

Fonte: Consob e elaborazioni su dati di Borsa Italiana spa. Si veda la sezione Note metodologiche. ¹ Borsa e Nuovo Mercato. ² In rapporto ai debiti finanziari totali; valori in percentuale. ³ In rapporto al capitale sociale *ante* offerta; valori in percentuale.

Nel corso del 2000, il grado di concentrazione nel comparto dell'attività di *investment banking* è diminuito, sia per ciò che riguarda il ruolo di *global coordinator* che per quanto riguarda quello di *lead manager* dell'offerta pubblica italiana. Nel primo caso, la quota dei primi 5 intermediari è scesa dall'80 per cento circa nel 1999 al 60 per cento nel 2000, mentre nel secondo caso la quota dei primi 5 intermediari è scesa dall'85 all'80 per cento circa (Tav. aIII.4). L'aumento del grado di concorrenzialità in questo segmento dell'industria dei servizi di intermediazione mobiliare è da ricondurre alla maggiore penetrazione di soggetti esteri (che, da soli o insieme a un intermediario italiano, hanno coordinato il 53 per cento delle offerte, contro il 48 per cento del 1999) e all'ingresso sul mercato di intermediari italiani medio-piccoli.

La presenza di investitori istituzionali specializzati nell'assunzione di partecipazioni nel capitale di rischio nell'azionariato delle società che si sono quotate al Nuovo Mercato nel 2000

risulta frequente. Così come osservato nel 1999, circa la metà di tali società risultavano partecipate da investitori istituzionali, la cui quota sul capitale *ante* offerta era pari al 26 per cento circa, per ridursi al 16 per cento circa sul capitale *post* offerta. È più rara, invece, la presenza di investitori istituzionali nel capitale delle società ammesse in Borsa (4 casi su 13), sebbene la quota *pre* e *post* offerta sia in media simile a quella che si osserva per le società quotate al Nuovo Mercato (Tav. III.6).

TAV. III.6

**INVESTITORI ISTITUZIONALI
NELL'AZIONARIATO DELLE SOCIETÀ NEOQUOTATE¹**

ANNO	N° SOCIETÀ ²	N° INVESTITORI ISTITUZIONALI ³	QUOTA ANTE OFFERTA ⁴	QUOTA POST OFFERTA ⁵
BORSA				
1995	6	2,3	27,7	8,5
1996	5	2,8	53,2	25,4
1997	2	1,5	40,9	7,1
1998	4	4,3	48,3	18,9
1999	6	1,7	20,1	5,4
2000	4	2,0	26,9	15,6
NUOVO MERCATO				
1999	3	2,7	42,3	19,9
2000	14	2,9	25,6	16,4

Fonte: Archivio Consob sui prospetti informativi. 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. ² Numero di società, quotate nell'anno, in cui erano presenti investitori istituzionali alla data dell'offerta. ³ Numero medio di investitori istituzionali presenti nella compagine azionaria alla data dell'offerta. ⁴ Quota media del capitale sociale detenuta dagli investitori istituzionali al momento dell'offerta; valori in percentuale. ⁵ Quota media del capitale sociale detenuta dagli investitori istituzionali subito dopo l'offerta; valori in percentuale.

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

Nel corso del 2000 la raccolta di risorse finanziarie attraverso l'offerta di nuovi titoli, da parte delle società di nuova quotazione e di quelle già quotate è stata complessivamente pari a circa 9 miliardi di euro (Tav. III.7). Tale valore è inferiore alla raccolta effettuata nel 1999, ma è in linea

con il dato relativo al 1998. In entrambi gli anni, tuttavia, il rialzo dei corsi azionari era stato assai più consistente che nel 2000.

Una delle principali operazioni di aumento di capitale è stata quella realizzata dalla Banca Popolare di Lodi, che ha raccolto risorse per quasi 1 miliardo di euro, attraverso un'offerta rivolta in parte agli azionisti e in parte a investitori istituzionali italiani ed esteri, il cui ricavato è stato destinato al finanziamento di acquisizioni e al mantenimento di adeguati ratios patrimoniali. Altre operazioni di rilievo sono state quelle realizzate da Banca Intesa e Unipol, che complessivamente hanno raccolto oltre 1 miliardo di euro.

TAV. III.7

**COLLOCAMENTO DI AZIONI E OBBLIGAZIONI CONVERTIBILI
DI SOCIETÀ QUOTATE¹**
(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

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. A partire dal 1999 sono inclusi anche i dati delle società quotate al Nuovo Mercato.

Il controvalore delle offerte di vendita è stato inferiore alla media del triennio 1997-1999, per via della diminuzione delle offerte legate alla privatizzazione di imprese pubbliche. Il 70 per cento del controvalore complessivo delle offerte di vendita realizzate nel corso del 2000 è da imputare alla privatizzazione di Finmeccanica. La quotazione di aziende municipalizzate, o in generale controllate da soggetti pubblici diversi dall'Iri e dal Tesoro, ha consentito dismissioni per circa 500 milioni di euro (Tav. aIII.7).

Nel corso del 2000 hanno avuto luogo numerose e rilevanti operazioni di finanza straordinaria, che hanno portato alla pubblicazione del documento informativo previsto dall'art. 70, comma 3, e dall'art. 71 del Regolamento Consob in materia di emittenti.

Il gruppo Pirelli ha concluso un accordo con la Cisco Systems relativamente alle attività dei sistemi e componenti ottici di trasmissione. In particolare, sono stati ceduti alla Cisco Systems le attività e la proprietà intellettuale relativa ai sistemi ottici terrestri del gruppo Pirelli.

La Acea ha predisposto un documento informativo in occasione del conferimento in nuove società dei rami di azienda afferenti alla trasmissione di energia elettrica alla distribuzione e alla vendita di energia elettrica ai clienti cosiddetti vincolati e alla gestione del servizio idrico integrato.

Un'operazione di rilievo ha riguardato la riduzione della catena di controllo e la razionalizzazione delle partecipazioni estere all'interno del gruppo Olivetti. In particolare, nel mese di luglio del 2000 hanno avuto luogo le assemblee straordinarie di Telecom Italia e Seat, che hanno deliberato la scissione parziale proporzionale di Telecom Italia dell'8,68 per cento del capitale sociale di Tin.it a favore di Seat e la fusione per incorporazione di Tin.it in Seat. L'operazione è stata realizzata con lo scopo di concentrare in Seat i rami d'azienda e le partecipazioni di Telecom Italia e del gruppo nel settore della gestione e commercializzazione di servizi, prodotti e informazioni on-line. I consigli di amministrazione di Telecom Italia e Tim hanno, inoltre, approvato un progetto di ristrutturazione del comparto internazionale volto a razionalizzare le partecipazioni estere del gruppo Telecom. In particolare, la ristrutturazione è avvenuta tramite la scissione totale di Stet International spa, e trasferimento a favore di Telecom Italia e Tim dell'intero capitale sociale della società scissa, il conferimento in natura di Telecom Italia verso Tim di azioni di Stet Mobile Holding nv in sottoscrizione dell'aumento di capitale deliberato da Tim.

Nel mese di ottobre le assemblee straordinarie di Tecnost e Olivetti hanno deliberato la fusione per incorporazione di Tecnost in Olivetti. L'operazione aveva come obiettivo quello di ridurre la catena di controllo verticale delle società operative Telecom Italia e Tim, mediante assorbimento della subholding Tecnost nella capogruppo Olivetti. In particolare, l'operazione è consistita nell'annullamento senza concambio delle azioni Tecnost e warrants Tecnost di proprietà della stessa Olivetti e nel contestuale aumento di capitale sociale mediante assegnazione di azioni Olivetti in concambio alle azioni Tecnost di proprietà di terzi e al servizio dell'esercizio dei warrants Tecnost di proprietà di terzi.

Un'altra operazione di rilievo realizzata nel corso del 2000 è stata la fusione per incorporazione della Montedison nella Compart. L'operazione di fusione è stata preceduta dall'Opa totalitaria promossa da Compart nei confronti di Montedison a conclusione della quale Compart deteneva il 93,04 per cento del capitale di Montedison. Agli azionisti di Montedison è stato riconosciuto il diritto di recesso in quanto le due società fuse avevano oggetti sociali diversi.

Nel luglio 2000 è stato dato avvio alla fusione per incorporazione in Banca Intesa del Banco Ambrosiano Veneto, di Cariplo e del Mediocredito Lombardo. L'operazione ha perseguito l'obiettivo di accentrare nella capogruppo tutte le attività che dovranno formare le unità di business del nuovo assetto organizzativo del gruppo. Per le prime due società non è stato fatto alcun aumento di capitale, in quanto controllate interamente da Intesa. Al contrario, l'incorporazione del Mediocredito Lombardo ha dato luogo all'emissione di nuove azioni.

Un'altra importante operazione nel settore del credito è stata quella relativa alla scissione parziale dell'Ina mediante trasferimento della partecipazione azionaria detenuta nella Banco Napoli Holding spa in favore di San Paolo Imi spa.

Le offerte pubbliche relative a titoli non quotati e le offerte di emittenti esteri

Nel corso del 2000 la Consob ha rilasciato il nulla-osta alla pubblicazione del prospetto informativo o del documento di offerta in relazione a 14 offerte pubbliche relative a titoli non quotati. In 11 casi si è trattato di offerte pubbliche di acquisto o di scambio, per un controvalore complessivo pari a 1.223 milioni di euro, importo superiore di circa il 46 per cento rispetto a quello del 1999. Gli altri tre casi riguardano offerte pubbliche di sottoscrizione, per un controvalore complessivo di 97 milioni di euro (Tav. III.8).

TAV. III.8

OFFERTE PUBBLICHE SU TITOLI NON QUOTATI¹

TIPO DI OFFERTA	NUMERO OPERAZIONI			CONTROVALORE (MILIONI DI EURO)			RAPPORTO CON LE OPERAZIONI RELATIVE A TITOLI QUOTATI ²		
	1998	1999	2000	1998	1999	2000	1998	1999	2000
OPV	2	--	--	90	--	--	0,8	--	--
OPS	4	4	3	19	62	97	1,7	15,5	5,3
OPA E OPSC	13	12	11	1.695	835	1.223	84,5	3,6	10,1

Fonte: Archivio Consob sui prospetti informativi e sui documenti di offerta. ¹ Sono escluse le offerte riservate ai dipendenti. ² Valori in percentuale. Dalle Opv su titoli quotati è stato escluso, per il 1998, il dato relativo a Eni e, per il 1999, il dato relativo a Enel. Dalle Opa e Opac è stato escluso, per il 1999, il dato relativo a Telecom.

Per quanto riguarda le offerte pubbliche di acquisto o di scambio, esse hanno riguardato quasi sempre soggetti bancari (10 casi su 11). Due operazioni hanno avuto a oggetto titoli emessi da banche popolari e in entrambi i casi l'offerta prevedeva la trasformazione dell'emittente in spa come condizione preventiva per il completamento dell'operazione. In un caso l'offerta è stata rivolta a una banca non facente parte del medesimo gruppo dell'offerente e ha avuto a oggetto il 100 per cento del relativo capitale sociale. Negli altri casi si è trattato di operazioni promosse da soggetti quasi sempre appartenenti a gruppi bancari già in possesso di partecipazioni significative, ovvero di controllo, nel capitale della società target (da un minimo del 20 a un massimo del 95 per cento circa). L'operazione più rilevante, in termini di controvalore (pari a oltre 590 milioni di euro), è stata l'offerta pubblica di acquisto promossa dalla Banca Popolare di Bergamo-Credito Varesino sul 47,4 per cento del capitale della Banca Popolare di Ancona, già appartenente al medesimo gruppo dell'offerente.

Le 3 offerte pubbliche di sottoscrizione sono tutte state promosse da banche. In 2 casi le operazioni di sollecitazione hanno riguardato la fattispecie peculiare della costituzione di una banca popolare. Tale peculiarità ha comportato, in primo luogo, un giudizio circa l'inapplicabilità alla fattispecie dell'art. 96 del

Tuf, che impone all'emittente, i cui strumenti finanziari sono oggetto di sollecitazione, di sottoporre al giudizio di una società di revisione l'ultimo bilancio approvato, e, in secondo luogo, la necessità di adattare lo schema di prospetto di riferimento alle particolarità dell'operazione. L'offerta pubblica, strutturata come offerta di sottoscrizione delle azioni delle costituende banche, si è posta come una fase di un procedimento articolato che - successivamente alla conclusione dell'offerta stessa - prevedeva lo svolgimento dell'assemblea di costituzione della società, ai sensi dell'art. 2328 del codice civile, alla quale il sottoscrittore poteva intervenire personalmente o conferendo apposita procura sociale ad altro soggetto, il rilascio da parte della Banca d'Italia dell'autorizzazione all'inizio dell'attività sociale, in conformità alle previsioni del Testo unico bancario e, infine, l'omologa e l'iscrizione nel registro delle imprese della delibera di costituzione.

Nel corso del 2000 è aumentato il numero di casi in cui la Commissione ha proceduto, sulla base delle disposizioni comunitarie, al riconoscimento di prospetti esteri. Tale fenomeno è da ascrivere in larga misura al fatto che, con l'entrata in vigore del Regolamento adottato con delibera Consob 11971/1999, talune offerte ai dipendenti, che in vigenza della precedente normativa venivano effettuate in esenzione dalla disciplina della sollecitazione del pubblico risparmio, sono state invece assoggettate a detta disciplina. Per questo motivo, molti emittenti esteri hanno preferito avvalersi della procedura del riconoscimento, piuttosto che redigere un prospetto *ex novo*.

L'attività istruttoria legata al riconoscimento dei prospetti informativi esteri ha reso necessari intensi contatti fra la Consob e le Autorità di controllo di altri paesi europei. A queste ultime, ai sensi della normativa italiana in materia, è richiesto il rilascio di una dichiarazione attestante la conformità del prospetto, dalle medesime approvato, alla direttiva 80/390 e la mancanza di deroghe o eccezioni rispetto a quanto previsto da detta direttiva.

Gran parte delle offerte di emittenti esteri realizzate nel corso del 2000 erano rivolte a dipendenti di società italiane controllate dalla società offerente (Tav. aIII.9). In alcuni casi, tuttavia, la Commissione ha ritenuto di non autorizzare alcune tipologie di offerte, in considerazione della circostanza che l'oggetto dell'offerta era rappresentato, in ultima istanza, da quote di un fondo comune d'investimento non autorizzato né armonizzato, deputato a investire esclusivamente nei titoli oggetto dell'offerta.

In 3 casi emittenti di paesi europei hanno effettuato un'offerta pubblica italiana nell'ambito di un'offerta paneuropea. In questi casi, al fine di consentire l'avvio simultaneo dell'offerta in Italia e negli altri paesi europei, gli emittenti hanno trasmesso alla Consob le bozze di prospetti informativi già oggetto di istruttoria presso altre Autorità estere, ancora prima della formale approvazione da parte di queste ultime, in modo da consentire alla Commissione di prendere contatti con le Autorità per la verifica dell'operazione. In un caso, invece, vi è stata un'offerta da parte di un emittente estero finalizzata alla quotazione su di un mercato regolamentato italiano.

Nel corso del 2000 le offerte di emittenti esteri hanno raccolto presso investitori non istituzionali italiani circa 1 miliardo di euro, pari a circa l'11 per cento del controvalore delle offerte aventi uguali caratteristiche effettuate da emittenti quotati italiani.

IV. I MERCATI REGOLAMENTATI

Il mercato di borsa e dei derivati

Nel 2000, dopo circa tre anni di consistenti rialzi, si è registrato un incremento dei corsi azionari modesto. La variazione complessiva dell'indice Mib è stata del 5,4 per cento (Tav. aIV.1), mentre per i titoli del comparto del Nuovo Mercato si è avuta una consistente discesa dei corsi, pari in media a quasi il 30 per cento. La variazione complessiva dell'indice Mib è il risultato di andamenti molto difforni fra titoli di diversi settori industriali; mentre i titoli di società finanziarie e industriali hanno fatto registrare rialzi medi dei corsi pari, rispettivamente, al 10 e al 20 per cento circa, i corsi dei titoli di società del settore dei servizi sono calati del 20 per cento circa.

Nel corso del 2000 il numero di società italiane quotate al Nuovo Mercato è cresciuto sensibilmente, passando da 6 a 39. La crescita del mercato si è accompagnata a una elevata volatilità dei corsi (pari a oltre il 60 per cento su base annua), soprattutto in coincidenza della brusca correzione intercorsa tra marzo e maggio del 2000. Gli andamenti degli indici di prezzo dei Nuovi Mercati nei principali paesi europei hanno mostrato diffornità sostanziali: mentre in Italia e Germania la correzione è stata consistente (dell'ordine del 30-40 per cento), in Francia l'indice si è riportato sui valori di inizio del 2000.

Un'altra caratteristica distintiva dei titoli del Nuovo Mercato italiano è costituita dal fatto che i relativi rendimenti presentano una correlazione molto elevata; tale fenomeno non si riscontra né con riferimento a titoli di altri settori, né con riferimento ai rendimenti dei titoli dei Nuovi Mercati di altri paesi europei (Riquadro 5).

Nel corso dell'anno si è registrato anche un notevole aumento del controvalore complessivo degli scambi in Borsa, passati da circa 500 miliardi di euro nel 1999 a circa 840 miliardi (+ 67 per cento), e una parallela crescita del turnover, che per la prima volta negli ultimi 25 anni è risultato superiore all'unità. Anche la crescita degli scambi dei titoli delle società quotate al Nuovo Mercato è stata consistente, se valutata in rapporto ai volumi del 1999, ancorché dovuta in larga misura alla notevole crescita del numero di emittenti quotati; anche per questo comparto il turnover è risultato largamente superiore all'unità. Considerando i diversi segmenti del mercato azionario gestiti dalla Borsa Italiana spa, il numero dei contratti conclusi nel corso del 2000 è all'incirca raddoppiato rispetto ai valori registrati nel 1999.

Nel comparto dei titoli a reddito fisso (Mot e EuroMot) è, invece, continuata, come nel 1999, la sensibile discesa del turnover, in particolare nel segmento delle obbligazioni.

L'aumento della capitalizzazione complessiva dei mercati azionari (comprendenti cioè Borsa, Nuovo Mercato e Mercato Ristretto) è stato rilevante, passando da 727 a 818 miliardi di euro (+12,5 per cento). Al pari del 1999, l'incremento è riconducibile in misura pressoché eguale al rialzo dei corsi, all'ingresso di nuove società e agli aumenti di capitale delle società già quotate (il cui effetto complessivo, stimato ai prezzi di offerta, è pari a circa 37 miliardi di euro).

La capitalizzazione del mercato azionario italiano a fine 2000 pesava per il 14 per cento circa sulla capitalizzazione complessiva dei mercati dei paesi dell'area dell'euro (11 per cento circa nel 1999). Il mercato italiano è rimasto il terzo dopo quello francese e tedesco, sia per dimensione che per numero di società quotate.

Nel 2000 il totale degli scambi su strumenti finanziari derivati trattati sui mercati regolamentati gestiti dalla Borsa Italiana spa ha registrato, complessivamente, un incremento pari a circa il 40 per cento. Tale andamento, tuttavia, è quasi interamente riconducibile al comparto dei derivati azionari (Tav. IV.1).

TAV. IV.1

MERCATI ITALIANI DI STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI¹
(DATI RIASSUNTIVI SUGLI SCAMBI - 2000)

	NUMERO DI CONTRATTI ESEGUITI ²	MEDIA GIORNALIERA ²	VARIAZIONE PERCENTUALE ³
FIB30	4.260	16	- 16
MIBO30	2.842	11	+ 27
OPZIONI SU SINGOLI TITOLI	5.871	23	+ 202
MIDEX FUTURE	2	..	- 60
MINI FIB ⁴	358	2,8	—
FUTURES SU BTP	1,8	..	- 99
OPZIONE SU FUTURE SU BTP	—	—	—
FUTURE SU EURIBOR	0,18	..	- 99

Fonte: Elaborazioni su dati Borsa Italiana spa e Cassa di compensazione e garanzia spa. ¹ I dati riportati si riferiscono ai mercati Idem e Mif. ² Valori in migliaia. ³ Rispetto all'anno precedente. ⁴ Negoziazioni avviate il 3 luglio 2000

Infatti, mentre da un lato il Mif (Mercato italiano dei futures) è stato interessato, come nel 1999, da una rilevante riduzione degli scambi, dall'altro l'Idem (Mercato italiano dei derivati) ha evidenziato una notevole crescita del numero dei contratti scambiati, pari al 44 per cento circa rispetto al 1999. Tale incremento è stato essenzialmente dovuto a una crescita di interesse sui contratti di opzione - in particolare quelli su singoli titoli - e all'introduzione dal 3 luglio del 2000 del Mini-Fib, nuovo contratto future sull'indice Mib30 con le medesime caratteristiche ma con un valore pari a un quinto del contratto Fib30.

La correlazione fra i rendimenti giornalieri dei titoli delle società quotate al Nuovo Mercato

La correlazione fra i rendimenti giornalieri dei titoli del Nuovo Mercato ha assunto, in particolare nel corso del secondo semestre del 2000, valori assai diversi rispetto a quelli medi osservabili per i titoli del mercato ufficiale o per i titoli dei Nuovi Mercati di altri paesi europei.

La misura della correlazione fra i rendimenti dei titoli del Nuovo Mercato si basa sui rendimenti giornalieri dei singoli titoli dall'inizio di agosto alla metà di dicembre del 2000. Infatti, è solo a partire dalla fine di luglio che è disponibile un numero sufficientemente ampio di titoli da analizzare (le società quotate al Nuovo Mercato a fine luglio erano infatti 24) e allo stesso tempo, per gli stessi titoli, è disponibile una serie storica di rendimenti giornalieri sufficientemente lunga. La scelta del periodo agosto-dicembre 2000 è quindi il risultato di un *trade-off* fra ampiezza del campione di titoli esaminabile e lunghezza delle serie storiche dei rendimenti utilizzabili per il calcolo delle correlazioni.

Nel periodo 1° agosto -15 dicembre 2000 l'indice di correlazione fra i rendimenti di ogni coppia di titoli quotati al Nuovo Mercato è stato pari in media a 0,4. Una prima spiegazione di tale elevato valore può essere data dal fatto che il numero delle società quotate al Nuovo Mercato a fine luglio del 2000 era ancora molto contenuto e che non vi fosse una sufficiente diversificazione settoriale delle imprese appartenenti a tale segmento di mercato. Se, tuttavia, si considera il settore bancario dei mercati principali, dove per definizione la specializzazione settoriale è massima, si nota che la correlazione media fra le singole coppie di titoli è molto più bassa (si va dallo 0,13 per le banche italiane allo 0,02 per le banche francesi).

Il valore della correlazione fra i rendimenti dei titoli del Nuovo Mercato risulta elevato anche rispetto alle correlazioni fra i rendimenti dei titoli dei Nuovi Mercati in Francia e in Germania in periodi in cui anche in questi paesi i Nuovi Mercati erano nella loro fase di "infanzia", cioè a pochi mesi dall'avvio e con pochi titoli quotati.

In Francia il *Nouveau Marché* è nato nel 1997 e alla fine di tale anno erano 33 le società quotate su tale segmento, un numero quindi non molto distante dalle 24 società considerate nel caso del Nuovo Mercato italiano. Tuttavia, la correlazione media nella fase di avvio del *Nouveau Marché* è stata assai più bassa rispetto a quella osservata nel caso del Nuovo Mercato italiano, oscillando fra lo 0,08 e lo 0,09.

Sul Mif si è registrata una ridotta operatività su tutti i contratti derivati su tassi di interesse e titoli di Stato. In particolare, sono stati scambiati in tutto l'anno poco meno di 2 milioni di contratti, di cui il 90 per cento relativi a futures su titoli di Stato.

RIQUADRO 5

In Germania il *Neuer Markt* è nato nel 1997, ma alla fine di tale anno le società quotate erano solo 15. La correlazione media fra i rendimenti delle singole coppie di questi 15 titoli (compresa fra 0,15 e 0,26) è più elevata di quella osservata per la Francia, ma comunque largamente inferiore a quella rilevata per il Nuovo Mercato italiano. Alla fine del 1998 le società quotate al *Neuer Markt* erano invece 58 e la correlazione media fra i rendimenti delle singole coppie di titoli si era attestata su valori più bassi, soprattutto nel secondo semestre del 1999.

In definitiva, sembra che l'“anomalia” data dalla elevata correlazione fra i rendimenti dei titoli delle società del Nuovo Mercato italiano non sia completamente spiegabile né dalla insufficiente diversificazione settoriale delle società quotate su tale segmento, né da fenomeni fisiologici tipici delle fasi di avvio di mercati con caratteristiche simili, quali il *Neuer Markt* tedesco e il *Nouveau Marché* francese.

**CORRELAZIONE FRA I RENDIMENTI GIORNALIERI DEI TITOLI AZIONARI
NEL PERIODO 1° AGOSTO - 15 DICEMBRE 2000¹**

	NUOVO MERCATO	MERCATO UFFICIALE		
		BANCHE	SERVIZI	INDUSTRIA
ITALIA	0,41	0,14	0,13	0,08
FRANCIA	0,12	0,02	0,05	0,05
GERMANIA	0,17	0,05	0,03	0,03

Fonte: Elaborazioni su dati Datastream. ¹ Correlazione media fra i rendimenti di ogni singolo titolo e quelli dei titoli dello stesso comparto o settore industriale.

Nel corso del 2000 è proseguito lo sviluppo del mercato dei *covered warrants*, avviato nel giugno 1998, che ha mostrato un tasso di crescita consistente, in termini di prodotti offerti, di emittenti e di attività di scambio. Il numero di strumenti quotati è raddoppiato rispetto al 1999: alla

fine dell'anno risultavano negoziati sul mercato 3.107 *covered warrants* (Tav. IV.2). Nel 2000, infatti, sono stati ammessi a quotazione 3.343 nuovi *covered warrants* da parte, complessivamente, di 13 società emittenti. Durante l'anno sono stati scambiati *covered warrants* per un controvalore di circa 31 miliardi di euro, pari a più del doppio degli scambi registrati nel 1999.

TAV. IV.2

COVERED WARRANTS QUOTATI

	NUMERO DI EMISSIONI			CONTROVALORE DEGLI SCAMBI ³
	IN ESSERE ¹	NUOVE ²	SCADUTE	
1998	122	122	--	2,5
1999	1.565	1.660	217	14,2
2000	3.107	3.343	1.801	31,0

Fonte: Consob e Borsa Italiana spa. ¹ Dati a fine anno. ² Ammesse a quotazione nel corso dell'anno. ³ Dati in miliardi di euro.

L'attività di controllo sui mercati regolamentati

Il 2000 è stato caratterizzato da un'intensa attività di regolamentazione che ha impegnato la Commissione nell'adozione di una serie di modifiche riguardanti i regolamenti dei mercati gestiti dalla Borsa Italiana spa.

In particolare, sono stati approvati i provvedimenti di modifica dei regolamenti necessari per l'avvio delle negoziazioni nei comparti di mercato denominati *Trading After Hours (TAH)* e *Trading After Hours Nuovo Mercato (TAHnm)*.

L'autorizzazione di detti comparti di mercato ha comportato l'adozione di importanti modifiche ai Regolamenti Consob, con riferimento agli obblighi di concentrazione degli scambi e agli obblighi informativi, nonché con riferimento al principio della *best execution*.

La modifica relativa agli obblighi di concentrazione si è resa necessaria per evitare di pregiudicare la competizione tra sistemi di trading dotati di meccanismi di price discovery, sia pure differenti, ma accomunati da una sostanziale equivalenza in termini di trasparenza e di tutela degli investitori (come è il caso del comparto TAH), in confronto con i sistemi di scambi organizzati operanti nella medesima fascia oraria sugli stessi strumenti finanziari. A tal fine, è stato previsto che le negoziazioni di strumenti finanziari

trattati nei mercati regolamentati italiani possono essere eseguite o fatte eseguire dagli intermediari autorizzati nei sistemi di scambi organizzati, fuori dall'orario ufficiale di negoziazione, anche in assenza delle condizioni previste per l'esclusione dell'obbligo di concentrazione.

Con riferimento alle modifiche che hanno riguardato le modalità di comunicazione delle operazioni fuori mercato, è stato stabilito che, limitatamente alle operazioni eseguite sui sistemi di scambi organizzati durante l'after hours non aventi a oggetto blocchi, la società di gestione mette senza indugio a disposizione del mercato gli elementi informativi concernenti lo strumento finanziario oggetto dell'operazione, la quantità scambiata, il prezzo unitario, la data e l'ora di esecuzione dell'operazione. Tale nuova disciplina si è resa necessaria per evitare che la diffusione dei dati concernenti le predette operazioni avvenga con un ritardo di 60 minuti dalla loro conclusione, come invece è previsto per i blocchi e le restanti ipotesi di operazioni fuori mercato.

È stato altresì disposto che, fuori dall'orario ufficiale di negoziazione, la presunzione di migliore esecuzione (*best execution*) vale per le negoziazioni eseguite sia in un mercato regolamentato sia in un sistema di scambi organizzati.

Tav. IV.3

SCAMBI SUL COMPARTO TRADING AFTER HOURS
(2000)

	BORSA		NUOVO MERCATO		COVERED WARRANTS		TOTALE	
	SCAMBI ¹	PESO SU FASE DIURNA ²	SCAMBI ¹	PESO SU FASE DIURNA ²	SCAMBI ¹	PESO SU FASE DIURNA ²	SCAMBI ¹	PESO SU FASE DIURNA ²
MAGGIO	217	1,8	39	8,8	38	10,2	294	2,4
GIUGNO	375	2,2	56	12,4	60	12,3	491	2,8
LUGLIO	367	2,7	43	11,3	47	13,3	457	3,2
AGOSTO	263	1,9	33	5,3	45	10,2	341	2,3
SETTEMBRE	401	2,5	43	7,1	81	12,0	525	3,0
OTTOBRE	473	2,7	84	12,5	186	19,6	743	3,9
NOVEMBRE	492	2,6	37	9,0	181	18,5	710	3,6
DICEMBRE	330	2,6	43	10,0	126	18,0	499	3,6
<i>TOTALE</i>	<i>2.918</i>	<i>2,4</i>	<i>378</i>	<i>9,6</i>	<i>764</i>	<i>14,4</i>	<i>4.060</i>	<i>3,1</i>

Fonte: Borsa Italiana spa. ¹ In milioni di euro. ² Calcolata in rapporto agli scambi medi per minuti di contrattazione. Valori in percentuale.

Un ulteriore intervento di rilievo è l'introduzione, da parte della Borsa Italiana spa, di una nuova ripartizione del mercato Mta con la creazione del segmento di negoziazione denominato *Star*, dedicato alle piccole e medie imprese, che sarà avviato nel corso del 2001. Faranno parte di questo segmento le società che soddisfano particolari standard di tipo informativo e di *governance*. Tra questi ultimi si segnala la previsione che gli emittenti abbiano, quali membri del consiglio di amministrazione, "amministratori non esecutivi e indipendenti il cui numero e la cui autorevolezza siano tali da garantire che il loro giudizio abbia un peso significativo nell'assunzione delle decisioni". Le società quotate nel segmento *Star* dovranno nominare un operatore specialista che svolga una funzione di sostegno della liquidità del titolo.

La Commissione ha anche approvato nel corso dell'anno alcune importanti modifiche riguardanti il mercato dei *covered warrants*.

In particolare, la Borsa Italiana ha ritenuto opportuno, considerato il rilevante sviluppo di tale mercato, costituire un apposito comparto per la negoziazione di covered warrants in precedenza trattati sul comparto azionario (Mta). Con l'istituzione di un apposito comparto, la borsa ha anche sviluppato una piattaforma di negoziazione dedicata ai covered warrants con capacità tecnologiche adeguate ai crescenti volumi di scambio. Nel corso dell'anno è stata inoltre portata a conclusione l'attività di un gruppo di lavoro, congiunto Consob e Borsa Italiana, finalizzato a individuare alcuni interventi volti a migliorare l'efficienza della regolamentazione del mercato dei covered warrants. A seguito del lavoro svolto, la Borsa Italiana ha apportato alcune modifiche regolamentari volte a conseguire un maggior grado di standardizzazione di tali strumenti e, per tale via, una maggiore confrontabilità dei prezzi di strumenti con caratteristiche simili ma di emittenti diversi. In particolare, tali modifiche hanno riguardato i giorni di scadenza, l'esercizio automatico a scadenza, i prezzi di esercizio e i multipli dei covered warrants.

La Commissione ha espresso il proprio assenso all'introduzione di un nuovo contratto negoziato sull'Idem, denominato Mini-Fib. Tale nuovo strumento, le cui caratteristiche contrattuali sono omogenee a quelle del contratto *future* Fib30 (dal punto di vista del sottostante, delle scadenze, della quotazione e delle modalità di liquidazione), ha un valore monetario pari a un quinto del contratto maggiore. Infatti a ciascun punto indice è attribuito il valore di 1 euro rispetto ai 5 euro del Fib30.

La Commissione, infine, ha approvato alcune modifiche di carattere generale al regolamento del mercato dei contratti uniformi a termine dei titoli di Stato (Mif) e, d'intesa con la Banca d'Italia, al regolamento del mercato all'ingrosso delle obbligazioni non governative e dei titoli emessi da organismi internazionali partecipati da Stati, segmento di mercato organizzato dalla Mts spa. In particolare, queste ultime hanno riguardato la possibilità di ammettere a quotazione i titoli nei giorni immediatamente antecedenti la loro emissione (cosiddetto grey market).

Nel mese di settembre del 2000 ha avuto attuazione la nuova disciplina relativa ai servizi di compensazione e liquidazione delle operazioni su strumenti finanziari non derivati (*ex art. 69, comma 1, del Tuf*) e quella relativa ai sistemi di compensazione e garanzia delle operazioni su strumenti finanziari derivati (*ex art. 70 del Tuf*).

Con l'adozione del nuovo regolamento emanato ai sensi dell'art. 69 del Tuf, è stato stabilito che i servizi di liquidazione aventi a oggetto strumenti finanziari non derivati, prima svolti direttamente dalla Banca d'Italia, possono essere gestiti da una società autorizzata dalla Banca d'Italia d'intesa con la Consob, secondo la procedura di autorizzazione ivi stabilita e a condizione del possesso dei requisiti prescritti. Nello stesso provvedimento sono state definite le modalità di gestione dei servizi di liquidazione, con particolare riguardo ai meccanismi di controllo dei rischi. L'unica esclusione prevista riguarda la fase di regolamento finale del contante che è rimasta di pertinenza della Banca d'Italia.

Con il provvedimento emanato ai sensi dell'art. 70 del Tuf, sono stati stabiliti i requisiti soggettivi e organizzativi richiesti ai soggetti che gestiscono i sistemi di compensazione e garanzia. In particolare sono state dettate norme in materia di forma giuridica, capitale minimo, misure di separazione contabile e organizzativa e di contenimento dei rischi. Sotto il profilo dei criteri generali di funzionamento, di particolare rilievo è stata l'introduzione dell'obbligo di registrazione "lorda" delle posizioni detenute dagli aderenti per conto dei propri clienti: tale principio, la cui introduzione nel sistema di clearing sarà stabilita dalla stessa Cassa di compensazione e garanzia, consentirà una più rapida ed efficiente rilevazione delle situazioni di particolare rischiosità a vantaggio della stabilità complessiva del sistema.

Con il completamento della vendita della partecipazione detenuta da Banca d'Italia nella Monte Titoli spa, avvenuta alla fine del 2000, sono terminati gli effetti della legge 289/1986. In considerazione pertanto del verificarsi delle condizioni di cui all'art. 214, comma 3, della stessa legge, la Consob, d'intesa con la Banca d'Italia, ha autorizzato la Monte Titoli spa all'esercizio dell'attività di gestione accentrata di strumenti finanziari ai sensi dell'art. 80, comma 9, del Tuf. Il relativo provvedimento è stato adottato nel gennaio del 2001.

Infine, la Consob e la Banca d'Italia hanno approvato, d'intesa, alcune modifiche di carattere generale allo statuto della Cassa di compensazione e garanzia spa.

L'attività di vigilanza sulle società di gestione dei mercati si è concentrata, in particolare, sui servizi telematici di cui si avvale la Borsa Italiana spa. In relazione ad alcune disfunzioni verificatesi nel corso del 2000 che hanno provocato l'apertura ritardata delle negoziazioni del mercato azionario, la Consob, ai sensi dell'art. 74, comma 2, del Tuf, ha deliberato di richiedere alla Borsa Italiana spa un'immediata verifica delle strutture tecnologiche e informatiche, da effettuare a cura di un qualificato soggetto terzo, particolarmente esperto nel controllo dei sistemi informatici, e di sottoporre almeno una volta all'anno a verifiche le strutture tecnologiche e informatiche di tali sistemi. La Borsa Italiana spa ha provveduto ad affidare a una società indipendente la verifica richiesta al termine della quale ha trasmesso alla Consob i relativi esiti.

Gli studi sulle società quotate da parte degli intermediari

Nel 2000 la Commissione ha proseguito l'attività di vigilanza sulle informazioni diffuse al pubblico tramite studi e statistiche, aventi a oggetto società quotate, prodotti dai soggetti di cui all'art. 69 del Regolamento Consob in materia di emittenti. L'attività ha riguardato sia l'analisi di studi effettuati da soggetti coinvolti in operazioni di finanza straordinaria riguardanti la società

oggetto dello studio, sia l'attività degli intermediari in controtendenza rispetto ai suggerimenti operativi contenuti negli studi.

Anche nel 1999, l'attività di analisi sulle società quotate da parte degli intermediari è stata intensa; nel 2000 sono pervenuti all'Istituto oltre 12.000 studi, dei quali circa il 20 per cento monografici.

Le società più frequentemente oggetto di studi sono quelle quotate a maggiore capitalizzazione, quelle che fanno domanda per essere ammesse a quotazione e quelle coinvolte in operazioni di finanza straordinaria. La distribuzione degli studi è concentrata sulle società a maggiore capitalizzazione: il primo 30 per cento delle società per dimensione concentra su di sé oltre il 70 per cento degli studi complessivi. La distribuzione degli studi per settore di appartenenza delle società si presenta invece eterogenea.

Oltre la metà degli studi monografici diffusi e pervenuti in Consob nel 1998, 1999 e 2000 riportavano consigli di acquisto (buy), mentre soltanto il 6 per cento circa indicava un consiglio di vendita (sell). La frequenza con cui compaiono i diversi consigli operativi non varia sostanzialmente dal 1998 al 2000 (Tav. IV.4). La distribuzione degli studi sulle società quotate al Nuovo Mercato si concentra nei periodi immediatamente precedenti e successivi all'ammissione a quotazione.

TAV. IV.4

**DISTRIBUZIONE DEGLI STUDI MONOGRAFICI
PER TIPOLOGIA DI CONSIGLIO OPERATIVO**
(VALORI PERCENTUALI)

CONSIGLIO OPERATIVO	1998	1999	2000
BUY	59,1	57,5	58,2
HOLD	25,5	26,7	26,1
NOTIZIE IMPORTANTI	9,9	9,1	9,6
SELL	5,5	6,6	6,1
<i>NUMERO TOTALE DI STUDI</i>	2.288	2.260	2.368

Fonte: Consob.

Nel corso dell'anno, particolare attenzione è stata rivolta, inoltre, al problema dei potenziali conflitti di interessi esistenti in capo agli intermediari (soprattutto a quelli polifunzionali) che redigono studi e statistiche.

Tali aspetti sono stati approfonditi tra l'altro nel corso di incontri tenuti con i rappresentanti delle associazioni dei partecipanti al mercato, nel corso dei quali è stata condivisa l'opportunità di assicurare

che gli studi siano elaborati sulla base di rigorosi principi di neutralità e obiettività. Generale adesione, inoltre, è stata espressa sulla necessità di assicurare che le norme di comportamento in materia siano stabilite anche sulla base di codici di autodisciplina elaborate dagli stessi partecipanti al mercato.

All'inizio del 2001, la Commissione ha deciso di assumere l'iniziativa per un primo intervento in materia di studi effettuati dagli analisti, tenuto conto della rilevanza che essi ricoprono nell'economia dei processi di elaborazione e diffusione delle informazioni attinenti agli emittenti quotati e riconoscendo tale attività come elemento positivo destinato a integrare e ad arricchire il processo di disclosure generato dall'informazione continua sulle notizie price sensitive. La Commissione ha, in particolare, sottoposto all'attenzione degli operatori talune modifiche regolamentari e una comunicazione contenente sia interpretazioni che raccomandazioni volte a stabilire precise regole di comportamento a garanzia che la realizzazione degli studi risponda a criteri di correttezza tale da assicurarne la completezza, indipendenza e chiarezza.

V. L'ABUSO DI INFORMAZIONI PRIVILEGIATE E L'AGGIOTAGGIO

I risultati delle indagini

La Consob ha inviato all'Autorità Giudiziaria, nel corso del 2000, 26 segnalazioni (38 nel 1999) relative a indagini avviate a seguito di anomalie riscontrate nello svolgimento dell'attività di controllo dei mercati (Tav. V.1). A seguito degli accertamenti svolti, in 21 casi (30 nel 1999) si è segnalata l'ipotesi di sussistenza di un illecito. Più precisamente, 17 segnalazioni attengono a ipotesi di abuso di informazioni privilegiate, mentre 4 riguardano ipotesi di aggioaggio su strumenti finanziari.

TAV. V.1

RISULTANZE DELLE INDAGINI

	1997	1998	1999	2000
RELAZIONE CON SEGNALAZIONE DI IPOTESI DI REATO ¹	19	21	30	21
RELAZIONE AL TERMINE DI INDAGINI PRELIMINARI ² SENZA SEGNALAZIONE DI IPOTESI DI REATO	18	3	1	--
RELAZIONE AL TERMINE DI ACCERTAMENTI ² EFFETTUATI DALLA CONSOB SENZA SEGNALAZIONI DI IPOTESI DI REATO	15	12 ³	7	5
<i>TOTALE</i>	52	36	38	26

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 Ai sensi dell'art. 186 del Tuf, 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.

La diminuzione nel numero delle segnalazioni inviate all'Autorità Giudiziaria rispetto al 1999, è da mettere in relazione al sempre maggiore grado di complessità delle investigazioni, conseguenti, fra l'altro, all'elevato numero di soggetti esteri che, sia come committenti finali sia come intermediari abilitati, operano sui mercati regolamentati italiani. La maggiore complessità delle investigazioni è confermata dal notevole incremento delle richieste di dati e informazioni inviate a operatori, società quotate e Autorità estere, passate dalle 507 del 1999 alle 570 del 2000 (Tav. aV.1).

Anche nel 2000, come già avvenuto nel 1999, la tipologia di informazione privilegiata utilizzata con maggiore frequenza (6 casi su 17 segnalazioni) è quella relativa al mutamento del controllo di società quotate; in 3 istruttorie l'informazione privilegiata riguardava operazioni di finanza straordinaria; negli altri casi si è trattato di eventi incidenti sulla situazione patrimoniale o

finanziaria della società, di accordi di collaborazione tra imprese, ovvero di introduzione di prodotti innovativi. Vi sono, infine, due casi di probabile *front running*, cioè casi in cui l'ipotesi di condotta illecita ha riguardato persone che si sono avvantaggiate dell'effetto sui prezzi determinato da consistenti operazioni effettuate da primari intermediari (Tav. V.2).

TAV. V.2

TIPOLOGIA DELLE INFORMAZIONI PRIVILEGIATE

	1997	1998	1999	2000
MUTAMENTO DEL CONTROLLO - OPA	7	13	13	6
RISULTATI ECONOMICI - SITUAZIONE PATRIMONIALE E FINANZIARIA	4	1	4	1
OPERAZIONI SUL CAPITALE - FUSIONI - SCISSIONI	2	3	3	3
ALTRE	3	--	2	7 ¹
<i>TOTALE</i>	<i>16</i>	<i>17</i>	<i>22</i>	<i>17</i>

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

Il numero dei casi di aggioaggio segnalati all'Autorità Giudiziaria risulta dimezzato (da 8 a 4). Di questi, tre hanno riguardato fenomeni di manipolazione informativa, aventi cioè a oggetto la diffusione di notizie false, esagerate o tendenziose, mentre uno ha riguardato il compimento di operazioni artificiose dirette ad alterare il corso del titolo (manipolazione operativa).

I soggetti complessivamente segnalati all'Autorità Giudiziaria per le ipotesi di reato di abuso di informazioni privilegiate e di aggioaggio su strumenti finanziari sono risultati rispettivamente 218 e 5 (Tav. aV.2).

Nei casi di ipotesi di *insider trading* del 2000 si sono registrate le medesime tendenze già riscontrate nel 1999. Si è avuto, infatti, un lieve incremento del numero degli intermediari segnalati per questa ipotesi di reato (passati da 21 a 24) e, per contro, una flessione, peraltro ragguardevole, del numero di *insiders* istituzionali segnalati all'Autorità Giudiziaria (passati da 26 a 11). La categoria degli "altri soggetti", costituita da coloro che hanno ottenuto l'informazione privilegiata direttamente o indirettamente da *insiders* istituzionali, ha registrato un incremento consistente, passando dai 56 soggetti segnalati nel 1999 ai 149 segnalati nel 2000 (l'incremento è del 166 per cento, a fronte di un incremento del 44 per cento del totale dei soggetti segnalati). Il notevole aumento dei cosiddetti "*tippees*" e, per converso, la diminuzione della figura degli *insiders* istituzionali sono fenomeni tra loro collegati; in effetti, le modalità operative degli *insiders* sono sempre più sottili e sofisticate, e, al fine di minimizzare la possibilità di essere individuati, vengono sempre più utilizzati soggetti interposti non direttamente collegabili con la fonte dell'informazione

privilegiata. Del resto, nelle indagini si riscontra un numero consistente di operatori esteri, per i quali le difficoltà a livello investigativo sono accresciute dalla domiciliazione in “paradisi finanziari”, con le conseguenti difficoltà nell’individuare i singoli soggetti penalmente perseguibili.

Per quanto concerne le ipotesi di agiotaggio, i dati del 2000, pur se in numero limitato, indicano una ripartizione uniforme della condotta illecita tra le varie categorie di soggetti. Si ha comunque conferma che, come riscontrato già nel 1999, e in antitesi con quanto emerge per i soggetti segnalati per abuso di informazioni privilegiate, le categorie degli investitori istituzionali e degli *insiders* istituzionali rappresentano quelle prevalenti. Ciò può dipendere da due ragioni: da un lato, infatti, le strategie manipolative richiedono competenze tecniche sul funzionamento dei mercati e ingenti risorse finanziarie per la loro attuazione, che sono proprie degli investitori istituzionali; dall’altro, la figura dell’*insider* istituzionale può, per la sua appartenenza a una società, essere in grado di meglio attuare strategie manipolative attraverso la diffusione sul mercato di notizie *price-sensitive* idonee a imprimere sensibili movimenti del prezzo dei titoli.

Gli esiti delle relazioni inviate all’Autorità Giudiziaria

Nel 2000 l’Autorità Giudiziaria ha disposto l’archiviazione di 10 segnalazioni (di cui 4 parziali) per ipotesi di violazione della normativa in tema di abuso di informazioni privilegiate e di agiotaggio su strumenti finanziari, di cui una inoltrata nel corso del 2000 (Tav. V.3).

TAV. V.3

ESITI DELLE RELAZIONI INVIATE ALL’AUTORITÀ GIUDIZIARIA

	1991-1998	1999	2000
ARCHIVIAZIONE	11	10	6
ARCHIVIAZIONE PARZIALE	--	1	4
RICHIESTA DI RINVIO A GIUDIZIO	6	2	2
SENTENZA DI PATTEGGIAMENTO	3	1	3
SENTENZA DI CONDANNA	2	--	--
SENTENZA DI ASSOLUZIONE	--	1	--
SENTENZA DI NON LUOGO A PROCEDERE	--	1	--
SENTENZA DI ESTINZIONE DEL REATO PER PRESCRIZIONE	--	--	1
<i>TOTALE ESITI</i>	<i>22</i>	<i>16</i>	<i>16</i>

Nello stesso anno sono state emesse 2 richieste di rinvio a giudizio, di cui una per ipotesi di violazione dell’art. 180 del Tuf (in un caso in cui l’abuso informativo aveva a oggetto una

ristrutturazione societaria) e una per ipotesi di violazione dell'art. 181 del Tuf (in un caso di manipolazione informativa).

Infine, sono state pronunciate 3 sentenze di patteggiamento nell'ambito di un procedimento penale concernente un caso in cui l'abuso informativo aveva a oggetto il dissesto finanziario e patrimoniale di due società.

Alcune tipologie di abuso di informazioni privilegiate e di aggioaggio finanziario

Tra gli accertamenti condotti dalla Consob in merito alle ipotesi di violazione dei divieti previsti dagli artt. 180 e 181 del Tuf, si descrivono brevemente 4 segnalazioni, fra quelle trasmesse all'Autorità Giudiziaria, di cui 2 concernenti abuso di informazioni privilegiate (uno di *front running*), uno di manipolazione operativa e uno di manipolazione informativa.

Il primo caso di abuso di informazioni privilegiate riguarda un'offerta pubblica di acquisto totalitaria lanciata da parte di una società non quotata, allo scopo costituita, sul capitale di una società quotata. Il prezzo offerto in Opa era superiore di circa il 60 per cento del prezzo di mercato del giorno precedente alla diffusione della notizia.

Dalle indagini effettuate è emerso che i presunti insiders hanno posto in essere differenti strategie operative: alcuni hanno concentrato gli acquisti il giorno precedente alla diffusione della notizia, altri hanno acquistato il titolo anche uno o due mesi prima; in particolare, è emersa l'operatività anomala di una società ricollegabile alla società offerente, nonché l'operatività di alcuni dipendenti di un intermediario e dei relativi clienti. Tali soggetti hanno rivenduto i titoli a seguito della diffusione della notizia senza aderire all'Opa.

Il secondo caso di abuso di informazioni privilegiate riguarda un caso di *front running*. Si è trattato dell'immissione sul mercato da parte di un intermediario per conto di una Sgr di un consistente ordine in acquisto; questo rilevante ordine ha fatto salire il prezzo del titolo dando luogo a un incremento del 4,4 per cento rispetto all'ultimo prezzo precedentemente segnato.

Si è accertata la presenza sul mercato di un operatore che circa un'ora prima di questo rilevante ordine di acquisto aveva acquistato, a prezzi più bassi, considerevoli quantitativi del titolo. Lo stesso operatore ha successivamente venduto la stessa quantità di titoli, trovando esecuzione sul mercato grazie alla contestuale immissione nel sistema del rilevante ordine di acquisto. L'apertura e la chiusura della posizione da parte di questo operatore gli ha consentito di realizzare una consistente plusvalenza.

Gli accertamenti effettuati hanno permesso di verificare che le operazioni di acquisto dell'operatore, effettuate in anticipo rispetto al rilevante ordine di acquisto della Sgr, sono state poste in essere sulla base della conoscenza della prossima immissione sul mercato del suddetto rilevante ordine. La strumentalità dell'acquisto è stata, inoltre, confermata dal suo porsi come controparte in vendita nell'esecuzione sul mercato dell'ordine della Sgr.

Individuazione di una metodologia per l'identificazione di ipotesi manipolative

Nel febbraio 2000 la Commissione ha costituito un gruppo di lavoro interdivisionale volto a esaminare se la condotta di un soggetto fosse rilevante ai sensi dell'art. 181 del Tuf. L'ipotesi era quella di verificare se in una serie di comportamenti, posti in essere nel corso del tempo, fosse ravvisabile una condotta manipolativa. In altre parole, si è verificata l'ipotesi che una serie di comportamenti, di per se stessi non illeciti, fossero tali da evidenziare, per il loro concatenarsi e per la loro ripetitività, un *modus operandi* rilevante ai sensi dell'art. 181 del Tuf.

Al fine di comprendere le modalità di investimento tipiche del soggetto oggetto di indagine, è stata ricostruita l'operatività del soggetto nell'arco di quattro anni individuando dodici operazioni di investimento, tre delle quali risultavano ancora aperte.

Le nove operazioni "chiuse" sono state esaminate sotto i seguenti profili: durata dell'investimento; entità della partecipazione acquisita; confronto (dell'entità della partecipazione acquisita) con gli assetti di controllo della società partecipata; eventuale correlazione con le comunicazioni ex art. 120 del d.lgs. 58/1998 rilasciate (nel periodo) da eventuali altri soggetti.

Dall'analisi è emersa una chiara distinzione tra i casi con orizzonte temporale dell'investimento medio-lungo (1-2 anni) e quelli con orizzonte breve o brevissimo (da 5 giorni a 2 mesi). I primi sono risultati meno numerosi (3 casi) e caratterizzati da elevate dimensioni delle partecipazioni acquisite (circa il 20 per cento del capitale sociale) e tali da porre in discussione gli assetti di controllo delle relative società. I casi con orizzonte temporale breve (6) risultavano contraddistinti da minori dimensioni delle partecipazioni (circa il 2-3 per cento del capitale sociale) indipendentemente dalla capitalizzazione delle società. Si è inoltre registrato come in quasi tutti i casi le notizie sulle operazioni di investimento erano accompagnate e amplificate da articoli di stampa che ventilavano l'ipotesi di tentativi di scalata. In detti articoli erano spesso presenti delle interviste rilasciate direttamente dal soggetto che aveva posto in essere le operazioni.

Riguardo all'andamento di mercato dei titoli, le operazioni d'investimento di più lunga durata erano caratterizzate da prolungate fasi di rialzo dei prezzi, presumibilmente dovute anche alle operazioni di acquisto effettuate contemporaneamente dai soggetti che, detenendo il controllo della società, temevano che le operazioni in parola potessero preludere a una scalata. È verosimile che proprio tali casi abbiano contribuito ad accrescere la fama di "speculatore" del soggetto.

Con riferimento alle segnalazioni aventi a oggetto ipotesi di aggio su strumenti finanziari, uno dei casi segnalati dalla Commissione all'Autorità Giudiziaria ha a oggetto una manipolazione operativa commessa nella forma cosiddetta del *marking the close*.

RIQUADRO 6

Con riferimento alle operazioni d'investimento di breve durata sono stati rilevati forti e significativi aumenti dei prezzi e delle quantità scambiate nei giorni immediatamente seguenti il primo annuncio pubblico dell'entrata del soggetto in questione nella compagine azionaria della società. Nei giorni ancora successivi sono stati rilevati invece dei graduali movimenti di segno opposto, in parte riconducibili alle operazioni di vendita dello stesso soggetto.

Sulla base di queste analisi è stata approfondita la dinamica dell'ultima operazione posta in essere dal soggetto (febbraio 2000), che è stata caratterizzata da particolari affermazioni riportate in interviste, rilasciate a due quotidiani.

In particolare, è emerso come le affermazioni, riportate nelle interviste, sull'entità della partecipazione risultavano essere state: equivoche; gratuite, cioè volontarie, non richieste dalla normativa; tendenziose, in quanto evocavano la possibilità che fosse in atto una scalata al controllo della società; idonee a influenzare significativamente i prezzi di mercato e i volumi scambiati sul titolo; contraddittorie rispetto alla risposta fornita alla Consob e rispetto all'operatività che il soggetto ha tenuto successivamente sul mercato; rilasciate in modo consapevole; capaci di consentire un notevole guadagno economico.

Sulla base di questi elementi la Commissione ha deliberato di aprire un'istruttoria finalizzata ad appurare l'ipotesi di manipolazione che ha portato a segnalare il caso all'Autorità Giudiziaria.

In conclusione, il caso in esame sembra rappresentare un'esemplificazione delle previsioni teoriche che postulano la possibilità, per un soggetto che gode di una certa reputazione sul mercato, di abusare della stessa senza ridurla. In linea di principio, la tendenziosità delle dichiarazioni rilasciate dovrebbero costituire, in un mercato maturo e nel quale gli operatori fanno propri e condividono codici di comportamento deontologici, un elemento sufficiente a far perdere la reputazione al soggetto che la pone in essere. Tuttavia, l'esperienza mostra come non sempre ciò accada.

Per altro verso, si osserva la rilevanza che assumono, all'interno di quasi tutte le operazioni d'investimento esaminate, le dichiarazioni spontanee e volontarie in merito all'acquisizione di partecipazioni in società quotate. Ciò pone il problema della disparità esistente tra i soggetti tenuti al rispetto della normativa sulla diffusione delle notizie *price-sensitive* e gli altri soggetti che hanno come unico obbligo, nel dare le notizie su base volontaria, di astenersi dal commettere aggio. La disparità si riflette sulle modalità, la tempistica e la responsabilità in merito ai contenuti delle dichiarazioni rese e nella definizione di una linea di confine tra comportamenti leciti e comportamenti manipolativi all'interno della zona "grigia" che si determina soprattutto nel caso in cui vi sia ricorso alla diffusione di informazioni tramite stampa.

Il caso ha riguardato l'operatività anomala di un intermediario che in alcune sedute particolari (si trattava di due sedute di fine trimestre nel 1998) ha manipolato al rialzo il corso di un titolo. L'operatività dell'intermediario è stata posta in essere in modo da causare un repentino incremento del corso del titolo nell'ultimo minuto di negoziazione.

Il rialzo del corso del titolo nelle due sedute è stato significativo, tuttavia tale da non determinare la sospensione del titolo per eccesso di rialzo. L'operatività posta in essere presenta le caratteristiche tipiche della strategia cosiddetta marking the close, finalizzata a manipolare il prezzo di chiusura di un titolo al fine di fornire un falso segnale al mercato.

Dalle indagini effettuate è emerso che l'operatività è stata disposta da un intermediario italiano per conto di un intermediario statunitense appartenente al medesimo gruppo, a sua volta probabile esecutore degli ordini impartiti da un terzo committente, investitore istituzionale, già sanzionato per lo stesso tipo di condotta in altri mercati azionari europei.

Le commissioni percepite da tale investitore istituzionale sono funzione della valorizzazione del portafoglio gestito di ciascun cliente alla fine di ogni trimestre; conseguentemente è verosimile che la manipolazione al rialzo del corso dei titoli presenti in portafoglio a tali scadenze sia stata finalizzata al conseguimento di maggiori commissioni di gestione.

Una seconda segnalazione di aggio su strumenti finanziari ha avuto a oggetto un particolare caso di manipolazione informativa che viene descritto in dettaglio nel Riquadro 6.

I seminari di studio con l'Autorità Giudiziaria

Nel corso del 2000 sono stati organizzati due seminari di studio con l'Autorità Giudiziaria. Il primo è stato indirizzato ai magistrati delle Procure della Repubblica di Milano e di Torino specializzati in reati finanziari e destinatari, in misura largamente prevalente, delle segnalazioni effettuate dalla Consob ai sensi dell'art. 186 del Tuf. Il secondo, in collaborazione con il Consiglio Superiore della Magistratura, è stato indirizzato a una platea più ampia, in quanto comprendente esponenti dell'ordine giudiziario provenienti dalle Procure della Repubblica e dai Tribunali di larga parte del territorio nazionale.

L'organizzazione dei due seminari ha avuto come obiettivo principale la condivisione delle esperienze accumulate e delle riflessioni svolte dalla Consob su temi estremamente tecnici e complessi, quali l'abuso di informazioni privilegiate e l'aggio su strumenti finanziari, al fine di ottenere una proficua collaborazione tra Autorità Giudiziaria e Consob, richiesta dagli artt. 185 e 186 del d.lgs. 58/1998, in merito alla repressione di questi reati.

I seminari sono stati suddivisi in due sessioni. Nella prima sessione, per favorire un approccio informato agli argomenti centrali, è stato descritto, in una prospettiva economica, il mercato finanziario italiano, inteso come l'insieme composto dai singoli mercati regolamentati, dagli strumenti finanziari negoziati, dagli intermediari e dagli investitori. In tale ambito, particolare attenzione è stata dedicata al funzionamento (fasi, modalità di inserimento e di esecuzione delle proposte di negoziazione) del principale mercato azionario italiano, il Mercato telematico azionario (Mta), alle caratteristiche degli strumenti finanziari derivati (futures, opzioni) e alle determinanti dei relativi prezzi, nonché al contenuto dei servizi offerti dagli intermediari.

Nella seconda sessione sono stati preliminarmente trattati i temi delle ragioni della repressione dell'insider trading e della manipolazione nel dibattito economico-giuridico e dei metodi utilizzabili per la misurazione dei profitti ottenuti con l'insider trading, quest'ultimo di rilevante interesse anche a motivo della disposizione che prevede la confisca dei beni che costituiscono il profitto del reato di abuso di informazioni privilegiate contenuta nell'art. 180 del Tuf. Successivamente, sono stati affrontati i temi centrali dell'abuso di informazioni privilegiate e dell'aggiotaggio su strumenti finanziari, dedicando particolare attenzione agli aspetti maggiormente problematici, quali la deroga al principio di territorialità della legge penale italiana; l'individuazione del locus commissi delicti e, conseguentemente, dell'Autorità Giudiziaria competente; le modalità di collaborazione tra il Pubblico Ministero e la Consob. In chiusura si sono descritti alcuni schemi manipolativi tipici e le modalità di svolgimento delle istruttorie da parte della Consob.

VI. GLI INTERMEDIARI MOBILIARI

Andamenti e struttura del settore

La quota del risparmio gestito sulla ricchezza finanziaria delle famiglie italiane è aumentata considerevolmente negli ultimi anni. In particolare, il peso delle gestioni individuali e collettive sulla ricchezza finanziaria delle famiglie è cresciuto dal 10 per cento circa nel 1995 a oltre il 30 per cento a fine 1999 (Tav. VI.1).

TAV. VI.1

PATRIMONIO DELLE GESTIONI INDIVIDUALI E COLLETTIVE (COMPOSIZIONE PERCENTUALE)

	FONDI ITALIANI	FONDI ESTERI E LUSSEMBURGHESI	ALTRI OICR DI DIRITTO ESTERO	GESTIONI INDIVIDUALI ¹	PATRIMONIO GESTITO	
					TOTALE ²	IN PERCENTUALE ATTIVITÀ FINANZIARIE DELLE FAMIGLIE
1995	38,9	2,1	....	59,0	168,4	10,1
1996	42,7	2,9	....	54,4	239,1	13,3
1997	52,6	3,5	....	43,9	361,9	18,6
1998	63,9	3,9	....	32,2	582,6	26,5
1999	65,1	8,5	....	26,4	730,0	30,5
2000 ³	53,8	11,3	12,8	22,0	835,5	....

Fonte: Elaborazioni su dati Assogestioni e Banca d'Italia. ¹ Al netto degli investimenti in quote di fondi comuni. ² In miliardi di euro. ³ I dati sulle gestioni individuali sono rilevati al primo semestre 2000.

Il fenomeno non ha tuttavia raggiunto le proporzioni registrate nel Regno Unito e negli Stati Uniti, dove la percentuale di attività finanziarie affidate a investitori istituzionali risultava pari, al terzo trimestre 1999, rispettivamente al 46 e al 59 per cento circa.

Considerando l'aggregato delle gestioni individuali e collettive collocate presso risparmiatori italiani, si rileva come nel 2000, accanto alla contrazione del peso dei fondi comuni di investimento di diritto italiano e delle gestioni individuali, si sia avuta una crescita considerevole del peso degli organismi di investimento collettivo del risparmio (Oicr) di diritto estero.

Dopo 4 anni positivi, il 2000 è stato un anno negativo per i fondi comuni di investimento mobiliare di diritto italiano. A fronte dell'aumento sia del numero di fondi, pari al 18 per cento, che delle società di gestione, passate da 54 a 55, la raccolta netta è stata negativa, per un importo pari a 6,8 miliardi di euro, a causa del massiccio flusso di disinvestimenti che ha interessato i fondi obbligazionari (Tav. aVI.1). Tale fenomeno non è stato compensato dalla crescita della raccolta nelle restanti tipologie di fondi. Inoltre, il patrimonio gestito dei fondi comuni di diritto italiano si è ridotto, passando da 475,2 a fine 1999 a 449,9 miliardi (- 5 per cento).

A fronte della perdita di quote di mercato da parte delle gestioni individuali e collettive di diritto italiano, la quota degli Oicr di diritto estero collocati presso risparmiatori italiani (attraverso intermediari italiani o direttamente da intermediari esteri) rappresenta a fine 2000 circa il 20 per cento del totale delle gestioni individuali e collettive. Tale tendenza trova conferma nella crescita, già riscontrata negli anni precedenti, del numero di Oicr di diritto estero, che è passato nel corso del 2000 da 123 a 193; il numero di fondi e di comparti è inoltre cresciuto da 1.134 alla fine del 1999 a 2.346 (Tav. aVI.2).

Gli assetti proprietari delle società di gestione continuano a essere caratterizzati dalla presenza dei gruppi bancari, che a fine 2000 controllano il 92 per cento circa del mercato in termini di patrimonio gestito (Tav. VI.2); è cresciuto tuttavia il peso dei soggetti che non appartengono a gruppi bancari o assicurativi, passato da poco più dell'1 per cento al 4,6 per cento del patrimonio gestito totale.

TAV. VI.2

**ASSETTI PROPRIETARI DELLE SOCIETÀ
DI GESTIONE DI FONDI COMUNI¹**
(PERCENTUALI SUL TOTALE DEL PATRIMONIO GESTITO)

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

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

Per quanto concerne le gestioni individuali, il patrimonio gestito complessivamente da banche e Sim, pari al 30 giugno 2000 a 274 miliardi di euro, è diminuito del 14 per cento rispetto allo stesso mese dell'anno precedente. Per contro il patrimonio medio gestito, pari a 189 mila euro, ha registrato un aumento del 10 per cento circa rispetto al 30 giugno 1999.

La composizione percentuale delle gestioni patrimoniali di banche e Sim si discosta da quella rilevata negli anni precedenti, essendosi ridotto il divario che connotava le due categorie di operatori rispetto alla scelta di investire in titoli di Stato e quote di Oicr; la quota dei primi nel patrimonio complessivo è pari a poco più del 20 per cento per entrambe le categorie di intermediari, rispetto a valori pari a circa il 50 e il 60 per cento, rispettivamente, per le Sim e le banche nel 1997. Parallelamente, la quota degli Oicr è passata da meno del 20 per cento del 1997 al 60 per cento circa del giugno 2000, sia per le Sim che per le banche; per contro, permane la maggiore propensione delle Sim a investire in azioni (Tav. aVI.3).

Il complesso delle attività di intermediazione mobiliare di Sim e banche ha fatto registrare una sensibile crescita nell'ultimo quinquennio: le relative commissioni sono infatti aumentate del 37 per cento circa per le Sim e più che triplicate per le banche (Tav. VI.3).

Confrontando il primo semestre 1999 con il primo semestre del 2000, l'incremento dei proventi da intermediazione mobiliare è stato minore per le Sim (+ 29 per cento circa), rispetto a quello rilevato per le banche (+ 49 per cento circa). Per le prime, inoltre, il contributo delle commissioni attive ai ricavi totali si attestava al 74 per cento, mostrando una sostanziale stabilità rispetto al valore rilevato nel primo semestre dell'anno precedente (70 per cento). Analoga evidenza emerge con riferimento al peso delle commissioni attive delle banche sul totale dei proventi da servizi (pari al 90 per cento nel primo semestre 2000, contro l'89 per cento dell'anno precedente).

La composizione dei proventi da intermediazione mobiliare mostra variazioni maggiori per le Sim, essendo diminuito il peso dei ricavi di gestione patrimoniale, passato dal 18 all'8 per cento circa, e aumentato quello delle rimanenti voci (ad eccezione del collocamento); il dato relativo alle banche mostra, invece, una situazione di maggiore stabilità rispetto al 1999.

Le commissioni di negoziazione in conto terzi e di raccolta ordini delle Sim registravano, nel primo semestre del 2000, un incremento rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente pari, rispettivamente, al 46 e al 96 per cento: il primo dato indica un'inversione di tendenza, rispetto al biennio 1998-1999. Per le banche, i proventi di negoziazione e raccolta ordini sono aumentati, sempre con riferimento al periodo primo semestre 1999 - primo semestre 2000, rispettivamente, del 77 e del 96 per cento circa.

Le commissioni originate da attività di collocamento hanno registrato, nel primo semestre del 2000 rispetto allo stesso periodo del 1999, un incremento del 36 per cento per le banche e una diminuzione del 6 per cento per le Sim. Tale andamento conferma la maggiore crescita della presenza della prima categoria di operatori nel comparto, in espansione anche a seguito dell'aumento delle operazioni di ammissione a quotazione.

Fra il primo semestre 1999 e il primo semestre 2000 i proventi di gestione delle Sim sono diminuiti del 41 per cento circa, mentre sono aumentate, sia pure a un tasso ridotto rispetto all'anno precedente, le omologhe commissioni delle banche (+ 28 per cento, contro il + 52 per cento circa dell'anno precedente).

Tale andamento riflette la diminuzione del patrimonio gestito dalle Sim (- 43 per cento dal 30 giugno 1999 al 30 giugno 2000) a fronte della stabilità di quello gestito dalle banche (+ 2 per cento).

L'attività di offerta fuori sede ha prodotto proventi nella prima parte del 2000 per 1,2 miliardi di euro, di cui il 30 per cento di pertinenza delle banche. Le relative commissioni, fra il primo semestre 1999 e il primo semestre 2000, sono cresciute sia per le Sim che per le banche del 50 per cento circa.

TAV. VI.3

COMMISSIONI DA INTERMEDIAZIONE MOBILIARE
(VALORI IN MILIONI DI EURO)

COMMISSIONI ATTIVE	1996	1997	1998	1999	1999 ¹	2000 ¹
SIM						
NEGOZIAZIONE TITOLI	283	407	654	581	323	473
COLLOCAMENTO	107	86	149	229	107	101
GESTIONE DI PATRIMONI	189	253	451	328	231	136
RACCOLTA ORDINI	29	40	67	395	47	92
OFFERTA FUORI SEDE	582	804	1.113	980	550	824
<i>TOTALE</i>	<i>1.190</i>	<i>1.590</i>	<i>2.434</i>	<i>2.513</i>	<i>1.257</i>	<i>1.626</i>
BANCHE						
NEGOZIAZIONE TITOLI	201	363	915	807	358	632
COLLOCAMENTO	646	1.389	2.682	4.157	1.921	2.663
GESTIONE DI PATRIMONI	358	559	851	1.236	542	696
RACCOLTA ORDINI	314	510	967	948	458	897
OFFERTA FUORI SEDE	178	273	463	529	228	346
<i>TOTALE</i>	<i>1.697</i>	<i>3.094</i>	<i>5.878</i>	<i>7.677</i>	<i>3.506</i>	<i>5.235</i>
BANCHE E SIM						
NEGOZIAZIONE TITOLI	484	770	1.569	1.388	680	1.105
COLLOCAMENTO	753	1.475	2.831	4.386	2.028	2.765
GESTIONE DI PATRIMONI	547	812	1.302	1.564	772	832
RACCOLTA ORDINI	343	550	1.034	1.343	506	990
OFFERTA FUORI SEDE	760	1.077	1.576	1.509	778	1.169
<i>TOTALE</i>	<i>2.887</i>	<i>4.684</i>	<i>8.312</i>	<i>10.190</i>	<i>4.764</i>	<i>6.861</i>

Fonte: Elaborazioni su dati Banca d'Italia. ¹ Dati del primo semestre. I dati relativi al primo semestre del 2000 sono provvisori.

Nel corso del 2000 il numero di Sim iscritte all'albo è diminuito, confermando il processo di consolidamento nel settore in atto da alcuni anni (Tav. aVI.4); in particolare il *turnover*, definito come rapporto tra la variazione del numero di soggetti iscritti all'albo nel 2000 e il numero di Sim iscritte l'anno precedente, è pari al 24 per cento, contro il 17 per cento circa registrato nel 1999.

L'esame delle motivazioni delle cancellazioni fornisce alcuni elementi per la valutazione della fase di riorganizzazione del settore (Tav. VI.4): in particolare, dei 14 casi di trasformazione, fusione e scissione la metà corrisponde alla decisione di altrettanti gruppi finanziari di adottare il modello cosiddetto del "gestore unico", previsto dal Tuf, incorporando le Sim nelle Sgr.

Analogamente a quanto osservato per le Sim, anche il numero di banche autorizzate alla prestazione dei servizi di investimento risulta in diminuzione (Tav. aVI.5).

TAV. VI.4

SIM: CANCELLAZIONI DALL'ALBO¹

MOTIVAZIONI	1992-1997	1998	1999	2000
CRISI DELL'INTERMEDIARIO ²	37	2	1	1
FUSIONI E SCISSIONI	29	7	9 ³	3
LIQUIDAZIONE VOLONTARIA	49	11	4	9
VARIAZIONE DELL'ATTIVITÀ	51	5	--	2
TRASFORMAZIONE IN BANCA	5	4	--	3
TRASFORMAZIONE IN SGR	—	--	4	7
TRASFORMAZIONE DA FIDUCIARIA A SIM	2	--	2	1
NON OPERATIVA ⁴	38	—	—	—
MANCATO ESERCIZIO SERVIZI AUTORIZZATI	--	1	--	1
<i>TOTALE</i>	<i>211</i>	<i>30</i>	<i>20</i>	<i>27</i>

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 del tesoro, i provvedimenti Consob e i fallimenti. ³ È inclusa una Sim che ha ceduto il ramo d'azienda a una società del gruppo. ⁴ Al momento dell'entrata in vigore del d.lgs. 415/1996 (art. 60).

L'attività di vigilanza

Nel corso del 2000, la Commissione ha deliberato 18 verifiche ispettive (Tav. VI.5), la maggior parte delle quali (10 casi) nei confronti di Sim; le restanti delibere hanno riguardato 4 agenti di cambio, una Sgr, una Sicav, un promotore finanziario e una banca. Gli accertamenti avviati sono risultati 19 e quelli conclusi 18.

ATTIVITÀ ISPETTIVA

	1997	1998	1999	2000
<i>ACCERTAMENTI ISPETTIVI</i>				
DELIBERATI	16	24	21	18
INIZIATI	25	18	22	19
CONCLUSI	31	22	23	18
<i>ACCERTAMENTI INIZIATI NEI CONFRONTI DI:</i>				
SIM ¹	12 ²	6	8	5
BANCHE	5	9	--	1
AGENTI DI CAMBIO	6	3	3	6
SGR	1	--	--	6
PROMOTORI FINANZIARI	1	--	11	1
<i>TOTALE</i>	<i>25</i>	<i>18</i>	<i>22</i>	<i>19</i>

¹ Sono incluse le società fiduciarie. ² Di cui una impresa di investimento comunitaria.

La maggior parte delle verifiche ispettive deliberate (16 casi) hanno avuto ad oggetto l'accertamento di aspetti specifici, quali l'assetto organizzativo-procedurale, il corretto svolgimento di alcuni servizi di investimento, l'operatività relativa ad alcune categorie di titoli obbligazionari. Nei restanti casi, le verifiche hanno presentato un ambito di indagine piuttosto ampio, finalizzato all'accertamento del grado di affidabilità complessivo dell'intermediario e del livello di conformità dei comportamenti alle disposizioni della normativa di riferimento.

Un'indagine ricognitiva degli illeciti contestati successivamente all'entrata in vigore del Tuf ha fornito evidenza sulla tipologia di irregolarità più frequenti nella prestazione dei servizi di investimento (Riquadro 7).

Nel corso del 2000, l'attività ispettiva si è concentrata anche sulla prestazione dei servizi di investimento tramite la rete internet, con particolare riguardo al servizio di *trading on line*, consistente nell'utilizzo di Internet quale canale di contatto con la clientela per l'esecuzione dei servizi di negoziazione per conto terzi e di ricezione e trasmissione ordini.

La comunicazione DI/30396 del 21 aprile 2000 richiede agli intermediari che svolgano attività di intermediazione tramite Internet di predisporre procedure operative e tecniche conformi alle regole di comportamento dettate dal Tuf e dai regolamenti attuativi. In questa ottica, gli accertamenti hanno mirato a verificare, in particolare, le modalità di adesione al servizio di trading on line, l'informativa preventiva

RIQUADRO 7

Le infrazioni più frequenti nella prestazione dei servizi di investimento

Nel corso del 2000, è stato esaminato un campione di procedimenti di contestazione conseguenti ad accertamenti ispettivi, riferiti a 9 soggetti tra Sim e banche; gli illeciti rilevati sono stati raggruppati per tipologie omogenee di violazione e distinti fra infrazioni di carattere procedurale e infrazioni di carattere comportamentale.

Gli illeciti di carattere procedurale sono risultati molto frequenti nel campione considerato: tutti i soggetti hanno commesso irregolarità di varia gravità, attinenti sia alla fase di implementazione delle procedure che alla loro effettiva applicazione e verifica.

Per quanto riguarda gli illeciti di natura comportamentale, si osserva che in 19 casi la prestazione dei servizi è avvenuta senza il rispetto delle regole attinenti all'informazione preventiva, da acquisire o da rendere al cliente, al corretto comportamento contrattuale, ovvero all'informazione successiva: tali violazioni, seppure talvolta di carattere meramente formale, possono incidere sulla capacità del risparmiatore di adottare corrette scelte d'investimento. In 8 casi sono state rilevate irregolarità relative alla corretta e trasparente prestazione dei servizi; in altrettanti casi le contestazioni hanno riguardato la mancata tutela dei beni affidati dai clienti. In 7 casi, il servizio è stato reso in violazione dei principi di parità di trattamento e/o di conflitto d'interessi, ovvero violando l'interesse del cliente all'esecuzione alle migliori condizioni; la mancata comunicazione del superamento delle soglie di perdite rilevanti è stata rilevata per 6 soggetti.

**INFRAZIONI RILEVATE NELL'AMBITO DI UN CAMPIONE DI ISPEZIONI SU BANCHE E SIM
(1999-2000)**

	BANCHE	SIM
INFRAZIONI DI CARATTERE PROCEDURALE		
INIDONEITÀ DI RISORSE E PROCEDURE	2	9
FUNZIONE DI CONTROLLO INTERNO	2	8
TENUTA DELLE REGISTRAZIONI	2	7
REGISTRAZIONE DEGLI ORDINI TELEFONICI	1	4
INFRAZIONI DI CARATTERE COMPORTAMENTALE		
DILIGENZA, CORRETTEZZA E TRASPARENZA NELLA PRESTAZIONE DEI SERVIZI	2	6
RISPETTO DELLE REGOLE DI FUNZIONAMENTO DEI MERCATI	--	2
INFORMATIVA PREVENTIVA	--	5
IRREGOLARITÀ CONTRATTUALI	1	7
TUTELA DEI BENI DEI CLIENTI	2	6
ESECUZIONE NON TEMPESTIVA DEGLI ORDINI	--	1
DISPARITÀ DI TRATTAMENTO	--	3
OPERAZIONI NON ADEGUATE	--	3
CONFLITTO DI INTERESSI	1	3
BEST EXECUTION	1	1
COMUNICAZIONE DELLE PERDITE RILEVANTI	--	6
INFORMATIVA SUCCESSIVA	2	4

alla conclusione dei contratti con i clienti, le eventuali tecniche automatiche di segnalazione delle operazioni in conflitto di interessi e di valutazione dell'adeguatezza delle operazioni disposte dai clienti, le modalità di attestazione degli ordini e di documentazione degli eseguiti, nonché, più in generale, l'efficienza dei sistemi informativi in rapporto alla funzionalità dei servizi prestati.

Per ciò che concerne la vigilanza sugli Oicr, la Commissione ha concentrato la sua attività prevalentemente sul controllo degli standard redazionali in materia di informativa all'investitore. A tal fine, si è data particolare enfasi a una serie di aspetti quali l'orizzonte temporale dell'investimento proposto, il livello di rischio, l'individuazione dei mercati, degli emittenti e delle valute di riferimento, le caratteristiche degli strumenti finanziari detenuti in portafoglio, lo stile gestionale utilizzato e l'eventuale ricorso del gestore a strumenti derivati, *warrants* o titoli strutturati.

L'analisi dei prospetti relativi a Oicr oggetto di istruttoria ha spesso rivelato alcune carenze informative ricorrenti, in relazione alle indicazioni strutturali sulla politica di investimento del singolo fondo. La descrizione della politica di investimento si limita in alcuni casi a indicazioni di massima sulle quote di strumenti finanziari detenuti in portafoglio, spesso allineate a quelle indicate da Assogestioni per la categoria di appartenenza, e sui mercati di riferimento. Anche nel regolamento di gestione, peraltro, gli obiettivi del fondo vengono spesso descritti in modo non idoneo a delineare il profilo di rischio-rendimento dell'investimento. È emersa, inoltre, una carenza informativa concernente le caratteristiche degli strumenti finanziari di natura obbligazionaria (rating degli emittenti, duration, grado di liquidità) e azionaria (capitalizzazione, settore economico e geografico), la rilevanza degli investimenti in strumenti finanziari di emittenti di paesi emergenti, nonché la politica seguita in relazione al rischio di cambio.

L'attività di vigilanza ha riguardato anche gli annunci pubblicitari effettuati dalle Sgr. L'area di intervento preminente è stata quella relativa alla verifica dei criteri adottati per l'esposizione dei rendimenti, data la necessità di evitare rappresentazioni non corrette delle performance. Si è infatti riscontrato in alcuni casi l'utilizzo di espressioni ingannevoli, la scelta di lassi temporali favorevoli per l'esposizione delle performance e la mancata indicazione del parametro di riferimento della gestione. D'altro canto, la Commissione ha ritenuto opportuno consentire annunci pubblicitari contenenti dati di rendimento aggiornati, purché ancorati a lassi temporali definiti *ex ante*, al fine di evitare la scelta sistematica di periodi in cui i dati di performance risultano positivi, garantendo la comparabilità degli stessi.

Come accaduto negli anni precedenti, l'attività di vigilanza si è avvalsa anche degli esposti inviati dagli investitori. Nel corso dell'anno 2000 sono pervenuti alla Commissione 363 reclami, riguardanti per il 71 per cento banche e per la parte restante Sim, Sgr e agenti di cambio (Tav. VI.6).

Rispetto all'anno precedente, sebbene siano rimasti pressoché invariati sia il numero totale di esposti ricevuti che la composizione percentuale per categoria di intermediario, è tuttavia aumentato il peso dei reclami riguardanti il servizio di negoziazione e raccolta ordini, che ha raggiunto un valore pari a circa il 66 per cento del totale, contro il 42 per cento registrato nel 1999.

ESPOSTI DEGLI INVESTITORI

	BANCHE		SIM ¹ E AGENTI DI CAMBIO		TOTALE	
	1999	2000	1999	2000	1999	2000
NEGOZIAZIONE E RACCOLTA ORDINI						
INFORMATIVA PREVENTIVA SU STRUMENTI FINANZIARI	16	45	7	1	23	46
ONERI COMMISSIONALI	3	2	--	3	3	5
OPERAZIONI NON ADEGUATE SENZA PREVENTIVA CONFERMA DEL CLIENTE	23	21	10	5	33	26
ESECUZIONE ORDINI	66	72	11	21	77	93
ALTRO	1	41	8	27	9	68
GESTIONE DI PATRIMONI						
INFORMATIVA PREVENTIVA SU CARATTERISTICHE GESTIONE	--	7	--	2	--	9
RISPETTO DEL CONTRATTO	76	20	51	15	127	35
RENDIMENTI INSODDISFACENTI	6	4	5	3	11	7
ALTRO	2	14	6	13	8	27
COLLOCAMENTO E OFFERTA FUORI SEDE						
ASSEGNAZIONE LOTTO PRENOTATO O ORDINATO	--	6	--	1	--	7
RAPPRESENTAZIONE CARATTERISTICHE PRODOTTI/SERVIZI	34	22	6	--	40	22
ESECUZIONE DISPOSIZIONI	1	2	--	2	1	4
IPOTESI DI ATTIVITÀ ABUSIVA	--	1	--	--	--	1
ALTRO	8	6	8	7	16	13
TOTALE	236	263	112	100	348	363

¹ Sono incluse le società fiduciarie.

Per quanto riguarda i servizi di negoziazione e raccolta ordini e di collocamento, il 58 per cento dei reclami ha riguardato l'informativa preventiva e l'esecuzione di ordini. Con riferimento al servizio di gestione di patrimoni viene confermata, rispetto all'anno precedente, la scarsa frequenza di reclami concernenti i rendimenti e le commissioni applicate dai gestori. Per il servizio di collocamento e l'offerta fuori sede, in linea con l'anno 1999, risulta accresciuta la quota di esposti relativa alla rappresentazione

delle caratteristiche di prodotti e servizi, soprattutto con riferimento al collocamento di obbligazioni strutturate.

Si osserva, infine, che tra i reclami degli investitori concernenti l'operatività tramite Internet, le lamentele più ricorrenti sono quelle relative all'esecuzione di ordini (59 per cento dei casi) e all'ipotesi di prestazione abusiva di servizi di investimento.

I provvedimenti sanzionatori e cautelari

Nel corso del 2000 la Commissione ha concluso 13 procedimenti sanzionatori ai sensi degli artt. 190 e 195 del d.lgs. 58/1998, nei confronti di esponenti aziendali di intermediari per violazioni della disciplina di settore. Sono state formulate proposte di applicazione di sanzioni amministrative pecuniarie nei confronti di soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo, nonché di dipendenti di 9 Sim e 4 banche, per un totale di 159 soggetti (Tav. VI.7). Nei confronti di taluni degli stessi intermediari sono state proposte sanzioni pecuniarie per fatti accertati durante la vigenza della legge 1/1991.

TAV. VI.7

**SANZIONI AMMINISTRATIVE PECUNIARIE PROPOSTE
NEI CONFRONTI DI ESPONENTI AZIENDALI DI INTERMEDIARI
(2000)**

	SIM		BANCHE	
	NUMERO	IMPORTI ¹	NUMERO	IMPORTI ¹
AMMINISTRATORI	46	1.128	44	1.396
SINDACI	26	453	8	174
DIRETTORI GENERALI	3	47	2	126
RESPONSABILI DEL CONTROLLO INTERNO	7	77	4	65
ALTRI	6	39	13	148
<i>TOTALE</i>	88	1.744	71	1.909

¹ Valori in milioni di lire.

L'Istituto ha concluso la riformulazione al Ministero del tesoro delle proposte sanzionatorie per fatti commessi durante il vigore della legge 1/1991, in ottemperanza alle indicazioni fornite dal Consiglio di Stato nel parere n. 1317 del 3 dicembre 1998. In particolare, sono stati definiti procedimenti sanzionatori

nei confronti di 21 intermediari (di cui 12 Sim e fiduciarie e 9 banche) secondo la procedura disciplinata nel Tuf con applicazione, sul piano sostanziale, del principio del favor rei.

La Commissione ha inoltre proposto al Ministero del tesoro sanzioni pecuniarie a carico di 14 agenti di cambio. È stata inoltre formulata al Ministero del tesoro una proposta di irrogazione di una sanzione amministrativa pecuniaria, ex art. 188 del Tuf, a carico dei membri degli organi sociali di una società per azioni in relazione a un'accertata ipotesi di abusiva denominazione.

In esito ad accertamenti ispettivi, è stato adottato un provvedimento di sospensione degli organi amministrativi di una Sim ai sensi dell'art. 53 del Tuf, con contestuale nomina di un commissario straordinario (Tav. VI.8). Alla chiusura del commissariamento, il Ministero del tesoro ha emanato, su proposta della Commissione, un decreto di scioglimento degli organi sociali e di amministrazione straordinaria ai sensi dell'art. 56 del Tuf. All'inizio del 2001 la procedura di gestione della crisi si è conclusa in seguito all'assunzione di iniziative dirette al superamento delle gravi irregolarità riscontrate nella gestione generale dell'intermediario.

TAV. VI.8

PROVVEDIMENTI SANZIONATORI E CAUTELARI ADOTTATI O PROPOSTI

PROVVEDIMENTO CONCLUSIVO	SIM			BANCHE			AGENTI DI CAMBIO		
	1998	1999	2000	1998	1999	2000	1998	1999	2000
RICHIAMO	—	—	—	—	—	—	1	1	--
SANZIONE PECUNIARIA	20	25	21	10	23	13	5	3	14
SOSPENSIONE	—	—	—	—	—	—	2	1	2
COMMISSARIAMENTO	—	—	—	—	—	—	1	1	2
CANCELLAZIONE SANZIONATORIA	—	—	—	—	—	—	1 ¹	--	2
ESCLUSIONE DALLE BORSE VALORI	--	--	--	--	--	--	1	1	--
PROVVEDIMENTI INGIUNTIVI	--	1	--	--	--	--	--	--	--
SOSPENSIONE ORGANI AMMINISTRATIVI	1	1	1	—	—	—	—	—	—
AMMINISTRAZIONE STRAORDINARIA	3	1	1	—	—	—	—	—	—
LIQUIDAZIONE COATTA AMMINISTRATIVA	1	--	--	—	—	—	—	—	—

Si veda la sezione Note metodologiche. ¹ Si tratta di un caso di cancellazione dal ruolo unico.

Sempre in seguito ad accertamenti ispettivi, sono stati adottati dal Presidente provvedimenti cautelari di sospensione nei confronti di 2 agenti di cambio, con contestuale nomina di commissari

straordinari, ai sensi dell'art. 201, comma 14 del Tuf. Il periodo di sospensione dall'esercizio delle attività svolte, pari a 60 giorni, si è concluso in entrambi i casi con la restituzione dell'intermediario alla gestione ordinaria, a seguito del superamento delle gravi irregolarità che avevano portato all'adozione dei provvedimenti urgenti.

Per quanto concerne le segnalazioni di ipotesi di reato riguardanti l'intermediazione mobiliare, nel corso del 2000 sono stati trasmessi all'Autorità Giudiziaria 7 rapporti relativi a ipotesi di abusivo esercizio dei servizi di investimento, sanzionato *ex art.* 166 del Tuf, 3 dei quali sono stati commessi attraverso mezzi di comunicazione a distanza; un rapporto concernente l'ipotesi di abusiva attività di raccolta del risparmio, *ex art.* 130 Testo unico bancario; 6 segnalazioni riguardanti agenti di cambio e aventi ad oggetto la configurabilità del reato contravvenzionale di confusione di patrimoni, previsto all'art. 168 del Tuf (Tav. VI.9).

TAV. VI.9

**IPOTESI DI REATO CONCERNENTI L'INTERMEDIAZIONE MOBILIARE
SEGNALATE ALL'AUTORITÀ GIUDIZIARIA¹**

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

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

I sistemi di indennizzo

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 è 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.

Nel corso del 2000, il Fondo ha parzialmente modificato alcuni articoli dello statuto e del regolamento operativo a seguito dell'approvazione da parte del Ministero del tesoro, rilasciata su pareri conformi della Banca d'Italia e della Consob.

Per quanto riguarda le modifiche apportate allo statuto, la principale novità riguarda i criteri di determinazione della base contributiva per gli aderenti al Fondo. L'intervento riformatore,

sollecitato da alcune associazioni di categoria di intermediari, prevede l'esclusione dal computo della base contributiva, a carico degli aderenti, degli aggregati relativi a tutti i servizi di investimento prestati nei confronti di alcuni soggetti i cui crediti sono esclusi dalla tutela del Fondo.

I soggetti che non godono della tutela dei sistemi di indennizzo sono quelli definiti specificamente dall'art. 4, comma 1, lett. a), b) e c) dello Statuto: intermediari, investitori istituzionali e professionali, enti sopranazionali, amministrazioni dello Stato e degli enti pubblici territoriali, società del medesimo gruppo di appartenenza dell'intermediario. La modifica non incide sull'acquisizione delle risorse necessarie per il finanziamento degli interventi istituzionali, incidendo solo sull'aliquota proporzionale contributiva dovuta da ciascun aderente e non anche sulla base contributiva complessiva.

TAV. VI.10

INTERVENTI DEL FONDO NAZIONALE DI GARANZIA
(SITUAZIONE AL 31 DICEMBRE 2000)

		SIM	AGENTI DI CAMBIO	TOTALE
INSOLVENZE ¹	1997	4	1	5
	1998	2	3	5
	1999	1	1	2
	2000	--	--	--
	<i>TOTALE INSOLVENZE</i>	7	5	12
<i>DI CUI CON AVVENUTO DEPOSITO DELLO STATO PASSIVO</i>	7	5	12	
NUMERO CREDITORI AMMESSI		773	624	1.397
IMPORTO CREDITI AMMESSI ²		39.564	40.915	80.479
<i>INTERVENTI DEL FONDO³</i>		7.247	15.673	22.920 ³

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 milioni di lire. ³ Interventi correlati ai crediti iscritti, di cui 265 milioni di lire accantonati a fronte di crediti oggetto di giudizi di opposizione in corso. ³ Interventi correlati ai crediti iscritti, di cui lire 254 milioni accantonati a fronte di crediti oggetto di giudizi di opposizione in corso.

Altre modifiche statutarie, suggerite dall'esperienza applicativa, attengono essenzialmente alle modalità operative per il versamento dei contributi e di eventuali sanzioni pecuniarie, alla tempistica degli obblighi di comunicazione dei dati relativi alla base contributiva, alle conseguenze in caso di ritardo nelle comunicazioni.

Tra le variazioni apportate al regolamento operativo, le più rilevanti rispondono rispettivamente all'esigenza di meglio circoscrivere l'ambito di intervento del Fondo, che si attiva solo nel caso di crediti derivanti da operazioni di investimento effettuate da intermediari aderenti e autorizzate alle stesse, e all'opportunità di precisare la condizione dei crediti indennizzabili in caso di insolvenza dell'intermediario per il quale non sia prevista la speciale procedura di liquidazione coatta amministrativa, bensì l'ordinaria procedura fallimentare (tale circostanza ricorre nel caso degli agenti di cambio).

Nel corso del 2000 non vi sono state dichiarazioni di insolvenza di Sim o agenti di cambio; il Fondo 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.10). Tale gestione si affianca alla cosiddetta gestione speciale, alla cui copertura concorre il Ministero del tesoro, disciplinata dal regime anteriore al Tuf (Tav. aVI.7); essa riguarda 25 insolvenze con stato passivo depositato successivamente al 31 gennaio 1998.

La vigilanza sui promotori finanziari

Nel corso del 2000 è ulteriormente cresciuto il numero degli iscritti all'albo dei promotori finanziari, confermando una tendenza già registrata negli anni precedenti: al 31 dicembre, infatti, risultavano iscritti all'albo 49.856 promotori finanziari, a fronte dei 42.810 iscritti nel 1999 (Tav. aVI.8).

La lieve flessione del numero delle nuove iscrizioni (pari a 8.774 contro le 10.383 registrate nel 1999) è stata compensata da una netta diminuzione delle cancellazioni, sia d'ufficio che su istanza degli interessati (1.085 a fronte delle 1.278 dell'anno precedente). Tra le iscrizioni, 1.902 sono di diritto, ai sensi dell'art. 3, comma 3 e 4, del d.m. 472/1998; tra le cancellazioni, 458 sono d'ufficio, la maggior parte della quali (351 casi) per mancato pagamento del contributo di vigilanza (Tav. aVI.9).

L'attività di vigilanza sui promotori ha tratto impulso sia da segnalazioni provenienti da clienti o intermediari (423 casi), sia da anomalie riscontrate nel corso di verifiche ispettive compiute presso gli intermediari (74 casi).

La Commissione ha adottato 169 provvedimenti sanzionatori e 39 provvedimenti di sospensione cautelare dall'attività (Tav. VI.11); 289 procedimenti si sono conclusi con l'archiviazione.

Le violazioni più frequentemente riscontrate riguardano: il mancato rispetto delle regole di diligenza, correttezza e trasparenza; l'acquisizione di disponibilità e valori degli investitori; la ricezione da parte della clientela di mezzi di pagamento non conformi a quelli specificamente indicati dalle vigenti disposizioni regolamentari; l'accettazione dalla clientela di finanziamenti o compensi non dovuti; la trasmissione di ordini non disposti personalmente dai clienti, ovvero il compimento di operazioni d'investimento non autorizzate; l'abusivo esercizio del servizio di gestione su base individuale di portafogli d'investimento; l'incompleta o fuorviante illustrazione agli investitori delle caratteristiche dei prodotti finanziari offerti; la

conclusione di operazioni non adeguate, per tipologia e frequenza, alla situazione patrimoniale e agli obiettivi d'investimento dei singoli investitori.

Rispetto al 1999, la composizione delle sanzioni irrogate per tipologia risulta mutata: a fronte della diminuzione del numero di provvedimenti di radiazione (49 casi rispetto ai 70 dell'anno precedente), si osserva un aumento del numero delle sospensioni sanzionatorie e delle sanzioni pecuniarie (pari, rispettivamente, a 73 e 26 a fronte dei 51 e dei 4 casi del 1999), nonché dei provvedimenti di richiamo o censura (21 rispetto ai 2 del 1999). L'incremento dei provvedimenti sanzionatori quali sanzioni pecuniarie e richiami corrisponde alla maggiore incidenza degli interventi della Commissione relativi a irregolarità dei promotori di non estrema gravità; la lieve contrazione del numero dei provvedimenti di radiazione, d'altra parte, parrebbe indicativa di una maggiore efficacia degli strumenti di controllo predisposti dagli intermediari, nonché di una maggiore capacità di autotutela da parte degli investitori rispetto alle più evidenti ipotesi di illecito dei promotori. Con riferimento ai criteri seguiti nella determinazione delle sanzioni, infine, la Commissione ha ritenuto di tener conto del provvedimento disciplinare eventualmente irrogato dall'intermediario, intendendo evitare una duplicazione delle misure afflittive in danno dei promotori.

TAV. VI.11

**PROVVEDIMENTI NEI CONFRONTI DEI PROMOTORI
E SEGNALAZIONI ALL'AUTORITÀ GIUDIZIARIA**

TIPO DI PROVVEDIMENTO	1997	1998	1999	2000
<i>SANZIONI</i>				
RICHIAMO	8	11	2	21
RADIAZIONE DALL'ALBO	39	86	70	49
SOSPENSIONE DALL'ALBO A TEMPO DETERMINATO	5	73	51	73
SANZIONE AMMINISTRATIVA PECUNIARIA	--	--	4	26
<i>PROVVEDIMENTI CAUTELARI</i>				
SOSPENSIONE DELL'ATTIVITÀ A TEMPO DETERMINATO	64 ¹	76 ¹	74	39
<i>TOTALE</i>	<i>116</i>	<i>246</i>	<i>201</i>	<i>208</i>
<i>SEGNALAZIONI ALL'AUTORITÀ GIUDIZIARIA</i>	<i>58</i>	<i>137</i>	<i>106</i>	<i>134</i>

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.

Sono state trasmesse, infine, 134 segnalazioni all'Autorità Giudiziaria, concernenti ipotesi di indebita appropriazione di denaro o valori di pertinenza degli investitori, ovvero di svolgimento

abusivo del servizio di gestione di portafogli d'investimento e di promozione finanziaria. Sono state inoltre compiute 4 segnalazioni all'Ufficio Italiano Cambi, per ipotesi di violazione della normativa in materia di riciclaggio.

L'attività regolamentare e interpretativa

Nel corso del 2000 è stata conclusa la procedura di consultazione per la revisione del Regolamento Consob in materia di intermediari. Le principali innovazioni, adottate con delibera 12409 del 1° marzo 2000, hanno riguardato la disciplina dell'offerta fuori sede e l'equiparazione dei *warrants*, sotto il profilo degli obblighi di trasparenza e correttezza degli intermediari, agli strumenti finanziari derivati.

Ulteriore modifica al Regolamento intermediari è intervenuta con delibera 12498 del 20 aprile 2000, la quale ha adattato la presunzione di *best execution* alle modifiche apportate al Regolamento 11768/1998, in seguito all'introduzione dei comparti *After Hours* dei mercati di Borsa e Nuovo Mercato gestito da Borsa Italiana spa.

Nell'ambito dell'attività interpretativa, nel corso dell'anno è stata data risposta a 35 quesiti concernenti la disciplina degli intermediari mobiliari.

Con riferimento al *trading on line* la Commissione, in conformità ai principi Iosco, ha ribadito l'orientamento che riconosce agli intermediari piena libertà di ricorrere a Internet per la prestazione dei propri servizi, peraltro in un quadro di perdurante garanzia circa il rispetto delle regole di condotta vigenti.

In tale prospettiva, è stato chiarito che le regole di comportamento dettate dall'ordinamento per la prestazione dei servizi di investimento (prima fra tutte la necessità di valutare l'adeguatezza dell'operazione disposta rispetto al cliente) non vengono meno se l'impresa si avvale di Internet per lo svolgimento dell'attività di intermediazione. Semplicemente, tali regole potranno eventualmente richiedere modalità di adempimento specifiche in ragione della particolare natura tecnica del mezzo di contatto con la clientela, discendone che è onere dell'intermediario che utilizza la "rete" predisporre e attuare procedure tecniche e operative che consentano il pieno ed effettivo rispetto della disciplina di settore.

La Commissione ha chiarito che l'obbligo di trasparenza nei confronti dei clienti rende opportuno che, prima dell'avvio dell'operatività, gli investitori siano informati sul fatto che la modalità di esecuzione on line può indurre a una moltiplicazione delle transazioni giornaliere: di tale strategia vanno segnalati e illustrati compiutamente i rischi, anche in considerazione del costo complessivo delle commissioni.

Nel rispondere a specifici quesiti formulati da Associazioni di categoria o da singoli intermediari, la Commissione si è pronunciata sulle modalità tecniche da utilizzare per l'esecuzione degli ordini provenienti da diversi canali di raccolta.

Tra le soluzioni tecniche prospettate nel quesito, la Commissione si è espressa a favore di quella che prevede che tutti gli ordini inoltrati all'intermediario per la relativa esecuzione sul mercato vengano

convogliati, senza alcuna distinzione dei canali di provenienza, in un unico “concentratore” e poi ripartiti tra le diverse interconnessioni sul mercato possedute dall’intermediario, con modalità che rispettino l’ordine cronologico di ricezione delle disposizioni impartite dagli investitori.

A fronte di altro quesito, la Commissione ha chiarito che non contrasta con la disciplina vigente in materia di intermediari l’apertura da parte di una Sim, autorizzata alla negoziazione in conto terzi, di un “negozio finanziario” che metta a disposizione della clientela abilitata, in un’area attrezzata, una postazione collegata a Internet per il trading on line.

L’Istituto ha affrontato anche il problema della modalità di trasmissione della “nota informativa”, prevista dall’art. 61, comma 3 del Regolamento in materia di intermediari e degli obblighi informativi cui è tenuto un intermediario nella prestazione del servizio di investimento nel caso in cui l’ordine del cliente non sia andato a buon fine.

Per entrambi gli aspetti, la Commissione ha rilevato che la disciplina non stabilisce modalità vincolanti attraverso le quali adempiere a tali obblighi, avendo rimesso alla discrezionalità dei singoli intermediari la previsione di strumenti o modalità che siano in grado di garantire una chiara e altrettanto tempestiva informativa alla clientela.

La Commissione, in risposta a uno specifico quesito, ha avuto modo di ribadire che gli emittenti/offerenti possono procedere direttamente al “collocamento” nei confronti del pubblico delle proprie azioni, senza necessità di avvalersi di intermediari autorizzati, sempre che tale attività sia svolta presso la propria sede legale o le proprie dipendenze.

Con la comunicazione 20844 del 16 marzo 2000, l’Istituto è intervenuto su due questioni di particolare rilievo riguardanti le commissioni nei servizi di gestione collettiva e individuale del risparmio.

La prima questione riguarda le commissioni di movimentazione. La Commissione ha sottolineato come tali commissioni abbiano l’effetto di agganciare la remunerazione del gestore al numero o al controvalore delle operazioni effettuate, pur non sostenendo il gestore alcun costo effettivo legato a tale attività di trading. Da ciò risulta una potenziale fonte di conflitto di interessi, connessa al fatto che il gestore è indotto a moltiplicare le transazioni al solo fine di incrementare l’ammontare delle commissioni a lui spettanti, senza alcun riguardo all’interesse dell’investitore. Questa circostanza assume particolare rilievo alla luce del fatto che, per ciò che riguarda gli accordi conclusi tra il soggetto gestore (individuale e collettivo) e l’intermediario negoziatore aventi ad oggetto la parziale retrocessione delle commissioni a quest’ultimo spettanti, la normativa italiana non prevede allo stato attuale un divieto di retrocessione delle cosiddette hard commissions (cioè commissioni in danaro), fatti salvi adeguati obblighi di disclosure.

L’analisi comparata della regolamentazione vigente nei principali paesi europei e negli Usa pone in rilievo come l’orientamento espresso dalla Commissione sia omogeneo con gli orientamenti di altre Autorità di vigilanza. Benché infatti le Autorità di vigilanza non interferiscano mai direttamente sul meccanismo di determinazione delle aliquote commissionali, sono comunque previsti adeguati presidi a tutela dell’investitore. In particolare, la regolamentazione statunitense adotta un duplice approccio teso alla riduzione dei conflitti di interessi da cui possono derivare “inappropriate or inflated fees” e alla “uniform and full disclosure”, finalizzata a consentire agli investitori l’assunzione di scelte consapevoli. Inoltre, la

National Association of Securities Dealers statunitense adotta, per alcune tipologie commissionali, criteri maggiormente stringenti rispetto a quelli previsti dalla Sec, fissando le soglie massime delle commissioni applicabili.

La seconda questione riguarda, invece, le commissioni applicabili ai servizi di gestione patrimoniale in fondi (Gpf). Al riguardo, la Commissione ha ritenuto che l'investimento del patrimonio affidato in quote o azioni di Oicr collegati costituisca fonte duratura di conflitto di interessi tra gestore e investitore. Pertanto, si è raccomandato ai soggetti abilitati di non addebitare al cliente spese di qualsiasi natura relativamente alla sottoscrizione o al rimborso di quote o azioni degli Oicr collegati acquistati e di non considerare la parte del portafoglio investita in Oicr collegati al fine del computo delle commissioni di gestione. L'obiettivo della comunicazione è quello di evitare una duplicazione di costi a carico del cliente a fronte della mancata prestazione di un servizio di gestione attiva. Alla base di questo tipo di gestione, infatti, deve necessariamente esservi un processo decisionale che porti alla migliore combinazione possibile di rischio e rendimento. Questo approccio non implica che una Gpf che investa (solo) in Oicr collegati non possa dare un valore aggiunto al servizio remunerabile mediante l'applicazione di commissioni ulteriori. Viene, piuttosto, posta la questione che tale valore aggiunto risulti insufficiente a compensare la perdita potenziale in termini di diversificazione derivante da una Gpf "monomarca" rispetto a una gestione che possa utilizzare tutti gli Oicr disponibili (Riquadro 8).

A partire dal 2001 sono entrate in vigore alcune modifiche regolamentari relativamente alla predisposizione degli schemi per la redazione della documentazione d'offerta relativa a Oicr, volte essenzialmente a sistematizzare e razionalizzare le informazioni per aree omogenee.

In particolare, sono stati ridefiniti gli elementi informativi necessari al fine di consentire ai risparmiatori consapevoli scelte d'investimento, con particolare riferimento ai mercati di riferimento, al grado di rilevanza degli investimenti in titoli emessi da società a bassa capitalizzazione, alla durata media finanziaria e al merito creditizio minimo della componente obbligazionaria del portafoglio e agli investimenti in strumenti finanziari di emittenti dei paesi emergenti. Inoltre, la Commissione ha ritenuto opportuno esplicitare lo stile gestionale adottato dal gestore, richiamando quanto attualmente contenuto nel paragrafo "Parametro di riferimento" in tema di relazione tra il benchmark prescelto e gli obiettivi del fondo, nonché prevedendo la specificazione degli eventuali elementi caratterizzanti il processo di selezione degli strumenti finanziari in portafoglio.

Per ciò che concerne gli annunci pubblicitari relativi all'offerta di quote di Oicr e fondi pensione aperti, la modifica regolamentare di maggior rilievo riguarda il passaggio da una vigilanza preventiva a una successiva.

La Commissione è inoltre intervenuta sulle modalità di distribuzione delle informazioni riguardanti l'offerta di quote di Oicr attraverso supporti informatici e tecniche di comunicazione a distanza.

Nel corso del 2000 sono intervenute significative modifiche della normativa che disciplina la tenuta dell'albo e l'operatività dei promotori finanziari.

Gestioni patrimoniali in fondi che investono in Oicr collegati

La moderna teoria di portafoglio consente di quantificare il mancato guadagno (ovvero la perdita potenziale) derivante dall'adesione a un servizio di gestione patrimoniale in fondi che investa solo ed esclusivamente in Oicr collegati. La ragione di tale inefficienza risiede nella circostanza che il gestore, quando limita le sue scelte agli Oicr collegati (piuttosto che a tutti gli Oicr potenzialmente disponibili sul mercato), non può raggiungere un'ottimale diversificazione del portafoglio; ne consegue dunque una riduzione dei potenziali guadagni per il risparmiatore. È possibile stimare il mancato guadagno da "inefficiente diversificazione", per diversi livelli di rischio, utilizzando simulazioni basate sui rendimenti storici dei fondi di cinque dei principali gestori italiani (che per patrimonio gestito rappresentano circa il 45 per cento del mercato nazionale) a partire dal 1996.

In questa maniera, si può misurare la distanza fra la frontiera efficiente calcolata utilizzando i rendimenti di tutti i fondi collegati ai cinque gestori presi in esame e la frontiera ottenuta utilizzando solo i fondi di uno specifico gestore. Questa differenza definisce appunto la potenziale perdita da inefficiente diversificazione per le Gpf che investono solo in Oicr collegati. I risultati dell'analisi si basano sui rendimenti mensili lordi (al lordo, cioè, di eventuali doppie commissioni applicate al livello di Gpf) dei fondi comuni nel periodo 1° gennaio 1996 - 1° giugno 2000.

Le frontiere efficienti dei singoli gestori risultano nettamente dominate dalla frontiera globale, con una sola eccezione e solo per livelli di rischio estremamente elevati. Per livelli di volatilità pari al 10 per cento su base annua, si ha uno *spread* tra rendimenti della frontiera totale e quelli dei singoli gestori che va da un minimo del 7 per cento a un massimo del 15 per cento su base annua.

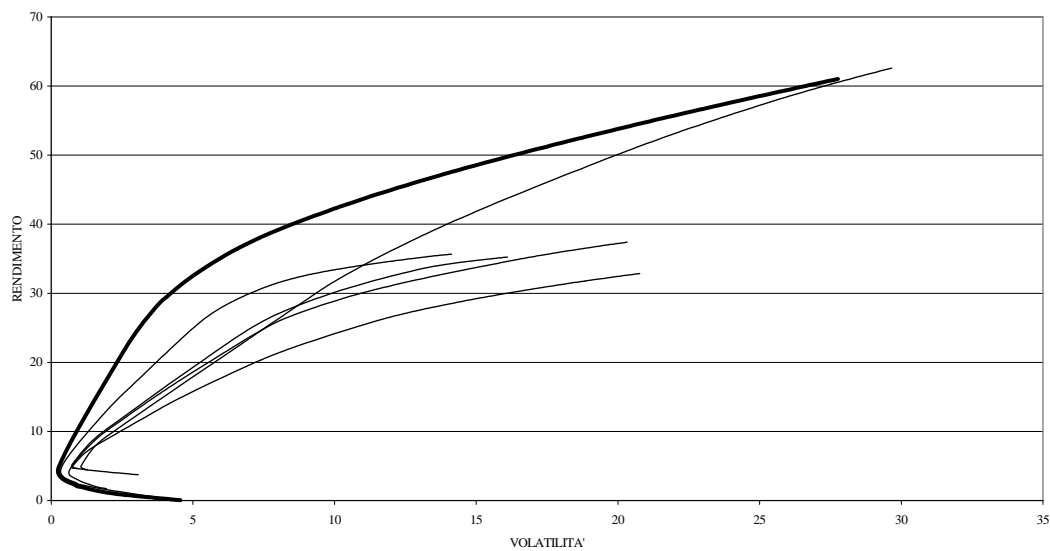
In definitiva, la rinuncia a eventuali possibilità di diversificazione causata dall'uso dei soli Oicr collegati porta, in media, a perdite in termini di rendimento atteso dell'ordine di grandezza di 10 punti percentuali su base annua. Lo *spread* rispetto alla frontiera globale si riduce sensibilmente solo in un caso per livelli di rischio molto bassi e, in un altro caso, per livello di rischio elevati.

Il testo dell'art. 36 del Regolamento 11522 del 1° luglio 1998 e successive modifiche ha provveduto a ridefinire l'ambito di applicazione della disciplina speciale che regola l'offerta fuori sede, ora positivamente individuata come attività di "promozione e collocamento presso il pubblico" avente ad oggetto "strumenti finanziari, servizi d'investimento o prodotti finanziari disciplinati dall'art. 30 del Testo unico".

Dalla più chiara formulazione della norma si evince che non sussiste, per gli intermediari autorizzati, l'obbligo di avvalersi di promotori finanziari per il collocamento di prodotti e servizi bancari e assicurativi; la disciplina speciale in materia di offerta fuori sede trova applicazione, peraltro, anche ove la suindicata offerta di strumenti finanziari, servizi d'investimento o prodotti finanziari sia effettuata da intermediari

RIQUADRO 8

FRONTIERE EFFICIENTI CALCOLATE SULLA BASE DEI RENDIMENTI MENSILI DEI FONDI COMUNI ITALIANI SUL PERIODO 1/1/1996-1/6/2000 (VALORI IN PERCENTUALE ESPRESSI SU BASE ANNUA)¹



¹ La linea in grassetto identifica la frontiera efficiente costruita utilizzando tutti i fondi dei primi cinque gestori italiani, mentre le altre linee identificano le frontiere efficienti costruite utilizzando solo i fondi dei singoli gestori.

bancari, rimanendo invece escluso l'obbligo di avvalersi dei promotori finanziari, ove oggetto dell'attività di collocamento al pubblico siano "prodotti finanziari emessi da banche, diversi dalle azioni o dagli strumenti che permettono di acquisire o sottoscrivere azioni", ai sensi del combinato disposto degli artt. 30, comma 9°, e 100, comma 1°, lett. f), del d.lgs. 58/1998. Si è ritenuto sussistere, in ogni caso, il potere sanzionatorio dell'Istituto, per le violazioni commesse da promotori nell'attività di collocamento, per conto dell'intermediario di appartenenza, avente ad oggetto prodotti assicurativi.

Ulteriori modificazioni del suddetto Regolamento hanno previsto la sostanziale devoluzione all'Organismo di cui all'art. 31, comma 4, del d.lgs. 58/1998 dei provvedimenti di iscrizione, di cancellazione e, in generale, dei compiti relativi alla tenuta dell'albo dei promotori finanziari, nonché della funzione di coordinamento dell'operato delle Commissioni territoriali (artt. 89-92).

L'entrata in vigore del nuovo assetto di competenze riguardo ai compiti di tenuta dell'albo comporta una diversa definizione delle funzioni direttamente svolte dalla Commissione con riferimento ai promotori finanziari; sono infatti rimesse all'Istituto le funzioni di alta vigilanza sui soggetti direttamente preposti alla tenuta dell'albo (Organismo e Commissioni territoriali), nonché l'eventuale definizione di procedure e/o criteri interpretativi di carattere generale, quali direttive cui i medesimi soggetti dovranno attenersi nella trattazione delle questioni più complesse. Privilegiando la vigilanza sull'attività dei promotori, rispetto ai compiti di tenuta dell'albo, è dunque possibile intervenire con sempre maggiore tempestività ed efficacia, in presenza di comportamenti contrari alle disposizioni sull'operatività dei promotori finanziari e, in particolare, di irregolarità lesive dell'affidamento degli investitori nei confronti del promotore coinvolto, nonché indirettamente degli operatori finanziari in generale.

Significative innovazioni della disciplina in materia di iscrizione all'albo dei promotori finanziari sono intervenute, inoltre, per effetto delle integrazioni e modifiche al regolamento del d.m. 472/1998, introdotte dal decreto 140 del 12 aprile 2000 adottato dal Ministero del tesoro, in accoglimento delle proposte formulate dall'Istituto, al fine di superare alcune incongruenze e profili problematici, emersi in sede di applicazione della disciplina in oggetto.

Nell'ambito dell'attività interpretativa concernente i promotori, la Commissione ha risposto a 122 quesiti, riguardanti questioni di carattere generale prospettate dalle Commissioni territoriali o da Associazioni di categoria, nonché aspetti specifici posti da promotori finanziari o investitori.

Le questioni giuridiche sottoposte all'attenzione dell'Ufficio hanno riguardato, in primo luogo, la materia dei requisiti e delle condizioni soggettive prescritte ai fini dell'iscrizione all'albo dei promotori finanziari.

Sono stati forniti chiarimenti circa la sussistenza dei requisiti di professionalità prescritti ai fini dell'iscrizione di diritto, ai sensi dell'art. 3, comma 3, e dell'art. 4 del d.m. 472/1998, con riguardo alle particolari fattispecie prospettate, anche relative a esperienze professionali maturate all'estero, confermando i criteri già fissati negli anni precedenti.

Sono stati numerosi, inoltre, i pareri espressi in tema di compatibilità dell'attività di promotore finanziario, rispetto allo svolgimento di altre attività o incarichi professionali.

In materia di applicabilità della disciplina dell'offerta fuori sede la Commissione ha rilasciato pareri relativi alla sussistenza per gli intermediari dell'obbligo di avvalersi di promotori finanziari con riferimento a particolari attività, quali quella di *private banking* e di promozione e collocamento di mutui.

Sotto altro profilo, la Commissione si è pronunciata in senso negativo in merito alla sussistenza dell'obbligo, per banche o società finanziarie (italiane o straniere), di avvalersi di promotori finanziari, nell'attività di promozione e di collocamento fuori sede di mutui, finalizzati all'acquisto di immobili a uso abitativo.

Con riferimento allo svolgimento dell'attività di consulenza finanziaria da parte dei promotori, si è confermato l'indirizzo della Commissione in ordine alla tendenziale incompatibilità dell'attività di consulenza rispetto all'effettivo svolgimento di attività di promozione finanziaria, salvo che il promotore presti detta consulenza per conto dello stesso soggetto abilitato per il quale opera, o per conto di altro soggetto appartenente al medesimo gruppo del primo.

È stato precisato inoltre che non sussiste, a carico dei promotori finanziari, uno specifico obbligo di protezione dei dati sull'entità degli investimenti effettuati dai clienti e dei dati forniti dagli stessi sulla propria situazione patrimoniale e finanziaria nei confronti dell'intermediario per il quale operano e, più precisamente, dei dirigenti dello stesso con funzioni di controllo interno.

VII. L'ATTIVITÀ IN SEDE GIURISDIZIONALE

Il contenzioso sui provvedimenti in materia di vigilanza

Nel corso del 2000 (Tav. VII.1), sono stati presentati 67 ricorsi (90 nel 1999) contro provvedimenti adottati o proposti dalla Commissione in materia di vigilanza, di cui 41 avanti al giudice amministrativo e 26 avanti al giudice ordinario (rispettivamente, 49 e 41 nel 1999).

TAV. VII.1

RICORSI CONTRO ATTI PROPOSTI O ADOTTATI DALL'ISTITUTO¹ (ESITI AL 31 DICEMBRE 2000)

	GIUDICE AMMINISTRATIVO ²			GIUDICE ORDINARIO ³		
	1998	1999 ⁴	2000 ⁴	1998	1999 ⁴	2000 ⁴
ACCOLTI	10	3	--	4	3	--
RESPINTI	8	8	2	15 ⁵	10	4
IN CORSO	40	38	39	11	28	22
DI CUI:						
- ACCOLTA SOSPENSIVA	6	8	8	1	--	2
- RESPINTA SOSPENSIVA	16	15	16	--	--	--
<i>TOTALE RICORSI</i>	58	49	41	30	41	26

¹ I ricorsi sono riportati per anno di presentazione. ² Tar e Consiglio di Stato. ³ Pretori e Corti d'Appello. ⁴ Alcuni dei ricorsi sono stati seguiti dai legali dell'Istituto, talvolta congiuntamente con l'Avvocatura dello Stato. (Tav. aVII.3).

⁵ Di cui 4 conclusi con riformata sanzione.

Di particolare rilievo è la sentenza della Corte Costituzionale n. 460 del 23 ottobre-3 novembre 2000, nella quale si è dichiarata non fondata la questione di legittimità costituzionale dell'art. 4, comma 10, del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, in tema di segreto d'ufficio sugli atti in possesso della Consob in ragione della sua attività di vigilanza.

Interpretando la disposizione, la Suprema Corte ha affermato che "l'art. 4, comma 10, (...) non comprende gli atti, le notizie e i dati in possesso della Commissione in relazione alla sua attività di vigilanza, posti a fondamento di un procedimento disciplinare, sicché questi, nei confronti dell'interessato, non sono affatto segreti e sono invece pienamente accessibili: non soltanto nel giudizio di opposizione alla

sanzione disciplinare, ma anche nello speciale procedimento di accesso regolato dall'art. 25 della legge 7 agosto 1990, n. 241 (Nuove norme in materia di procedimento amministrativo e di diritto di accesso ai documenti amministrativi), strumento esperibile anche dall'incolpato nei procedimenti disciplinari, per orientare preventivamente l'azione amministrativa onde impedirne eventuali deviazioni (...). Di fronte alla distinzione tra procedimenti disciplinari giurisdizionali e procedimenti disciplinari amministrativi, questa Corte ha già ricordato che la proclamazione contenuta nell'art. 24 Cost., se indubbiamente si dispiega nella pienezza del suo valore prescrittivo solo con riferimento ai primi, non manca tuttavia di riflettersi, seppure in maniera più attenuata, sui secondi, in relazione ai quali, in compenso, si impongono al più alto grado di coerenza le garanzie di imparzialità e di trasparenza che circondano l'agire della Pubblica Amministrazione". V'è, insomma, un sensibile accostamento tra i due diversi tipi di procedimento disciplinare, che trova ragione "nella natura sanzionatoria delle pene disciplinari, che sono destinate a incidere sullo stato della persona nell'impiego o nella professione" (sentenza n. 71 del 1995).

A differenza dei giudizi promossi avanti al Tar, i procedimenti instaurati avanti al giudice ordinario si caratterizzano per la loro celerità; in particolare, è possibile constatare come, di norma, le opposizioni al giudice ordinario - e, segnatamente, quelle presentate alle Corti d'Appello - si concludano con una pronuncia di merito entro un anno dall'instaurazione del giudizio, laddove per un numero significativo di ricorsi presentati avanti al Tar nel 1998 e nel 1999 si è ancora in attesa di una decisione (Tavv. aVII.1 e aVII.2).

Vi è, inoltre, da segnalare l'ordinanza del Tar della Toscana con la quale, nel corso di un giudizio di impugnazione di due provvedimenti sanzionatori adottati nei confronti di altrettanti promotori finanziari, è stata sollevata avanti alla Corte di Giustizia delle Comunità Europee una questione pregiudiziale di interpretazione della direttiva 93/22/CEE, nella parte in cui comprende tra i servizi di investimento la "gestione, su base discrezionale e individualizzata, di portafogli di investimento nell'ambito di un mandato conferito dagli investitori"; in particolare, la questione tende 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, soprattutto in relazione alla mancata espressa previsione, tra gli elementi caratterizzanti il servizio, del mandato conferito dagli investitori.

Nel corso del 1999 il Tribunale di Bergamo aveva rigettato la richiesta di annullamento della delibera assembleare di approvazione del bilancio d'esercizio di una società con titoli quotati che la Consob aveva proposto non condividendo la rappresentazione in bilancio, come costi di sviluppo, degli oneri sostenuti per la risoluzione di un contratto di agenzia. La Consob, nel corso del 2000, avvalendosi di un professionista del libero foro, ha impugnato la sentenza del Tribunale innanzi la Corte d'Appello di Brescia. Il giudice investito del gravame ha respinto l'appello con la motivazione che la spesa sostenuta per la risoluzione del contratto di agenzia, nel caso esaminato, costituiva un costo che, liberando la società da un vincolo giuridico che le precludeva di muoversi autonomamente sul mercato mondiale con una propria struttura commerciale, costituiva la causa dei vantaggi ottenuti negli esercizi successivi avvalendosi della propria rete commerciale. La

Commissione ha deciso di proporre ricorso in Cassazione contro la sfavorevole pronuncia della Corte d'Appello.

Nel mese di febbraio dello scorso anno la Consob ha fatto uso, per la prima volta, del potere attribuitole dall'art. 152, comma 2, del Tuf, denunciando al Tribunale, ai sensi dell'art. 2409 c.c., il fondato sospetto di gravi irregolarità nell'adempimento dei propri doveri da parte dei sindaci della Fempar spa, società quotata al Mercato Ristretto operante nel settore turistico. Un'analogha iniziativa è stata assunta nei confronti dei sindaci della Freedomland - ITN spa (società i cui titoli sono negoziati al Nuovo Mercato).

Nel primo caso la Consob ha ritenuto che i sindaci non abbiano correttamente vigilato in merito a talune operazioni societarie concluse con soggetti correlati; nel secondo, che il collegio non abbia assunto le iniziative di competenza in relazione alla grave situazione di disordine generatasi all'interno del sistema amministrativo-contabile.

In entrambe le ipotesi la Consob è stata rappresentata in giudizio da avvocati della consulenza legale interna. Ai relativi procedimenti hanno preso parte - oltre ai sindaci "denunciati" - i consigli di amministrazione delle due società e il Pubblico Ministero, intervenuto ai sensi dell'art. 2409 c.c..

Nel caso dei sindaci della Fempar, il Tribunale ha accolto la richiesta della Consob e del Pubblico Ministero di nominare un ispettore giudiziario, il quale ha rassegnato le proprie conclusioni nell'ottobre 2000. Alla fine del 2000 il procedimento risultava ancora in corso.

Con riguardo alla denuncia presentata nei confronti del collegio sindacale di Freedomland-ITN, invece, alla fine del 2000 il procedimento si trova ancora in una fase interlocutoria.

La verifica in sede giurisdizionale dei comportamenti dell'Istituto

A partire dal 1999, con riferimento ai giudizi nei quali è coinvolta la Consob, la Commissione ha ritenuto opportuno, in alcuni casi, servirsi del patrocinio diretto in giudizio dei legali dell'Istituto; tale patrocinio diretto è avvenuto, in una fase iniziale, unitamente all'Avvocatura dello Stato e, in seguito, congiuntamente a legali del libero foro (Tav. aVII.3).

Nel corso del 2000 sono stati instaurati tre nuovi contenziosi civili in cui la Consob è stata convenuta in giudizio per il risarcimento dei danni; a fine anno i relativi procedimenti risultano ancora in corso (Tav. aVII.4).

In particolare, la prima azione è stata intrapresa da una Sim - ora in liquidazione - per asserito comportamento illegittimo e colposo dell'organo di vigilanza nello svolgimento dell'attività di controllo, comportamento che avrebbe inciso sulla propria posizione soggettiva individuale impedendole lo svolgimento delle attività di intermediazione cui era stata autorizzata. In sostanza, la parte attrice sostiene l'illegittimità dei provvedimenti amministrativi adottati dalla Consob nei propri confronti nonché l'irregolarità dei relativi procedimenti sanzionatori, circostanze che avrebbero compromesso l'attività e l'immagine della Sim, costringendola alla liquidazione.

Il secondo giudizio è stato proposto, invece, da un gruppo di risparmiatori, a seguito dei danni subiti in relazione al dissesto di una ex commissionaria di borsa, poi trasformata in Sim; gli attori hanno fondato la pretesa risarcitoria su una presunta responsabilità della Consob per asserita omessa o negligente attività di vigilanza nei confronti dell'intermediario.

La terza richiesta risarcitoria è stata anch'essa formulata per asserito omesso e negligente controllo sull'attività di un agente di cambio e di una Sim di cui gli attori erano clienti. Tale contenzioso è stato l'unico a essere proposto nel corso del 2000 innanzi al Tar, in applicazione degli artt. 33 e 35 d.lgs. 21 marzo 1998, n. 80.

A tale ultimo proposito si segnala che due dei tre giudizi risarcitori (per asserito omesso controllo sugli intermediari) promossi lo scorso anno, per la prima volta, innanzi al giudice amministrativo in applicazione degli artt. 33 e 35 d.lgs. 21 marzo 1998, n. 80 - e per i quali la Consob, non ritenendo condivisibile l'inquadramento della propria attività di vigilanza nella previsione del citato art. 33, aveva presentato ricorso in Cassazione per regolamento preventivo di giurisdizione - sono stati sospesi in attesa della decisione della Suprema Corte.

Nel corso del 2000, inoltre, sono stati proposti due ricorsi in Cassazione avverso due sentenze di Corte di Appello favorevoli alla Consob. La prima è relativa a una domanda risarcitoria proposta nel 1994 da un cliente di una Sim, che lamentava, tra l'altro, l'omesso controllo della Consob, da cui sarebbe conseguito il danno sofferto dall'attore per la vendita coattiva di propri titoli, illecitamente costituiti in pegno dalla stessa Sim a favore di due banche svizzere.

In esito al giudizio di secondo grado, la Corte d'Appello di Milano, con sentenza n. 572, emessa in data 29 febbraio 2000, ha respinto tutte le domande formulate dall'attore, atteso che le censure contenute nell'atto di impugnazione «non scalfiscono il solido nucleo argomentativo della sentenza» di primo grado. In particolare, il giudice di appello ha escluso la responsabilità civile della Consob affermando che «non basta, (...), apoditticamente sostenere che una più incisiva attività ispettiva avrebbe potuto accertare la costituzione degli illeciti pegni (senza peraltro indicare quali consentite e specifiche condotte investigative siano state omesse); per potersi affermare la colpa degli inquirenti occorrerebbe, invece, dimostrare che la prova degli specifici illeciti era di evidenza palmare, cioè di facile e doverosa apprensione, e che essa è stata, per negligenza o per imperizia o per inosservanza delle norme che regolano l'attività ispettiva, ignorata. Ma così, in fatto, non è. La mancata scoperta degli illeciti in un momento utile all'eliminazione delle loro conseguenze dannose non può dunque ascriversi a colpa della Consob. Neppure sotto il profilo del tempo successivamente trascorso tra l'accertamento delle altre condotte di gestione illegali e la sospensione della Sim dall'esercizio dell'attività: basti considerare che la redazione della terza relazione ispettiva (quella che rappresenta il fondamento del provvedimento cautelare) è del 28 febbraio 1994 e che già il 12 aprile successivo la Consob, nella sua composizione collegiale, dopo aver necessariamente sentito la Banca d'Italia, deliberava la sospensione».

Il secondo ricorso per Cassazione è stato proposto, all'inizio del 2000, avverso la favorevole sentenza del 9 giugno 1999 emessa dalla Corte d'Appello di Genova nell'ambito di un procedimento penale nei confronti di un agente di cambio e di un dipendente dell'Istituto, nel quale, nel 1995, la Consob era stata citata, dalla parte civile, come responsabile civile. In estrema sintesi,

la responsabilità civile della Consob è stata esclusa dal giudice di appello in base alla verifica circa l'insussistenza del nesso di causalità fra il comportamento illecito del dipendente e il danno lamentato dalla parte civile, consistente nel depauperamento del proprio patrimonio mobiliare gestito da un agente di cambio. La Suprema Corte, con sentenza n. 4090/2000, ha dichiarato inammissibile il suddetto ricorso presentato contro la Consob dalla parte civile.

Si segnala altresì la favorevole sentenza del 18 settembre 2000 emessa dal Tribunale di Milano relativa a un giudizio risarcitorio proposto nel 1996 da una società a responsabilità limitata, azionista di minoranza di una società quotata in liquidazione, anch'essa convenuta nel medesimo giudizio. In particolare, la parte attrice, agendo in surrogatoria della stessa società quotata a fronte dell'inerzia del liquidatore, lamentava i danni che sarebbero derivati a quest'ultima società dalla sistematica spoliazione del patrimonio sociale attuata da un Istituto di credito estero a proprio vantaggio, con il concorso degli amministratori della società quotata. Tale attività, sarebbe stata posta in essere attraverso una serie di atti illeciti, indirettamente agevolati dal comportamento omissivo della Consob, finalizzati a far rientrare il medesimo Istituto da un'esposizione debitoria di circa 1.000 miliardi di lire. Tale vicenda avrebbe causato lo stato di dissesto e la successiva messa in liquidazione della stessa società quotata con conseguente grave pregiudizio dei piccoli azionisti.

Il citato Tribunale ha respinto tutte le domande proposte dall'attore e dagli intervenuti, compresa quella relativa alla trasmissione degli atti alla Procura della Repubblica per eventuali fattispecie di rilievo penale «non essendo emersi in causa gli estremi di ipotesi criminose tali da giustificare la richiesta»

L'attività svolta nei procedimenti per i reati di abuso di informazioni privilegiate e aggio

Nei procedimenti per i reati di abuso di informazioni privilegiate e di aggio l'art. 187 del Tuf attribuisce alla Consob i poteri e le facoltà dell'ente rappresentativo degli interessi lesi dal reato. In tal modo, accanto a un'attività di indagine volta a individuare, nell'esercizio dei poteri e delle funzioni istituzionali attribuiti dalla legge, fenomeni di abuso e di manipolazione del mercato e a comunicare all'Autorità Giudiziaria competente gli esiti degli accertamenti effettuati (art. 186 Tuf), si colloca un altro tipo di attività, quella di impulso processuale e di sollecitazione all'acquisizione probatoria, diretta a supportare l'attività del Pubblico Ministero, allo scopo di sostenerne l'impianto accusatorio.

In tale specifica veste, nel corso del 2000, la Consob è intervenuta in due procedimenti penali, concernenti in un caso sia l'ipotesi di *insider trading* che quella di aggio su strumenti finanziari, di cui agli artt. 2 e 5 della legge 157/1991 (ora, artt. 180 e 181 del Tuf), mentre nell'altro la sola ipotesi di aggio (Tav. VII.2).

**INTERVENTI DELL'ISTITUTO IN PROCEDIMENTI PENALI
IN RAPPRESENTANZA DEGLI INTERESSI LESI**

ANNI	INTERVENTI	REATO ¹	ESITO AL 31 DICEMBRE 2000
1996	1	INSIDER TRADING	PATTEGGIAMENTO
1997	1	»	SENTENZA DI PROSCIoglIMENTO PER PRESCRIZIONE ³
	1	»	EMESSA SENTENZA DI ASSOLUZIONE
	1	»	PATTEGGIAMENTO
	1	INSIDER TRADING E AGGIOTAGGIO ²	IN CORSO; EMESSA SENTENZA PATTEGGIAMENTO PER UN SOLO SOGGETTO
1998	1	»	IN CORSO
1999	1	»	IN CORSO; EMESSA SENTENZA DI PATTEGGIAMENTO PER 4 SOGGETTI
2000	1	»	IN CORSO ⁴
	1	AGGIOTAGGIO	IN CORSO

¹ *Insider trading*: art. 2, legge 157/1991, ora art. 180, Tuf; aggio: art. 5, legge 157/1991, ora art. 181, Tuf. 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.

Nel costituirsi in giudizio, la Consob ha presentato, in entrambi i processi, memorie scritte, ove, oltre a ribadire e a meglio specificare i fatti già oggetto della segnalazione inviata al Pubblico Ministero, alla base delle indagini preliminari dallo stesso effettuate, sono state formulate considerazioni di carattere più strettamente tecnico-processuale sui fatti di causa.

In particolare, in tali memorie si è inteso dissentire da quanto eccepito dalla difesa di taluni imputati, a parere della quale dovrebbero venire meno quei capi di imputazione formulati ai sensi degli artt. 2 e 5 della legge 157/1991, attesa l'abrogazione della legge medesima avvenuta a opera dell'art. 214 comma 1, lett. b) del Tuf. In tale sede, la Consob ha infatti chiarito che il citato Tuf se, da un canto, ha abrogato la legge 157/1991, dall'altro, ha contestualmente disciplinato, agli artt. 180-187, la materia dell'insider trading e dell'aggio. Di tal che, quei comportamenti prima penalmente rilevanti ai sensi degli artt. 2 e 5 della legge 157/1991 oggi risultano ugualmente sanzionati dagli artt. 180 e 181 del Tuf, senza che tale sostituzione normativa abbia inciso sulla perseguibilità dei comportamenti posti in essere in violazione della precedente disciplina, a eccezione, ovviamente, di quelle fattispecie che non costituiscono più reato e ferma restando l'applicazione, quanto alla pena in concreto applicabile, della normativa abrogata, in ossequio al principio del favor rei di cui all'art. 2 c.p..

La correttezza di tale impostazione ha già trovato conferma in altri procedimenti penali che, avviati sotto la vigenza della legge 157/1991, sono proseguiti e proseguono in relazione a quei capi di imputazione che è stato possibile mantenere attesa l'identità tra le fattispecie di reato previste dagli artt. 180 e 181 del Tuf e quelle previste dagli artt. 2 e 5 della legge 157/1991 (Tribunale Milano, sent. n. 1660 del 9 dicembre 1999).

In considerazione della specificità della materia trattata, che richiede un costante collegamento tra gli Uffici della Commissione e quello del Pubblico Ministero - collegamento non limitato, appunto, all'esclusiva fase delle indagini preliminari, bensì anche a quella propriamente processuale - la Commissione ha ritenuto che l'intervento della Consob nei giudizi in esame venisse affidato direttamente ad avvocati dell'Istituto (Tav. aVII.3).

Nel corso del 2000, inoltre, sono state pronunciate, nell'ambito del medesimo processo, tre sentenze di patteggiamento con riferimento a imputati del reato di *insider trading*; nello stesso giudizio, alla fine del 1999, era stata emessa un'altra sentenza di patteggiamento per un soggetto imputato di *insider trading* e aggioaggio. Nell'ambito di un diverso processo penale, riguardante numerosi esponenti di un gruppo societario, imputati, tra l'altro, del reato di *insider trading*, il competente Tribunale ha emesso, ai sensi dell'art. 129 c.p.p., sentenza di non luogo a procedere, per estinzione del reato dovuta a prescrizione (Tav. VII.2).

Sempre nel corso dello scorso anno sono state notificate alla Consob dieci richieste di archiviazione, di cui quattro parziali - concernenti, cioè, solo talune delle persone sottoposte alle relative indagini preliminari - formulate dal competente Pubblico Ministero a conclusione delle indagini svolte in merito ad altrettante segnalazioni inoltrate dalla Consob in materia di ipotesi di *insider trading* e aggioaggio. Tali richieste risultano differentemente motivate: in particolare, in tre casi è stata rilevata l'intervenuta estinzione del reato per prescrizione, in due casi l'insufficienza degli elementi probatori necessari a supportare la tesi accusatoria, in tre casi la mancanza di uno o più requisiti configuranti la "informazione privilegiata" di cui all'art. 180 del Tuf. Infine, in un caso l'archiviazione è stata richiesta per infondatezza della *notitia criminis*, e in un caso il Pubblico Ministero ha ritenuto che i fatti segnalati non configurassero alcuna delle ipotesi di cui agli artt. 180 e 181 del Tuf.

VIII. LE RELAZIONI INTERNAZIONALI

La cooperazione internazionale

Nel 2000 è continuata la crescita del numero delle richieste di cooperazione inviate da Autorità estere alla Consob (da 53 nel 1999 a 61); tale incremento è principalmente dovuto alle domande di informazioni, provenienti prevalentemente da altre Autorità dell'Unione Europea, in relazione a requisiti di onorabilità e professionalità di esponenti aziendali e partecipanti al capitale di imprese di investimento. Sono aumentate altresì le richieste di cooperazione ricevute dalla Consob in materia di *insider trading*, mentre non vi sono state richieste riguardanti casi di manipolazione.

Invariate, invece, risultano essere le richieste avanzate dalla Consob ad Autorità estere (da 57 nel 1999 a 58). È aumentato, tuttavia, il numero di richieste in relazione a requisiti di onorabilità e professionalità degli esponenti aziendali e, per il primo anno, si sono effettuate 2 richieste di cooperazione in relazione alla violazione di regole di condotta e a comportamenti fraudolenti (Tav. VIII.1).

TAV. VIII.1

COOPERAZIONE INTERNAZIONALE (RICHIESTE DI COLLABORAZIONE)

OGGETTO	DALLA CONSOB AD AUTORITÀ ESTERE				DA AUTORITÀ ESTERE ALLA CONSOB			
	1997	1998	1999	2000	1997	1998	1999	2000
INSIDER TRADING	11	17	43	32	5	2	3	5
MANIPOLAZIONE DEI PREZZI DI VALORI MOBILIARI	4	2	--	1	1	1	3	--
SOLLECITAZIONE E ATTIVITÀ DI INTERMEDIAZIONE ABUSIVE	8	7	4	3	4	3	3	1
TRASPARENZA E INFORMATIVA SOCIETARIA	2	--	--	1	2	1	--	2
PARTECIPAZIONI RILEVANTI AL CAPITALE DI SOCIETÀ QUOTATE E DI INTERMEDIARI AUTORIZZATI	3	--	--	--	12	--	--	--
REQUISITI DI ONORABILITÀ E PROFESSIONALITÀ	3	12	10	19	15	30	44	53
VIOLAZIONE REGOLE DI CONDOTTA	--	--	--	2	--	--	--	--
<i>TOTALE</i>	<i>31</i>	<i>38</i>	<i>57</i>	<i>58</i>	<i>39</i>	<i>37</i>	<i>53</i>	<i>61</i>

Per quanto riguarda le richieste di cooperazione in materia di insider trading, è cresciuto il numero di richieste rivolte ad altre Autorità dell'Unione Europea e degli Stati Uniti, mentre in sostanziale diminuzione sono risultate le richieste di cooperazione rivolte ad Autorità di paesi extracomunitari diversi dagli Usa (Tav. aVIII.1).

Nel corso dell'anno la Commissione ha stipulato accordi di cooperazione e scambio di informazioni con le Autorità di controllo della Polonia e dell'Albania. Gli accordi di cooperazione in essere alla fine del 2000 con le Autorità di vigilanza dei paesi dello Spazio Economico Europeo ed extracomunitari sono in totale 23 (incluso l'accordo multilaterale tra i paesi dello Spazio Economico Europeo, e le tre intese per il mantenimento della riservatezza delle informazioni scambiate, concluse negli anni passati con la *Guernsey Financial Services Commission*, l'Ispettorato per il Credito e le Valute della Repubblica di San Marino e il *Malta Financial Services Centre*). Sono stati, inoltre, conclusi due accordi di cooperazione ai sensi dell'art. 67, commi 2 e 3, del d.lgs. 58/1998 per il riconoscimento di mercati finanziari diversi da quelli considerati ai sensi dell'ordinamento comunitario.

Il primo di tali accordi è intervenuto con la Commissione Federale delle Banche Svizzere per il riconoscimento in Svizzera della Borsa e del Mercato Ristretto e per il riconoscimento in Italia dello Swiss Exchange. Il secondo, con la Commodity Futures Trading Commission, a seguito del quale è stato riconosciuto in Italia il Cantor Financial Futures Exchange, Inc. di New York.

La Consob ha altresì integrato l'accordo di cooperazione, concluso il 22 giugno 1995, con la Commodity Futures Trading Commission (Cftc). L'accordo è finalizzato a consentire la quotazione sul Commodity Exchange Inc. (Comex), mercato regolamentato di strumenti finanziari derivati, controllato dal New York Mercantile Exchange, di un contratto future su di un paniere di titoli europei comprensivo di strumenti finanziari quotati sulla Borsa italiana.

Nel 2000 l'Istituto ha raggiunto specifiche intese con la Financial Services Authority del Regno Unito al fine di consentire l'ammissione alle negoziazioni sui mercati gestiti dalla Borsa Italiana spa di un local inglese, escluso dai benefici della direttiva 93/22/CEE sui servizi di investimento.

Nell'ambito del programma di gemellaggio finanziato dalla Commissione Europea (attraverso i fondi del programma *Phare*), la Consob ha partecipato a due diversi progetti con le altre Autorità di controllo.

Il primo, con la Polonia, unitamente alla Cob francese, il secondo con la Romania, ancora in corso di definizione. Tali progetti sono rivolti a verificare il recepimento dell'ordinamento comunitario nei Paesi in questione e l'effettivo funzionamento delle Autorità di vigilanza dei mercati finanziari. Il progetto di gemellaggio con la Commissione rumena avrà una durata di dodici mesi.

L'attività dell'Unione Europea in materia di servizi finanziari

Nel corso del 2000 l'attività dell'Unione Europea in materia di servizi finanziari è stata intensa. La Commissione e il Consiglio Europeo hanno presentato una serie di proposte di direttiva

e di regolamento, da tempo in discussione, e hanno indicato alcune iniziative sia in materia societaria che di mercati mobiliari al fine di accrescere la competitività del sistema del mercato europeo nel quadro di un mercato globale. Particolarmente rilevanti sono le proposte in materia di prospetti informativi e di *market abuse* (Riquadro 9).

Nel mese di aprile il Consiglio Europeo di Lisbona ha condiviso la priorità di una serie di iniziative, elencate nella comunicazione denominata “Piano d’Azione per i Servizi Finanziari”, al fine di raggiungere l’obiettivo di un mercato interno pienamente integrato per i servizi finanziari e ha indicato la data limite per il completamento di tale progetto. Il Consiglio ha inoltre deciso di istituire un gruppo di esperti, cosiddetto “Gruppo di Saggi”, presieduto da Alexandre Lamfalussy e di cui fa parte il Presidente della Consob, per lo studio di un sistema normativo in grado di adattarsi alla realtà mutevole dei mercati finanziari, identificando nuove forme e modalità di legislazione per la disciplina dei mercati mobiliari. Il rapporto dei Saggi prefigura un sistema di legislazione per principi, affidando a un nuovo Comitato Valori Mobiliari, del quale si auspica nel contempo la creazione, la delega per una spedita attuazione tecnica e di dettaglio di quei principi. Il Comitato Valori Mobiliari dovrebbe essere coadiuvato da un comitato formato dalle Autorità nazionali di controllo dei mercati, a cui toccherebbe anche il compito di coordinare le prassi di vigilanza e di applicazione amministrativa delle regole comunitarie. Il rapporto sottolinea altresì come, ove il nuovo approccio apparisse inefficace a risolvere i problemi e le carenze riscontrate, nuove soluzioni, inclusi possibili emendamenti al Trattato, potrebbero essere discusse in occasione della prossima Conferenza Intergovernamentale di Berlino prevista per il 2004.

L’attività della International Organization of Securities Commissions

Durante l’anno, a conclusione di un lungo processo di valutazione dei principi contabili emanati dall’*International Accounting Standards Committee* (Iasc), la Iosco ha mirato a consentire l’utilizzo, da parte delle emittenti multinazionali, di bilanci redatti secondo regole accettabili dai mercati finanziari. Gli standard, eventualmente revisionati al fine di consentire la riconciliazione contabile, spesso imposta da alcune Autorità di controllo, e di far fronte alle esigenze di trasparenza e di interpretazione esistenti a livello nazionale o regionale, renderanno più agevoli le offerte transfrontaliere e la quotazione di strumenti finanziari sui mercati esteri.

Il Gruppo di lavoro costituito nel 1999 dalla Iosco, in collaborazione con il Comitato sui Sistemi di Pagamento e Regolamento delle banche centrali del G10, ha messo a punto 18 raccomandazioni che identificano condizioni minime per il buon funzionamento dei sistemi di regolamento titoli, e le migliori procedure alle quali devono adeguarsi i sistemi di strumenti finanziari dei paesi industrializzati e di quelli in via di sviluppo.

In relazione agli argomenti trattati, è stato avviato un ampio processo di consultazione di tutte le parti interessate, che si concluderà nel 2001. I commenti pervenuti saranno tenuti in

Le iniziative delle istituzioni europee in materia di mercati mobiliari e di diritto societario

Nel corso del 2000 la Commissione Europea ha elaborato una bozza di proposta di direttiva in materia di prospetti informativi. Il nuovo testo, già discusso con i rappresentanti degli Stati membri, prevede un ruolo rilevante per il Comitato Valori Mobiliari cui spetterebbe l'individuazione delle regole di trasparenza che gli emittenti europei dovranno seguire nella predisposizione dei prospetti informativi. La Commissione ritiene, al riguardo, che la qualità dell'informazione al pubblico sia un elemento importante per ridurre il costo della raccolta di capitali e per accrescere la fiducia degli investitori. Al contempo la Commissione ha ritenuto che l'armonizzazione preventiva del contenuto del prospetto, così come dei controlli e dei sistemi di *enforcement* e sanzionatori, costituisce presupposto irrinunciabile per la concessione del passaporto europeo agli emittenti strumenti finanziari.

La Commissione ha anche predisposto una bozza di direttiva in materia di "market abuse" che potrà essere formalizzata una volta definiti i nuovi criteri di regolamentazione in materia di mercati mobiliari. Anche in questo caso, un ruolo rilevante nell'identificazione delle regole di dettaglio verrà assegnato al Comitato Valori Mobiliari.

In materia di "garanzie" relative alle operazioni in strumenti finanziari, la Commissione ha preparato una bozza di proposta di direttiva che prevede la definizione di regole comuni aventi lo scopo di facilitare lo sviluppo di transazioni transfrontaliere e assicurare una migliore stabilità dei mercati.

Sono state proposte modifiche della direttiva 85/611/CEE in materia di organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (Oicvm). Lo scopo di tali proposte è quello di ampliare l'ambito degli organismi di investimento collettivo in valori mobiliari che rientrano nella definizione di fondi armonizzati e di introdurre norme sull'autorizzazione delle società di gestione e sul prospetto informativo semplificato.

La Commissione ha predisposto una bozza di proposta di direttiva sulle conglomerate finanziarie. A riguardo sono state formalizzate una serie di proposte propedeutiche alla preparazione di una nuova direttiva, la quale dovrà stabilire oltre alle regole per assicurare la vigilanza prudenziale e la stabilità delle conglomerate finanziarie, le norme sulla identificazione del *lead regulator* in caso di conglomerate transnazionali.

Durante il 2000 è stata raggiunta dai membri del Consiglio Europeo una posizione comune sulla direttiva in materia di riciclaggio. Il Parlamento Europeo è stato chiamato a esprimersi al fine di completare il processo necessario per l'adozione formale della direttiva. La proposta prefigura un allargamento dei soggetti tenuti a sottostare agli obblighi di identificazione delle transazioni sospette.

La proposta di direttiva sui fondi pensione è stata formalmente adottata dalla Commissione ed è in discussione presso il Consiglio dell'Unione Europea. L'elemento qualificante della proposta è l'introduzione di un quadro giuridico comunitario per gli enti pensionistici aziendali e professionali (che esclude i regimi previdenziali pubblici e quelli individuali). Nella direttiva sono contenute una serie di norme di armonizzazione quali le condizioni di esercizio dell'attività, le informazioni da fornire ai soggetti coinvolti, i poteri delle Autorità competenti, le riserve tecniche, gli investimenti e l'attività transfrontaliera degli enti pensionistici.

RIQUADRO 9

La Commissione ha predisposto una bozza di proposta di regolamento per l'introduzione nell'ordinamento europeo dei principi Ias (*International Accounting Standards*). La bozza prefigura l'introduzione di un apposito Comitato chiamato a valutare tali principi e a raccomandarne l'adozione alle società europee ammesse a quotazione o che intendano sollecitare il pubblico risparmio.

La Commissione ha inoltre pubblicato due importanti comunicazioni. La prima, sull'attuazione dell'art. 11 della direttiva sui servizi di investimento, indica regole concrete per il recepimento dei principi dettati nel 1993 dalla direttiva stessa in materia di regole di condotta. Le disposizioni della direttiva attribuiscono le competenze su tale materia alle Autorità del paese ove è prestato il servizio; detta attribuzione ha dato origine a un intenso dibattito. Questo tema, da tempo all'attenzione del *Forum of European Securities Commissions* (Fesco), non ha ancora trovato piena soluzione, anche perché le Autorità non possono rinunciare, in assenza di un intervento legislativo, alle responsabilità di vigilanza a esse demandate dalla direttiva. Al riguardo, la soluzione proposta dalla Commissione Europea, che recepisce le proposte contenute nel documento del Fesco nella definizione degli investitori professionali, attua il principio del mercato interno (competenza delle Autorità del paese di origine) in relazione ai servizi prestati a detti investitori. In sostanza, la competenza del paese di origine dell'intermediario, si giustifica in applicazione del principio di "proporzionalità e non duplicazione" (elaborato dalla Corte di Giustizia), tenuto conto del grado di armonizzazione delle normative nazionali raggiunto anche grazie all'opera del Fesco.

La seconda comunicazione, sull'aggiornamento della direttiva sui servizi di investimento, prefigura una consultazione di tutte le parti interessate (Autorità di vigilanza, operatori e borse). Tra i vari argomenti trattati, si rileva, in modo particolare, l'esigenza di valutare la necessità di introdurre disposizioni specifiche (soprattutto in materia di trasparenza) per gli *Alternative Trading Systems* (ATSS), anche in considerazione dell'esigenza di stabilire parità di condizioni di concorrenza tra questi e i mercati regolamentati. Particolare rilievo riveste inoltre, nell'ambito della comunicazione in argomento, l'opportunità di favorire una minore frammentazione dei sistemi di *clearing and settlement*.

All'inizio dell'anno la Commissione Europea ha pubblicato una comunicazione, prevista nel Piano d'Azione per i Servizi Finanziari, allo scopo di chiarire l'applicazione della direttiva sul commercio elettronico nel settore dei servizi finanziari. La comunicazione della Commissione, riconosce la necessità di stabilire regole specifiche, oltre a richiedere particolari cautele nel caso di servizi finanziari non coperti da direttive di armonizzazione comunitaria. La Commissione ha identificato, infine, altre misure che possono essere necessarie al fine di assicurare un mercato dei servizi dell'informazione efficiente e realmente integrato. In particolare, la Commissione ha stabilito l'utilità di pervenire alla definizione di un miglior sistema per la regolazione delle controversie transfrontaliere e l'importanza dell'adeguatezza delle norme di prevenzione delle frodi nonché dell'accrescimento della cooperazione tra le Autorità di vigilanza.

considerazione dal Gruppo per la stesura del rapporto finale. Sarà poi compito delle Commissioni di controllo dei mercati e banche centrali determinare l'ambito di applicazione di ciascuna raccomandazione nelle diverse giurisdizioni.

Il 28 marzo 2000, 21 organizzazioni facenti parte della Iosco, tra cui la Consob, hanno condotto un'azione di monitoraggio congiunta su Internet volta a identificare ipotesi di sollecitazione abusiva del pubblico risparmio, manipolazione e diffusione di informazioni false o fuorvianti. Durante la giornata (*Internet Surf Day*) sono stati visitati circa 10.000 siti e identificate oltre 1.000 attività che hanno dato luogo a ulteriori indagini da parte delle Autorità.

Sono proseguiti i lavori della *Task force*, costituita dal Comitato tecnico della Iosco nel 1999, per verificare il livello di recepimento degli *Objectives and Principles of Securities Regulation* (adottati nel settembre 1998). I vari comitati regionali della Iosco, invece, hanno iniziato la fase di revisione (*peer review*) del lavoro condotto nell'ambito dei singoli paesi.

Nel mese di ottobre 2000, il Comitato tecnico, nel confermare l'attualità dei principi in materia di vigilanza sui sistemi di negoziazione telematica di prodotti derivati (adottati nel 1990), ha dettato 4 nuovi principi diretti a integrarne il contenuto.

Tali principi sono volti a promuovere il coordinamento delle attività di vigilanza, l'efficiente e tempestivo scambio di informazioni tra le Autorità, la trasparenza del quadro normativo concernente il coordinamento e la cooperazione ai fini del controllo. Essi, inoltre, propongono di tener conto per l'accesso ai mercati, da parte di operatori stabiliti in altri paesi, del grado di recepimento degli Objectives and Principles of Securities Regulation della Iosco.

L'attività del Forum of European Securities Commissions

Il Fesco ha elaborato due importanti documenti per fornire una cornice normativa armonizzata per la prestazione dei servizi di investimento nello Spazio Economico Europeo. L'adozione di questi documenti rappresenta un significativo contributo al Piano D'Azione per i Servizi Finanziari, sviluppato dalla Commissione Europea.

Il primo documento indica i criteri e le procedure per mettere a punto un'appropriata differenziazione tra le categorie degli investitori; gli stessi criteri sono stati acquisiti dalla Commissione Europea in una recente comunicazione sull'interpretazione dell'art. 11 della direttiva 93/22/CEE sui servizi di investimento. Il secondo è un documento di consultazione sull'armonizzazione delle norme di comportamento per la protezione dell'investitore, considerata dai membri del Fesco uno dei maggiori ostacoli all'efficace prestazione cross-border dei servizi di investimento.

Nel dicembre scorso, il Gruppo di lavoro incaricato di esaminare la possibilità di dotare gli emittenti quotati di un "passaporto europeo", ha sottoposto al Fesco una bozza di rapporto per la Commissione Europea volta ad agevolare le offerte transfrontaliere di strumenti finanziari e l'ammissione a quotazione in altri mercati.

Il Gruppo era stato incaricato di sviluppare un sistema di registrazione facoltativo (shelf-registration) che consentisse di aggiornare le informazioni contenute nel prospetto informativo. Secondo il sistema proposto, agli emittenti quotati sarebbe consentito pubblicare, con cadenza annuale, un registration document contenente le informazioni relative alla società e, in occasione di ciascuna operazione di sollecitazione del pubblico risparmio, una nota informativa concernente le modalità oggetto dell'offerta.

Sulla proposta del Gruppo di lavoro, è emersa, successivamente, la volontà diffusa di procedere a un progetto più ambizioso che consenta la scelta del paese di origine in relazione alle competenze di vigilanza sul prospetto. Il Gruppo di lavoro ha quindi elaborato una dettagliata proposta di armonizzazione del contenuto del prospetto così da evitare ogni duplicazione nella produzione e nel controllo del documento.

In materia di *market abuse*, il Fesco ha fornito alla Commissione Europea il contributo dell'esperienza maturata dalle Autorità di vigilanza nella loro attività quotidiana di prevenzione e repressione di fenomeni di abuso di mercato.

Tra gli elementi trattati si sottolinea la necessità di affiancare un regime sanzionatorio amministrativo a quello, di natura prevalentemente penale, oggi in vigore nella maggioranza degli ordinamenti nazionali europei; si rileva, inoltre, l'opportunità di porre in essere adeguate misure preventive a situazioni di abuso, nonché di dotare le Autorità competenti di adeguati poteri di indagine.

Insieme al lavoro predisposto in materia di *market abuse*, è stato completato un documento in materia di stabilizzazione e riparto, pubblicato dal Fesco alla fine del 1999. Il documento propone l'adozione di un codice europeo (*Fesco European Code on Allotment*) volto a promuovere l'introduzione, negli ordinamenti nazionali, di norme idonee a tutelare e temperare gli interessi dei destinatari dell'offerta e quelli degli offerenti. Il Gruppo di lavoro, presieduto dal Presidente della Commissione valori finlandese, aveva l'obiettivo di individuare una *safe harbour discipline* volta a escludere, dall'ambito di applicazione delle normative nazionali in materia di *insider trading* e agiotaggio su strumenti finanziari, le operazioni poste in essere da intermediari collocatori.

Un contributo alla predisposizione della comunicazione al Consiglio e al Parlamento Europeo, sulla riforma della direttiva 93/22/CEE sui servizi di investimento, è stato fornito, alla Commissione Europea, dal Gruppo di lavoro presieduto dal Presidente della *Financial Services Authority* del Regno Unito, in materia di *Alternative Trading Systems* (ATSs). In un documento trasmesso alla Commissione Europea nel 2000, il Fesco ha sviluppato le proprie proposte per favorire una soluzione legislativa organica, a livello comunitario, in tema di disciplina dell'attività di gestione di sistemi di negoziazione.

Per quanto riguarda la cooperazione tra le Autorità ai fini della vigilanza, i partecipanti al *Fescopol* hanno continuato a riunirsi nel 2000, sotto la presidenza della *Financial Services Authority* del Regno Unito, per fornire risposte immediate alla violazione delle norme di rispettiva competenza. Rilevante è stato altresì l'apporto derivante dalla trattazione di tematiche d'interesse generale concernenti, ad esempio, la disamina dei poteri conferiti dagli ordinamenti nazionali ai membri del Fesco ovvero dalla standardizzazione delle procedure di cooperazione.

IX. LA GESTIONE FINANZIARIA, IL PERSONALE E LE RELAZIONI CON L'ESTERNO

La gestione finanziaria

Le entrate relative all'esercizio 2000, così come da bilancio preventivo definitivo, ammontano nel complesso a 245,4 miliardi di lire (Tav. IX.1), di cui 78,9 relativi a entrate contributive (pari al 32,1 per cento del totale). La quota maggiore di queste è da imputare a contribuzione da promotori finanziari pari a 18,9 miliardi (Tav. aIX.1).

Tav. IX.1

SCHEMA RIASSUNTIVO ENTRATE E SPESE (MILIARDI DI LIRE)

VOCI	1997 ¹	1998 ¹	1999 ¹	2000 ²
<i>ENTRATE</i>				
AVANZO DI AMMINISTRAZIONE ³	8,5	32,4	36,6	98,1
FONDO A CARICO DELLO STATO	58,4	50,0	55,0	60
ENTRATE PROPRIE:				
- ENTRATE DA CORRISPETTIVI ISTRUTTORI	2,5	4,9	5,1	5,2
- ENTRATE DA CORRISPETTIVI PER PARTECIPAZIONE A ESAMI	1,1	2,7	4,0	5,6
- ENTRATE DA CONTRIBUTI DI VIGILANZA	42,0	39,3	74,4	59,3
- ENTRATE DA CONTRIBUTI SULLE NEGOZIAZIONI	—	—	7,5	8,8
- ENTRATE DIVERSE	4,6	3,9	5,3	8,4
<i>TOTALE ENTRATE</i>	<i>117,1</i>	<i>133,2</i>	<i>187,9</i>	<i>245,4</i>
<i>SPESE</i>				
SPESE CORRENTI:				
- SPESE PER I COMPONENTI LA COMMISSIONE	2,4	2,4	2,5	2,6
- SPESE PER IL PERSONALE	64,6	63,1	62,1	67,7
- SPESE PER ACQUISIZIONE DI BENI E SERVIZI	21,1	24,2	25,0	32,8
- ONERI PER RIPRISTINO E AMPLIAMENTO IMMOBILIZZAZIONI	1,9	2,4	3,8	5,2
- SPESE NON CLASSIFICABILI	2,9	0,4	1,6	0,4
<i>TOTALE SPESE CORRENTI</i>	<i>92,9</i>	<i>92,5</i>	<i>95,0</i>	<i>108,7</i>
SPESE IN CONTO CAPITALE	1,0	4,7	92,9	136,7
<i>TOTALE SPESE</i>	<i>93,9</i>	<i>97,2</i>	<i>187,9</i>	<i>245,4</i>

¹ Dati consuntivi. ² Dati di preventivo definitivo. ³ L'avanzo del 1999 è dato dalla differenza tra il totale delle entrate e il totale delle spese, e dalle differenze derivanti dalla gestione dei residui, non indicate nella tavola e pari a 0,3 miliardi di lire. L'avanzo 1999 è riportato tra le entrate 2000.

Le spese in conto capitale sono state finalizzate, in primo luogo, alle iniziative immobiliari concernenti l'acquisto di un immobile da destinare a nuova sede dell'Istituto in Roma e la ristrutturazione di un immobile, ottenuto in concessione dal Comune di Milano, destinato a nuova sede milanese dell'Istituto (128,2 miliardi di lire in complesso), e, in secondo luogo, all'ammodernamento e potenziamento del sistema informatico (5,5 miliardi circa). L'aumento delle spese correnti è da porre in relazione all'incremento degli accantonamenti per ripristino immobilizzazioni, delle spese per il personale (in connessione al programma di completamento dell'organico di legge) e delle spese per acquisizione di beni di consumo e servizi.

Nel mese di dicembre è stato approvato il bilancio di previsione per l'esercizio 2001. Le entrate previste per l'esercizio assommano in complesso a 131,8 miliardi di lire e derivano per 60 miliardi dal fondo a carico dello Stato, per 62,9 miliardi dalle entrate contributive di cui all'art. 40 della legge 23 dicembre 1990, n. 724 e per 8,4 miliardi da altre entrate proprie dell'Istituto (essenzialmente costituite da interessi attivi e utilizzi dei fondi beni immobili e mobili). Si aggiunge per 138,9 miliardi il complessivo "Avanzo di amministrazione presunto dell'esercizio 2000"; esso è ripartito nelle separate componenti di "Avanzo di amministrazione disponibile" per la copertura finanziaria delle spese programmate per l'esercizio 2001 (9,6 miliardi) e di "Avanzo di amministrazione generato da prenotazioni di impegno 2000 trasferite all'esercizio 2001 ai sensi dell'art. 19 del Regolamento di contabilità" (129,3 miliardi). Quest'ultimo è destinato pressoché per intero (128,2 miliardi) a finanziare le iniziative immobiliari sopra citate. La previsione effettiva della spesa complessiva per l'esercizio 2001 (al netto delle suddette prenotazioni di impegno trasferite dall'esercizio 2000) somma a 141,4 miliardi, di cui 131,6 per «Spese correnti» e 9,8 per «Spese in conto capitale».

L'incremento delle spese correnti previste per il 2001, rispetto al corrispondente dato di previsione iniziale 2000, è dovuto essenzialmente al rilevante aumento dell'accantonamento per Trattamento Pensionistico Integrativo del personale di ruolo dell'Istituto, ai maggiori oneri connessi alla prosecuzione del programma di completamento dell'organico di legge, alla necessità di effettuare uno speciale stanziamento di somme da destinare al fondo pensione complementare da istituire ai sensi del d.lgs. 28 aprile 1993 n. 124, relativo al personale dell'Istituto assunto a partire dalla data di entrata in vigore del predetto decreto, e ai maggiori oneri connessi al riassetto organizzativo del settore dei promotori finanziari previsto per il 2001. Quanto alle spese in conto capitale, la previsione effettiva per il 2001 è pari a 9,8 miliardi di lire a fronte dell'omologo dato iniziale 2000 pari a 20,5 miliardi (- 52,2 per cento) che, peraltro, ricomprendeva anche uno stanziamento di 14,1 miliardi correlato all'acquisto dell'immobile destinato a nuova sede in Roma. L'indicata previsione per il 2001 riflette essenzialmente la prosecuzione del programma di ammodernamento del sistema informatico dell'Istituto, oltre che uno stanziamento di 3,7 miliardi, correlato a maggiori oneri relativi ai lavori di ristrutturazione dell'immobile destinato a nuova sede in Milano, e uno stanziamento di 0,7 miliardi, correlato a maggiori oneri relativi alla progettazione dei predetti lavori di ristrutturazione.

A dicembre 2000, la Commissione ha definito il regime contributivo valevole per l'anno 2001 individuando, in base a quanto previsto dall'art. 40 della legge 724/1994, le attività a fronte delle quali esigere contribuzioni, i soggetti tenuti al loro pagamento e la misura delle singole contribuzioni dovute.

I relativi provvedimenti riflettono la sostanziale invarianza del quadro normativo di riferimento; essi di conseguenza prevedono le medesime quattro tipologie di contribuzione (corrispettivo istruttorio, corrispettivo per la partecipazione a esami, contributo di vigilanza e contributo sulle negoziazioni) e contengono solo limitate modifiche indotte dalle innovazioni che hanno interessato i mercati (autorizzazione della Monte Titoli spa all'esercizio dei servizi di liquidazione di cui all'art. 69, comma 1, del Tuf), ovvero dall'esperienza applicativa (esenzione per le obbligazioni già quotate di diritto al 2 gennaio 1998 e assunzione come base di riferimento per i *warrants* e *covered warrants* del numero di titoli quotati).

Per quanto attiene alla misura delle singole contribuzioni, i provvedimenti per l'esercizio 2001 hanno operato un intervento di riduzione delle tariffe applicate per il 2000 che ha riguardato gli intermediari, i gestori collettivi, i promotori finanziari, le società di revisione e gli emittenti quotati. È stato inoltre introdotto un tetto massimo (5 miliardi di lire) alla contribuzione dovuta dagli offerenti strumenti finanziari a fronte di ogni operazione di offerta. Tali categorie di operatori presentavano, infatti, a tariffe 2000 invariate e per effetto dell'intervenuta espansione delle basi imponibili, elevate percentuali di copertura dei relativi costi previsti a carico dell'Istituto per il 2001.

Sempre con riferimento al regime contributivo, l'art. 145, comma 28, della legge 23 dicembre 2000, n. 388 (legge finanziaria per il 2001) ha, come più volte auspicato dalla Commissione, modificato il comma 3 dell'art. 40 della legge 724/1994, sostituendo il legame tra contribuzioni e singoli servizi resi dall'Istituto con il legame tra contribuzioni e attività complessiva di vigilanza svolta su ciascuna categoria di soggetti.

L'attuazione di tale modifica produrrà, a partire dal 2002, i seguenti effetti: unicità di versamento annuale per ciascun operatore appartenente a una determinata categoria (con conseguente eliminazione dei corrispettivi istruttori, dei corrispettivi per la partecipazione a esami e del contributo sulle negoziazioni); semplificazione dei meccanismi di determinazione annuale delle contribuzioni in quanto collegate non più ai singoli servizi resi, bensì al complesso delle attività svolte relativamente a ciascuna categoria di soggetti vigilati; semplificazione della gestione amministrativa del sistema, conseguente alla riduzione del numero dei versamenti; stabilizzazione della struttura degli annuali provvedimenti sul regime contributivo.

L'organizzazione e le risorse umane

Nel corso del 2000, l'organico è stato modificato a seguito dell'immissione in ruolo di dipendenti assunti con contratto di lavoro subordinato, nonché dell'assunzione di risorse anche tramite procedure concorsuali (Tav. IX.2 e aIX.3).

In particolare, sono stati immessi in ruolo 14 dipendenti assunti con contratto di lavoro subordinato a tempo determinato, mediante la procedura concorsuale prevista dall'art. 6, comma 9, del decreto legislativo 29 ottobre 1999, n. 419.

Sono state inoltre assunte le seguenti risorse a seguito di procedure concorsuali svoltesi nel corso del 1999: 36 con qualifica di coadiutore (provenienti da un concorso pubblico per la sede secondaria operativa di Milano); una con contratto di lavoro subordinato a tempo determinato equiparato alla qualifica di coadiutore (proveniente da una selezione pubblica di personale da destinare alla sede secondaria operativa di Milano); 3 con contratto di lavoro subordinato a tempo determinato equiparato alla qualifica di funzionario di 2^a (provenienti da una selezione pubblica).

L'organico dell'Istituto è stato ulteriormente rafforzato con le seguenti assunzioni: 10 risorse con qualifica di vice assistente (provenienti da un concorso pubblico per la sede secondaria operativa di Milano); una risorsa con contratto di lavoro subordinato a tempo determinato equiparato alla qualifica di condirettore centrale in posizione di diretta collaborazione con il Direttore Generale (proveniente da una selezione pubblica per la sede di Roma); una risorsa con contratto di lavoro subordinato a tempo determinato equiparato alla qualifica di coadiutore per le esigenze di segreteria di un componente la Commissione.

Tav. IX.2

IL PERSONALE¹

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

Si veda la sezione Note metodologiche. ¹ Dati di fine anno.

Nel 2000 la Commissione ha inoltre approvato un piano di assunzioni per il completamento dell'organico finalizzato a una dotazione complessiva per la sede di Roma e quella di Milano, rispettivamente, di 300 e di 150 risorse.

A tal fine, nel 2000 sono state bandite le seguenti procedure concorsuali la cui conclusione è prevista per il corrente anno: concorso pubblico, per titoli ed esami, a 5 posti di funzionario di 2^a, da destinare alla sede secondaria operativa di Milano; concorso pubblico, per titoli ed esami, a 5 posti di coadiutore, da

destinare alla sede secondaria operativa di Milano; selezione per l'assunzione, con contratto di lavoro subordinato a tempo determinato, di una risorsa da destinare presso la sede di Roma in posizione di diretta collaborazione con il Direttore Generale, alla effettuazione di studi giuridici e alla progettazione e organizzazione della relativa funzione.

Nel corso dell'anno, è proseguita l'attività di addestramento: in particolare, si è concluso un piano di formazione triennale relativa al periodo 1997-2000, dedicata prevalentemente all'omogeneizzazione delle conoscenze in campo informatico e linguistico; inoltre, è stata avviata l'attività di formazione tecnica e comportamentale che dovrebbe impegnare il prossimo triennio. Sono state erogate complessivamente 36.000 ore di formazione, con una media pro-capite di circa 92 ore. Notevole impulso è stato dato inoltre alle attività di formazione relativa a temi di comunicazione organizzativa e rivolta alla dirigenza dell'Istituto.

Le relazioni con l'esterno

Nel corso del 2000 la Commissione ha promosso l'attività di relazioni con l'esterno al duplice scopo di garantire una più ampia e agevole conoscibilità dell'azione dell'Istituto e delle informazioni in suo possesso, nonché la realizzazione di iniziative orientate a diffondere presso i risparmiatori la conoscenza delle regole che presiedono al funzionamento del mercato mobiliare (*investor education*).

Il perseguimento di tali obiettivi è funzionale alla tutela degli investitori e si affianca ai tradizionali strumenti di vigilanza a disposizione dell'Istituto. L'importanza di tali forme di intervento emerge anche dall'esame delle iniziative poste in essere dalle omologhe Autorità estere e dai primi confronti che sul tema della investor education si sono avviati a livello internazionale; essa è, inoltre, rafforzata anche dalla recente introduzione nel nostro ordinamento di una disciplina organica dell'attività di informazione e di comunicazione delle pubbliche amministrazioni (legge 7 giugno 2000, n. 150).

Il sito internet, attivato nel luglio 1998, ha visto rafforzata nel mese di aprile 2000 la sua funzione di strumento informativo rivolto, oltre che agli operatori specializzati, anche al grande pubblico; i suoi contenuti sono stati arricchiti e la sua veste grafica è stata rinnovata. Per far fronte al crescente numero di accessi e di richieste di documenti (Tav. IX.3), la Commissione ha provveduto a quadruplicare le linee di accesso al sito per il 2001.

La nuova home page è organizzata per consentire la visualizzazione di tutte le sezioni del sito e accedere agevolmente ai loro contenuti. Nella pagina iniziale sono segnalate le novità inserite nel sito e le comunicazioni a tutela dei risparmiatori, mentre apposite icone consentono di consultare gli ultimi numeri della newsletter "Consob Informa" e del Bollettino, nonché di accedere direttamente all'azionariato delle società quotate. Le informazioni disponibili sono raccolte in 7 sezioni generali: "Consigli per i risparmiatori", "Consob", "Società", "Intermediari e Mercati", "Decisioni della Consob", "Regolamentazione" e "Pubblicazioni e comunicati".

La sezione dedicata ai "Consigli per i risparmiatori" è collocata al primo posto in considerazione dell'importanza strategica che riveste per la tutela del risparmio; al suo interno sono inserite avvertenze per gli investitori, segnalazioni di attività di sollecitazione del risparmio non autorizzate o fraudolente e

iniziative di investor education, tra le quali un programma appositamente realizzato per il calcolo dei costi delle commissioni sulle gestioni individuali e collettive, il cui scopo è quello di fornire uno strumento di confronto dei costi relativi a diversi prodotti finanziari. La sezione "Consob" illustra l'attività della Commissione e la sua organizzazione, mentre la successiva sezione "Società" comprende informazioni sulle società quotate, gli emittenti titoli diffusi e le società di revisione contabile. Nella sottosezione "Società quotate", attraverso un motore di ricerca è possibile consultare informazioni relative agli assetti proprietari (correnti e storici), alle partecipazioni rilevanti aggiornate quotidianamente e alla composizione degli organi sociali delle società quotate. In "Intermediari e Mercati" sono consultabili: l'albo delle Sim e delle fiduciarie, l'elenco delle imprese di investimento comunitarie, l'albo dei promotori finanziari, gli elenchi dei mercati regolamentati italiani e dei mercati riconosciuti esteri, nonché quello dei sistemi di scambi organizzati.

La sezione "Decisioni della Consob" contiene i provvedimenti della Commissione (delibere, comunicazioni di carattere generale, risposte a quesiti) ordinati cronologicamente. La sezione "Regolamentazione" si articola in due sottosezioni, "Leggi, regolamenti e orientamenti Consob" e "Lavori preparatori". La prima accoglie, oltre alle leggi e ai regolamenti aggiornati, anche gli orientamenti interpretativi della Commissione. Nella seconda sono riportati i lavori preparatori dei provvedimenti attuativi del Tuf. Nella sezione "Pubblicazioni e comunicati", infine, sono contenute le collezioni dei comunicati stampa (dal 1998), della newsletter "Consob Informa" (dal 1997), della Relazione Annuale (dal 1997) e dei "Quaderni di finanza" (dal 1999), oltre ai testi degli interventi e delle audizioni parlamentari.

TAV. IX.3

ACCESSI ALLE PAGINE DEL SITO INTERNET

PAGINE	TOTALE
HOME PAGE (NOVITÀ)	897.500
PER I RISPARMIATORI	49.551
LA CONSOB	55.521
SOCIETÀ	301.575
INTERMEDIARI E MERCATI	93.753
DECISIONI DELLA CONSOB	137.856
REGOLAMENTAZIONE	97.143
PUBBLICAZIONI E COMUNICATI	196.956
ALTRI SITI	26.340
MOTORE DI RICERCA UNICO	99.516
AIUTO E MAPPA DEL SITO	49.194
VERSIONE IN LINGUA INGLESE	27.789

Il ruolo di principale veicolo di informazione del sito internet è anche alla base della revisione, messa a punto negli ultimi mesi dell'anno, dei contenuti e della struttura del Bollettino e del notiziario settimanale "Consob Informa". Le due pubblicazioni, oltre a mantenere la tradizionale veste cartacea, snellita nel caso del Bollettino e arricchita in quello della *newsletter*, interagiscono direttamente con alcune delle informazioni inserite nel sito *web*.

Il Bollettino, a partire dal primo numero del 2001, si compone di una "Parte cartacea", diventata quindicinale (anziché mensile e comunque scaricabile dal sito internet) e di una "Parte informatica" pubblicata esclusivamente nel sito web. La prima ricalca, in parte, il precedente Bollettino mensile e contiene le decisioni adottate dalla Commissione nel periodo di riferimento di ciascun mese (suddivise in: Delibere e Provvedimenti urgenti, Comunicazioni e Altre decisioni). La "Parte informatica", oltre a riportare le delibere di variazione degli albi e la sezione intitolata "La trasparenza azionaria" è interamente dedicata agli albi ed elenchi tenuti dall'Istituto (imprese di investimento, promotori finanziari, società di revisione, mercati regolamentati italiani ed esteri, sistemi di scambio organizzati) in versione integrale e aggiornati periodicamente. In questa parte sono inserite anche tutte le delibere di variazione degli albi (nuove iscrizioni, cancellazioni, variazioni anagrafiche ecc.).

Le innovazioni che hanno interessato la newsletter settimanale "Consob Informa", disponibile sia nella versione cartacea che sul sito web, riguardano la struttura del notiziario, che si divide in due sezioni distinte. La prima ricalca ampiamente la precedente edizione e ospita le informazioni istituzionali (ad esempio, accordi internazionali, convegni, pubblicazione di studi), nonché le descrizioni sintetiche delle decisioni della Commissione di portata generale (regolamenti, raccomandazioni, interpretazioni, ecc.) e di interesse pubblico (come i nulla-osta a prospetti e documenti informativi). La seconda contiene l'elencazione delle decisioni assunte o rese pubbliche dalla Commissione nell'ultima settimana, sia che si tratti di atti formali (delibere, comunicazioni, raccomandazioni), sia che abbiano contenuto diverso (per esempio, decisioni su pratiche di insider trading e manipolazione, impugnazione di bilanci, nulla-osta e prospetti). Nella versione telematica della newsletter, cliccando sulle singole voci di tale elenco si accede attraverso appositi links direttamente al testo della decisione nella formulazione ufficiale.

Nel corso dell'anno è stata pubblicata la seconda edizione della "Raccolta di Normativa concernente la Consob" al fine di consentire una più completa e agevole consultazione della regolamentazione del sistema finanziario nazionale. La Raccolta, pubblicata a distanza di 2 anni dall'emanazione del Tuf e dei suoi provvedimenti attuativi, si articola, come nella prima edizione del 1996, in 3 parti in cui sono raccolti i testi aggiornati, rispettivamente, delle leggi, dei regolamenti e delle disposizioni di carattere generale in materia di mercati finanziari.

Oltre alle iniziative precedentemente illustrate è proseguita la consueta attività di riscontro (fisico, telefonico ed elettronico) svolta nei confronti del pubblico (Tav. aIX.3). La gestione delle richieste di informazioni ha comportato un rilevante impegno dell'Istituto nel corso del 2000, con un significativo incremento, in particolare, delle richieste avanzate via *e-mail*.

APPENDICE

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.

LA PROPRIETÀ DELLE SOCIETÀ QUOTATE

Tavv. I.1, I.2, I.3, I.4, I.5 e I.6 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.

I dati riportati nelle tavole si riferiscono alle partecipazioni calcolate sul capitale ordinario delle società.

Per quota del mercato si intende la quota detenuta dai soggetti che detengono quote non superiori al 2 per cento del capitale rappresentato da azioni con diritto di voto

Per Borsa si intende il Mercato Telematico Azionario

Tav.I.1, aI.1

La definizione dei modelli di controllo è la seguente:

di diritto: si ha quando un singolo azionista detiene più del 50% 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% dei diritti di voto esercitabili in assemblea ordinaria o consente di esercitare un controllo di fatto

Tavv. al.5, e al.6

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.

I CONTROLLI SULLE SOCIETÀ QUOTATE

Tav. alI.6

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 SOLLECITAZIONE ALL'INVESTIMENTO E LE OPERAZIONI DI FINANZA STRAORDINARIA

Tavv. III.1, III.2, III.3, III.4, III.5, III.6, III.7 e Tavv. aIII.1, aIII.2, aIII.3, aIII.4, aIII.5

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 della *green shoe*. 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*.
- 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; 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;
- i dati relativi ai collocamenti privati diretti a soggetti nominativamente indicati non vengono classificati né nella *tranche* pubblica né in quella istituzionale, ma vengono computati nell'ammontare complessivo dell'offerta.

Tav. III.5

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.

Tavv. III.7, aIII.5 e aIII.6

Le elaborazioni hanno riguardato esclusivamente le offerte di titoli quotati o emessi da società quotate, le offerte finalizzate alla quotazione e le offerte di titoli obbligazionari garantiti dallo Stato. 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. I dati relativi alle offerte destinate al pubblico comprendono le eventuali quote riservate ai clienti o agli utenti della società emittente; i dati relativi al collocamento riservato a soggetti nominativamente individuati sono riportati alla

voce "Altri". 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. aIII.4

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. aIII.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.

GLI INTERMEDIARI MOBILIARI

Tav. VI.2

I dati sono tratti dai prospetti informativi. 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. VI.8

I dati possono comprendere provvedimenti adottati nei confronti dello stesso soggetto.

Il "richiamo" fa riferimento alla sanzione prevista dall'art. 22 della legge 402/1967 per gli agenti di cambio.

Per Sim e banche sono state considerate le proposte di applicazione di sanzioni amministrative e pecuniarie inviate al Ministero del tesoro; i dati riferiti al 1999 tengono conto delle proposte formulate

secondo la procedura di cui all'art. 195 del Tuf sia nei confronti degli esponenti aziendali per violazioni commesse dopo il 1° settembre 1996, sia nei confronti degli intermediari per violazioni commesse nel vigore della legge 1/1991.

I provvedimenti di sospensione sono quelli previsti per gli agenti di cambio dall'art. 22 della legge 402/1967 e dall'art. 201, comma 14, del Tuf.

Tav. aVI.1

Le categorie dei fondi sono state individuate sulla base delle classificazioni Assogestioni vigenti alle date di analisi. La classificazione Assogestioni vigente dal maggio 1995 al 31 dicembre 1998 prevedeva 3 macrocategorie: fondi azionari, bilanciati e obbligazionari; la nuova classificazione, introdotta dal 1° gennaio 1999, è più articolata e prevede 5 macrocategorie: fondi azionari, bilanciati, obbligazionari, di liquidità e flessibili.

Tav. aVI.6

Per investimenti in essere si intende il totale delle attività del fondo, ad eccezione delle disponibilità liquide, delle attività diverse e dei ratei attivi. Il dato relativo alle azioni non quotate comprende anche le obbligazioni convertibili, o *cum warrant*, in azioni dello stesso emittente.

LA GESTIONE FINANZIARIA, IL PERSONALE E LE RELAZIONI CON L'ESTERNO

Tavv. IX.2 e aIX.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.