



CONSOB

COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETA' E LA BORSA

RELAZIONE PER L'ANNO 2001

ROMA, 31 MARZO 2002

COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

Presidente
Luigi SPAVENTA

Componenti
Lamberto CARDIA
Renato RORDORF
Filippo CAVAZZUTI
Enrico CERVONE

Direttore Generale
Massimo TEZZON

INDICE DEI RIQUADRI

1.	<i>La presenza dell'holding discount nei gruppi quotati italiani a fine 1995 e 2000</i>	61
2.	<i>L'operazione sul capitale Olivetti e la ristrutturazione del gruppo Montedison</i>	82
3.	<i>L'andamento dei mercati azionari internazionali a seguito degli eventi dell'11 settembre 2001</i>	103
4.	<i>Operatività su azioni proprie da parte delle società quotate nel corso del 2001</i>	106
5.	<i>Il market model adottato da Borsa Italiana spa</i>	112
6.	<i>Obbligazioni reverse convertible, loro funzionamento e manipolazione operativa</i>	123
7.	<i>La proposta di direttiva sugli abusi di mercato e le proposte del Cesr sulle misure preventive</i>	126
8.	<i>Fondi di fondi e accordi di retrocessione di commissioni</i>	134

INDICE

PARTE PRIMA

RELAZIONE AL MINISTRO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE	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>	13
<i>La vigilanza sui mercati e sugli operatori</i>	16
<i>Le attività intraprese a seguito degli eventi dell'11 settembre 2001</i>	18
<i>L'attività in sede giurisdizionale</i>	19
<i>Le relazioni internazionali</i>	21
<i>La gestione dell'Istituto e le relazioni con l'esterno</i>	22
II. LINEE DI INDIRIZZO E QUESTIONI APERTE	
<i>La revisione del Tuf e del diritto societario</i>	25
<i>Il mercato unico dei capitali e dei servizi finanziari</i>	28
<i>Il governo societario e l'informativa</i>	30
<i>I mercati e gli intermediari mobiliari</i>	32
DISCORSO DEL PRESIDENTE DELLA CONSOB AL MERCATO FINANZIARIO	35
<i>Il sistema finanziario internazionale: forza e problemi</i>	37
<i>Enron e dintorni</i>	39
<i>Assetti proprietari e di controllo</i>	42
<i>I diritti degli azionisti</i>	43

<i>Il mercato e le borse</i>	46
<i>La tutela dei consumatori di servizi finanziari</i>	48
<i>Verso un mercato unico dei servizi finanziari in Europa?</i>	50

PARTE SECONDA

<i>DATI E ANALISI SULL'ATTIVITÀ DELLA CONSOB E SULL'EVOLUZIONE DEL QUADRO DI RIFERIMENTO</i>	55
---	----

I. *LA PROPRIETÀ DELLE SOCIETÀ QUOTATE*

<i>La struttura proprietaria e il controllo nelle società quotate</i>	57
<i>I trasferimenti di controllo e le Opa su società quotate</i>	65
<i>L'attività regolamentare e interpretativa in materia di Opa</i>	66
<i>I consigli di amministrazione delle società quotate</i>	69

II. *LE OPERAZIONI DI COLLOCAMENTO E DI FINANZA STRAORDINARIA*

<i>Le operazioni finalizzate alla quotazione e le altre operazioni di sollecitazione</i>	72
<i>Le offerte finalizzate alla quotazione di titoli azionari</i>	73
<i>Gli intermediari nelle offerte iniziali</i>	78
<i>Il collocamento di titoli delle società quotate e le operazioni di finanza straordinaria</i>	80
<i>Le operazioni di sollecitazione relative a titoli non quotati e le offerte di emittenti esteri</i>	84
<i>L'attività regolamentare e interpretativa in materia di sollecitazione e operazioni straordinarie</i>	86

III.	<i>L'INFORMATIVA SOCIETARIA</i>	
	<i>L'attività di vigilanza e di enforcement</i>	88
	<i>L'informativa agli azionisti in sede assembleare</i>	90
	<i>L'informativa contabile e i controlli delle società di revisione</i>	91
	<i>L'informativa continua price sensitive</i>	93
	<i>Gli studi sulle società quotate</i>	95
	<i>L'attività regolamentare e interpretativa</i>	97
IV.	<i>I MERCATI REGOLAMENTATI E GLI SCAMBI ORGANIZZATI</i>	
	<i>I mercati regolamentati</i>	102
	<i>Gli scambi organizzati</i>	110
	<i>La vigilanza sulle società di gestione e sui mercati regolamentati</i>	112
	<i>L'attività regolamentare e interpretativa</i>	115
V.	<i>L'ABUSO DI INFORMAZIONI PRIVILEGIATE E L'AGGIOTAGGIO</i>	
	<i>Le indagini effettuate e i loro risultati</i>	117
	<i>Gli esiti delle relazioni inviate all'Autorità Giudiziaria</i>	120
	<i>Alcune tipologie di abuso di informazioni privilegiate e di aggio</i>	121
	<i>Linee evolutive della disciplina del market abuse</i>	125
	<i>Le indagini sui fatti dell'11 settembre 2001</i>	129
VI.	<i>GLI INTERMEDIARI MOBILIARI</i>	
	<i>Andamenti e struttura del settore</i>	132
	<i>L'attività di vigilanza</i>	140
	<i>I provvedimenti sanzionatori e cautelari</i>	143
	<i>L'attività regolamentare e interpretativa</i>	146

VII.	<i>L'ATTIVITÀ IN SEDE GIURISDIZIONALE</i>	
	<i>Il contenzioso sui provvedimenti in materia di vigilanza</i>	150
	<i>La verifica in sede giurisdizionale dell'attività dell'Istituto</i>	153
	<i>L'attività svolta nei procedimenti per i reati di abuso di informazioni privilegiate e aggio</i>	155
VIII.	<i>LE RELAZIONI INTERNAZIONALI</i>	
	<i>La cooperazione internazionale</i>	159
	<i>L'attività dell'Unione Europea in materia di servizi finanziari</i>	160
	<i>L'attività del Committee of the European Securities Regulators</i>	163
	<i>L'attività della International Organization of Securities Commissions</i>	165
IX.	<i>LA GESTIONE INTERNA E LE RELAZIONI CON L'ESTERNO</i>	
	<i>La gestione organizzativa</i>	168
	<i>La gestione finanziaria</i>	170
	<i>La gestione delle risorse umane</i>	174
	<i>Le relazioni con l'esterno e l'attività di investor education</i>	175
	<i>APPENDICE</i>	
	<i>Indice delle tavole</i>	181
	<i>Tavole statistiche</i>	183
	<i>Note metodologiche</i>	225

*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 l'8 aprile 2002.

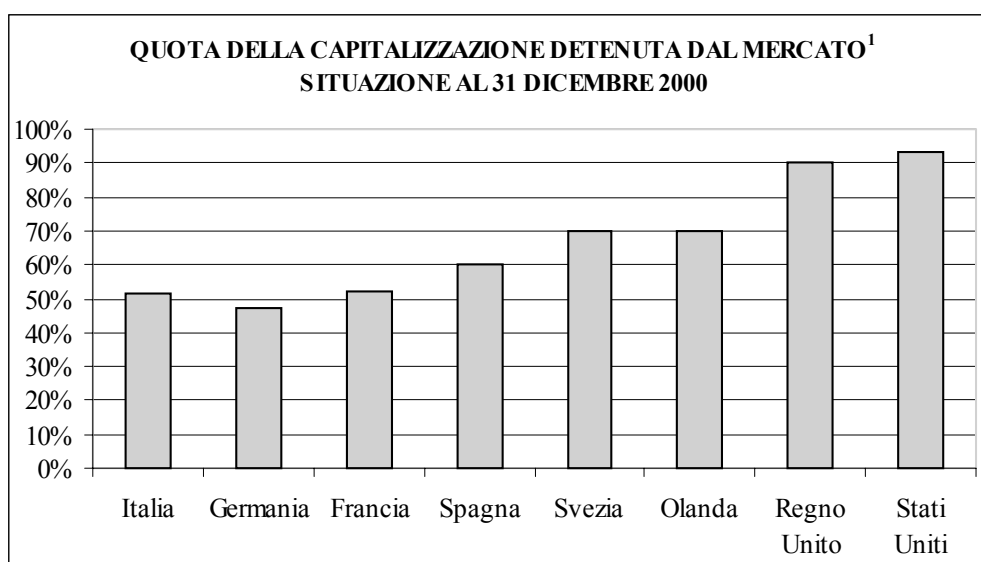
I. LA PROPRIETÀ DELLE SOCIETÀ QUOTATE

La struttura proprietaria e il controllo nelle società quotate

I cambiamenti intervenuti negli assetti proprietari di alcune importanti società quotate nel corso del 2001 non hanno influito in maniera significativa sulla concentrazione proprietaria del complesso delle società quotate in Borsa che rimane elevata. La quota della capitalizzazione totale del mercato, relativa al capitale ordinario, detenuta dal primo azionista di ogni società quotata al 31 dicembre 2001 si è solo lievemente ridotta rispetto alla situazione dell'anno precedente, passando dal 44 per cento al 42,2 per cento. La quota di capitalizzazione detenuta dal mercato, cioè dagli azionisti con partecipazioni non superiori al 2 per cento del capitale con diritto di voto, resta inferiore al 50 per cento, seppure in leggero aumento rispetto al 2000 (Tav.a.I.1).

Un confronto internazionale sui dati a fine 2000, basati sulle partecipazioni superiori al 5 per cento, che rappresenta la soglia minima di disclosure adottata nei principali paesi, mostra che la concentrazione proprietaria delle società quotate italiane appare in linea con quella delle società quotate dei principali paesi dell'Europa continentale (in Francia e Germania la quota del mercato sulla capitalizzazione complessiva è stimabile tra il 45 e il 55 per cento), mentre è molto superiore a quella dei paesi anglosassoni (dove la quota del mercato è stimabile in oltre il 90 per cento). Una minore concentrazione rispetto a quella delle società italiane è invece riscontrabile in altri paesi europei, quali Spagna, Svezia e Olanda, dove la quota del mercato è stimabile in valori compresi tra il 60 e il 70 per cento (Grafico 1).

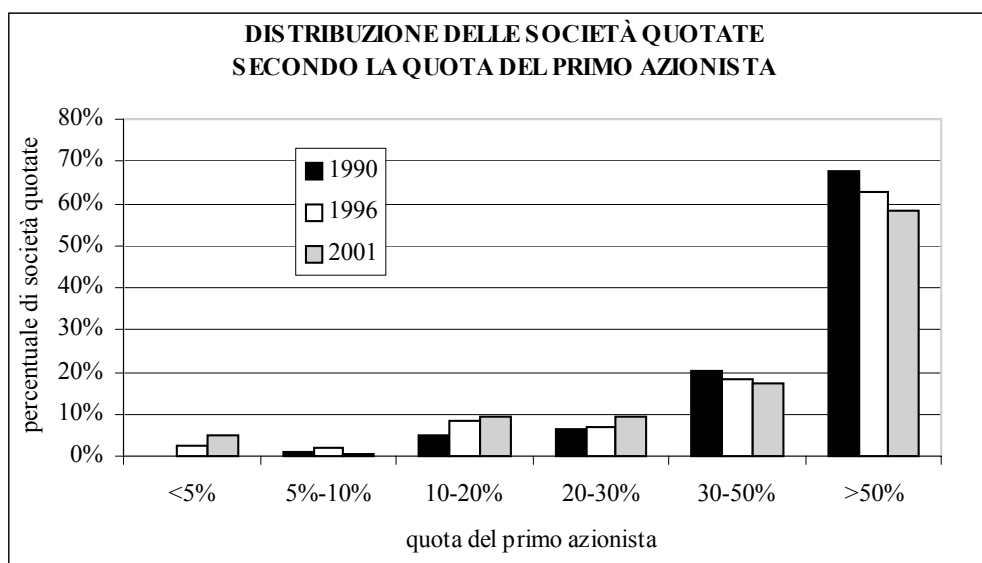
GRAFICO 1



Fonte: Elaborazioni Consob e Fibv. ¹ Quota della capitalizzazione complessiva detenuta dagli azionisti con partecipazioni inferiori al 5 per cento del capitale rappresentato da azioni con diritto di voto.

L'elevata concentrazione proprietaria si riflette nella prevalenza di modelli di controllo poco contendibili: alla fine del 2001 per quasi il 60 per cento delle società quotate italiane, la quota del primo azionista è superiore al 50 per cento, mentre solo per circa il 15 per cento delle società quotate, la quota del primo azionista è inferiore al 20 per cento, soglia convenzionalmente presa a riferimento nei principali studi comparatistici per identificare una situazione di controllo di fatto. La scarsa contendibilità del controllo delle società quotate appare una caratteristica strutturale del mercato italiano, anche se si denota una tendenza verso una sua attenuazione rispetto agli inizi e alla metà degli anni novanta (Grafico 2).

GRAFICO 2



Il peso in termini di capitalizzazione di borsa delle società controllate di diritto è pari a circa il 50 per cento. In costante aumento appare il peso delle società per le quali esiste un patto di sindacato di voto in grado di esercitare un'influenza dominante sull'assemblea (a fine 2001 tali società rappresentavano oltre l'11 per cento della capitalizzazione complessiva), mentre il peso delle società per le quali non è possibile identificare un azionista o una coalizione di azionisti in grado di esercitare il controllo, è ritornato sui livelli del 1996, pari a circa il 16 per cento (Tav.al.1). Peraltro, anche per tali società la struttura proprietaria appare concentrata.

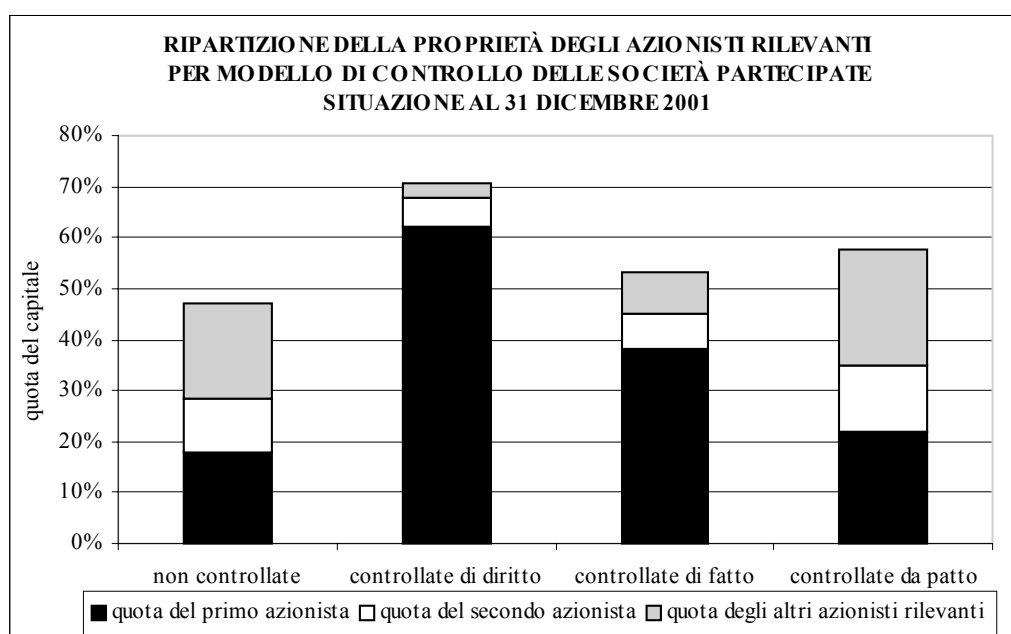
Escludendo infatti dalle 39 società non controllate le 11 società in forma cooperativa (prevalentemente banche popolari), per le quali vigono vincoli statutari al possesso azionario, emerge che la quota media del flottante delle società non controllate è pari al 47 per cento, un valore addirittura inferiore a quello delle società controllate di fatto (49 per cento).

Una caratteristica peculiare degli assetti proprietari delle società quotate italiane è rappresentata dalla rilevanza delle quote detenute dal secondo azionista, che in molti casi appare in grado di svolgere un efficace ruolo di *monitoring* sulla conduzione della società, anche in

presenza di un primo azionista con quote elevate del capitale. La presenza di un secondo azionista rilevante (cioè con più del 2 per cento di diritti di voto) è comunque più diffusa per le società non controllate di diritto.

La quota media del secondo azionista è pari al 9 per cento del capitale ordinario e, considerando il modello di controllo delle società, va da un minimo del 6 per cento per le società controllate di diritto, ad un massimo del 13 per cento per quelle controllate da un patto (Grafico 3). Un secondo azionista rilevante è presente nell'85 per cento delle società controllate di diritto e nel 75 per cento delle società controllate di fatto. La quota del secondo azionista è superiore al 10 per cento nel 15 per cento delle società controllate di diritto e in circa un terzo delle società controllate di fatto. Il secondo azionista delle società controllate è nel 40 per cento dei casi un investitore istituzionale o un'istituzione finanziaria (20 per cento per entrambe le categorie).

GRAFICO 3



La presenza di un secondo azionista con quote rilevanti del capitale è una caratteristica strutturale del mercato italiano: la quota di società per le quali la partecipazione del secondo azionista supera il 10 per cento era pari a circa un terzo nel 1990, a un quinto nel 1995 e a un quarto nel 2001; il peso di tali società sulla capitalizzazione complessiva è passato dal 20 per cento circa del 1990 al 9 per cento del 1995, all'8 per cento del 2001.

La ripartizione delle quote detenute dagli azionisti rilevanti per tipologia di azionista mostra alla fine del 2001 una sostanziale stabilità rispetto all'anno precedente (Tav.a.I.3). La quota maggiore è detenuta dalle società di capitali e dallo Stato, a conferma del ruolo preponderante svolto dai gruppi piramidali nella struttura proprietaria e del permanere di una elevata proprietà di

matrice pubblica. La quota detenuta da banche e assicurazioni appare in calo e concentrata nelle società appartenenti ai settori finanziari.

Le banche e le assicurazioni detengono rispettivamente il 4,4 per cento e l'1,8 per cento della capitalizzazione complessiva delle società quotate in Borsa. La loro presenza è minima nelle società del settore industriale e in quello dei servizi, mentre raggiunge rispettivamente quasi l'11 per cento e il 5 per cento nelle società del settore finanziario. Per tali società, la tipologia di azionisti che detiene la quota più elevata della capitalizzazione è rappresentata dalle fondazioni con il 12,5 per cento (Tav I.1).

TAV. I.1

**PARTECIPAZIONI RILEVANTI NELLE SOCIETÀ QUOTATE IN BORSA
- DISTRIBUZIONE PER SETTORE DELLE SOCIETÀ PARTECIPATE¹ -**

	2001		
	FINANZIARIO	INDUSTRIALE	SERVIZI
SOGGETTI ESTERI	7,8	7,2	2,3
ASSICURAZIONI	4,4	0,5	0,0
BANCHE	10,9	0,6	0,1
FONDAZIONI	12,5	0,0	0,0
INVESTITORI ISTITUZIONALI	0,1	0,1	0,0
SOCIETÀ DI CAPITALI	5,8	10,1	36,1
STATO	1,0	16,3	18,3
PERSONE FISICHE	3,4	10,2	3,5
<i>TOTALE</i>	<i>45,8</i>	<i>45,0</i>	<i>60,4</i>
NUMERO SOCIETÀ	86	103	43
PESO ²	39,2	23,1	37,7

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.

Nel corso del 2001 è aumentato il grado di separazione tra proprietà e controllo ottenuta tramite l'uso del gruppo piramidale, soprattutto in seguito all'acquisto di pacchetti rilevanti di società quotate di grandi dimensioni da parte di gruppi già quotati. Con riferimento ai primi 10 gruppi non pubblici quotati, la quota di capitale controllato per unità di capitale posseduto è salita da 1,8 di fine 2000 a 2,4 di fine 2001, tornando sui livelli dei primi anni novanta, anche se tale

aumento è dovuto essenzialmente alla leva particolarmente elevata raggiunta in alcuni dei gruppi, mentre nei primi anni novanta il fenomeno era più equamente distribuito.

Il numero di società quotate controllate da un'altra società quotata si è ridotto sensibilmente nell'ultimo decennio: nel 1990 e nel 1995 erano circa il 35 per cento dell'universo delle quotate mentre nel 2001 si scende al 20 per cento; il peso sulla capitalizzazione di borsa di tali società si è però ridotto in misura molto più contenuta passando dal 42 per cento del 1990, al 40 per cento del 1995, al 37,6 per cento del 2001.

Più contenuto rispetto al passato appare l'utilizzo delle azioni di risparmio come strumento di separazione dei diritti di voto da quelli patrimoniali.

Il numero di società quotate con azioni di risparmio si è ridotto dal 38 per cento del totale del 1990, al 33 per cento del 1995, al 22 per cento del 2001, mentre il peso del valore delle azioni di risparmio sulla capitalizzazione di borsa è passato dal 15 per cento del 1990, al 7,6 per cento del 1995, al 3,6 per cento del 2001.

Un elemento che caratterizza i gruppi piramidali costruiti su più livelli di società quotate è la presenza di un *holding discount*, cioè di una valutazione di mercato delle *holdings*, in termini di capitalizzazione, sistematicamente inferiore al valore, sempre attribuito dal mercato, delle attività possedute. Il livello medio dell'*holding discount* rilevato per le società quotate per le quali le partecipazioni in altre quotate controllate rappresentano una parte preponderante dell'attivo, appare rilevante (pari a circa il 22 per cento alla fine del 2000), sebbene in diminuzione rispetto a quello rilevato a metà degli anni novanta (Riquadro 1).

RIQUADRO 1

La presenza dell'holding discount nei gruppi quotati italiani a fine 1995 e 2000

La presenza dell'*holding discount* è riscontrata, sia a fine 1995 che a fine 2000, per la quasi totalità delle *holdings* finanziarie che controllano almeno una società quotata e il cui attivo è costituito prevalentemente da partecipazioni in quotate. L'esistenza e il permanere del *discount* possono dipendere dalla presenza di 2 fattori: elementi che riducono il valore della *holding* e rendono sistematicamente più elevato il costo del capitale per tali società, non attivando meccanismi di "arbitraggio" tra i titoli della *holding* e quelli delle società partecipate; benefici privati per il conseguimento dei quali la *holding* è necessaria (o comunque ne determina un incremento), che giustificano il mantenimento in vita della *holding* da parte dell'azionista di controllo.

Il livello medio dell'*holding discount* è pari 34 per cento per il 1995 e al 22 per cento per il 2000, rilevando una riduzione piuttosto sensibile. Tale diminuzione appare collegata alla semplificazione delle strutture di gruppo (evidenziata dalla diminuzione sia del numero medio di livelli di controllo e di partecipazione, sia del numero di società quotate controllate dalle *holdings*) intervenuta nel periodo, la quale può aver

ridotto le asimmetrie informative che sembrano caratterizzare l'attività di raccolta di capitale da parte delle *holdings*. L'*holding discount* calcolato per le *holdings* all'interno di gruppi che hanno semplificato la loro struttura nel corso del periodo si è infatti ridotto in misura superiore alla media, mentre si verifica addirittura un incremento del *discount* per le *holdings* per le quali tale struttura è rimasta inalterata.

Tra i fattori che spiegano le differenze *cross section* nel livello dell'*holding discount*, il più importante sembra essere costituito dal grado di indebitamento finanziario della *holding*, al cui crescere aumenta anche il livello dell'*holding discount*. A questo riguardo, l'indebitamento della *holding* può essere percepito dal mercato come un elemento che amplifica gli effetti delle asimmetrie informative relative all'allocazione dei capitali all'interno del gruppo (anche in conseguenza del fatto che la presenza di una struttura di gruppo piramidale può accrescere la capacità di indebitamento complessiva del gruppo stesso). In particolare, gli azionisti di minoranza della *holding* dispongono di minori informazioni e di minori possibilità di verifica della destinazione degli investimenti, rispetto a quanto non avvenga nella corrispondente situazione per un azionista di minoranza di una società controllata operativa (che normalmente raccoglie capitali per finanziare investimenti più specifici).

Il grado di diversificazione delle partecipazioni della *holding* non sembra influire sul livello del *discount* che invece, soprattutto nel 1995, appare collegato alla contendibilità del controllo della stessa: in tale anno le *holdings* controllate di diritto hanno un *discount* medio più che doppio rispetto alle altre.

HOLDING DISCOUNT E STRUTTURA DEI GRUPPI PIRAMIDALI QUOTATI NEL 1995 E 2000¹
- VALORI MEDI, RIFERITI A FINE PERIODO -

	1995	2000
LIVELLO DI HOLDING DISCOUNT	- 34,1 %	- 22,3 %
GRADO DI DIVERSIFICAZIONE (INDICE HERFINDAHL) ²	67,5 %	61,8 %
NUMERO DI SOCIETÀ QUOTATE PARTECIPATE	4,2	4,7
- DI CUI CONTROLLATE	2,2	1,9
LIVELLO DI PARTECIPAZIONE "A VALLE" ³ :		
- NUMERO MEDIO PONDERATO ³	1,5	1,3
- NUMERO DI LIVELLI COMPLESSIVO ⁴	3,2	2,4
NUMERO DI HOLDINGS CONTENDIBILI ⁵	5	8
QUOTA DEL PRIMO AZIONISTA DELLA HOLDING	44,7 %	35,4 %
GRADO DI INDEBITAMENTO FINANZIARIO NETTO DELLA HOLDING ⁶	56,3 %	57,6 %

¹ Dati riferiti a 12 *holdings* quotate per ciascuna delle 2 date considerate. ² Riferito alla quota di ogni partecipazione in società quotate sul valore di mercato complessivo delle stesse. ³ Sulla base del valore di mercato della relativa partecipazione; vengono considerati i soli livelli riferiti al calcolo dell'*holding discount*. ⁴ Media della somma, per ciascuna *holding*, del numero massimo di livelli utilizzati per il calcolo dell'*holding discount* e del numero degli ulteriori livelli a valle in cui è presente una quotata controllata. ⁵ La *holding* è considerata contendibile se la quota del primo azionista è inferiore al 50 per cento. ⁶ Posizione finanziaria netta dell'*holding system* (*holding* ed eventuali *subholdings* non quotate presenti nella catena di controllo "a valle") su capitalizzazione di Borsa della *holding*.

Le società quotate sul Nuovo Mercato presentano assetti proprietari e di controllo diversi rispetto a quelli delle società quotate in Borsa, riflettendo caratteristiche strutturali peculiari delle società e la loro recente quotazione. Questi elementi si riflettono in una concentrazione proprietaria più elevata, in un maggior ruolo delle persone fisiche sia nella proprietà che nel controllo delle società, nella maggiore rilevanza delle coalizioni di azionisti, dove spesso sono presenti investitori esteri, e nella scarsa presenza del fenomeno dei gruppi piramidali.

TAV. I.2

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

	2000		2001	
	NUMERO	PESO ¹	NUMERO	PESO ¹
<i>MODELLI DI CONTROLLO</i>				
DI DIRITTO	14	51,1	15	42,0
DI FATTO	8	32,4	7	36,3
PATTO DI SINDACATO	13	14,6	9	12,7
NON CONTROLLATE	4	1,9	13	9,0
<i>TOTALE</i>	<i>39</i>	<i>100,0</i>	<i>44</i>	<i>100,0</i>
<i>CONCENTRAZIONE</i>				
QUOTA DEL PRIMO AZIONISTA		44,8		41,8
QUOTA DEGLI ALTRI AZIONISTI RILEVANTI		25,9		23,7
QUOTA DEL MERCATO		29,3		34,5
<i>TOTALE</i>		<i>100,0</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.

Alla fine del 2001 la quota della capitalizzazione complessiva detenuta dal mercato, cioè dagli azionisti con partecipazioni non superiori al 2 per cento, è pari al 35 per cento circa, superiore comunque a quella del 2000. Tale aumento è soprattutto dovuto al fatto che nel corso del 2001 sono scaduti molti accordi di lock-up, (che prevedono impegni a non vendere azioni della società assunti dagli azionisti di controllo e dagli amministratori delle società al momento della quotazione), e che si sono quotate poche nuove società, che presentano solitamente una concentrazione proprietaria più elevata.

La quota media detenuta dal primo azionista per le società del Nuovo Mercato, pari a circa il 42 per cento, è in linea con quella delle società quotate in Borsa, mentre molto superiore è la quota degli altri

azionisti rilevanti, che detengono oltre il 23 per cento della capitalizzazione delle società del Nuovo Mercato contro il 9 per cento per quelle quotate in Borsa. Tali azionisti possono quindi assumere nelle società del Nuovo Mercato un ruolo rilevante sia nel determinare l'assetto di controllo sia nell'esercitare una funzione di scrutinio nei confronti dell'operato del primo azionista.

Il maggior ruolo degli altri azionisti rilevanti si riflette in un minor peso delle società controllate di diritto rispetto alla Borsa e, parallelamente in un maggior peso delle società controllate di fatto o da coalizioni di azionisti (Tav. I.2).

Le persone fisiche sono la tipologia di soggetti che detengono la quota preponderante della capitalizzazione complessiva, con oltre il 40 per cento, seguiti dai soggetti esteri con il 16,7 per cento. Il peso ridotto delle società di capitali segnala una scarsa rilevanza del fenomeno dei gruppi piramidali (Tav. I.3).

TAV. I.3

**PARTECIPAZIONI RILEVANTI NELLE SOCIETÀ QUOTATE
SUL NUOVO MERCATO¹⁻²**

SOGGETTO DICHIARANTE	2000	2001
SOGGETTI ESTERI	14,2	16,7
ASSICURAZIONI	0	0
BANCHE	0,7	0,6
FONDAZIONI	0	0,1
INVESTITORI ISTITUZIONALI	1,1	0,5
SOCIETÀ DI CAPITALI	4,2	4,8
STATO E ENTI LOCALI	0	0
PERSONE FISICHE	50,4	42,7
<i>TOTALE</i>	<i>70,7</i>	<i>65,5</i>

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 rilevanza dell'elemento coalizionale nella determinazione degli assetti di controllo delle società quotate sui mercati regolamentati è confermata dalla crescente rilevanza dei patti di sindacato, che hanno per oggetto circa un terzo delle società quotate in Borsa e oltre la metà delle società del Nuovo Mercato. Nella maggior parte dei casi i patti prevedono sia clausole concernenti l'esercizio del diritto di voto che vincoli alla trasferibilità delle azioni (patti globali). Per le società del Nuovo Mercato è maggiore la presenza dei patti che prevedono esclusivamente vincoli alla

trasferibilità (patti di blocco), cui si aggiungono gli accordi di *lock-up*, alcuni dei quali sono obbligatori, in quanto previsti dal regolamento del Nuovo Mercato per le società di nuova quotazione, e altri volontari.

Nel 2001 sono stati stipulati 54 nuovi patti, 8 dei quali riguardavano società neo-quotate. Complessivamente, alla fine del 2001, risultano in vigore 138 patti rilevanti ai sensi dell'art.122 del Testo unico della finanza (Tuf), riguardanti 93 società quotate, 70 delle quali in Borsa e le altre 23 sul Nuovo Mercato (Tav. I.4).

Gli accordi di lock-up in vigore alla fine del 2001 riguardano 13 società del Nuovo Mercato. Per 3 società si tratta di accordi volontari, mentre per altre 10 si tratta di accordi obbligatori cui, in 7 casi, si aggiungono accordi di natura volontaria (Tav. al.6).

TAV. I.4

PATTI DI SINDACATO SU SOCIETÀ QUOTATE
(SITUAZIONE AL 31 DICEMBRE 2001)

TIPO PATTO	NUOVO MERCATO			BORSA		
	NUMERO PATTI	CAPITALE SOCIALE SINDACATO ¹	NUMERO SOCIETÀ	NUMERO PATTI	CAPITALE SOCIALE SINDACATO ¹	NUMERO SOCIETÀ
BLOCCO	24	19,5	8	32	15,0	18
VOTO	3	49,4	2	11	32,0	7
GLOBALE ²	15	51,9	13	53	47,4	45
<i>TOTALE</i>	<i>42</i>	<i>33,2</i>	<i>23</i>	<i>96</i>	<i>34,8</i>	<i>70</i>

Fonte: Comunicazioni ai sensi dell'art. 122 del Tuf. Si veda la sezione Note metodologiche. ¹ In percentuale sul totale del capitale ordinario. Valori medi. ² Comprendono sia clausole di blocco che di voto.

I trasferimenti di controllo e le Opa su società quotate

Il controvalore totale delle Opa su società quotate realizzate nel 2001, pari a 6,7 miliardi di euro, risulta sensibilmente inferiore a quello dei 2 anni precedenti (12,1 miliardi di euro). Il valore del 2001 è comunque superiore a quello medio dei 6 anni precedenti all'entrata in vigore del Tuf (1,2 miliardi di euro). Il calo rispetto ai 2 anni precedenti è dovuto soprattutto alla forte riduzione delle offerte preventive, mentre si è registrato un incremento per le offerte successive (Tav. al.7).

Complessivamente, le offerte collegate al passaggio del controllo della società, sono state 9, contro le 13 del 2000. Tra queste, l'operazione di maggior rilievo è stata quella relativa all'offerta di Italenergia su Montedison, e su Edison, il cui controvalore è stato pari al 75 per cento del valore totale delle offerte realizzate nel 2001.

L'acquisto da parte di Italenergia del 52,09 per cento del capitale ordinario di Montedison, ha determinato l'acquisto indiretto della partecipazione di Edison, e conseguentemente l'obbligo di promuovere un'offerta pubblica di acquisto obbligatoria "a cascata".

Il consiglio di amministrazione della Montedison ha inizialmente espresso una valutazione negativa sull'offerta con un comunicato in cui esprimeva dubbi riguardo alla legittimità dell'operazione e alla chiarezza delle informazioni ricevute. Il comunicato rilevava come l'operazione non tenesse conto del limite del 2 per cento fissato dal decreto legge 192/2001 nei confronti di Edf, società pubblica francese che opera nei settori dell'energia e del gas e che deteneva il 18 per cento del capitale di Italenergia. I rilievi erano mossi anche in merito alla inadeguatezza del prezzo di offerta, pari a 2,82 euro per ogni azione Montedison, poiché non teneva in considerazione gli acquisti effettuati precedentemente al conferimento delle azioni Montedison in Italenergia, anche se formalmente determinato in base a quanto previsto dal Tuf in tema di Opa obbligatoria.

A seguito del comunicato, la Montedison ha inviato un esposto alla Consob chiedendo una diversa formulazione dei termini dell'Opa da parte di Italenergia e di conseguenza un differimento della decorrenza della cosiddetta passivity rule. Successivamente a tale esposto, Italenergia si è impegnata ad aumentare il prezzo di offerta fino a 3,16 euro e contestualmente ha raggiunto un accordo con Montedison finalizzato a confermare il piano strategico della società. Ciò ha indotto il consiglio di amministrazione della Montedison a esprimere, all'unanimità, una valutazione positiva sull'offerta.

Tra le offerte preventive, quella promossa da Sacmi Imola, finalizzata al controllo di Negri Bossi, è stato un caso di offerta "preventiva parziale", promossa ai sensi dell'art. 107 del Tuf sul 60 per cento del capitale sociale.

Le offerte residuali realizzate nel 2001 sono state 11, di cui 1 avente a oggetto azioni negoziate al Mercato Ristretto (Banca Popolare di Crema).

L'attività regolamentare e interpretativa in materia di Opa

Nel corso del 2001 sono state apportate alcune modifiche di rilievo alla parte relativa alla disciplina delle offerte pubbliche di acquisto e scambio del Regolamento Consob in materia di emittenti. Le principali modifiche hanno riguardato la disciplina delle offerte concorrenti e l'esenzione dall'obbligo di offerta connessa a operazioni di fusione o scissione.

Per quanto riguarda le offerte concorrenti, il sistema predisposto a seguito delle modifiche regolamentari è volto a chiarire lo svolgimento della competizione, realizzando un'alternanza fra le proposte e spingendo gli acquirenti a fornire rapidamente al mercato informazioni sulle loro effettive intenzioni, limitando, se non eliminando del tutto, indecisioni e tatticismi che creano

incertezza sugli esiti della fase di concorrenza, poco compatibili con il regolare svolgimento del mercato.

Le modifiche hanno riguardato in particolare il sistema dei rilanci e la revocabilità delle adesioni.

Per i rilanci, è stata eliminata la previsione dell'aumento minimo del 2 per cento, con la conseguente liberalizzazione degli aumenti, sia in caso di offerte pubbliche di acquisto concorrenti che in qualunque altra ipotesi. In tal modo è stato realizzato un sistema ad asta, imponendo a tutti gli offerenti di dichiarare le loro intenzioni entro cinque giorni dalla pubblicazione dell'ultima offerta o dell'ultimo rilancio, ferma restando per tutti il termine ultimo del decimo giorno antecedente la chiusura dell'ultima offerta. In occasione di tale termine, il nuovo comma 5 consente a tutti gli offerenti per i quali non sia scaduto il termine di cinque giorni ed all'offerente che per ultimo ha rilanciato di effettuare un ultimo rilancio, da pubblicare contestualmente agli altri. Il funzionamento del sistema richiede, peraltro, che, spirato il termine entro il quale è possibile rilanciare, tale facoltà non possa essere fittiziamente recuperata attraverso acquisti sul mercato a prezzi superiori, con conseguente adeguamento del corrispettivo offerto. Per questo, il nuovo comma 9 inserisce un divieto di effettuare acquisti a prezzo superiore durante l'intero periodo nel quale sono presenti più offerte concorrenti. La norma impone sostanzialmente che la concorrenza tra acquirenti avvenga esclusivamente secondo il meccanismo ordinato dall'alternanza fra offerte e rilanci.

Con riferimento alla la revocabilità delle adesioni, la principale modifica riguarda la sorte degli azionisti che avevano aderito ad un'offerta successivamente risultata perdente. Nel presupposto che spesso la notizia su quale delle offerte sia prevalsa è disponibile soltanto dopo la chiusura del periodo di adesione, è stato consentito agli azionisti che avevano aderito all'offerta risultata perdente di apportare le azioni all'offerta vincente, entro un termine breve successivo alla pubblicazione dei risultati.

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

A tal fine è stato introdotto, quale elemento distintivo determinante ai fini dell'esenzione, l'esistenza di una delibera adottata dall'assemblea della società quotata potenzialmente oggetto di Opa sulla base di "effettive e motivate esigenze industriali", mentre il testo precedente subordinava l'applicabilità dell'esenzione in parola alla verifica dell'unico requisito costituito dall'esistenza di "esigenze di razionalizzazione o di sinergie industriali".

Si è infatti ritenuto che nelle ipotesi in cui gli azionisti di minoranza della società quotata interessata abbiano l'effettiva possibilità di partecipare alla formazione della volontà sociale cui consegue l'approvazione della fusione/scissione, fruendo pertanto delle speciali tutele già predisposte dalla legge in tali fattispecie, di poter escludere lo svolgimento dell'offerta pubblica, a condizione che - da una generale verifica del progetto sottostante all'operazione - risulti che detta approvazione sia appunto intervenuta sulla base di effettive e motivate esigenze industriali.

Altre modifiche apportate alla disciplina regolamentare delle Opa hanno riguardato l'allungamento della durata del periodo di svolgimento dell'offerta per le offerte preventive parziali e per quelle successive totalitarie, al fine di consentire un maggiore spazio per il lancio di offerte concorrenti e per le valutazioni degli azionisti nel caso di offerte finalizzate al conseguimento del

controllo, e l'introduzione di una disciplina della comunicazione promozionale in corso d'offerta, considerata la rilevanza che i messaggi pubblicitari hanno assunto nel corso dello svolgimento di offerte pubbliche di acquisto o scambio.

Nel corso del 2001 la Commissione è stata inoltre chiamata a pronunciarsi su alcune questioni di rilievo in merito all'applicabilità della disciplina dell'Opa.

Le questioni più rilevanti esaminate nell'ambito della disciplina dell'Opa hanno riguardato la rilevanza delle azioni proprie ai fini dell'applicabilità della disciplina dell'Opa obbligatoria "da consolidamento", di cui all'art. 106 del Tuf e l'applicabilità dell'esenzione dall'obbligo di offerta in un'operazione complessa di aumento di capitale.

La rilevanza delle azioni proprie per il superamento delle soglie previste dalla disciplina dell'Opa obbligatoria è stata ribadita in considerazione del fatto che il loro acquisto può comportare un rafforzamento della posizione dell'azionista di controllo, limitando o addirittura escludendo la contendibilità della società quotata. E' stato inoltre precisato che l'acquisto di azioni proprie rileva ai fini dell'obbligo di Opa solo in capo all'azionista di maggioranza, in quanto la decisione della società quotata di acquistare azioni proprie può essere effettivamente riconducibile alla volontà del socio maggioritario, e che l'effettiva incidenza percentuale della partecipazione del socio di controllo sull'assemblea ordinaria della società quotata, andrà calcolata come rapporto fra le azioni direttamente e indirettamente (tramite controllate "terze") possedute dal socio di controllo (escluse ovviamente le azioni proprie) e il 100 per cento del capitale ordinario (decurtato delle azioni proprie il cui voto è sospeso ai sensi dell'art. 2357-ter c.c.).

Riguardo all'applicabilità dell'esenzione dall'obbligo di Opa nell'ipotesi in cui il socio di riferimento dell'emittente venisse a superare la soglia del 30 per cento a causa della non immediata integrale sottoscrizione dell'aumento di capitale da parte degli altri azionisti, la Commissione ha ritenuto che fosse necessario considerare il comportamento di tale socio anche nella fase successiva alla chiusura dell'aumento di capitale. In particolare, gli eventuali acquisti effettuati dal socio di riferimento con l'effetto di mantenere, incrementare o comunque a non ridurre la percentuale di partecipazione eventualmente acquisita in virtù dei diritti di opzione originariamente spettanti al di sotto della soglia del 30 per cento, avrebbero manifestato in modo inequivoco, seppure a posteriori, che il superamento della soglia non fosse in realtà indipendente dalla volontà dell'acquirente, come richiesto dall'art. 106, comma 5, ma al contrario a quest'ultimo direttamente imputabile.

La Commissione è inoltre intervenuta per contestare la mancata comunicazione di 2 patti di sindacato, la cui esistenza era desumibile dai comportamenti dei soggetti coinvolti e in particolare dalle modalità con cui tali soggetti avevano compiuto operazioni di acquisto di partecipazioni tali da determinare il superamento della soglia del 30 per cento rilevante per l'obbligo di Opa. L'esistenza dei patti parasociali in questione assumeva pertanto rilevanza ai fini dell'applicazione dell'obbligo di Opa, in quanto gli acquisti effettuati dagli aderenti a un patto parasociale anche nullo, quale quello per il quale è stata omessa la comunicazione, sono ritenuti rilevanti ai sensi dell'art.109 del Tuf per il superamento della soglia del 30 per cento.

I consigli di amministrazione delle società quotate

I consigli di amministrazione delle società quotate in Borsa alla fine del 2001 risultano composti in media da circa 10 amministratori, dei quali circa un terzo rivestono cariche esecutive. La dimensione dei consigli è influenzata dal settore di appartenenza delle società e dal loro modello di controllo, riscontrandosi una dimensione maggiore per le società dei settori bancari e assicurativi e per quelle con assetti di controllo coalizionali.

La dimensione media dei consigli di amministrazione delle società assicurative è quasi doppia rispetto a quella delle società del settore industriale e di quelle finanziarie (circa 17 amministratori contro 9) mentre nelle società del settore bancario è soprattutto il numero medio di amministratori esecutivi a essere superiore a quello delle società degli altri settori (Tav. I.5).

Il numero di consiglieri cresce in relazione inversa con la concentrazione del controllo: la dimensione media passa da 9 amministratori delle società controllate di diritto, a 10 per le società controllate di fatto, a 11 per le società controllate da un patto di sindacato a 12 per le società non controllate, riflettendo l'esigenza di rappresentare all'interno dei consigli di amministrazione le diverse componenti che partecipano alla determinazione dell'assetto di controllo.

TAV. I.5

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

	2000			2001		
	ESECUTIVI	NON ESECUTIVI	TOTALE	ESECUTIVI	NON ESECUTIVI	TOTALE
ASSICURATIVO	4,5	9,2	13,7	5,6	11,3	16,9
BANCARIO	5,6	8,8	14,4	6,2	8,4	14,6
FINANZIARIO	3,0	5,2	8,2	3,0	6,2	9,2
INDUSTRIALE	2,9	5,3	8,2	3,0	5,5	8,5
SERVIZI	3,2	6,8	10,0	3,3	7,0	10,3
<i>TOTALE</i>	3,5	6,4	9,9	3,6	6,5	10,2

Per quanto riguarda la dimensione del collegio sindacale, solo per 20 società il numero di sindaci è superiore al minimo stabilito dalla legge, permettendo quindi che almeno 2 sindaci siano eletti da parte delle minoranze ai sensi dell'art. 148 del Tuf. Solo in tali casi, i sindaci eletti delle minoranze si trovano nella possibilità di usufruire autonomamente dei poteri attribuiti dall'art. 151

del Tuf ad almeno 2 sindaci, riguardo alla convocazione dell'assemblea dei soci, del consiglio di amministrazione o del comitato esecutivo e alle possibilità di potersi avvalere di dipendenti della società per l'esercizio delle proprie funzioni.

Il numero di società il cui collegio sindacale è composto da più di 3 membri si è ridotto dopo l'entrata in vigore del Tuf: complessivamente 10 società hanno ridotto il numero di sindaci da 5 a 3, di cui una nel 2001, mentre solo una società lo ha alzato al di sopra del minimo.

Rimane diffuso il fenomeno rappresentato da amministratori che cumulano più cariche in società quotate (*interlocking*). Alla fine del 2001 tale fenomeno riguarda circa il 16 per cento degli amministratori che ricoprivano circa il 33 per cento del totale delle cariche, valori in linea con quelli del 2000 (Tav. I.6). L'*interlocking* è dovuto in parte alla presenza di gruppi piramidali composti da più società quotate, dove le stesse persone sono spesso presenti nei consigli di amministrazione delle varie società che compongono il gruppo; qualora coinvolga società non legate da rapporti di controllo, l'*interlocking* riflette spesso legami di natura "orizzontale" tra società quotate, dove la presenza degli stessi amministratori nei consigli delle società è conseguenza di accordi di natura industriale e/o strategica.

TAV. I.6

**CUMULO DI CARICHE NEI CONSIGLI DI AMMINISTRAZIONE
DELLE SOCIETÀ QUOTATE IN BORSA**

	2000			2001		
	NUMERO	CARICHE RICOPERTE		NUMERO	CARICHE RICOPERTE	
		NEL GRUPPO	IN ALTRO GRUPPO		NEL GRUPPO	IN ALTRO GRUPPO
AMMINISTRATORI CON UNA SOLA CARICA	1.539	1.539	--	1.574	1.574	--
AMMINISTRATORI CON PIÙ CARICHE	298	312	490	299	292	493
DI CUI:						
- 2 CARICHE	188	144	232	196	142	250
- DA 3 A 5 CARICHE	97	126	206	94	116	214
- PIÙ DI 5 CARICHE	13	42	49	9	34	29

Il numero medio di cariche ricoperte dagli amministratori che ricoprono più di una carica è di 2,6 a testa, con un massimo di 9 cariche ricoperte da un amministratore. Circa il 30 per cento di tali

amministratori ricopre cariche esclusivamente nelle società dello stesso gruppo, mentre il 60 per cento ricopre cariche esclusivamente in società non legate da rapporti di controllo.

I compensi percepiti nell'esercizio 2000 dai membri degli organi sociali delle 54 società quotate appartenenti agli indici Mib30 e Midex sono stati pari in media a circa 4 milioni di euro (Tav. I.7). Di questi, oltre il 71 per cento è relativo alla remunerazione dei presidenti e degli amministratori che svolgono cariche esecutive nella società, il 22 per cento a quella degli altri amministratori e il 7 per cento alla remunerazione del collegio sindacale. Una quota rilevante della remunerazione complessiva degli amministratori esecutivi deriva dai *bonus* (il 30 per cento circa).

TAV. I.7

COMPENSI DI AMMINISTRATORI E SINDACI DELLE PRINCIPALI SOCIETÀ QUOTATE NEL 2000¹

	COMPENSI PER LA CARICA	BENEFICI NON MONETARI	BONUS	ALTRI COMPENSI ²
AMMINISTRATORI NON ESECUTIVI	513	8	39	309
AMMINISTRATORI ESECUTIVI	1.382	7	830	606
COLLEGIO SINDACALE	170	2	1	88
<i>TOTALE</i>	<i>2.065</i>	<i>17</i>	<i>870</i>	<i>1.002</i>

Fonte: Bilanci d'esercizio 2000. ¹ Valori medi per società in migliaia di euro. Dati relativi a 54 società incluse negli indici Mib30 e Midex. ² La voce include emolumenti per cariche in società del gruppo e trattamenti *una tantum*.

II. LE OPERAZIONI DI COLLOCAMENTO E DI FINANZA STRAORDINARIA

Le operazioni finalizzate alla quotazione e le altre operazioni di sollecitazione

Nel 2001 le operazioni per le quali è stato dato il nulla osta alla pubblicazione del prospetto di quotazione hanno riguardato 18 titoli azionari e 21 titoli obbligazionari, per un controvalore di circa 4 miliardi di euro per entrambe le tipologie, e circa 8.200 nuovi *covered warrants* (Tav.II.1).

TAV. II.1

I COLLOCAMENTI FINALIZZATI ALLA QUOTAZIONE SU MERCATI REGOLAMENTATI E LE ALTRE OPERAZIONI DI SOLLECITAZIONE (VALORI MONETARI IN MILIONI DI EURO)

	2000		2001	
	NUMERO	CONTRO-VALORE	NUMERO	CONTRO-VALORE
OPERAZIONI FINALIZZATE ALLA QUOTAZIONE				
- TITOLI AZIONARI ¹	44	6.903	18	3.935
- TITOLI OBBLIGAZIONARI ¹	....	....	21	4.038
- COVERED WARRANT ²	3.343	—	8.194	—
AUMENTI DI CAPITALE E EMISSIONI DI OBBLIGAZIONI CONVERTIBILI ³	23	3.477	33	8.307
ALTRE OFFERTE RELATIVE A TITOLI QUOTATI ⁴	2	6.613	1	2.721
OFFERTE DI TITOLI NON QUOTATI DI EMITTENTI ITALIANI ⁵	3	97	2	31
OFFERTE DI EMITTENTI ESTERI				
- RICONOSCIMENTO DI PROSPETTI ESTERI	11	25	7	23
- OFFERTE PUBBLICHE PANEUROPEE	3	985 ⁶	1	63 ⁶

¹ I dati riguardano le operazioni per le quali è stato concesso nel corso dell'anno il nulla osta per il deposito del prospetto di ammissione a quotazione. Il dato relativo ai titoli obbligazionari non comprende le offerte relative a obbligazioni convertibili. ² Il dato si riferisce al numero di nuovi strumenti ammessi a quotazione nel corso dell'anno. Non è stato inserito un controvalore in quanto sia il prezzo che il numero di titoli inseriti nel prospetto risultano puramente indicativi. Nel corso del 2001 vi è altresì un'emissione di 19 nuovi strumenti che ha riguardato la sola sollecitazione. ³ Gli aumenti di capitale comprendono le offerte pubbliche di sottoscrizione che non riguardano operazioni di ammissione a quotazione di azioni, le offerte in opzione agli azionisti e quelle finalizzate a piani di *stock options* riservate ai dipendenti. ⁴ Riguardano offerte di vendita, pubbliche o private, non finalizzate all'ammissione alla quotazione. Il dato 2000 include, con riferimento all'offerta Finmeccanica, un collocamento privato di obbligazioni convertibili per un importo di circa 878 milioni di euro. ⁵ Sono escluse le offerte riservate ai dipendenti. ⁶ Dato relativo all'offerta italiana.

Altre operazioni di collocamento hanno riguardato 33 aumenti di capitale ed emissioni di obbligazioni convertibili per un ammontare di circa 8,3 miliardi di euro e un'offerta di vendita di titoli di titoli già quotati, con un controvalore di circa 2,7 miliardi di euro. Infine sono state realizzate 2 offerte di titoli non quotati da parte di emittenti italiani e 8 offerte di emittenti esteri, per un controvalore complessivo di 117 milioni di euro.

La fase di difficoltà dei mercati finanziari ha influito sull'attività di collocamento di titoli realizzata nel 2001, penalizzando soprattutto il settore delle ammissioni a quotazione di nuove società, per le quali la maggiore incertezza si è tradotta in un forte incremento del costo del capitale: le operazioni finalizzate all'ammissione a quotazione di titoli azionari si sono ridotte considerevolmente rispetto agli ultimi anni, con riguardo sia al numero che al controvalore.

La riduzione ha interessato anche le offerte di vendita di titoli già quotati, che negli anni precedenti erano state alimentate soprattutto dalle operazioni connesse al processo di privatizzazione, e le offerte pubbliche paneuropee che hanno interessato il mercato italiano.

Si è invece registrato un incremento della raccolta di denaro fresco da parte delle società quotate, tramite operazioni di aumento di capitale riservate agli azionisti ed emissione di obbligazioni convertibili, che negli anni precedenti avevano subito un effetto di spiazzamento a causa del massiccio ricorso al mercato da parte delle società neoquotate e delle società privatizzate. E' altresì proseguita la forte crescita del segmento dei *covered warrants*, per i quali l'incremento di nuovi strumenti è stato pari al 145 per cento.

Le offerte finalizzate alla quotazione di titoli azionari

Nel corso del 2001 sono state ammesse a quotazione, tramite offerta pubblica 18 società, di cui 13 in Borsa e 5 sul Nuovo Mercato (Tav. II.2). Il numero di nuove ammissioni e l'ammontare dei capitali raccolti hanno subito una forte riduzione rispetto all'anno precedente; tale contrazione ha riguardato soprattutto il Nuovo Mercato, a fronte della notevole riduzione dei corsi azionari dei titoli dei settori maggiormente rappresentativi di tale comparto.

Infatti, mentre con riferimento alla Borsa il numero di ammissioni nel 2001 è rimasto stabile rispetto al 2000 e l'ammontare complessivo delle offerte è aumentato da 2,5 a 3,8 miliardi di euro, sul Nuovo Mercato il numero di neoquotate è sceso considerevolmente sia in termini di numero di ammissioni che di controvalore. L'ammontare di mezzi freschi complessivamente raccolti tramite l'emissione di nuovi titoli risulta quindi pari a 2,2 miliardi di euro, di cui solo il 6 per cento circa sul Nuovo Mercato; la proporzione si è pertanto completamente invertita rispetto al 2000, quando quasi l'80 per cento dei capitali raccolti era riferito alle imprese del Nuovo Mercato.

Nel 2001 l'afflusso di nuove imprese verso i mercati azionari ha conosciuto una brusca contrazione in tutti i principali paesi europei e negli Usa. I dati sui flussi mensili rivelano che la contrazione è iniziata già nei primi mesi dell'anno, per poi accentuarsi nell'ultimo trimestre. In rapporto ai valori medi del

triennio precedente, il numero di società domestiche di nuova quotazione in Francia e Germania si è ridotto in misura notevole (Tav. II.3), portandosi su valori comparabili a quelli rilevati per l'Italia. La riduzione delle offerte finalizzate a nuove quotazioni è stata marcata anche nel caso del Regno Unito sebbene, a confronto con il triennio 1998-2000, il numero di società entrate in borsa si sia ridotto solo leggermente e l'ammontare delle risorse raccolte risulti sostanzialmente stabile. Con riferimento agli Usa, le società di nuova quotazione sono diminuite da oltre 380 nel 2000 a circa 120 nel 2001 e il controvalore delle offerte è sceso da 54 a 37 miliardi di dollari.

TAV. II.2

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

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

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

Per le società ammesse in Borsa si è ridotto, proseguendo la tendenza iniziata negli anni precedenti, il peso dell'offerta di vendita sull'ammontare complessivo dell'offerta. Per la prima volta negli ultimi 7 anni la parte proveniente da aumento di capitale ha superato la quota relativa all'offerta di vendita (rispettivamente 55 e 45 per cento del totale). Il peso dell'offerta complessiva rispetto alla capitalizzazione *post* offerta delle società neoquotate è aumentato dal 16,3 al 36,1 per cento.

Con riguardo alle ammissioni sul Nuovo Mercato, la parte preponderante dell'offerta è stata costituita, come per gli anni precedenti, dall'aumento di capitale (90 per cento dell'ammontare complessivo dell'offerta rispetto all'87 per cento del 2000), così come risulta sostanzialmente stabile rispetto ai 2 anni precedenti la quota dell'offerta totale sulla capitalizzazione complessiva.

TAV. II.3

AMMISSIONI A QUOTAZIONE NEI PRINCIPALI MERCATI AZIONARI EUROPEI

	FRANCIA (EURONEXT PARIS)		GERMANIA (DEUTSCHE BÖRSE ¹)		U.K. (LONDON STOCK EXCHANGE ²)	
	N° SOCIETÀ ³	RISORSE RACCOLTE ⁴	N° SOCIETÀ ³	RISORSE RACCOLTE ⁴	N° SOCIETÀ ³	RISORSE RACCOLTE ⁴
1998	226	12,2	67	3,2	124	5,6
1999	68	6,9	134	12,9	106	8,5
2000	76	11,6	135	25,5	172	18,1
2001	20	....	21	2,9	113	11,3

Fonte: Fibv e borse nazionali. ¹ Escluso il segmento Freiverkehr. ² Escluso il segmento AIM. ³ Società domestiche di nuova quotazione. ⁴ Valori in miliardi di euro.

Gli assetti proprietari delle società quotate in Borsa nel 2001 non si differenziano sostanzialmente da quelli relativi alle neoquotate degli anni precedenti. Prima della quotazione la quota media dei diritti di voto dell'azionista di controllo risultava pari all'88 per cento circa, per passare al 59 per cento circa dopo l'offerta (Tav. aII.1). Solo in 1 caso la quota media dell'azionista di controllo dopo l'offerta risulta inferiore al 50 per cento.

Gli assetti proprietari delle società quotate nel 2001 sul Nuovo Mercato (Tav. aII.2) differiscono invece in modo piuttosto significativo rispetto agli anni precedenti: la quota media dell'azionista di controllo prima dell'offerta, che già nel 1999 e nel 2000 risultava più bassa rispetto ai corrispondenti valori delle società quotate in Borsa, si è ridotta sensibilmente (54 per cento rispetto a valori superiori al 70 per cento sia nel 1999 che nel 2000), soprattutto in conseguenza del fatto che per 2 delle 5 società ammesse a quotazione nel 2001 non vi era un azionista di controllo (è stata in questo caso considerata la quota del primo azionista). La quota media post offerta dell'azionista di controllo (o del primo azionista) si riduce poi ulteriormente al 39 per cento soprattutto a seguito della diluizione determinata dall'aumento di capitale.

Gli esiti delle offerte finalizzate all'ammissione a quotazione hanno fortemente risentito della fase di crisi dei mercati azionari: il livello di *oversubscription* (rapporto domanda-offerta) si è ridotto rispetto al 2000, sia per l'offerta pubblica che per quella privata (Tav. aII.3). Il fenomeno investe in particolare le offerte sul Nuovo Mercato, caratterizzate da un rapporto domanda/offerta

molto elevato nel corso del 2000. Per le offerte finalizzate all'ammissione in Borsa la quota destinata al pubblico è risultata in forte diminuzione rispetto all'anno precedente (dal 49 per cento circa al 29 per cento), mentre è cresciuta l'offerta istituzionale sia italiana che estera. Per le offerte finalizzate all'ammissione sul Nuovo Mercato la quota destinata al pubblico è rimasta pressoché stabile mentre, nell'ambito dell'offerta istituzionale, la quota assegnata a soggetti italiani è cresciuta di 33 punti percentuali e quella assegnata a soggetti esteri si è ridotta in misura corrispondente.

TAV. II.4

**BOOKBUILDING NELL'OFFERTA ISTITUZIONALE ITALIANA
PER LE SOCIETÀ AMMESSE A QUOTAZIONE IN BORSA NEL 2001**
(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					
AIR DOLOMITI L.A.R.E.	..	3,8	1,8	0,5	3,2
GIACOMELLI S.G.	- 2,9	3,7	2,9	0,6	- 0,9
I VIAGGI DEL VENTAGLIO	- 9,8	4,0	3,5	0,7	- 0,1
LOTTOMATICA	- 1,1	2,0	1,4	0,1	5,6
NEGRI BOSSI	- 1,6	3,8	3,8	0,8	1,7
<i>MEDIA</i>	<i>- 3,1</i>	<i>3,5</i>	<i>2,7</i>	<i>0,5</i>	<i>1,9</i>
SECONDO GRUPPO					
AC.E.GA.S.	1,3	4,6	2,0	0,3	--
AMPLIFON	1,2	10,2	1,4	0,1	- 1,3
BIESSE	6,7	5,3	4,7	0,6	- 0,6
DAVIDE CAMPARI MI ⁶	- 6,3	3,1	2,1	0,4	- 3,0
DE' LONGHI	1,9	2,7	2,5	0,3	1,0
GRANITIFIANDRE	..	4,6	3,4	0,4	- 9,1
JUVENTUS F.C.	- 1,7	1,3	1,0	0,2	10,7
SNAM RETE GAS	4,7	2,9	0,2	0,1	..
<i>MEDIA</i>	<i>1,0</i>	<i>4,4</i>	<i>2,2</i>	<i>0,3</i>	<i>- 0,3</i>

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. ⁶ Il dato è riferito al secondo investitore, in quanto il primo risulta essere la società stessa.

I dati sul *bookbuilding* dell'offerta istituzionale italiana confermano l'evidenza, già riscontrata per le ammissioni a quotazione relative al 2000, che la *performance* del primo giorno di contrattazione risulta peggiore nei casi in cui il primo richiedente istituzionale appartiene al gruppo dei collocatori. Nel 2001 tale risultato è evidenziabile solo per le ammissioni in Borsa, in quanto non sussistono, nelle 5 quotazioni avvenute sul Nuovo Mercato, casi in cui il primo investitore è un soggetto appartenente al gruppo dei collocatori (Tavv. II.4 e II.5).

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 3 per cento circa, mentre negli altri casi si è registrato un aumento dell'1 per cento circa. Non sembrano invece sussistere differenze significative, tra i due gruppi di titoli, fra la quota media domandata e assegnata al primo richiedente istituzionale nell'offerta italiana; si riscontra tuttavia, rispetto al 2000, un notevole riavvicinamento tra quota domandata e quota assegnata al primo investitore, verosimilmente in conseguenza dell'andamento negativo delle ammissioni a quotazione nel corso dell'anno.

TAV. II.5

**BOOKBUILDING NELL'OFFERTA ISTITUZIONALE ITALIANA
PER LE SOCIETÀ AMMESSE A QUOTAZIONE SUL NUOVO MERCATO NEL 2001**
(VALORI IN PERCENTUALE)

SOCIETÀ ¹	SCONTO ALLA QUOTAZIONE ²	QUOTA RICHIESTA DAL PRIMO INVESTITORE ^{3,4}	QUOTA ASSEGNATA AL PRIMO INVESTITORE ^{3,4}	QUOTA MEDIA ASSEGNATA AGLI INVESTITORI ³	QUOTA IN ECCESSO ASSEGNATA AL PUBBLICO ⁵
ALGOL	-4,1	6,0	6,0	0,9	-6,7
DATALOGIC	-0,3	3,2	2,1	0,5	2,4
ESPRINET	15,0	3,3	2,9	1,0	-0,7
IT WAY	5,1	6,3	6,2	1,0	-6,1
PCU ITALIA	6,6	11,7	6,4	0,9	-1,4
<i>MEDIA</i>	<i>4,5</i>	<i>6,1</i>	<i>4,7</i>	<i>0,8</i>	<i>-2,5</i>

Si veda la sezione Note metodologiche. ¹ Le offerte non sono suddivise in 2 gruppi in quanto in nessun caso 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. ² Differenza percentuale tra prezzo di mercato del primo giorno di quotazione e prezzo di offerta, corretta per la variazione dell'indice del Nuovo Mercato. ³ Dati in rapporto al capitale sociale ordinario *post* offerta. ⁴ Il primo investitore è l'investitore istituzionale italiano che ha domandato il maggior numero di azioni; nel caso in cui la domanda massima di azioni sia effettuata da più di un investitore, il primo investitore è quello che ha ricevuto in assegnazione il maggior numero di azioni. ⁵ Rispetto a quella minima indicata nel prospetto.

Il confronto fra i prezzi di offerta e i prezzi del primo giorno di contrattazione rivelano una prosecuzione della tendenza alla riduzione dello sconto alla quotazione, già verificatosi nel 2000, probabilmente da ricollegarsi al ciclo negativo di borsa. Per le società del Nuovo Mercato, i relativi valori medi si riducono dal 16 per cento circa al 5 per cento circa, mentre per le ammissioni in

Borsa si passa da un valore di sconto, seppur lieve (pari in media all'1 per cento circa nel 2000) a un premio uguale anch'esso, in media, all'1 per cento (Tav. II.6).

TAV. II.6

SCONTO ALLA QUOTAZIONE

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

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 creditizi e partecipativi esistenti fra tali soggetti (e il relativo gruppo di appartenenza) e le società di nuova quotazione (Tav. II.7).

Per 10 delle 18 società ammesse alle negoziazioni tramite offerta in Borsa e sul Nuovo Mercato (il 56 per cento, sostanzialmente stabile rispetto al 2000) esistevano rapporti creditizi fra lo sponsor o i soggetti collocatori (ovvero altri soggetti dello stesso gruppo) e la società stessa. In media, alla fine del 2001 per queste 10 società circa il 28 per cento dei debiti finanziari complessivi era riconducibile a tali soggetti. In 2 casi la quota superava il 50 per cento.

Per 2 società, invece (l'11 per cento del totale delle ammissioni a quotazione, quota significativamente inferiore rispetto al 2000), lo sponsor, i collocatori o altri soggetti a loro collegati figuravano nella compagine sociale con una quota media del 20 per cento circa.

TAV. II.7

**RAPPORTI CREDITIZI E PARTECIPATIVI
FRA SPONSOR O SOGGETTI COLLOCATORI
E SOCIETÀ AMMESSE A QUOTAZIONE¹**

	2000	2001
<i>SOCIETÀ CON RAPPORTI CREDITIZI CON SPONSOR O SOGGETTI COLLOCATORI</i>		
- NUMERO SOCIETÀ	23	10
- QUOTA SUL TOTALE DELLE AMMISSIONI A QUOTAZIONE ²	52,3	55,6
- QUOTA MEDIA DEI FINANZIAMENTI CONCESSI DA SPONSOR O SOGGETTI COLLOCATORI ³	27,2	27,8
<i>SOCIETÀ CON RAPPORTI PARTECIPATIVI CON SPONSOR O SOGGETTI COLLOCATORI</i>		
- NUMERO SOCIETÀ	11	2
- QUOTA SUL TOTALE DELLE AMMISSIONI A QUOTAZIONE ²	25,0	11,1
- QUOTA MEDIA DELLA PARTECIPAZIONE DI SPONSOR O SOGGETTI COLLOCATORI ⁴	18,1	19,8

Fonte: Consob e elaborazioni su dati di Borsa Italiana spa. Si veda la sezione Note metodologiche. ¹ Borsa (MTA) e Nuovo Mercato. ² Valori in percentuale. ³ In rapporto ai debiti finanziari totali; valori in percentuale. ⁴ In rapporto al capitale sociale *ante* offerta; valori in percentuale.

Nel corso del 2001, è leggermente aumentato il grado di concentrazione nel comparto dell'attività di *investment banking* relativo alle ammissioni a quotazione. La quota di mercato dei primi 5 intermediari che svolgono il ruolo di *global coordinator* dell'offerta globale e di *lead manager* dell'offerta pubblica italiana, è infatti passata rispettivamente dal 60 al 63 per cento e dall'80 all'84 per cento (Tav. aII.4). La quota di mercato riferita al primo e ai primi 3 soggetti è invece diminuita. Risulta sostanzialmente stabile, rispetto all'anno precedente, la presenza di intermediari esteri quali *global coordinator* (tali soggetti hanno coordinato, da soli o insieme a un intermediario italiano, il 50 per cento delle offerte, contro il 53 per cento del 2000). Inoltre, circa un terzo delle offerte sono state caratterizzate dalla presenza, quale *global* o *joint global coordinator*, di intermediari italiani medio-piccoli.

La presenza di investitori istituzionali specializzati nell'assunzione di partecipazioni nel capitale di rischio all'interno dell'azionariato delle società quotate in Borsa nel corso del 2001 risulta in crescita rispetto all'anno precedente: essa ha riguardato oltre il 38 per cento delle società neoquotate, con una quota media prima dell'offerta pari al 33 per cento del capitale sociale, ridottasi al 15 per cento subito dopo la quotazione (Tav. II.8). In 1 caso su 5, tali investitori detenevano una

quota superiore al 50 per cento. Con riguardo alle ammissioni a quotazione sul Nuovo Mercato, invece, gli investitori istituzionali in capitale di rischio risultavano presenti solo in 1 caso su 5, e con una quota di partecipazione molto ridotta. Tale dato (seppur riferito a un numero di nuove quotazioni piuttosto basso) risulta in netta controtendenza rispetto a quanto riscontrato nei primi 2 anni di vita del Nuovo Mercato.

TAV. II.8

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

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

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 In percentuale del totale delle neoquotate nel corso dell'anno sul mercato considerato. ⁴ Numero medio di investitori istituzionali presenti nella compagine azionaria alla data dell'offerta. ⁵ Quota media del capitale sociale detenuta dagli investitori istituzionali al momento dell'offerta; valori in percentuale. ⁶ Quota media del capitale sociale detenuta dagli investitori istituzionali subito dopo l'offerta; valori in percentuale.

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

Nel corso del 2001 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 pari a oltre 10 miliardi di euro, in

leggera crescita rispetto all'anno precedente, ma nettamente inferiore al dato riscontratosi nel 1999 (Tavv. II.9 e aII.5).

TAV. II.9

**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
2001	10.505	4.457	14.962

Fonte: Archivio Consob sui prospetti informativi e avvisi della Borsa Italiana spa. Si veda la sezione Note metodologiche. ¹A partire dal 1999 sono inclusi anche i dati delle società quotate al Nuovo Mercato.

Il controvalore delle offerte di vendita nel 2001 si è ridotto ulteriormente rispetto all'anno precedente, risultando il più basso dal 1995 (4,5 miliardi di euro circa). Tale dato è essenzialmente dovuto alla notevole diminuzione delle offerte legate alla privatizzazione di imprese pubbliche. Circa il 61 per cento dell'ammontare complessivamente raccolto si riferisce peraltro alla quinta tranche Eni, che ammonta a 2,7 miliardi di euro (Tav. aII.6).

Tra gli aumenti di capitale in opzione ai soci realizzati nel corso del 2001, si segnalano le due operazioni di Olivetti, concluse rispettivamente nel marzo e nel dicembre 2001. Tali aumenti hanno richiesto la redazione di un prospetto informativo e il rilascio di un nulla-osta alla pubblicazione in quanto prevedevano il collocamento di strumenti finanziari non quotati (prestito obbligazionario convertibile) in aggiunta all'emissione di azioni.

In particolare, il secondo aumento di capitale è avvenuto a conclusione di una complessa operazione, iniziata il 30 luglio 2001, con la quale Pirelli spa ed Edizione Finance sa hanno rilevato tramite la *newco* Olimpia la quota in Olivetti di pertinenza della Bell sa, precedente azionista di riferimento della stessa Olivetti, per un controvalore complessivo pari a circa 8 miliardi di euro (Riquadro 2).

RIQUADRO 2

L'operazione sul capitale Olivetti e la ristrutturazione del gruppo Montedison

Il 30 luglio 2001, Pirelli spa ed Edizione Finance sa hanno sottoscritto un accordo con Bell sa per l'acquisizione del pacchetto azionario di Olivetti, rappresentativo di circa il 23,3 per cento del capitale. L'accordo prevedeva l'acquisizione di 1.552.662.120 azioni ordinarie e 68.409.125 *warrants* azioni ordinarie Olivetti 2001-2002, per un corrispettivo totale di 6.557 milioni di euro. Con un successivo accordo, avvenuto dopo il crollo dei mercati susseguente agli avvenimenti dell'11 settembre, è stato definito il trasferimento in 2 *tranches* della partecipazione Olivetti a Olimpia spa, società costituita da Pirelli ed Edizione, cui sono state trasferite anche le azioni acquistate da tali soggetti sul mercato. L'accordo prevedeva, inoltre, l'impegno da parte dei soci di maggioranza di Bell a far sì che quest'ultima sottoscrivesse un prestito obbligazionario emesso da Olimpia pari a circa 1.033 milioni di euro, perfezionato contestualmente al pagamento del prezzo da parte di Olimpia stessa per l'acquisto della partecipazione Olivetti, in data 5 ottobre 2001.

Inoltre Olimpia, nel periodo compreso tra la data della sua costituzione e il perfezionamento dell'acquisto della partecipazione Olivetti, è stata oggetto di numerose operazioni sul capitale, in seguito alle quali esso risulta suddiviso tra Pirelli (60 per cento), Edizione (20 per cento), IntesaBci (10 per cento) e UniCredito Italiano (10 per cento).

Negli ultimi mesi del 2001, è stata deliberata l'offerta in opzione di azioni ordinarie Olivetti spa e del prestito obbligazionario "Olivetti 1,5% 2001-2010 convertibile con premio al rimborso". Tali operazioni sono state decise dal consiglio di amministrazione della società il 13 ottobre 2001 su delega dell'assemblea straordinaria tenutasi il medesimo giorno, la prima che ha visto la presenza del nuovo azionista di riferimento Olimpia. Il controvalore netto dell'operazione, che ammonta a circa 3,8 miliardi di euro, è destinato a ridurre l'indebitamento netto di Olivetti. La struttura dell'offerta prevedeva la facoltà di sottoscrizione di 1 nuova azione ovvero 1 nuova obbligazione convertibile al valore nominale (1 euro) ogni 2 azioni/obbligazioni convertibili possedute.

Tale opzione poneva un potenziale rischio per il principale azionista di Olivetti - Olimpia - che, essendo in possesso di una quota pari al 27 per cento circa prima dell'offerta, avrebbe potuto vedersi incrementare tale percentuale sopra la soglia Opa del 30 per cento prevista dall'art. 106 Tuf, in quanto si era impegnata a sottoscrivere integralmente l'intera quota riservata in opzione (seppur mediante sottoscrizione del 50 per cento di azioni e del 50 per cento di obbligazioni). Al termine dell'operazione, Olimpia deteneva una quota pari al 28,7 per cento, al di sotto della soglia Opa. La Commissione aveva comunque escluso l'applicabilità dell'Opa obbligatoria nel caso in specie, seppur sotto determinate condizioni. Alla data del 7 dicembre 2001, dopo l'offerta in borsa dell'inoptato ai sensi dell'art. 2441, comma 3, c.c., pari allo 0,2 per cento dei diritti totali, l'offerta è risultata interamente sottoscritta nella seguente modalità: 1.491.373.698 azioni e 2.412.962.875 obbligazioni, senza l'intervento delle banche garanti.

Nel corso dell'anno si è altresì verificato il mutamento del controllo e la

successiva ristrutturazione del gruppo Montedison. Nel luglio 2001, Italenergia spa (società partecipata dal gruppo Fiat, EdF, Carlo Tassara spa, Gruppo San PaoloImi, Banca di Roma e Intesa Bci) ha lanciato un'Opa a cascata obbligatoria ex art. 106 Tuf su Montedison spa e la sua controllata Edison spa, rispettivamente al prezzo di euro 3,16 ed euro 11,6 per azione, con un impegno finanziario complessivo per l'acquirente di circa 8,1 miliardi di euro, di cui circa 5,6 miliardi di indebitamento.

Il 30 ottobre è stato presentato alla comunità finanziaria, dai nuovi vertici del gruppo Montedison, un complesso piano di ristrutturazione di gruppo finalizzato alla focalizzazione dell'attività nel settore energetico, attraverso la dismissione delle attività *non-core*, essenzialmente le partecipazioni nel settore agroindustriale (società del gruppo ex Eridania Beghin Say), chimico (Ausimont e Antibioticos), impiantistico (Tecnimont) e assicurativo (La Fondiaria), con un conseguente miglioramento della posizione finanziaria netta di circa 7 miliardi di euro e la semplificazione della catena di controllo.

In particolare, tale ristrutturazione prevede la scissione parziale non proporzionale di Falck spa in Montedison degli *assets* costituiti dalla partecipazione in Sondel spa (pari al 73,7 per cento del capitale sociale), nella Ipse spa (pari al 2 per cento del capitale sociale), di altri *assets* di minore entità e di debiti finanziari per circa 41 milioni di euro. Ulteriori atti connessi alla ristrutturazione societaria saranno costituiti (il perfezionamento dell'operazione è previsto entro aprile 2002) dall'incorporazione in Montedison di Sondel, Edison e Fiat Energia spa, dalla conversione delle azioni di risparmio Montedison in azioni ordinarie, dalla modifica dell'oggetto sociale, dal trasferimento della sede legale e dalla ridenominazione di Montedison in Edison spa.

Le rispettive assemblee straordinarie delle società coinvolte hanno deliberato la ristrutturazione nel mese di dicembre 2001. Il piano strategico prevede inoltre l'incorporazione della nuova Edison, la società nata dalle suddette fusioni, in Italenergia con la replica dell'azionariato di controllo in una *newco*, da attuarsi nel secondo semestre del 2002, al fine di trasferire l'indebitamento derivante dal lancio dell'Opa, pari a 5,6 miliardi di euro, nella società operativa.

Con riguardo al Nuovo Mercato, un'operazione di rilievo è stata quella relativa all'aumento di capitale realizzata da Eplanet spa.

L'operazione è consistita in un aumento di capitale a pagamento e contemporanea emissione gratuita di warrants convertibili in azioni della società, mediante un'offerta rivolta agli azionisti. L'aumento di capitale s'inquadra nell'ambito dell'operazione di salvataggio, connessa alla grave situazione finanziaria della società. Le risorse finanziarie raccolte, pari a circa 101 milioni di euro, hanno permesso di far fronte alla ingente esposizione debitoria, nonché a finanziare un apposito piano di ristrutturazione aziendale. L'aumento di capitale è stato sottoscritto prevalentemente da soggetti terzi. Nella circostanza, la Commissione ha ritenuto che la sottoscrizione di un aumento di capitale, in presenza di un piano di ristrutturazione del debito di una società quotata in crisi, fosse una fattispecie esimente dall'obbligo di Opa.

Nel corso del 2001 hanno inoltre avuto luogo numerose operazioni di finanza straordinaria che hanno richiesto il deposito di un documento informativo ai sensi dell'art. 70 del Regolamento Consob in materia di emittenti. Tra queste, risulta di particolare interesse l'operazione che ha coinvolto Montedison, e che ha riguardato il mutamento del controllo e la successiva ristrutturazione del gruppo (Riquadro 2).

Inoltre, nel luglio 2001 la Zucchi ha predisposto il documento informativo relativo alla fusione per incorporazione della Bassetti spa nella Zucchi spa. Il preliminare scorporo dell'attività operativa dell'incorporanda, conferita in una newco direttamente partecipata dalla capogruppo, ha permesso il mantenimento, da un punto di vista commerciale, dell'attuale configurazione che vede le 2 strutture (Bassetti e Zucchi) operare sul mercato ognuna con i propri marchi.

La nuova struttura del gruppo comporta anche notevoli semplificazioni dal punto di vista amministrativo in considerazione della eliminazione di una società quotata e le relative complessità legate alla gestione di una subholding, con un proprio bilancio consolidato e una propria compagine sociale differente da quella della Zucchi.

Nel corso dell'anno la società Autostrada Torino-Milano ha concluso una ristrutturazione societaria che prevedeva la scissione parziale proporzionale mediante costituzione della Società Iniziative Autostradali e Servizi spa (SIAS spa) con trasferimento del complesso aziendale comprendente essenzialmente le partecipazioni detenute nella SALT (Società Autostrade Ligure Toscana spa) e nella ASTM Telecomunicazioni spa. La scissione rappresenta un passo importante nel processo di riorganizzazione in atto all'interno del gruppo ASTM in quanto, attraverso la separazione delle attività svolte dalle concessionarie del gruppo in funzione della loro localizzazione geografica, permette da un lato di perseguire strategie di sviluppo anche attraverso il coinvolgimento nell'azionariato di partner radicati nei territori nei quali sono previsti significativi investimenti nell'infrastruttura autostradale; dall'altro, di attrarre con maggiore facilità l'interesse di altri operatori qualificati nel settore attraverso le più opportune forme di aggregazione che si potranno presentare in futuro.

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

Nel corso del 2001 la Consob ha rilasciato il nulla osta alla pubblicazione del prospetto informativo in relazione a 2 offerte pubbliche di vendita e sottoscrizione aventi a oggetto azioni non quotate, per un ammontare complessivo di circa 32 milioni di euro (Tav. II.10), valore in netta diminuzione rispetto all'anno precedente.

La prima delle 2 operazioni ha riguardato un'offerta pubblica di vendita, con controvalore pari a 3,6 milioni di euro; essa è stata promossa dal Comune di Sondrio e ha avuto a oggetto 1,75 milioni di azioni ordinarie della "Azienda Sondriese Multiservizi", oltre a una opzione di sovrallocazione di 290 mila azioni, esercitabile da investitori istituzionali. L'ammontare collocato presso il pubblico è stato pari a 954.500 azioni al prezzo di 3,75 euro per azione. Al termine dell'offerta il Comune di Sondrio (già detentore del 99,4 per cento del capitale sociale) è rimasto l'azionista di controllo con una partecipazione pari al 64,5 per cento (tenuto conto che la società, ai sensi dell'art. 22, comma 3, della legge 142/1990, deve restare a partecipazione maggioritaria del Comune con una quota non inferiore al 51 per cento del capitale).

La seconda è relativa a un'offerta pubblica di sottoscrizione promossa dalla Cassa di Risparmio di Ferrara, e ha avuto a oggetto il collocamento di circa 1,4 milioni di azioni ordinarie al prezzo di 20 euro per azione. Il controvalore complessivo dell'operazione è stato pari a 27,8 milioni di euro.

TAV. II.10

OFFERTE PUBBLICHE SU TITOLI NON QUOTATI¹

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

¹ Sono escluse le offerte riservate ai dipendenti.

Con riferimento alle offerte di emittenti esteri, anche nel corso del 2001 la Commissione ha proceduto, sulla base delle disposizioni comunitarie, al riconoscimento di prospetti esteri. Al riguardo occorre segnalare che, nell'ipotesi di offerta ai dipendenti, le modifiche introdotte nell'aprile 2001 al Regolamento Consob 11971/1999 hanno consentito agli emittenti di paesi UE la possibilità di redigere, in via alternativa rispetto al riconoscimento del prospetto approvato dalla Autorità del paese di origine, un prospetto secondo gli schemi semplificati previsti per gli emittenti quotati in Italia. Sempre nell'ipotesi di offerte ai dipendenti, per gli emittenti con azioni quotate in mercati regolamentati di Stati appartenenti all'Ocse, è stata consentita la possibilità di adottare, nella redazione dei prospetti, gli schemi semplificati applicabili agli emittenti quotati in Italia.

Tutti i riconoscimenti effettuati nell'anno di riferimento (7 casi, per un importo complessivo di circa 23 milioni di euro) si riferiscono a prospetti finalizzati a offerte rivolte a dipendenti di società italiane controllate dalla società offerente.

Inoltre, nel corso del 2001 si è svolta una sola operazione (contro le 3 del 2000) con la quale un emittente estero (Orange sa) ha effettuato un'offerta pubblica italiana nell'ambito di un'offerta paneuropea. Il controvalore dell'operazione è stato di oltre 63 milioni di euro.

L'attività regolamentare e interpretativa in materia di sollecitazione e operazioni straordinarie

Nel corso del 2001, nell'ambito dell'attività di revisione periodicamente effettuata sulle disposizioni regolamentari attuative del Tuf, sono state modificate alcune norme del Regolamento emittenti, in particolare riferite alla sollecitazione all'investimento, al prospetto di quotazione e ad alcuni obblighi informativi riferiti a determinate categorie di operazioni.

In primo luogo, è stata introdotta una disciplina *ad hoc* per le emissioni di obbligazioni e *covered warrants* sulla base di un programma.

In virtù di tali modifiche, ove la sollecitazione o l'ammissione a quotazione riguardino detti strumenti finanziari, è possibile redigere un prospetto informativo così strutturato: a) documento informativo sull'emittente; b) nota integrativa relativa al programma contenente, per ciascuna tipologia di prodotto, tutte le informazioni prescritte negli allegati al regolamento a eccezione di quelle, individuate nella nota stessa, definibili al momento delle singole emissioni; c) avviso integrativo, da pubblicarsi in occasione di ciascuna emissione entro il giorno antecedente l'inizio delle negoziazioni o del periodo di adesione, recante le informazioni non riportate nella nota integrativa.

Con riguardo al prospetto di quotazione, sono state adottate due ulteriori modifiche al Regolamento emittenti.

In primo luogo, è stata introdotta una disposizione volta a consentire, agli emittenti aventi azioni quotate in mercati regolamentati di Stati appartenenti all'Ocse, di redigere il prospetto informativo relativo alle sollecitazioni rivolte ai dipendenti (previste dall'art. 33, comma 2, lett. d del Regolamento 11971/1999), in base allo schema che sarebbe applicabile se l'emittente avesse azioni quotate in Italia.

Come noto infatti, agli emittenti non aventi azioni quotate in un mercato regolamentato italiano viene richiesta la redazione di un prospetto cosiddetto completo. Tale circostanza si traduceva in un onere eccessivo a carico di quegli emittenti che, quotati in altri mercati regolamentati non europei, da un lato, in virtù di tale quotazione, redigevano nel proprio paese prospetti semplificati, ma dall'altro non potevano usufruire del "riconoscimento reciproco" previsto dalle direttive europee ed erano pertanto tenuti a redigere il prospetto in base allo schema n. 1, di cui all'allegato 1B del Regolamento Consob.

Inoltre, è stata riunita in un unico articolo la disciplina in materia di esenzioni dalla redazione del prospetto di quotazione. In particolare, a tal fine potrà tra l'altro essere usato il prospetto di sollecitazione o di quotazione pubblicato nei 12 mesi precedenti anche se relativo a strumenti finanziari diversi, purché tale prospetto contenga informazioni equivalenti e lo stesso venga accompagnato da una nota contenente l'aggiornamento delle informazioni e le integrazioni riguardanti eventi significativi accaduti successivamente.

Inoltre, nel caso di un emittente che abbia azioni negoziate su di un mercato regolamentato da almeno 2 anni e intenda chiedere l'ammissione su altro mercato, l'esenzione potrà essere consentita anche

nel caso di un passaggio dal Nuovo Mercato alla Borsa, essendo stato eliminato il riferimento soltanto a quest'ultima.

Con riferimento ai documenti informativi relativi alle operazioni di fusione/scissione e acquisizione/dismissione significative, a seguito della individuazione in via generale dei “parametri di significatività” che rendono necessaria la redazione di un documento informativo (resi noti con la comunicazione Consob DIS/98081334 del 19 ottobre 1998), si è provveduto a sostituire la previsione secondo la quale era la Consob a dover richiedere la predisposizione del documento in presenza di operazioni significative, fissando un obbligo per gli emittenti di redigere il predetto documento in presenza di operazioni significative secondo i criteri generali predeterminati dalla Commissione.

Sono stati inoltre estesi alle società quotate in altri mercati regolamentati alcuni obblighi informativi relativi alle operazioni straordinarie, in precedenza previsti solo per le società quotate in Borsa. In particolare, considerata l'importanza per gli investitori di alcune operazioni che riguardano società quotate al Nuovo Mercato, è stata considerata applicabile anche per dette società la disciplina dei documenti informativi per operazioni significative di fusione/scissione, acquisizione/cessione. Inoltre, è stata estesa anche la nuova disciplina riguardante la conversione di azioni.

Infine, è stata prevista un'apposita disciplina informativa per le operazioni di conversione di azioni di una categoria in un'altra categoria.

Più in particolare, è stato previsto che, dopo l'approvazione della delibera di conversione da parte dell'assemblea, la relazione degli amministratori, redatta secondo un nuovo schema inserito nell'allegato 3A e integrata con le informazioni sulle modalità di conversione non disponibili prima della delibera, sia messa a disposizione del pubblico, per favorire una scelta consapevole da parte degli investitori interessati alla conversione. Lo schema di relazione degli amministratori richiede, fra l'altro, informazioni di particolare interesse per le operazioni di conversione di azioni privilegiate o di risparmio in azioni ordinarie, quali quelle sulla perdita dei privilegi patrimoniali ovvero la riduzione di liquidità delle azioni da convertire in caso di parziale adesione alla conversione e la possibile conseguente revoca dalla quotazione dei titoli non convertiti, le variazioni di rilievo negli assetti proprietari e di controllo a seguito dell'operazione di conversione. Inoltre sono state distinte le informazioni a seconda che si tratti di una conversione con conguaglio in denaro ovvero con rapporto di conversione alla pari o non alla pari.

III. L'INFORMATIVA SOCIETARIA

L'attività di vigilanza e di enforcement

Nel corso del 2001, l'attività di vigilanza da parte della Commissione sugli emittenti quotati e sull'informativa da essi resa al mercato e agli azionisti ha portato a un notevole aumento delle richieste di informazioni agli stessi emittenti e alle rispettive società di revisione, cresciute da 89 nel 2000 a 397 nel 2001, così come delle richieste di pubblicazione di dati e notizie, passate da 17 a 40 (Tav. III.1). Nel corso del 2001 sono state, inoltre, avviate 4 ispezioni, di cui 3 nei confronti di società quotate e una nei confronti di una società di revisione. In 4 casi, inoltre, la Commissione, attraverso provvedimenti cautelari/interdittivi, ha vietato attività di abusiva sollecitazione all'investimento aventi a oggetto azioni e obbligazioni di emittenti non quotati. Infine, così come avvenuto nel 2000, in un caso la Commissione ha attivato i propri poteri di impugnativa del bilancio nei confronti di un emittente quotato.

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

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

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

In tema di sollecitazione, la fattispecie di gran lunga più frequente che ha dato luogo alla contestazione di condotte illecite riguarda il rispetto della norma del Regolamento Consob in materia di emittenti che prevede che le operazioni di riparto siano effettuate direttamente dal responsabile del

collocamento in maniera centralizzata. In due casi è stato contestato il mancato rispetto delle norme relative alla pubblicazione del prospetto informativo in occasione di emissioni di obbligazioni reverse convertible. In materia di informativa societaria, invece, 4 dei 17 casi di proposte di sanzioni o di pagamenti in misura ridotta riguardano il rispetto degli obblighi di diffusione di informazioni price sensitive, mentre i rimanenti casi riguardano il rispetto di obblighi relativi all'informativa da rendere in bilancio.

TAV. III.1

VIGILANZA SULL'INFORMAZIONE SOCIETARIA E GLI ASSETTI PROPRIETARI

	2000	2001
RICHIESTE INFORMAZIONI	89	397
RICHIESTE EX ART. 115, COMMA 3, TUF (SOCI PARTECIPANTI)	68	52
ISPEZIONI	--	4
RICHIESTE DI PUBBLICAZIONI DI DATI E NOTIZIE	17	40
SEGNALAZIONI AL TRIBUNALE EX ART. 2409 C.C.	2	—
LETTERE DI RICHIAMO	12	5
IMPUGNATIVE DI BILANCIO	1	1

TAV. III.2

ATTIVITÀ DI ENFORCEMENT IN MATERIA DI SOLLECITAZIONE E INFORMATIVA SOCIETARIA (2001)

	SANZIONI PROPOSTE AL MINISTERO DELL'ECONOMIA		PAGAMENTO IN MISURA RIDOTTA	
	N. CASI	IMPORTO ¹	N. CASI	IMPORTO ¹
SOLLECITAZIONE ALL'INVESTIMENTO	27	545	13	344
OPA	—	—	—	—
INFORMATIVA SOCIETARIA	6	160	11	258
PARTECIPAZIONI RILEVANTI E PATTI PARASOCIALI	3	238	51	537
DELEGHE DI VOTO	—	—	—	—
<i>TOTALE</i>	<i>36</i>	<i>943</i>	<i>75</i>	<i>1.139</i>

¹ Valori in migliaia di euro.

Numerosi sono stati i pagamenti in misura ridotta a seguito di contestazioni relative a ritardate o omesse comunicazioni di partecipazioni rilevanti; in 2 casi le contestazioni della Commissione hanno riguardato anche la mancata comunicazione di patti parasociali.

L'informativa agli azionisti in sede assembleare

Nel corso del 2001 la Commissione è intervenuta in diverse occasioni al fine di richiedere alle società quotate di integrare l'informativa resa agli azionisti in sede di assemblea ordinaria o straordinaria.

Gli interventi di maggiore rilievo riguardano casi in cui è stato richiesto agli amministratori, in occasione dell'assemblea di approvazione del bilancio relativo all'esercizio 2000, di fornire informazioni aggiuntive e più dettagliate in ordine a operazioni finanziarie particolarmente complesse, con specifico riferimento al loro impatto sulla situazione economica, finanziaria e patrimoniale delle società.

Tali operazioni hanno riguardato in un caso un complesso programma di riorganizzazione delle partecipazioni estere di una società quotata e in un altro caso la cessione di una sub-holding proprietaria delle società operative all'azionista di riferimento del gruppo.

In un terzo caso, la Commissione è intervenuta nei confronti di 5 società quotate appartenenti allo stesso gruppo richiedendo un'integrazione dell'informativa agli azionisti con riguardo a numerose e complesse operazioni effettuate nel corso degli esercizi 1999 e 2000, finalizzate alla costituzione e alla quotazione di una delle società appartenenti al gruppo in questione. Trattandosi di operazioni con parti correlate, la Commissione ha ritenuto opportuno che fosse fornita un'informazione puntuale e dettagliata circa le modalità di svolgimento delle operazioni e in particolare circa le modalità di determinazione del valore di cessione degli assets trasferiti alla società di nuova quotazione da parte delle altre società del gruppo e circa l'entità della quota di capitale sociale sottoscritta da ciascuna società al momento della costituzione della società di nuova quotazione, nonché in merito all'indicazione della convenienza economica e della rispondenza di tali operazioni all'interesse sociale.

Altri interventi di rilievo hanno riguardato richieste volte a rendere più completa e precisa l'informazione contabile in occasione dell'approvazione dei bilanci relativi all'esercizio 2000.

Con riferimento a una società quotata sul Nuovo Mercato, la Commissione ha richiesto di integrare l'informazione contenuta nel progetto di bilancio per l'esercizio 2000 con alcune informazioni aggiuntive, al fine di mettere a confronto l'andamento dei due semestri dell'esercizio 2000. Fra il primo e il secondo semestre si era infatti verificata una forte inversione di tendenza nell'andamento delle vendite, causando un netto peggioramento del fatturato, in contrasto con le previsioni contenute nel business plan predisposto dalla società ai fini della determinazione del prezzo delle azioni in sede di collocamento finalizzato alla quotazione. La Commissione ha anche richiesto di riepilogare le spese sostenute dalla società sin dal momento della quotazione (in particolare quelle afferenti alle operazioni con parti correlate e alle spese di consulenza). Successivamente, posto che le informazioni richieste non erano apparse sufficientemente

complete e chiare, è stata richiesta alla società un'ulteriore integrazione di informativa mediante la divulgazione di uno specifico comunicato stampa.

In un secondo caso, la Commissione ha ritenuto che le informazioni contenute nelle evidenze documentali acquisite nell'attività di vigilanza sull'informativa al mercato e agli azionisti non trovassero adeguata rappresentazione nella documentazione contabile sino a quel momento messa a disposizione degli azionisti da parte della società stessa. Le evidenze si riferivano, in particolare, ad alcune operazioni poste in essere dall'amministratore delegato di un emittente quotato senza fornire adeguata e tempestiva informativa al consiglio di amministrazione. La Commissione ha pertanto richiesto un'integrazione dell'informativa in occasione dell'assemblea di approvazione del bilancio dell'esercizio 2000.

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

Nel caso di una società quotata appartenente a un gruppo, la Commissione ha rilevato come, con riferimento ad alcune rilevanti operazioni con parti correlate effettuate dagli amministratori, il collegio sindacale non abbia documentato lo svolgimento di verifiche in ordine alle modalità di realizzazione delle operazioni medesime, non abbia attribuito alle stesse il dovuto rilievo in sede di relazione all'assemblea, né abbia espresso autonome valutazioni in ordine alla completezza dell'informativa resa dagli amministratori nella relazione sulla gestione e alla rispondenza all'interesse sociale delle operazioni in argomento. Pertanto, la Commissione ha richiamato i componenti di detto collegio sindacale, invitandoli ad adottare un'azione di scrutinio più approfondita sugli atti di gestione posti in essere dagli amministratori, nonché ad attenersi ai principi contenuti nelle comunicazioni Consob in materia di controlli societari.

L'informativa contabile e i controlli delle società di revisione

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

La Commissione ha infatti ritenuto che tale bilancio non fosse stato redatto in conformità alle disposizioni della legge. I profili di maggiore criticità riguardavano la mancata eliminazione dai conti consolidati di una plusvalenza infra-gruppo nella misura corrispondente all'effettiva quota partecipativa. L'Istituto è intervenuto richiedendo all'emittente e alla società di revisione incaricata della revisione del bilancio specifiche informazioni volte a valutare la correttezza del trattamento contabile della plusvalenza connessa a detta transazione infra-gruppo. Successivamente, la società, in considerazione delle indicazioni della Commissione, ha deciso di procedere alla riapprovazione del bilancio consolidato, dandone pubblicità con un comunicato stampa.

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

Attraverso una comunicazione di carattere generale rivolta alle banche con strumenti finanziari quotati nei mercati regolamentati, la Commissione ha richiesto di fornire apposita informativa, nella nota integrativa relativa ai bilanci per l'esercizio 2000, sulle iniziative intraprese per tener conto di alcuni provvedimenti legislativi che avrebbero potuto avere effetti sulle situazioni economiche e patrimoniali delle banche stesse (agevolazioni tributarie, mutui agevolati, mutui non agevolati a tasso fisso, anatocismo).

Nel corso del 2001 le società di revisione iscritte nell'albo speciale tenuto dalla Consob hanno esaminato 281 bilanci d'esercizio e 246 bilanci consolidati di emittenti quotati su mercati regolamentati italiani. Le società di revisione hanno effettuato, nell'ambito delle relazioni di certificazione, 207 richiami di informativa e in 4 casi hanno espresso un giudizio con rilievi; in nessun caso, invece, hanno espresso un giudizio avverso, ovvero si sono dichiarate impossibilitate a esprimere un giudizio sul bilancio (Tav. aIII.1).

I richiami di informativa hanno prevalentemente riguardato lo stanziamento di ammortamenti anticipati al fine di usufruire dei benefici previsti dalla normativa fiscale, il contenuto della nota integrativa, la rivalutazione di immobilizzazioni materiali e di partecipazioni, l'adozione di nuovi criteri contabili, le modifiche intervenute nella struttura del gruppo e l'esistenza di contenziosi. In particolare, in 2 casi le società di revisione, dopo essersi inizialmente dichiarate impossibilitate a esprimere il giudizio a causa delle limitazioni incontrate nello svolgimento delle procedure di revisione e dell'esistenza di incertezze circa il presupposto della continuità aziendale, hanno successivamente riformulato la relazione esprimendo un giudizio positivo sul bilancio, evidenziando peraltro alcuni richiami di informativa.

I giudizi con rilievi riguardano un caso in cui la società di revisione non ha potuto verificare la corretta determinazione del costo di produzione delle rimanenze dei prodotti finiti di una società controllata, a causa dei limiti riscontrati nei sistemi informativi. In un secondo caso, le verifiche della società di revisione hanno incontrato limitazioni per il mancato ottenimento di evidenze formali in relazione ad accordi contrattuali e di adeguate informazioni di natura economico-finanziaria in merito a una società le cui azioni costituivano parte del prezzo pattuito per la cessione a terzi di una società controllata, e per la mancata conferma dei rapporti in essere tra la società quotata e una controparte estera.

In un'altra fattispecie, la società di revisione ha manifestato il proprio dissenso in merito al trattamento contabile di una plusvalenza realizzata da una società controllata a seguito di un contratto di sale and lease-back riguardante un immobile. Infine, nell'ultimo caso, i revisori hanno evidenziato la mancanza di elementi probativi in grado di supportare le considerazioni degli amministratori circa la mancata svalutazione di una partecipata e la recuperabilità dei crediti vantati dalla società emittente nei

confronti della stessa, nonché una situazione di incertezza in ordine all'effettivo ammontare delle perdite conseguenti.

Alla fine del 2001 le società di revisione iscritte nell'albo speciale tenuto dalla Consob erano 24, numero uguale a quello del 2000.

Nel corso del 2001 la Commissione ha modificato le delibere di iscrizione di 4 società a seguito dei mutamenti intervenuti nella forma giuridica, nella denominazione sociale e nella sede legale. Alla fine dell'anno era in corso di svolgimento un'istruttoria di iscrizione nell'albo speciale presentata da una società di revisione nel corso del 2001 (Tav. aIII.2).

Le istruttorie condotte sugli incarichi conferiti per il triennio 2001/2003 hanno evidenziato un maggiore grado di adesione, da parte delle società conferenti e delle società di revisione, alle disposizioni normative e regolamentari in materia di revisione contabile rispetto ai primi 2 anni di applicazione del Tuf. Tuttavia, in taluni casi sono state accertate carenze informative che hanno richiesto interventi finalizzati a integrare la documentazione pervenuta e, in altri casi è stata invece riscontrata un'errata interpretazione della normativa in materia di revisione contabile dei gruppi. A tal fine la Consob ha sollecitato gli emittenti ad ampliare l'area della revisione obbligatoria all'interno del gruppo, laddove talune controllate non avevano provveduto al conferimento dell'incarico.

I dati relativi alle società di revisione iscritte all'albo tenuto dalla Consob indicano, con riferimento al fatturato e al numero di nuovi incarichi acquisiti nel corso del 2000, un lieve aumento del grado di concentrazione del mercato. Le prime 3 società di revisione hanno infatti aumentato la loro quota di mercato, in termini di fatturato, dal 55 per cento nel 1999 al 60 per cento circa nel 2000 (e dal 48 al 60 per cento circa in termini di numero di nuovi incarichi, Tav. aIII.3). Risulta invece più contenuto l'incremento della quota di mercato riconducibile alle prime 6 società di revisione.

L'informativa continua price sensitive

Nel corso del 2001 la Commissione è intervenuta in numerosi casi, in particolare in occasione di operazioni societarie di particolare importanza, al fine di garantire una corretta e tempestiva informativa al mercato da parte delle società quotate, sia attraverso contatti informali con gli emittenti sia attraverso richieste formali di pubblicazione di dati e notizie.

Nel corso del 2001, si è registrato, infatti, un aumento degli interventi tesi a ottenere, da parte delle società emittenti, la diffusione di comunicati stampa al pubblico oppure la comunicazione di dati e notizie alla stessa Consob. In particolare, in 4 casi è stato richiesto a emittenti quotati di smentire ovvero di confermare alcune indiscrezioni comparse sulla stampa, in presenza di anomalie nell'andamento delle quotazioni di borsa dei propri strumenti finanziari. In 2 casi sono state inviate richieste di dati e notizie anche a intermediari autorizzati. Inoltre, la Commissione ha esaminato 9 richieste di sospensione degli obblighi di comunicazione al pubblico di informazioni *price sensitive*.

La Commissione ha prestato una particolare attenzione alla vigilanza sull'informativa *price sensitive* relativa alle società di calcio con titoli quotati, in virtù del fatto che le indiscrezioni relative ad acquisti e cessioni di calciatori che vengono diffuse quasi quotidianamente dalla stampa e dai siti internet (specializzati e non) sono potenzialmente in grado di provocare sensibili variazioni nei prezzi dei titoli. La Commissione è intervenuta in 5 occasioni nel sollecitare a società calcistiche quotate precisazioni in merito a *rumors* su cessioni o acquisizioni di calciatori.

La diffusione di informazioni potenzialmente *price sensitive* attraverso Internet ha costituito un'altra area oggetto di un'azione di vigilanza specifica da parte della Commissione.

In particolare, è stato individuato un gruppo di oltre 100 siti dedicati all'informazione finanziaria (a esclusione delle sezioni finanziarie dei quotidiani nazionali presenti in rete e dei siti degli intermediari, comunque controllati) sui quali è stata svolta una specifica azione di monitoraggio quotidiano, al fine di verificare la presenza di rumors e indiscrezioni, suscettibili di determinare alterazioni nei prezzi dei titoli non ripresi da altri canali informativi. In un caso, una società quotata è stata sollecitata a intervenire per smentire indiscrezioni presenti su un sito internet e non diffuse da nessun altro mezzo di informazione.

L'analisi delle informazioni diffuse da siti dedicati alle notizie finanziarie evidenzia come, nelle prime ore della giornata, tali siti riprendono e sintetizzano notizie comparse nelle pagine dei quotidiani economici la mattina stessa; nel corso della giornata, invece, vengono riprese indiscrezioni lanciate dalle principali agenzie di stampa. È ridotto, ma comunque significativo, il numero delle indiscrezioni raccolte, elaborate e diffuse in via esclusiva, o comunque in anticipo rispetto ad altre fonti, dalle redazioni degli stessi siti.

Una particolare attenzione è stata inoltre dedicata al monitoraggio dei messaggi inseriti dagli stessi utenti-investitori nei forum di discussione presenti in tali siti. Sono stati a tal riguardo selezionati 40 forum finanziari e l'analisi del loro contenuto ha evidenziato che spesso i gruppi di discussione su specifici titoli vengono alimentati da notizie e indiscrezioni presenti su altri organi di informazione o da segnali operativi che gli stessi utenti-investitori suggeriscono al gruppo.

L'attività di controllo sull'informazione *price sensitive* al mercato e agli investitori è stata affiancata e integrata da una serie di interventi di carattere interpretativo, volti a integrare e precisare le disposizioni regolamentari.

Con la comunicazione Dme/1000796 del 4 gennaio 2001, concernente l'utilizzo di siti internet per la diffusione di informazioni da parte di società emittenti strumenti finanziari quotati, la Commissione, pur riconoscendo che l'utilizzo di Internet contribuisce a migliorare l'omogeneità di diffusione delle informazioni tra il pubblico, ha raccomandato alle società di rispettare correttezza, trasparenza e parità informativa. In particolare, la Commissione ha raccomandato di mettere a disposizione del pubblico tramite Internet documenti in versione integrale, ovvero assicurare che l'eventuale sintesi rispecchi fedelmente il quadro informativo del documento originale, e di pubblicare, attraverso gli stessi siti, la documentazione relativa al bilancio di esercizio, alla relazione sull'andamento della gestione del primo semestre e alle relazioni trimestrali.

Infine, con la comunicazione Dme/1039328 del 18 maggio 2001, la Commissione ha affrontato il tema dei profit warning da parte delle società quotate. A tale riguardo, la Commissione ha precisato gli obblighi previsti dall'art. 68 del Regolamento 11971/1999 e ha ribadito agli emittenti la necessità di

assicurare un'informazione finanziaria regolare e frequente agli investitori. Inoltre, in modo più specifico, la Commissione ha sottolineato l'opportunità di emissione di profit warning sul consensus estimate, raccomandando alle società emittenti di monitorare tutta l'informazione a disposizione del mercato, comprese le analisi finanziarie pubblicate, e di esaminare eventuali scostamenti significativi fra risultati attesi dal mercato e risultati attesi dalla società, in modo da correggere tempestivamente le aspettative della generalità degli investitori.

Gli studi sulle società quotate

Nel corso del 2001 gli studi su società quotate diffusi dagli intermediari e inviati alla Consob sono aumentati sensibilmente, passando dai 12.000 pervenuti nel 2000 a oltre 23.500. Gli studi monografici diffusi nel 2001 sono stati circa 5.900 (circa 2.300 nel 2000); la loro percentuale rispetto al totale degli studi è quindi passata a oltre il 25 per cento, aumentando di circa 5 punti percentuali rispetto a quella dell'anno precedente.

È risultata mutata anche la ripartizione percentuale dei consigli operativi contenuti negli studi monografici (Tav. III.3). Infatti, la percentuale degli studi che forniscono un consiglio operativo di acquisto (*buy*) sono scesi dal 58,2 per cento del 2000 al 48,3 per cento. Tale riduzione è in parte riconducibile all'andamento non favorevole del mercato ma risente anche della maggior attenzione con cui il mercato, in questi ultimi tempi, ha guardato alla validità dei consigli forniti. Sono di conseguenza aumentati gli studi che consigliano di mantenere la posizione sul titolo (*hold*), passati da circa il 26 al 33,7 per cento, e quelli che consigliano la vendita (*sell*), passati dal 6,1 al 9,1 per cento.

TAV. III.3

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

CONSIGLIO OPERATIVO	1998	1999	2000	2001
BUY	59,1	57,5	58,2	48,3
HOLD	25,5	26,7	26,1	33,6
NOTIZIE IMPORTANTI	9,9	9,1	9,6	9,0
SELL	5,5	6,6	6,1	9,1
<i>NUMERO TOTALE DI STUDI</i>	2.288	2.260	2.368	5.912

Il mercato degli studi presenta un grado elevato di concentrazione: nel 2001 hanno diffuso studi monografici su società quotate italiane 45 soggetti e ai primi 9 è riconducibile oltre il 54 per cento del totale

degli studi. Quasi tutte le società quotate sono state oggetto di studi, tuttavia il grado di copertura assicurato, in termini di frequenza di aggiornamento e di pluralità di analisi, è soddisfacente solo per una quota limitata di esse: solo 55 società sono state oggetto di più di 24 studi mentre ben 65 società (ovvero il 30 per cento delle società "coperte") sono state oggetto di meno di 4 studi in un anno (Tav. III.4). Inoltre, per molte delle società che hanno avuto un ridotto grado di copertura, la ricerca è stata diffusa quasi esclusivamente da soggetti che sono tenuti a farlo in adempimento a obblighi contrattuali (ad esempio gli sponsor); ovviamente, per tali società sono maggiori i rischi che l'attività di diffusione degli studi possa risentire dei conflitti di interessi generati dal contemporaneo svolgimento di altre attività/ruoli. Più in generale, il numero di società coperte è risultato diminuito rispetto al dato dello scorso anno (ma è considerevolmente più alto di quello del periodo 1998-1999); la contrazione del 2001 è essenzialmente attribuibile alla minor attenzione di cui sono state oggetto le società del Nuovo Mercato.

TAV. III.4

DISTRIBUZIONE DELLE SOCIETÀ OGGETTO DI STUDI MONOGRAFICI PER CLASSE DI FREQUENZA

ANNI	N. DI SOCIETÀ OGGETTO DI STUDI MONOGRAFICI ¹	RIPARTIZIONE DELLE SOCIETÀ OGGETTO DI STUDI PER N. DI STUDI PRODOTTI ²						
		OLTRE 51	DA 25 A 50	DA 13 A 24	DA 5 A 12	4	FINO A 3	TOTALE
1998	179	4,5	10,1	21,2	25,1	7,8	31,3	100
1999	146	4,9	8,9	16,4	27,4	7,5	34,9	100
2000	261	9,9	9,3	15,6	27,4	6,3	31,5	100
2001	217	7,8	17,5	14,7	24,4	5,6	30,0	100

¹ Società quotate su mercati regolamentati gestiti da Borsa Italiana spa. ² Dati in percentuale.

Stante la crescente importanza assunta dagli studi nel completare e arricchire l'informazione del mercato, la normativa Consob già nel 1991 (art. 15 del Regolamento 5553/1991 in attuazione dell'art. 6 della legge 157/1991) disciplinava il fenomeno della conoscibilità degli studi. In particolare erano previsti obblighi di messa a disposizione del pubblico degli studi, attraverso il loro deposito presso la borsa, e di indicazione della possibilità di esistenza di conflitti di interesse. Le norme regolamentari, dettate in attuazione del Tuf (art. 69 del Regolamento 11971/1999) avevano quindi ripreso, senza sostanziali modifiche, la precedente disciplina.

Nel corso del 2001, al termine di un processo di consultazione che ha visto coinvolti i rappresentanti di categoria dei soggetti interessati, sono state approvate alcune modifiche all'art. 69 del Regolamento 11971/1999. In particolare, si è stabilito che gli studi "riportino, con evidenza grafica, un'avvertenza nella quale sia indicato che chi li diffonde può avere un proprio specifico interesse riguardo agli emittenti, agli strumenti finanziari e alle operazioni oggetto di analisi, indicandone le ragioni e l'estensione" (in precedenza era sufficiente indicare l'esistenza di un

potenziale generico interesse in conflitto) e che il deposito presso la società di gestione del mercato per gli studi o le statistiche destinati a soci e clienti sia “effettuato entro 10 giorni da quello di inizio della diffusione” (in precedenza il termine era fissato in 15 giorni).

Tali modifiche, dettate dalle evidenze emerse circa la sussistenza di diffuse situazioni in cui gli studi erano stati diffusi da soggetti in capo ai quali esistevano situazioni di potenziale conflitto di interessi (non sempre adeguatamente segnalate al mercato), sono state accompagnate e integrate dalla comunicazione Dme/1029755 del 20 aprile 2001.

Con detta comunicazione, si è provveduto a esemplificare quali possano essere gli specifici interessi di cui devono essere indicate le ragioni e l'estensione. Sono state inoltre fornite raccomandazioni su: trasparenza sulle fonti; indipendenza e correttezza degli analisti finanziari; trasparenza su modalità e tempistica di diffusione degli studi; trasparenza sulla continuità della copertura e sulla serie di giudizi espressi.

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

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

A livello di autoregolamentazione, è da segnalare che, in seguito al caso Enron, gli organi di autogoverno dei broker americani hanno recentemente adottato nuove regole (più severe e dettagliate) accompagnate da pesanti sanzioni.

Si segnala, infine, l'attività di verifica condotta in merito al rispetto da parte dei produttori degli studi delle nuove regole dettate nel corso del 2001. In particolare, è stata condotta una prima verifica sul rispetto delle nuove norme concernenti i criteri di redazione del *disclaimer* sui conflitti di interessi. Nei casi in cui il grado di adeguamento alla nuova normativa non è parso ottimale, si è provveduto a richiamare l'attenzione degli intermediari che diffondono gli studi a un più stringente rispetto della stessa. Sono state, infine, avviate alcune procedure di contestazione per i casi di violazione degli obblighi normativi in parola.

L'attività regolamentare e interpretativa

Nel corso del 2001, con una comunicazione di carattere generale rivolta alle società di revisione, la Commissione ha rinnovato, ai sensi dell'art. 162 del Tuf, la richiesta, già formulata

nel 1995 ai sensi dell'allora vigente normativa, di predisporre annualmente una scheda di controllo relativa ai dati e alle informazioni contenute nei bilanci delle società quotate.

Con la comunicazione del 1995 la Commissione aveva sottolineato i nessi tra i controlli da essa svolti sui bilanci delle società quotate e il potere di acquisire dati e notizie presso le società di revisione. In tale ottica, al fine di rendere il flusso informativo proveniente dalle società di revisione più sistematico e, pertanto, maggiormente strumentale all'attività della Commissione, venne richiesta la compilazione di una scheda di controllo, riassuntiva dei principali dati e informazioni acquisite nel corso dell'attività di controllo legale dei conti. L'esperienza maturata dalla Commissione ha dimostrato la particolare utilità di tale strumento, oltre che per i controlli sull'informazione resa dalle imprese quotate, anche per rendere più efficiente la stessa attività di vigilanza sulle società di revisione. La Commissione ha pertanto ribadito la richiesta formulata nel 1995, rivisitandone i profili informativi, al fine di rendere più immediata e completa l'evidenziazione delle tematiche critiche emerse nel corso dell'attività di revisione e di consentire una maggiore concentrazione e standardizzazione delle informazioni.

La Commissione ha inoltre emanato una comunicazione finalizzata a indicare principi di comportamento e obblighi informativi che rappresentano le linee guida alle quali il collegio sindacale può attenersi per il corretto svolgimento delle proprie funzioni di controllo.

Con tale comunicazione la Commissione ha ribadito i principi fissati in precedenti comunicazioni sullo stesso tema (in particolare in quella del 20 febbraio 1997) e ha fornito talune indicazioni ai fini della predisposizione della relazione per l'assemblea convocata per l'approvazione del bilancio d'esercizio sull'attività di vigilanza svolta da parte del collegio sindacale. In particolare, in presenza di operazioni rilevanti, con parti correlate, atipiche e/o inusuali viene richiesto ai sindaci che siano riportate nella relazione informazioni complete e dettagliate con l'indicazione delle proprie valutazioni circa la congruità e la rispondenza all'interesse sociale delle stesse, nonché le proprie valutazioni circa l'adeguatezza delle informazioni rese al riguardo dagli amministratori in bilancio. È previsto inoltre che il collegio sindacale fornisca indicazioni in merito alle proprie valutazioni sull'osservanza della legge e dell'atto costitutivo, sul rispetto dei principi di corretta amministrazione, sull'adeguatezza della struttura amministrativa e del sistema di controllo interno, nonché sull'adeguatezza delle disposizioni impartite dalla società affinché le società controllate forniscano tutte le notizie necessarie alla controllante per adempiere gli obblighi di comunicazione previsti dalla legge. Così strutturate, le valutazioni dei sindaci contenute nella relazione potranno consentire all'assemblea una corretta percezione della situazione economica, finanziaria e amministrativa dell'emittente, anche in virtù della costante collaborazione con i revisori, che costituisce uno dei principali presupposti per il corretto funzionamento del sistema dei controlli societari.

La Commissione ha inoltre raccomandato la predisposizione e l'invio alla stessa Consob di una scheda riepilogativa dell'attività di controllo svolta dai collegi sindacali, che può costituire un valido ausilio per i sindaci al fine della predisposizione della relazione all'assemblea.

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

Con la compilazione della check-list i revisori dovranno inserire alcune informazioni sulle operazioni atipiche e/o inusuali (con parti correlate, infragruppo e con soggetti terzi), nonché in merito alle proprie

valutazioni sul funzionamento del sistema di controllo interno in essere presso l'emittente sottoposto a revisione. Tale strumento consente alla Consob di conoscere, per le medesime operazioni, le valutazioni adottate dal collegio sindacale e dalla società di revisione.

Sotto il profilo interpretativo, in materia di revisione contabile, si segnalano 3 interventi di carattere generale della Commissione.

Con una comunicazione del luglio 2001 la Commissione ha stabilito, con il contributo delle associazioni di categoria, i criteri di redazione e di presentazione delle informazioni finanziarie pro-forma e ha altresì precisato, con la successiva raccomandazione dell'agosto 2001, le procedure di verifica sui dati pro-forma e gli schemi di relazione che le società di revisione dovranno adottare per l'espressione del giudizio sugli stessi.

Il Regolamento Consob in materia di emittenti richiede la presentazione di informazioni finanziarie pro-forma nei documenti informativi e nei prospetti di sollecitazione nei casi in cui l'emittente sia stato interessato da operazioni che comportino modifiche sostanziali del proprio assetto patrimoniale. Poiché i dati pro-forma sono ottenuti apportando ai dati economici, patrimoniali e finanziari le opportune rettifiche per riflettere retroattivamente gli effetti di operazioni straordinarie avvenute successivamente, la significatività di tali dati dipende in misura determinante dalla ragionevolezza delle assunzioni utilizzate ai fini della loro redazione. L'intervento della Commissione si è quindi reso necessario in considerazione dell'assenza di regole comuni in merito ai criteri da adottare per la predisposizione delle informazioni finanziarie pro-forma, assenza che ha contribuito in passato al diffondersi di prassi contabili difformi.

In particolare, poiché uno degli aspetti maggiormente critici delle informazioni finanziarie pro-forma riguarda il periodo temporale a cui deve estendersi la rappresentazione dei dati, è stato previsto che le stesse si riferiscano solo allo stato patrimoniale, al conto economico e al rendiconto finanziario pro-forma relativi all'ultimo esercizio annuale chiuso precedentemente alla data di effettuazione delle operazioni straordinarie. Si è infatti ritenuto che la presentazione di dati pro-forma relativi a periodi eccessivamente lontani da tali operazioni è soggetta al rischio che le rettifiche producano risultati inattendibili o addirittura fuorvianti.

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

Il documento della Commissione parte dalla considerazione che l'attività degli intermediari è caratterizzata da un'elevata rischiosità e dal coinvolgimento di interessi tutelati dall'ordinamento, quali la salvaguardia degli investitori e dell'integrità del mercato, circostanze che hanno richiesto una disciplina del settore molto dettagliata e complessa. In tale contesto, si è quindi ritenuto necessario elaborare uno specifico principio per fornire alle società di revisione adeguati strumenti per un corretto svolgimento delle funzioni di controllo contabile. Tale principio, che si affianca alle regole generali e che entrerà in vigore a partire dalle revisioni contabili relative all'esercizio 2001, affronta due aspetti cruciali dell'attività di

revisione, quali la valutazione dei sistemi di controllo interno, finalizzata all'apprezzamento del rischio complessivo di revisione, e gli obblighi di comunicazione a cui le società di revisione sono tenute nei confronti delle Autorità di vigilanza. Al riguardo sono state predisposte apposite schede tecniche che evidenziano, in linea generale e per tipologia di servizio fornito alla clientela, gli obiettivi che il sistema di controllo interno di un intermediario deve normalmente soddisfare per il corretto svolgimento dell'attività.

Nel corso del 2001 la Commissione ha espresso il suo orientamento su tematiche contabili di interesse generale, laddove per l'assenza di disposizioni di legge e di principi contabili nazionali che regolano la materia, ovvero per difficoltà di natura interpretativa delle norme già esistenti, gli emittenti quotati hanno incontrato difficoltà nella predisposizione della documentazione contabile.

Di particolare rilievo sono due pareri resi dalla Commissione in materia di contabilizzazione di strumenti derivati.

In particolare, nel primo caso, la Commissione, in risposta a un quesito, ha fornito il proprio orientamento interpretativo circa la possibilità che un Interest Rate Swap venga considerato strumento di copertura dal rischio di oscillazione del tasso di interesse relativo a un prestito obbligazionario già in essere.

In assenza di una specifica disciplina codicistica sulla materia dei contratti derivati, la Commissione ha ritenuto che debba farsi riferimento, oltre che alla norma dettata dall'art. 2423, comma 2, del codice civile, ai principi della prudenza e della competenza, di cui all'art.2423-bis, comma 1 del codice civile. Al riguardo è stato affermato che una linea interpretativa di tali principi di carattere generale può essere rinvenuta nelle disposizioni dettate per i bilanci bancari e finanziari, nonché nell'International Accounting Standard numero 39 (Ias 39, intitolato "Financial Instruments: Recognition and Measurement"). La Commissione ha infatti ritenuto che le regole per l'identificazione delle operazioni di copertura dettate dalla Ias 39 siano compatibili con l'attuale quadro normativo nazionale e comunitario. Sulla base di tali riferimenti la Commissione ha affermato che la possibilità di dichiarare che uno strumento finanziario svolge funzioni di copertura dipende dal verificarsi di una serie di condizioni. Tra queste l'elevata correlazione tra le caratteristiche tecnico finanziarie dell'attività o passività coperta con quelle dello strumento di copertura. La sussistenza delle condizioni che caratterizzano uno strumento di copertura deve comunque essere attentamente valutata dagli amministratori e verificata dai revisori nell'ambito della propria attività di controllo.

Nel secondo caso, la Commissione, in risposta a un quesito formulato da una banca, ha fornito indicazioni circa il trattamento contabile nella relazione semestrale 2001 di un impegno ad acquistare azioni proprie in conseguenza dell'eventuale esercizio di warrant put emessi in occasione di un'offerta pubblica di scambio rivolta all'acquisizione del controllo di un'altra banca.

I warrant originariamente emessi davano il diritto al portatore di vendere alla banca emittente ulteriori azioni della banca oggetto dell'offerta pubblica di scambio. Nell'esercizio 2001 la società richiedente ha deliberato la fusione per incorporazione della banca le cui azioni erano a compendio dei warrant, cosicché tali titoli avevano a oggetto azioni proprie della stessa richiedente. I warrant a partire dall'esercizio 2001 dovevano essere valutati tenendo conto del loro valore di mercato, in quanto le relative azioni di compendio sarebbero state destinate, per decisione dell'assemblea, a successivo smobilizzo. Da ciò ne derivava una minusvalenza.

Alla Commissione è stata sottoposta la possibilità di imputare tale minusvalenza all'avanzo di fusione, sul presupposto che la destinazione alla cessione dei titoli fosse una conseguenza immediata della delibera di fusione. Al riguardo, la Commissione ha espresso un indirizzo non favorevole, ritenendo più corretto che la minusvalenza sui warrant dovesse concorrere alla determinazione del risultato economico. La minusvalenza, infatti, deriva dalla decisione di destinazione dei titoli di compendio, decisione che risulta essere del tutto indipendente dalla delibera di fusione. Pertanto, non appare possibile far incidere sui saldi di fusione un componente economico rappresentativo di un'autonoma scelta gestionale, i cui effetti devono necessariamente essere rappresentati nel conto economico.

Infine, con una comunicazione di carattere generale, la Commissione ha fornito indicazioni in merito alla classificazione e valutazione del portafoglio titoli nelle rendicontazioni periodiche delle banche quotate.

La comunicazione sostituisce quella emanata nel 1995 sullo stesso argomento, tenuto conto della evoluzione normativa comunitaria e delle innovazioni apportate dall'International Accounting Standard numero 39 (denominato "Financial Instruments: Recognition and Measurement"), in vigore dall'inizio del 2001. In particolare, la Commissione ritiene che lo stesso costituisca un utile punto di riferimento nelle parti in cui esso definisce le caratteristiche essenziali per la classificazione di titoli nel comparto held to maturity. Sulla base delle indicazioni fornite da tale principio, che costituiscono uno strumento interpretativo della vigente normativa solo nella misura in cui siano conformi alla disciplina dettata dal d.lgs. 87/92, devono essere inseriti nel comparto immobilizzato solo quegli strumenti finanziari per i quali si verifichi, coerentemente con i criteri predeterminati nelle delibere quadro, che l'impresa ha la reale volontà di detenere i titoli fino a scadenza o come stabile investimento e inoltre è nelle condizioni economico-finanziarie e gestionali necessarie ad attuare tale proposito. Le delibere costituiscono il punto di riferimento necessario per la classificazione e il trasferimento di comparto dei titoli in portafoglio e, pertanto, devono logicamente e temporalmente precedere tali operazioni. È quindi da ritenersi esclusa la possibilità di assumere delibere quadro con effetti antergrati.

Quanto sopra premesso, in quei casi in cui fosse necessario procedere al trasferimento dei titoli da un comparto all'altro, la Commissione ritiene più coerente con le evoluzioni normative sopra indicate che il valore di trasferimento possa coincidere con quello risultante dall'applicazione delle regole del comparto di provenienza al momento dell'operazione. Per quanto attiene alle informazioni da rendere nella nota integrativa, la Commissione ha sottolineato che il trasferimento di comparto di un titolo non dà luogo a una variazione di criterio contabile e, quindi, non devono essere fornite le informazioni relative a tali mutamenti. Il fatto che, in sede di predisposizione di bilancio (o di altro documento contabile), per la valutazione di un titolo trasferito si applichi una regola diversa da quella utilizzata nell'ultimo rendiconto costituisce infatti la necessaria prima applicazione di una regola valutativa appropriata al nuovo comparto. Di conseguenza, non sarà necessario fornire la situazione economico-patrimoniale sintetica pro-forma raccomandata dalla Commissione con la comunicazione Dac/99059009 del 30 luglio 1999.

IV. I MERCATI REGOLAMENTATI E GLI SCAMBI ORGANIZZATI

I mercati regolamentati

Nel 2001 i prezzi delle azioni italiane quotate hanno mostrato una forte riduzione, confermando la tendenza manifestatasi nel secondo semestre del 2000, nel quale si era invertito il prolungato trend rialzista che aveva caratterizzato i 5 anni precedenti. I principali indici del Mercato Telematico Azionario (Borsa) hanno registrato nel 2001 un calo di circa il 25 per cento, a fronte di una leggera crescita del 2000, mentre per il Nuovo Mercato la riduzione è stata pari a circa il 45 per cento, quasi doppia rispetto a quella dell'anno precedente (-25 per cento).

L'andamento del mercato italiano è in linea con quello dei principali mercati europei, e riflette, amplificandola, la tendenza del mercato statunitense dove è proseguita la riduzione dei corsi iniziata nel 2000 (complessivamente l'indice Dow Jones ha perso meno del 15 per cento negli ultimi 2 anni).

Sull'andamento di tutte le principali piazze finanziarie ha inciso la negativa congiuntura economica, sulla quale si sono innescate le conseguenze degli eventi dell'11 settembre, che hanno condizionato in maniera significativa gli andamenti congiunturali e le dinamiche dei corsi delle attività finanziarie al livello internazionale. Le ripercussioni sull'economia statunitense e su quella dei principali paesi industrializzati sono state rilevanti, a motivo degli effetti indotti dal clima di elevata incertezza sui comportamenti dei consumatori e dei produttori che, nel breve termine, hanno reagito aumentando il risparmio precauzionale e le forme di investimento meno rischiose e rinviando gli investimenti. Si è, infatti, registrato un forte calo degli indicatori di fiducia di imprese e famiglie fino al mese di ottobre, riflettendo, in primo luogo, l'impatto emotivo degli attacchi terroristici e, in secondo luogo, il peggioramento delle prospettive economiche e occupazionali dovute alla crisi dei settori maggiormente colpiti dagli attentati.

In linea con le tendenze dei principali mercati internazionali, i corsi dei titoli azionari scambiati nei mercati regolamentati italiani hanno subito pesanti ribassi a seguito degli eventi dell'11 settembre (Riquadro 3). Tuttavia, già prima dell'11 settembre si erano registrate sensibili riduzioni dei prezzi. In particolare, dopo una fase di relativa stabilità, nel mese di agosto la tendenza ribassista aveva ripreso vigore e l'indice Mib aveva perso oltre il 6 per cento, per poi cedere un ulteriore 9 per cento circa dal 3 al 10 settembre.

I ribassi nelle due settimane antecedenti all'11 settembre hanno riguardato, seppure con intensità diversa, tutti i comparti del mercato colpendo in particolare i titoli tecnologici e delle telecomunicazioni (Olivetti -35,09 per cento, Pirelli -26,94 per cento, Telecom Italia -19,24 per cento), bancari (Unicredit -18,32 per cento, Banca di Roma -13,32 per cento) e del risparmio gestito (Banca Fideuram -19,3 per cento, Mediolanum -24,17 per cento). Solo i titoli più difensivi, almeno fino al 10 settembre, sono in qualche modo

riusciti a limitare le perdite (ad esempio Eni -2,11 per cento, Italgas -1,42 per cento) mentre gli assicurativi si sono mossi in linea con il mercato (Alleanza -5,93 per cento, Generali -9,88 per cento).

RIQUADRO 3

L'andamento dei mercati azionari internazionali a seguito degli eventi dell'11 settembre 2001

Nella mattinata dell'11 settembre i principali mercati azionari europei avevano fatto registrare sensibili guadagni, con un picco dell'indice Dax tedesco pari a oltre il 2 per cento. Dopo la diffusione della notizia degli attentati le contrattazioni sono proseguite regolarmente, salvo alcune eccezioni. A Londra la City è stata evacuata e le negoziazioni al *London Stock Exchange* hanno potuto continuare solo grazie all'attivazione del sistema di emergenza, mentre sui mercati di borsa di Lisbona e Helsinki vi è stata una breve sospensione delle contrattazioni intorno alle ore 16 per, rispettivamente, 40 e 60 minuti. A Francoforte, invece, unica borsa europea che rimane aperta fin oltre le 20, gli scambi sono stati chiusi anticipatamente intorno alle ore 19, dopo che l'indice Dax era arrivato a perdere più dell'11 per cento per poi limitare le perdite a circa l'8,5 per cento. In Italia è stata sospesa la seduta serale del *trading after hours* (Tah) dall'11 al 14 settembre.

Nelle Americhe i principali mercati borsistici dei paesi diversi dagli Usa, tra cui quello canadese, argentino e brasiliano, hanno provveduto a sospendere le contrattazioni nella mattinata, dopo circa 2 ore dal primo attacco terroristico a New York, dopo aver fatto registrare perdite superiori al 4 per cento circa. La sospensione è stata estesa anche al 13 settembre con l'esclusione della piazza brasiliana. In Asia, per motivi di fuso orario, i mercati erano chiusi al momento degli attentati e, nonostante la riapertura sia avvenuta solo dopo molte ore, le perdite sono state generalizzate e molto consistenti. A Kuala Lumpur, Taiwan e Bangkok le negoziazioni sono state sospese per tutta la giornata del 12 settembre.

Le contrattazioni presso i principali mercati borsistici degli Stati Uniti sono riprese lunedì 17 settembre e, nonostante alcune misure adottate dalle Autorità di vigilanza sui mercati finanziari per attenuare le tendenze al ribasso dei corsi (sospensione di alcune restrizioni alle operazioni di *buy back* da parte della Sec e taglio di 50 punti base dei tassi di interesse da parte della Fed), si è assistito a una forte discesa dei prezzi, giustificata anche dalla prolungata chiusura forzata dei mercati. Nella settimana dal 17 al 21 settembre l'indice *Dow Jones* ha ceduto il 14,3 per cento e l'indice del mercato *Nasdaq* oltre il 16 per cento.

Nello stesso periodo la discesa dei corsi azionari è ulteriormente proseguita anche nei mercati europei, con ribassi compresi fra un minimo del 6,5 per cento per la borsa francese e un massimo del 12,6 per cento per la borsa italiana. Complessivamente, dal 3 al 21 settembre, l'indice delle azioni italiane ha perso circa il 30 per cento, quello delle azioni tedesche il 27 per cento e quello delle azioni francesi il 22 per cento circa; più contenuti i ribassi per le azioni inglesi che hanno perso in media il 20 per cento circa. A partire dal 24 settembre, grazie alla ripresa dei corsi

azionari negli Usa, si è assistito a un ampio rimbalzo che in pochi giorni ha portato a riassorbire oltre la metà delle perdite registrate nei giorni precedenti.

**VARIAZIONE DEGLI INDICI DEI CORSI AZIONARI
NEI GIORNI SUCCESSIVI ALL'11 SETTEMBRE 2001**

	11 SETTEMBRE	11 - 14 SETTEMBRE	17 - 21 SETTEMBRE
ITALIA	- 7,8	- 12,1	- 12,7
FRANCIA	- 7,4	-10,8	- 6,6
GERMANIA	- 8,5	-11,9	- 8,0
U.K.	- 5,7	- 5,8	- 10,8
U.S.A. (NYSE)	—	—	- 14,3
GIAPPONE ¹	- 6,6	- 6,6	- 4,5
HONG KONG ¹	- 8,9	- 7,3	- 7,4
SINGAPORE ¹	- 7,4	- 10,6	- 11,4

Fonte: Elaborazioni su dati Datastream; valori in percentuale. ¹ Dati relativi al 12 settembre e al periodo 12 - 14 settembre.

I ribassi sono proseguiti fino al 21 settembre, giorno in cui si è registrato il punto di minimo della variazione dell'indice Mib rispetto all'inizio del 2001 (-42,7 per cento); successivamente, la ripresa delle quotazioni ha portato l'indice su valori leggermente superiori a quelli precedenti la crisi internazionale innescata dagli eventi dell'11 settembre.

In seguito agli eventi dell'11 settembre si è registrato un sensibile incremento delle contrattazioni. Il controvalore degli scambi di titoli azionari nei mercati regolamentati gestiti da Borsa Italiana spa è stato pari a circa 3,7 miliardi di euro nella giornata dell'11 settembre e ha avuto un valore medio giornaliero di circa 3,1 miliardi nel periodo 12-21 settembre, contro una media giornaliera di circa 2,9 miliardi di euro nel periodo 3-10 settembre.

All'aumento degli scambi si è accompagnato un marcato incremento della volatilità dei corsi. La volatilità implicita nei prezzi dei contratti di opzione Mibo30 (aventi come sottostante il Fib30), scambiati sul mercato degli strumenti derivati gestito da Borsa Italiana spa (Idem), è cresciuta in misura notevole a partire dall'11 settembre. A quella data la volatilità implicita relativa alle opzioni *put* era più che doppia rispetto a quella relativa alle opzioni *call* con simile *strike price*, a indicazione delle aspettative di elevata probabilità di ribassi dei corsi da parte degli operatori (Tav. IV.1). Tale differenziale tende poi a chiudersi in coincidenza con la ripresa dei corsi registratasi a partire dal 21 settembre.

La riduzione dei corsi azionari ha rallentato l'afflusso di nuove imprese sui mercati regolamentati gestiti da Borsa Italiana spa rispetto al triennio precedente. Nel corso del 2001 sono state ammesse alle negoziazioni in Borsa le azioni di 13 nuove società italiane, mentre le ammissioni di azioni al Nuovo Mercato hanno riguardato 5 società. Complessivamente, nonostante

le nuove quotazioni del 2001, il numero di società italiane con azioni quotate nei mercati regolamentati gestiti dalla Borsa Italiana spa si è ridotto, passando da 291 alla fine del 2000 a 288 alla fine del 2001, essenzialmente per effetto di cancellazioni dovute a operazioni di fusione e Opa residuali conseguenti a modificazioni negli assetti proprietari delle imprese.

TAV. IV.1

INDICATORI DI VOLATILITÀ DEI CORSI AZIONARI IN ITALIA PRIMA E DOPO L'11 SETTEMBRE 2001

	27 AGOSTO	10 SETTEMBRE	11 SETTEMBRE	21 SETTEMBRE
VOLATILITÀ STORICA MIB30 ¹	16,8	23,3	39,2	48,9
VOLATILITÀ IMPLICITA OPZIONI CALL MIBO30 ²	17,6	33,9	43,2	47,7
VOLATILITÀ IMPLICITA OPZIONE PUT MIBO30 ²	18,4	33,5	97,2	52,6
OPEN INTEREST SUI CONTRATTI FIB30 ³	22,8	23,8	23,8	30,8

¹ Deviazione standard annualizzata delle variazioni giornaliere dell'indice Mib30 nelle 20 sedute precedenti la data di riferimento; valori in percentuale. ² Dato rilevato per i contratti *at the money* (con il prezzo *strike* più vicino al valore corrente nell'indice sottostante); valori in percentuale su base annua. ³ Valori in migliaia di unità.

La dinamica negativa dei corsi azionari ha anche determinato una significativa riduzione della capitalizzazione complessiva del mercato di Borsa e degli altri mercati di strumenti azionari gestiti da Borsa Italiana spa (Tav. aIV.1). La riduzione della capitalizzazione è stata assai più marcata per il Nuovo Mercato (- 44 per cento circa) che per la Borsa (- 27 per cento circa). Nel complesso la capitalizzazione dei mercati azionari gestiti da Borsa Italiana spa è passata da 818,4 miliardi di euro di fine 2000 a 592,4 miliardi di euro a fine 2001.

La riduzione dei prezzi delle azioni ha determinato una pressoché parallela riduzione del controvalore complessivo degli scambi di titoli azionari, sebbene, sia nel caso della Borsa che del Nuovo Mercato, il rapporto di *turnover* sia rimasto largamente superiore all'unità come pure si era verificato nel 2000. Si è registrato, inoltre, un incremento delle operazioni su azioni proprie da parte degli emittenti quotati (Riquadro 4).

Nel suo quarto anno di vita il mercato telematico dei *covered warrants* gestito da Borsa Italiana spa è stato caratterizzato, pur con un aumento del numero di prodotti offerti, da una sensibile riduzione degli scambi, sia in termini di controvalore che di numero di contratti. La contrazione del volume di attività ha riguardato tutti i principali mercati europei di tali strumenti, sebbene sulla base dei dati disponibili alla fine di giugno del 2001, il mercato telematico gestito da Borsa Italiana risultasse il secondo per controvalore degli scambi in ambito europeo, preceduto solo da quello gestito dalla Deutsche Borse Ag.

RIQUADRO 4

Operatività su azioni proprie da parte delle società quotate nel corso del 2001

Nel corso del 2001 si è assistito a un forte incremento del ricorso all'operatività su azioni proprie da parte di emittenti di titoli quotati. In particolare, 116 società quotate hanno deliberato un piano di acquisto o vendita di azioni proprie, contro una media di circa 60 nel biennio 1999-2000. In 7 casi, le delibere avevano come finalità principale il finanziamento di un piano di *stock options* a favore di amministratori e dipendenti.

La durata delle deleghe all'acquisto di azioni proprie contenute nelle delibere assembleari è stata solitamente pari al massimo consentito dalla disciplina civilistica (18 mesi). Analogamente, in particolare per le società a bassa capitalizzazione, la quantità di azioni acquistabili si è attestata sul limite massimo consentito (10 per cento del capitale sociale). Una proporzione ridotta delle società ha indicato in maniera puntuale i prezzi massimi di acquisto o minimi di vendita, dove il minimo è solitamente pari al valore nominale delle azioni. Più frequente è invece l'utilizzo di algoritmi che individuano un prezzo di riferimento sulla base dell'andamento delle quotazioni nel periodo immediatamente precedente (da 1 a 5 sedute) ciascuna operazione, successivamente rettificato applicando uno *spread* positivo e negativo normalmente molto ampio (fra il 10 e il 15 per cento).

Nel periodo gennaio-ottobre 2001 il controvalore complessivo degli acquisti di azioni proprie è stato pari a circa 2,3 miliardi di euro (equivalente allo 0,4 per cento del controvalore complessivo degli scambi nello stesso periodo), mentre le vendite di azioni proprie sono state pari a circa 0,7 miliardi di euro. Gli acquisti di azioni proprie sono stati molto elevati rispetto alla media nel mese di settembre (oltre 550 milioni di euro), in coincidenza con la forte correzione negativa dei corsi azionari. Nel caso di 12 società a bassa capitalizzazione e con titoli poco liquidi, l'operatività su azioni proprie ha superato il 20 per cento del controvalore totale degli scambi.

**DELIBERE E OPERAZIONI DI ACQUISTO E VENDITA DI AZIONI PROPRIE
DA PARTE DI SOCIETÀ QUOTATE NEL 2001**

SOCIETÀ CHE HANNO DELIBERATO UN PIANO DI ACQUISTO/VENDITA DI AZIONI PROPRIE	116
<i>(IN PERCENTUALE DELLE SOCIETÀ QUOTATE DOMESTICHE)</i>	<i>(40)</i>
DI CUI: MIB30	18
MIDEX	13
NUOVO MERCATO	4
SOCIETÀ CHE HANNO OPERATO SUL MERCATO	93
DI CUI: SOLO IN ACQUISTO	40
SOLO IN VENDITA	3
IN ACQUISTO E VENDITA	50
PESO DEGLI ACQUISTI/VENDITE DI AZIONI PROPRIE SUL TOTALE DEGLI SCAMBI	
>20 %	12
10 - 20 %	11
5 - 10 %	13

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
2001	5.866	8.194	5.435 ⁴	20,8

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. ⁴ Di cui 351 revocche prima della scadenza: 146 con scadenza 2001, 205 con scadenza 2002.

Il numero di covered warrants quotati a fine 2001 risulta pari a circa 5.800 (+89 per cento rispetto al 2000, Tav. IV.2). Tale incremento è dovuto all'ammissione a quotazione di 7.990 nuovi covered warrants e al delisting di 5.231 covered warrants giunti a scadenza. È aumentato anche il numero di emittenti, prevalentemente banche e altri intermediari finanziari, passato da 13 a fine 2000 a 23 a fine 2001.

Gli scambi di covered warrants conclusi nel corso del 2001 sul mercato telematico gestito da Borsa Italiana spa sono stati pari a 20,8 miliardi di euro, in sensibile flessione rispetto all'anno precedente (-33 per cento circa). I contratti conclusi nel corso del 2001 sono stati oltre 50 milioni, circa il 20 per cento in meno di quelli conclusi nel 2000.

Nel corso del 2001 si è registrato invece un sensibile incremento del volume di attività sul mercato delle contrattazioni serali gestito da Borsa Italiana spa, denominato *Trading After Hours* (Tah), sul quale vengono negoziate azioni ammesse alle negoziazioni alla Borsa e al Nuovo Mercato e *covered warrants* ammessi alle negoziazioni sul relativo mercato telematico.

Rispetto al 2000, anno di nascita del mercato, la media giornaliera dei contratti conclusi è passata da 5.800 a 7.900 circa, mentre il controvalore medio degli scambi giornalieri, nonostante la flessione dei corsi azionari, è rimasto sostanzialmente invariato attorno a 25 milioni di euro circa. Il controvalore degli scambi per unità di tempo nella fase serale è stimabile intorno al 3 per cento circa di quella nella fase diurna, mentre il numero di contratti per unità di tempo sale al 15 per cento circa di quelli conclusi nella fase diurna.

In termini di controvalore nozionale, nel corso del 2001 gli scambi di strumenti derivati azionari sull'Idem hanno subito una flessione meno pronunciata rispetto al controvalore degli scambi a pronti su titoli azionari nei mercati regolamentati gestiti da Borsa Italiana spa (-14 per cento circa rispetto al 2000, contro una flessione del 25 per cento circa per gli scambi a pronti). Si è invece registrata una crescita, pari al 28 per cento circa rispetto al 2000, nel numero complessivo di contratti standard conclusi.

In particolare, sull'Idem sono stati conclusi complessivamente poco più di 17 milioni di contratti nell'intero anno 2001, con una media giornaliera di circa 68 mila contratti. I contratti più trattati sono risultati le opzioni su singole azioni (8,3 milioni di contratti con un incremento rispetto all'anno precedente del 42 per cento, Tav. IV.3) e il Fib30 (4,6 milioni di contratti, pari a +9 per cento rispetto al 2000). Dei 32 differenti contratti di opzione su azioni, i più trattati sono risultati quelli sui titoli Tim, Generali, Eni e Telecom Italia.

TAV. IV.3

STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI SCAMBIATI SULL'IDEM¹
(DATI RIASSUNTIVI 2001)

	NUMERO DI CONTRATTI ESEGUITI ²	MEDIA GIORNALIERA ²	VARIAZIONE PERCENTUALE ³
FIB30	4.634	18	9
MIBO30	2.717	11	- 4
OPZIONI SU SINGOLI TITOLI	8.332	33	42
MIDEX FUTURE	0,743	..	- 63
MINI FIB ⁴	1.400	6	114

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

Per ciò che riguarda le opzioni sull'indice Mib30 (contratti Mibo30), il volume di attività nel 2001 è risultato sostanzialmente in linea con il precedente anno (2,7 milioni contratti, pari a - 4 per cento rispetto al precedente anno), mentre significativa è stata la crescita dell'operatività sul nuovo contratto future MiniFIB nel suo secondo anno di vita (1,4 milioni di contratti, +114 per cento rispetto al 2000). Ridotto, invece, è stato l'interesse da parte di investitori e risparmiatori per il contratto future sull'indice Midex (solo 743 contratti in tutto l'anno, pari a -63 per cento rispetto al 2000).

Con riferimento, invece, ai derivati su titoli di Stato e tassi di interesse è continuata la tendenza, già registrata nel 2000, verso un rilevante calo di interesse da parte degli operatori, che ha portato a una completa assenza di scambi sul mercato Mif. Tale fenomeno è da ascrivere al fatto che, con l'entrata in vigore dell'euro, l'attenzione degli operatori si è concentrata in via quasi esclusiva sui contratti *future* aventi come sottostante titoli di Stato tedeschi (*bund*); infatti, anche il Liffe inglese ha deciso, nel corso del 2000, di sospendere l'operatività sui *future* su Btp.

Per ciò che riguarda, infine, i mercati regolamentati di titoli a reddito fisso gestiti da Borsa Italiana spa, si segnala la diminuzione del numero di titoli di Stato quotati sul Mot (da 128 a 117); al pari, il numero delle obbligazioni, quotate complessivamente sul Mot e sull'EuroMot, è sceso a 437 dai 479. Gli scambi su titoli di Stato e obbligazioni quotati sul Mot hanno confermato il loro

trend negativo in atto da diversi anni, con medie giornaliere in calo, mentre gli scambi delle obbligazioni quotate sull'EuroMot hanno fatto registrare una notevole crescita, seppure rispetto ai volumi in valore assoluto assai modesti del 2000. Con riferimento, invece, al mercato telematico all'ingrosso dei titoli di Stato (Mts), gestito da Mts spa, si rileva un sensibile aumento dei controvalori negoziati (+12,6 per cento; Tav. aIV.2).

Le obbligazioni bancarie strutturate quotate su mercati regolamentati gestiti da Borsa Italiana spa rappresentano il 27 per cento circa, in termini di capitale nominale, del totale delle obbligazioni quotate, mentre a settembre del 2001 rappresentavano il 18 per cento circa del totale delle obbligazioni strutturate emesse dalle banche. A settembre del 2001 le consistenze di obbligazioni strutturate rappresentavano il 50 per cento circa del totale delle obbligazioni bancarie, valore stabile rispetto a quello registrato alla fine del 2000 (Tav. IV.4).

TAV. IV.4

CONSISTENZE DI OBBLIGAZIONI BANCARIE STRUTTURATE

	1996	1997	1998	1999	2000	SETT. 2001
CALL/PUTTABLE PURE	25,0	44,4	58,9	56,9	63,7	62,2
STOCHASTIC INTEREST PURE	2,3	7,1	14,5	22,7	26,7	28,4
STOCHASTIC INTEREST MISTE	1,4	14,3	18,6	21,1	25,8	29,0
INDICIZZATE PURE	0,2	4,8	15,1	21,3	29,8	37,2
INDICIZZATE MISTE	—	0,5	1,3	2,7	3,3	3,0
REVERSE CONVERTIBLE	—	—	0,3	3,4	2,5	0,3
<i>TOTALE</i>	<i>29,0</i>	<i>71,0</i>	<i>108,7</i>	<i>128,1</i>	<i>151,9</i>	<i>160,1</i>
IN PERCENTUALE DELLE OBBLIGAZIONI BANCARIE	19,5	34,8	43,7	47,9	50,9	49,5

Fonte: Elaborazioni su dati Luxor-Fi.data e Banca d'Italia. Valori monetari in miliardi di euro.

Le obbligazioni bancarie strutturate presentano meccanismi di indicizzazione sempre più complessi, con un aumento dei casi in cui vi è più di una clausola di riferimento per il calcolo degli interessi o del capitale a scadenza (cosiddette obbligazioni strutturate "miste"). Fra le diverse tipologie di obbligazioni strutturate risultano in netta flessione le consistenze di obbligazioni reverse convertible, e quelle che contengono esclusivamente clausole put o call; risultano invece in sensibile crescita le consistenze di obbligazioni il cui rendimento è legato all'andamento di strumenti finanziari o indici di varia natura.

Alla flessione di alcune tipologie di obbligazioni strutturate si accompagna lo sviluppo di altri prodotti derivati, in prevalenza covered warrants, con strutture e meccanismi di indicizzazione che presentano una crescente complessità. I covered warrants "esotici" si allontanano dalla struttura caratteristica delle opzioni call o put. In alcuni casi vengono offerti prodotti che combinano opzioni call e put, ad esempio i cosiddetti spread (che equivalgono all'acquisto di una opzione call a un certo strike con

la contestuale vendita di una opzione call a uno strike superiore) o gli straddle (che equivalgono all'acquisto contestuale di una call e put); altre nuove tipologie riguardano i cosiddetti covered warrants "digitali" o quelli con la presenza di combinazioni di condizioni di knock-in oppure knock-out (cioè dove i guadagni si modificano qualora il prezzo dello strumento finanziario sottostante raggiunge un certo livello) o, infine, i covered warrants che rappresentano la combinazione di opzioni a strike zero e opzioni ordinarie.

Gli scambi organizzati

Nel corso del 2001, 27 nuovi soggetti hanno comunicato l'inizio dell'operatività di altrettanti sistemi di scambi organizzati (contro i 14 dell'anno 2000), di cui 25 banche, una Sim e una società di gestione di mercati. Il sistema di scambi organizzati gestito da quest'ultimo soggetto prevede la negoziazione di titoli obbligazionari pubblici e privati, italiani ed esteri, comprese le obbligazioni strutturate e i titoli atipici per quantitativi minimi di un milione di euro. Nel 2001 nessun soggetto ha comunicato di aver cessato l'attività di gestione di scambi organizzati, mentre nel 2000 era stata comunicata la cessazione dell'operatività da parte di 12 soggetti.

Nel corso del 2001 si è ulteriormente sviluppata l'attività del principale sistema di scambi organizzati, denominato Tlx e gestito da una società controllata dal gruppo Unicredito Italiano, sul quale sono negoziate azioni quotate su altri mercati regolamentati italiani ed esteri, covered warrants e obbligazioni. Mentre il controvalore degli scambi sulle azioni italiane e covered warrants risulta modesto, anche se confrontato con l'operatività sugli stessi strumenti negoziati sul segmento serale gestito da Borsa Italiana (rispetto al quale l'operatività su Tlx risulta pari a meno del 5 per cento), più consistenti risultano i volumi negoziati su azioni quotate in mercati esteri (Tav. IV.5).

TAV. IV.5

OPERATIVITÀ DEL SISTEMA DI SCAMBI ORGANIZZATI TLX (2001)

	NUMERO DI TITOLI TRATTATI	NUMERO DI CONTRATTI CONCLUSI ¹	CONTROVALORE DEGLI SCAMBI ²
AZIONI ITALIANE	40	31	208
AZIONI ESTERE	103	236	1.176
COVERED WARRANT	1.200	30	63
OBBLIGAZIONI	332	59	1.810
OBBLIGAZIONI STRUTTURATE	37	48	704
<i>TOTALE</i>	<i>1.712</i>	<i>404</i>	<i>3.961</i>

Fonte: Tradinglab banca spa. ¹ Valori in migliaia. ² Valori in milioni di euro.

Nel corso del 2001 è stata intensificata l'attività di vigilanza nei confronti dei gestori dei sistemi di scambi organizzati, con richieste di dati e notizie volte a conoscere le caratteristiche dell'attività svolta e con richieste specifiche volte ad approfondire particolari modalità di funzionamento.

Da un'indagine conoscitiva condotta su un campione di 57 sistemi di scambi organizzati, per la massima parte gestiti da banche popolari e da casse di risparmio e omogenei per le regole di funzionamento e per dimensione degli scambi, è emerso che la quasi totalità dei sistemi esaminati è caratterizzata dalla mancanza di una pluralità di acquirenti e venditori effettivamente in concorrenza tra loro e i meccanismi di formazione dei prezzi solo in rari casi sono determinati dall'effettivo incontro della domanda e dell'offerta. In particolare, il meccanismo di formazione dei prezzi obbedisce per lo più a regole automatiche che rispettano criteri definiti dal consiglio di amministrazione della società che gestisce il sistema. Dall'indagine è emerso, inoltre, che gli operatori partecipanti ai sistemi analizzati sono nella quasi totalità dei casi i clienti stessi degli intermediari organizzatori degli scambi.

L'esame dei dati acquisiti nel corso dell'indagine conoscitiva ha evidenziato che il controvalore complessivo degli scambi di strumenti finanziari eseguiti sui 57 sistemi considerati (di cui solo 39 hanno fatto registrare transazioni nel periodo considerato) è stato pari, nel primo trimestre del 2001, a circa 30 milioni di euro, equivalente a circa il 20 per cento del controvalore degli scambi effettuati nello stesso periodo sul mercato ristretto gestito da Borsa Italiana spa (mercato paragonabile per numero di titoli trattati e per tipologia di emittenti). Dei 39 sistemi operativi nel periodo considerato, solo 6 hanno fatto registrare un controvalore medio mensile di scambi superiore a 500 mila euro.

A integrazione della consueta attività di monitoraggio e di vigilanza, finalizzata ad assicurare la trasparenza e l'ordinato svolgimento delle negoziazioni, la Commissione ha adottato nel corso del 2001 specifici provvedimenti a tutela degli investitori. Nel mese di ottobre la Commissione ha vietato a una società estera la gestione di un sistema di scambi organizzati di strumenti finanziari. Il provvedimento è stato assunto per evitare gravi pregiudizi alla clientela, tenuto conto che l'operatività sul sistema in questione continuava nonostante un precedente provvedimento di sospensione adottato dalla Commissione nel corso dell'anno 2000.

In tema di disciplina degli scambi organizzati, la Commissione sta elaborando un progetto di revisione della regolamentazione al fine di renderla più adeguata sia agli sviluppi in materia raggiunti in campo internazionale sia alla realtà osservata nel nostro paese. Le aree oggetto di approfondimento, ai fini di eventuali modifiche regolamentari, riguardano la definizione stessa di sistema di scambio organizzato, la classificazione dei sistemi in diverse categorie in funzione dei soggetti ammessi a partecipare, l'assoggettabilità a obblighi di *reporting* differenziati in base alla categoria di appartenenza, la gestione di un elenco che rifletta detta distinzione e quindi preveda sezioni separate.

In proposito, sulla base dell'analisi delle circa 372 comunicazioni di inizio di attività, inoltrate dai gestori di sistemi di scambi organizzati in conformità alla comunicazione Consob 98097747 del 24 dicembre

1998, è emerso che solo in 17 casi è prevista la partecipazione al sistema da parte di intermediari autorizzati, ovvero investitori istituzionali, mentre la maggior parte dei sistemi è rivolto alla clientela retail, che opera ponendosi in contropartita diretta con il gestore del sistema (che è nella quasi totalità dei casi un intermediario bancario). Su questo ultimo tipo di sistemi la frequenza degli scambi non sempre è giornaliera, essendo spesso dettata dalle specifiche esigenze della clientela.

La vigilanza sulle società di gestione e sui mercati regolamentati

Nel corso del 2001 la principale attività della Commissione nell'ambito della vigilanza sulle società di gestione di mercati ha riguardato l'approvazione delle modifiche regolamentari concernenti l'adozione di un nuovo *market model* da parte di Borsa Italiana spa (Riquadro 5).

RIQUADRO 5

Il market model adottato da Borsa Italiana spa

Una delle principali modifiche del *market model* dei mercati azionari gestiti da Borsa Italiana spa riguarda l'introduzione dell'asta di chiusura. Questa modifica della micro-struttura del mercato è stata motivata dalla necessità di fornire agli operatori un segnale di prezzo relativo all'ultima fase della seduta di negoziazione che sia maggiormente significativo rispetto alla situazione in cui era assente tale meccanismo, situazione nella quale, non di rado, si osservavano in chiusura scambi a prezzi non in linea con quelli registrati durante la seduta. L'asta di chiusura, concentrando la domanda e l'offerta complessive presenti sul mercato in un dato intervallo temporale, costituisce un meccanismo di formazione dei prezzi meno suscettibile di essere influenzato da parte degli operatori.

Analogamente all'asta di apertura, quella di chiusura risulta costituita dalle fasi di validazione e asta. La fase di asta è alimentata dalle proposte di negoziazione compatibili presenti sul *book* di negoziazione, dalle proposte di negoziazione inserite nella fase di pre-asta di chiusura e dalle proposte di negoziazione valide solo in chiusura (queste ultime, in particolare, sono proposte che possono essere immesse dagli operatori sin dall'inizio della fase di negoziazione continua ma che concorrono alle negoziazioni unicamente nella fase di pre-asta dell'asta di chiusura). Analogamente a quanto previsto nella fase di pre-asta di apertura, durante la fase di pre-asta di chiusura gli operatori dispongono di informazioni aggiornate in tempo reale relativamente ai prezzi di riferimento, ai prezzi di controllo, a quelli teorici di chiusura nonché ai quantitativi complessivamente negoziabili a detti prezzi. Nella fase di pre-asta di chiusura le informazioni al pubblico rese disponibili in tempo reale e per ciascun strumento finanziario sono simili a quelle disponibili nella fase di apertura (prezzo teorico di chiusura e relativa quantità negoziabile, prezzi e quantità della migliore proposta in acquisto e in vendita, prezzo di controllo e quantità presenti in acquisto e in vendita per i 5 migliori livelli di prezzo).

Il *market model* prevede che non sia noto *ex-ante* il momento di conclusione delle fasi di pre-asta. Quindi, tutte le fasi di pre-asta della seduta (apertura, chiusura e infra-giornaliere) chiudono in un momento determinato con un processo casuale all'interno di un intervallo temporale definito da Borsa Italiana spa.

Una seconda modifica del *market model* riguarda la sostituzione del prezzo di riferimento con il prezzo di controllo, quale parametro per la gestione dei meccanismi automatici di sospensione delle negoziazioni. Il prezzo di controllo è rappresentato dal prezzo di riferimento, in asta di apertura, dal prezzo d'asta di apertura durante la negoziazione continua e dal prezzo d'asta di apertura in asta di chiusura (qualora non venga determinato un prezzo d'asta d'apertura, il prezzo di controllo coincide con il prezzo di riferimento).

Inoltre, in seguito all'introduzione dell'asta di chiusura e quindi del prezzo di chiusura, viene modificata la nozione di prezzo di riferimento, che indica il prezzo di asta di chiusura, ovvero, alle condizioni previste dal regolamento, la media ponderata dell'ultimo 10 per cento delle quantità negoziate, al netto delle quantità scambiate mediante l'utilizzo della funzione di *cross order*. Viene inoltre stabilito che qualora non siano stati conclusi contratti nel corso della seduta, il prezzo di riferimento è pari al prezzo di riferimento del giorno precedente.

Un'ulteriore modifica ha riguardato l'eliminazione dell'obbligo per gli operatori di negoziare quantitativi pari o multipli di un lotto minimo di titoli definito da Borsa Italiana spa (come già previsto sul Nuovo Mercato). Questa modifica consentirà maggiore flessibilità nelle decisioni di investimento da parte degli investitori finali e allo stesso tempo eliminerà la necessità di frequenti adeguamenti alla struttura dei lotti minimi che si rendevano necessari in occasione di interventi sul capitale da parte degli emittenti e di variazioni significative dei corsi azionari; inoltre, la fase di apertura, attualmente disegnata in modo da consentire l'accorpamento in lotti unitari di spezzature inserite per l'esecuzione al prezzo d'asta, sarà caratterizzata da una maggiore semplicità del funzionamento. Borsa Italiana spa si riserva comunque di stabilire, per ogni singolo strumento finanziario, un quantitativo minimo negoziabile, qualora lo richiedano esigenze di funzionalità del mercato, di agevole accesso da parte degli investitori e di economicità nell'esecuzione degli ordini.

Al fine di garantire un efficiente funzionamento del mercato a seguito dell'eliminazione del lotto minimo negoziabile, Borsa Italiana spa ha modificato la disciplina delle proposte con quantità nascosta nel senso di prevedere che alla quantità visibile corrisponda un controvalore almeno pari a un valore minimo stabilito dalla stessa nelle istruzioni al regolamento. In particolare, si precisa che se le proposte vengono immesse con limite di prezzo gli operatori possono limitare la visualizzazione a una quantità parziale a cui deve corrispondere un controvalore compreso fra il valore minimo stabilito da Borsa Italiana nelle istruzioni e il controvalore totale della proposta; tali proposte vengono automaticamente cancellate all'inizio di una fase di pre-asta. Nelle Istruzioni viene specificato che per le proposte di negoziazione parzialmente visualizzate, alla quantità parziale visualizzata deve corrispondere un controvalore pari ad almeno 10 mila euro.

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

telematico azionario gestito da Borsa Italiana spa (Mta), la Commissione ha autorizzato la creazione di un nuovo segmento di negoziazione, denominato Star (Segmento Titoli con Alti Requisiti).

Tale segmento è dedicato alle aziende di capitalizzazione medio-piccola, già quotate o quotande, che soddisfano una serie di requisiti legati principalmente al flottante (pari ad almeno il 35 per cento in fase di ammissione e al 20 per cento per la permanenza sul segmento), all'informativa societaria (pubblicazione dei bilanci, relazioni semestrali e trimestrali e comunicati sul proprio sito, anche in versione inglese), al sostegno della liquidità da parte di un intermediario specialista (impegni quantitativi giornalieri e di spread massimo, nonché obbligo di pubblicazione di almeno due studi all'anno) e alla corporate governance (adesione ai principi contenuti nel Codice di autodisciplina delle società quotate).

Per ciò che riguarda, invece, il mercato Idem, la Commissione ha approvato alcune modifiche al regolamento finalizzate all'introduzione di nuove funzionalità in precedenza non previste.

In particolare, tra le più rilevanti, le modifiche in parola hanno riguardato l'introduzione di una disciplina degli obblighi dei market makers, che prevede l'istituzione di due diversi regimi di obblighi di quotazione su ciascun contratto negoziato sul mercato (obblighi continuativi e obblighi a richiesta). Sono state inoltre modificate le regole relative ai cosiddetti stop orders (ordini che sono attivati solo al verificarsi di una condizione definita dall'operatore al momento dell'immissione), per i quali è ora consentita la definizione di un trigger price su uno strumento diverso da quello oggetto della proposta immessa nel sistema.

La Commissione ha inoltre approvato alcune modifiche riguardanti la metodologia di calcolo degli indici Mib30 e Midex, la metodologia di rettifica di tali indici e dei contratti di opzione su azioni nei casi di dividendi straordinari.

La principale modifica ai criteri per la costruzione degli indici è stata finalizzata ad attribuire maggiore peso alla liquidità dei titoli, rispetto alla capitalizzazione, al fine della loro inclusione negli indici stessi. Quanto invece alle modifiche apportate alla disciplina della rettifica degli indici e dei contratti di opzione, esse sono state finalizzate a introdurre un criterio oggettivo e semplice per considerare di natura straordinaria il dividendo di una società quotata. È stata inoltre prevista la possibilità di includere negli indici Mib30 e Midex titoli azionari emessi da società estere quotate sul comparto Mta.

Infine, con riferimento al mercato dei *covered warrants* gestito da Borsa Italiana spa, la modifica regolamentare di maggiore rilievo è quella relativa alla possibilità di ammettere alle negoziazioni *covered warrants* aventi come sottostante azioni negoziate in mercati regolamentati diversi dalla Borsa.

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

Rileva sottolineare come l'approvazione del regolamento di Bondvision da parte del Ministero sia stata subordinata all'introduzione di alcune modifiche e integrazioni indicate nel testo allegato allo stesso decreto ministeriale di autorizzazione. Con tale decreto, il Ministero ha ammesso alle negoziazioni in tale mercato anche soggetti diversi dagli intermediari autorizzati alle negoziazioni, ai sensi dell'art. 66, comma

2 del d.lgs. 58/1998, e specificatamente le imprese di assicurazione e le società di gestione del risparmio italiane (limitatamente all'attività di gestione collettiva o di gestione per conto di soggetti ammessi alle negoziazioni) e le imprese di assicurazione estere e soggetti esteri che effettuano la gestione collettiva del risparmio, qualora esistano adeguate forme di vigilanza nel paese di appartenenza.

Il funzionamento di Bondvision è basato su di un sistema telematico, collegato a Internet o Intranet, a mezzo del quale vengono negoziati titoli di Stato, attraverso un meccanismo di asta competitiva fra uno o più operatori. Le negoziazioni si svolgono esclusivamente attraverso connessioni a un apposito sistema che consente l'effettuazione di richieste competitive di prezzo da parte degli operatori, l'esposizione di proposte da parte degli operatori principali e la conclusione dei contratti. Gli strumenti finanziari negoziabili sono rappresentati da titoli di Stato, sia italiani che esteri; possono anche essere negoziati i titoli dei quali l'emittente abbia annunciato l'emissione (cosiddetto grey market).

L'attività regolamentare e interpretativa

Nel corso del 2001 la Commissione ha approvato alcune modifiche e integrazioni al Regolamento 11768/1998 in materia di mercati. Esse hanno riguardato principalmente l'esclusione dagli obblighi di concentrazione nei mercati regolamentati delle negoziazioni aventi a oggetto contratti a premio e altri strumenti finanziari derivati, l'ampliamento da 5 a 15 minuti dall'esecuzione dell'operazione del termine di comunicazione alla società di gestione delle operazioni concluse fuori dei mercati regolamentati e la definizione di collegamenti telematici con i mercati esteri.

La modifica del termine da 5 a 15 minuti per la segnalazione delle operazioni fuori mercato trova giustificazione nel fatto che gli intermediari non ammessi alle negoziazioni nel mercato di borsa effettuano la comunicazione tramite fax trasmesso alla Sia (società che gestisce i sistemi telematici utilizzati da Borsa Italiana spa) che, a sua volta, provvede a inserirlo manualmente nel sistema informatico dedicato alla diffusione di tali informazioni. In tale ottica, i 5 minuti si sono mostrati non sufficienti per l'adempimento degli obblighi di comunicazione, creando il rischio di comminare sanzioni per ritardi non imputabili ai soggetti tenuti alla comunicazione.

La precisazione relativa alla definizione di collegamenti telematici con i mercati esteri si è resa necessaria al fine di fugare dubbi interpretativi in merito all'operatività sul territorio nazionale di sistemi di scambi organizzati esteri. In tal senso, la modifica limita il concetto di mercato estero rilevante ai fini della comunicazione degli eventuali collegamenti telematici ai mercati riconosciuti ai sensi dell'art. 67, commi 1 e 2 del d.lgs. 58/1998 e ai sistemi di scambi organizzati esteri gestiti da intermediari comunque autorizzati a prestare servizi di investimento in Italia.

Infine, l'esclusione dall'obbligo di concentrazione per le negoziazioni aventi a oggetto contratti a premio e gli altri strumenti finanziari derivati si è resa necessaria in considerazione del fatto che il principio della concentrazione degli scambi di strumenti derivati non può trovare applicazione alle transazioni di contratti derivati fuori dai mercati regolamentati (definite comunemente negoziazioni over-the-counter o OTC), considerata la natura contrattuale degli strumenti in parola. Infatti, l'interposizione nelle transazioni di derivati sul mercato regolamentato della Cassa di compensazione e garanzia rende di per sé diverso un

contratto derivato negoziato su tale mercato da un qualunque altro contratto, con le medesime caratteristiche, scambiato bilateralmente sul mercato OTC. Gli effetti che tale interposizione determina sui rapporti contrattuali e, soprattutto, sugli obblighi di liquidazione e di garanzia dei contraenti, sono tali che essi rappresentano a pieno titolo elementi essenziali del contratto. Ne consegue, pertanto, la scarsa rilevanza pratica del mantenimento dell'obbligo di concentrazione per le transazioni OTC su strumenti derivati anche con caratteristiche del tutto uguali a quelle dei contratti negoziati sui mercati derivati regolamentati.

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

Il testo, emanato sulla base delle previsioni della parte III del Tuf costituisce, da un lato, un quadro di riferimento unitario per le società di gestione dei mercati e dei sistemi di supporto per gli adempimenti relativi allo svolgimento delle proprie attività e, dall'altro, uno strumento per l'esercizio delle funzioni di vigilanza assegnate dall'ordinamento alle Autorità.

Il documento si compone di 5 parti, ognuna relativa a una specifica area di vigilanza (mercati all'ingrosso di titoli di Stato e società di gestione, mercati regolamentati diversi da quelli all'ingrosso di titoli di Stato e società di gestione, sistemi di gestione accentrata di strumenti finanziari, servizio di compensazione su base lorda e servizio di compensazione e liquidazione delle operazioni aventi a oggetto strumenti finanziari non derivati, sistemi di compensazione e garanzia delle operazioni su strumenti finanziari derivati). Ciascuna parte contiene 3 distinti titoli (concernenti l'esercizio dell'attività, i partecipanti al capitale e gli esponenti aziendali e le modalità di esercizio della vigilanza). In particolare, le principali richieste informative che, a seguito della normativa vigente, vengono formulate fanno riferimento all'informativa sull'operatività dei mercati e dei sistemi gestiti, alle attività connesse e strumentali e alle partecipazioni assunte dalle società di gestione, ai progetti di modifica dello statuto e del regolamento, alla compagine azionaria e agli organi sociali, alle informazioni contabili e di bilancio, ai documenti di pianificazione aziendale e agli accordi di cooperazione e, infine, alla struttura organizzativa e tecnologico/informatica.

Considerata l'importanza che l'informazione riveste nel concreto esplicitarsi dell'attività di vigilanza, le Istruzioni individuano modalità, termini e procedure per l'instaurazione di un adeguato flusso informativo suscettibile di revisioni e integrazioni che si dovessero rendere necessarie in risposta al possibile mutamento del quadro normativo di riferimento e/o in relazione all'evoluzione del contesto operativo.

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

Le indagini effettuate e i loro risultati

Nel corso del 2001 la Consob ha trasmesso all'Autorità Giudiziaria 28 segnalazioni relative ad accertamenti inerenti alle anomalie riscontrate nell'attività di controllo dei mercati (Tav. V.1). Di queste segnalazioni, 18 (21 nel 2000 e 30 nel 1999) hanno ipotizzato la sussistenza di un illecito, che in 14 casi ha riguardato l'abuso di informazioni privilegiate (17 nel 2000) e in 4 casi l'aggiotaggio su strumenti finanziari (4 segnalazioni anche nel 2000). Le rimanenti 10 segnalazioni, 3 concernenti l'abuso di informazioni privilegiate e 7 l'aggiotaggio su strumenti finanziari, hanno escluso la configurabilità di ipotesi di reato.

TAV. V.1

RISULTANZE DELLE INDAGINI

	1997	1998	1999	2000	2001
RELAZIONE CON SEGNALAZIONE DI IPOTESI DI REATO ¹	19	21	30	21	18
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	10
<i>TOTALE</i>	<i>52</i>	<i>36</i>	<i>38</i>	<i>26</i>	<i>28</i>

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.

Il numero delle richieste di dati e informazioni inviate a operatori, società quotate e Autorità estere è passato da 570 nel 2000 a 413 nel 2001, pur essendo aumentato rispetto all'anno precedente il numero delle indagini complessivamente condotte (Tav. aV.1). Tra le richieste di dati e notizie, 33 sono state indirizzate ad Autorità di vigilanza di paesi esteri. La riduzione del numero dei destinatari delle richieste di dati e notizie è sostanzialmente attribuibile al maggior numero di indagini svolte su casi di aggiotaggio, che per loro natura riguardano un numero limitato di soggetti. Sempre nell'ambito delle attività di indagine svolte, si è proceduto all'audizione di 7 soggetti.

Nel 2001, come già avvenuto negli anni precedenti, la tipologia di informazione privilegiata che è ricorsa con maggiore frequenza nelle segnalazioni in cui è stata configurata l'ipotesi di reato di *insider trading* è stata quella relativa al mutamento del controllo di società quotate (9 casi su 14 segnalazioni), attuato sia attraverso offerte pubbliche di acquisto sia attraverso la cessione di partecipazioni rilevanti; in 2 segnalazioni l'evento atto a influire sulla regolare formazione dei prezzi era rappresentato da operazioni di conversione delle azioni di risparmio in azioni ordinarie; in altri 2 casi si è trattato di eventi suscettibili di avere un impatto significativo sulla redditività degli emittenti. Anche nel 2001, infine, si è rilevato un caso di *front running* (Tav. V.2).

TAV. V.2

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

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

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

Tra i 4 casi di aggio-taggio segnalati all'Autorità Giudiziaria e per i quali è stata ipotizzata la sussistenza di un illecito, un caso ha riguardato la divulgazione di notizie false mentre le altre 3 ipotesi di aggio-taggio esaminate erano inerenti ad artifici, rientranti nella *trade-based manipulation*, volti a influenzare il prezzo di strumenti finanziari.

Le indagini in materia di aggio-taggio svolte dalla Consob nel corso del 2001 hanno spesso richiesto l'analisi dell'operatività su strumenti derivati da parte dei soggetti coinvolti. Infatti, su 11 casi esaminati, 6 hanno riguardato schemi operativi connessi a strumenti finanziari derivati; 3 casi, riguardanti operatività riferibili a opzioni collegate a obbligazioni *reverse convertible*, sono stati oggetto di segnalazione di ipotesi di reato all'Autorità Giudiziaria.

I soggetti complessivamente segnalati all'Autorità Giudiziaria nelle ipotesi di reato di abuso di informazioni privilegiate e di aggio-taggio su strumenti finanziari sono risultati, rispettivamente, 109 e 8, per un totale di 117 soggetti (Tav. aV.2). Più in generale, rispetto all'anno precedente, il 2001 ha visto diminuire del 50 per cento le persone interessate da indagini di *insider trading* (218

nel 2000 e 109 nel 2001). In circa il 50 per cento dei casi i soggetti segnalati sono state persone fisiche (un terzo delle quali rappresentate dai così detti *insiders* istituzionali), mentre gli intermediari hanno rappresentato il 22 per cento dei soggetti segnalati. Il restante 30 per cento, infine, è rappresentato da soggetti esteri.

La presenza di intermediari autorizzati fra i soggetti in capo ai quali è stata configurata un'ipotesi di aggioaggio (4 su un totale di 8) è un chiaro indice della rilevanza che assumono le strutture finanziarie e operative professionali nelle strategie di mercato volte a influire sulla dinamica della formazione dei prezzi.

Il 2001 ha visto crescere, rispetto all'anno precedente, il controvalore complessivo dei guadagni imputati agli *insiders* (primari e secondari); in particolare, alle 14 operazioni oggetto di segnalazione nel 2001 sono riconducibili guadagni per circa 61 milioni di euro, mentre alle 17 segnalazioni del 2000 erano riconducibili guadagni per poco più di 50 milioni di euro. I guadagni conseguiti per ogni singola operazione oggetto di segnalazione sono andati, nel 2001, da un minimo di 37 mila euro a un massimo circa di 21,5 milioni di euro (nel 2000 tali valori erano stati, rispettivamente di 52 mila e 1,4 milioni di euro); la dimensione media dei profitti per ogni singolo caso è stata di circa 4,8 milioni di euro, contro i 2,8 del 2000. In 7 casi i profitti sono stati superiori a un milione di euro (9 casi nel 2000).

Analogamente al 2000, i casi che hanno visto coinvolti un numero più elevato di soggetti sono stati quelli che hanno prodotto i maggiori profitti per gli *insiders*. Infatti, nei casi per i quali sono stati segnalati meno di 5 soggetti il profitto complessivo medio per caso è stato di circa 2,2 milioni di euro mentre in quelli che hanno visto coinvolti più di 5 soggetti il profitto complessivo medio per caso è stato superiore ai 3,7 milioni di euro (nel 2000 la differenza era ancora più marcata con dei valori medi pari, rispettivamente a circa 500 mila euro e a oltre 5 milioni di euro). La circostanza che i casi che hanno comportato profitti maggiori siano quelli che hanno visto un maggior coinvolgimento diretto di intermediari (anche esteri) e, comunque, quelli per i quali sono stati segnalati un maggior numero di soggetti, lascia intendere che vi sia una relazione diretta tra guadagni conseguiti e risorse impiegate.

È altresì da segnalare come, mediamente, siano stati oggetto di casi di *insider trading* titoli di maggiore capitalizzazione. Infatti, pure a fronte di una riduzione dei casi segnalati (3 in meno rispetto al 2000), i titoli oggetto di segnalazione nel corso del 2001 rappresentano oltre il 16 per cento della capitalizzazione complessiva della borsa mentre quelli dell'anno precedente poco meno del 9 per cento.

Sempre con riferimento alle ipotesi di reato segnalate all'Autorità Giudiziaria, nel corso degli ultimi 2 anni i casi di aggioaggio, avrebbero fruttato profitti compresi tra i 15 mila e i 780 mila euro. Tali operazioni sono state compiute da un numero di soggetti mediamente inferiore a quelle di *insider trading* (in 6 casi è stato segnalato un solo soggetto per ogni caso), a connotare un carattere più "individuale" di tale tipologia di reato.

Gli esiti delle relazioni inviate all'Autorità Giudiziaria

Nel 2001 l'Autorità Giudiziaria ha disposto l'archiviazione di 10 segnalazioni (in 2 casi si è trattato di archiviazioni parziali) per ipotesi di violazione della normativa in tema di abuso di informazioni privilegiate e di aggio su strumenti finanziari inoltrate dalla Consob negli anni passati (Tav. V.3).

TAV. V.3

ESITI DELLE RELAZIONI INVIATE ALL'AUTORITÀ GIUDIZIARIA

	1991-1998	1999	2000	2001
ARCHIVIAZIONE	11	10	6	8
ARCHIVIAZIONE PARZIALE	--	1	4	2
RICHIESTA DI RINVIO A GIUDIZIO	6	2	2	4 ¹
SENTENZA DI PATTEGGIAMENTO	3	1	3	2
SENTENZA DI CONDANNA	2	--	--	1 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>	<i>17</i>

¹ Di cui 2 citazioni dirette a giudizio *ex art.* 550 c.p.p.. ² La sentenza di primo grado è stata impugnata.

Nel corso del 2001 sono stati emessi 2 decreti di citazione diretta a giudizio (relativi a due ipotesi di violazione dell'art. 180 del Tuf in occasione di operazioni di offerte pubbliche di acquisto). Sono state altresì notificate 2 richieste di rinvio a giudizio (la prima relativa a un caso di violazione dell'art. 180 del Tuf in occasione di un dissesto economico e finanziario e la seconda relativa a operazioni riconducibili allo schema operativo del *front running*). Inoltre, sono stati notificati, al termine dell'udienza preliminare, 2 decreti che dispongono il giudizio relativi a 2 procedimenti penali già in corso (2 ipotesi di aggio su strumenti finanziari, di cui una tramite il compimento di operazioni artificiali e l'altra tramite la diffusione di notizie false in sede di informazione periodica).

Sono state inoltre pronunciate 2 sentenze di patteggiamento nell'ambito di procedimenti penali aventi a oggetto, da un lato, un caso di operazioni artificiali volte a provocare il ribasso del prezzo di apertura di un titolo e, dall'altro, un caso di manipolazione informativa a mezzo stampa.

Infine, si segnala una sentenza di condanna, la terza emessa nell'ambito di procedimenti penali aventi a oggetto l'abuso di informazioni privilegiate e l'aggio su strumenti finanziari. In

particolare, sono state condannate in primo grado due persone nell'ambito di un caso in cui l'abuso informativo aveva a oggetto il dissesto finanziario e patrimoniale di due società. La sentenza è stata impugnata.

Alcune tipologie di abuso di informazioni privilegiate e di aggio

Nell'ambito degli accertamenti su ipotesi di abuso di informazioni privilegiate e di aggio svolti nel 2001 sono emerse alcune tipologie di comportamenti che, per gli schemi operativi adottati o per le finalità sottostanti, assumono particolare interesse per l'analisi delle anomalie di mercato, anche prescindendo dal fatto che nei casi concreti siano emerse ipotesi di illecito. Tali tipologie sono riconducibili alle pratiche di *front running* e di manipolazione operativa.

Il front running consiste nell'anticipazione, da parte di un operatore, di ordini a rilevante impatto sul prezzo: l'operatore, incaricato di eseguire un ordine che, per la dimensione e le condizioni, provocherà un sensibile aumento (diminuzione) del prezzo, acquista (vende) per sé prima di immettere l'ordine nel mercato, per poi rivendere (riacquistare) a fronte dell'immissione dell'ordine, ponendosi, di norma, come controparte dello stesso ordine. Tale schema si configura come abuso dell'informazione privilegiata rappresentata dal futuro impatto dell'ordine da eseguire sul prezzo del titolo.

La manipolazione operativa è quella attuata mediante operazioni effettivamente concluse sul mercato; tali operazioni, pur essendo vere operazioni di mercato, possono essere prive di effetti economici per le controparti, perché, ad esempio, l'operatore che compra e quello che vende sono la stessa persona (action-based manipulation), oppure non avere il carattere di "operazioni simulate" e produrre i normali effetti economici per le controparti (trade-based manipulation). In questo secondo caso il manipolatore effettua operazioni che comportano oneri inferiori al beneficio che egli si attende di poter trarre dal compimento dello schema manipolativo. L'intento manipolativo, desunto anche da altri indizi, appare elemento distintivo di queste operazioni, seppure non sia esplicitamente postulato dall'art. 181 del Tuf.

Un caso di *front running* ha riguardato il comportamento di un *trader* che ha curato l'esecuzione di un acquisto di azioni proprie (*buy-back*) da parte di un emittente quotato. Il *trader* effettuava operazioni sul titolo azionario interessato a valere su conti personali prima di porre in essere le operazioni per conto dell'emittente nell'ambito del *buy-back*; chiudeva quindi le proprie posizioni a fronte degli ordini che egli stesso inseriva per conto dell'emittente.

Nell'ambito delle pratiche di manipolazione operativa, si segnala un'ipotesi di *action-based manipulation* con riguardo a un operatore che, su alcuni titoli azionari quotati, esponeva contemporaneamente, nel *book* di negoziazione, la miglior proposta in acquisto e la miglior proposta in vendita, per quantità considerevoli, separate spesso da un solo *tick* (minima differenza di prezzo possibile). Frequentemente tale operatore effettuava "incroci", ossia applicava proposte in acquisto alle proprie proposte in vendita già esposte (o proposte in vendita alle proprie proposte in acquisto già esposte), con ciò generando operazioni senza effetti economici.

In questo caso, l'indagine svolta dalla Commissione ha mirato ad accertare se questa operatività potesse configurare uno schema manipolativo, nella forma di operazioni simulate finalizzate a bloccare il prezzo di un titolo su un dato livello o a dare l'apparenza di un mercato attivo. Tale ipotesi non è stata confermata dagli accertamenti. Infatti, è stato rilevato, in primo luogo, che lo scopo dell'operatore era solo quello di "guadagnare il tick" agendo come una sorta di market maker "di fatto", cioè che gli riusciva finché acquisti e vendite si bilanciavano, e, in secondo luogo, che gli "incroci" erano da lui effettuati al fine di eliminare dal book le proprie proposte (condotta comunque non conforme alla normativa) in tempi più rapidi che non mediante la cancellazione, quando l'ingresso di ordini di grande dimensioni in una direzione metteva a rischio il bilanciamento della sua posizione.

Di particolare rilievo appare anche l'indagine che ha riguardato la vendita di una rilevante quantità di un titolo azionario nell'asta di apertura da parte di un intermediario che era il *market maker* su due serie di *covered warrants call* che avevano quel titolo azionario come sottostante e scadevano *in-the-money* (cioè convenientemente esercitabili per il possessore) quello stesso giorno. La vendita ha comportato la fissazione del prezzo di apertura del titolo azionario a un livello sensibilmente inferiore rispetto al prezzo teorico di apertura che si registrava prima dell'immissione delle relative proposte di negoziazione da parte del *market maker*. Essendo i *covered warrants call* a liquidazione monetaria, i possessori hanno incassato la differenza positiva fra il prezzo di apertura del sottostante e il prezzo di esercizio (*strike price*), differenza che si è considerevolmente ridotta a causa della diminuzione del prezzo di apertura del sottostante provocata dalle vendite del *market maker*.

L'indagine, tuttavia, ha portato alla conclusione che la condotta del market maker non configurava un caso di manipolazione operativa (in caso contrario, vista la dinamica dell'operazione, si sarebbe trattato di un caso di trade-based manipulation). Infatti, poiché i covered warrants call in questione scadevano ampiamente in-the-money, la metodologia di copertura del rischio fondata sul delta delle opzioni (delta hedging) aveva condotto il market maker a detenere, a fronte della posizione corta sui covered warrants call (che aveva rilevato dall'emittente), una posizione lunga sull'intera quantità delle azioni sottostanti. Data la modalità di liquidazione dei covered warrants, il market maker aveva "smontato" la copertura in azioni sottostanti nell'asta di apertura del giorno di scadenza, in una condizione di indifferenza al prezzo di apertura (infatti, quanto più basso è il prezzo di apertura, tanto più basso sarà l'esborso sui covered warrants, ma altrettanto più basso sarà anche l'incasso sulla vendita delle azioni sottostanti). Anche in questo caso, dunque, mancava l'interesse e l'intento di provocare l'alterazione del prezzo. Sulla base dell'esperienza maturata, sono state peraltro studiate alcune possibili misure preventive al fine di ridurre l'impatto dell'operatività dei market maker sul mercato del sottostante nel giorno di scadenza dei covered warrants e sono state inserite alcune avvertenze al riguardo nella sezione "Investor Education" del sito internet della Consob.

Sempre nell'ambito della manipolazione operativa rientrano alcune operazioni effettuate al fine di incidere su posizioni in opzioni *put* collegate a emissioni obbligazionarie *reverse convertible*. Le indagini su 3 di questi casi sono descritte nel Riquadro 6.

RIQUADRO 6

Obbligazioni reverse convertible, loro funzionamento e manipolazione operativa

Nelle obbligazioni *reverse convertible* è incorporata un'opzione *put*, di tipo europeo, sulle azioni sottostanti, implicitamente venduta dal sottoscrittore delle obbligazioni all'emittente. Quest'ultimo, in genere, si libera fin da subito del rischio derivante dall'acquisto dell'opzione *put* vendendo un'uguale opzione a uno o più intermediari (si tratta di un'opzione negoziata su mercati "over-the-counter"). Normalmente, all'emissione, l'opzione implicita nelle obbligazioni, e l'uguale opzione venduta dall'emittente per coprirsi dal rischio, sono *at-the-money* (lo *strike price* è uguale al prezzo corrente delle azioni sottostanti). Alla scadenza delle obbligazioni *reverse convertible* e delle opzioni *put* implicite e collegate:

- gli investitori che possiedono le obbligazioni trarranno vantaggio dal fatto che il prezzo delle azioni sottostanti non sia inferiore allo *strike price* (e cioè al livello a cui il prezzo si trovava al momento dell'emissione): se così sarà, essi non subiranno l'esercizio dell'opzione *put* implicitamente venduta ed eviteranno perdite in conto capitale sulle obbligazioni, ottenendone il rimborso in denaro al valore nominale;
- gli intermediari che hanno acquistato dall'emittente l'opzione *put* relativa all'emissione trarranno invece vantaggio dal caso opposto, cioè quello in cui il prezzo delle azioni sottostanti sia inferiore allo *strike price* e l'opzione *put* acquistata sia perciò esercitabile;
- l'emittente, in quanto comparatore e venditore di opzioni *put* (per il medesimo importo), sarà in posizione neutrale.

Normalmente, le opzioni *put* implicite e collegate alle obbligazioni sono di tipo "esotico", ossia hanno strutture complesse; particolarmente diffuse sono le opzioni *put* con barriera (o *knock in*) del tipo "down and in", che, nella forma più semplice, fra le condizioni di esercizio alla scadenza prevedono che nel corso della loro vita il prezzo delle azioni sottostanti scenda almeno una volta sotto un dato livello (la barriera, appunto), inferiore allo *strike price* dell'opzione.

Un'altra caratteristica di tali opzioni è quella di non consentire il cosiddetto esercizio anomalo: alla scadenza, se l'opzione è esercitabile deve essere esercitata interamente, se non è esercitabile non può essere esercitata, nemmeno parzialmente.

Incentivi a manipolare il prezzo delle azioni sottostanti sono presenti sia in capo ai compratori delle opzioni *put* (gli intermediari che liberano dal rischio gli emittenti delle obbligazioni) sia in capo ai venditori (gli obbligazionisti). Di seguito sono descritte alcune modalità operative, rilevate nel corso del 2001, connesse all'operatività sul mercato da parte di intermediari che avevano acquistato un'opzione *put* e per le quali è stata configurata, nelle rispettive segnalazioni all'Autorità Giudiziaria, l'ipotesi di aggioaggio su strumenti finanziari.

Un primo schema è stato posto in essere da parte dell'intermediario che deteneva l'opzione *put*, ceduta dall'emittente, e che ha operato al fine di rompere la barriera (*knock in*). Il giorno prima della scadenza, l'opzione *put* era *deep-in-the-money* (il prezzo di mercato dell'azione sottostante era cioè ampiamente al di sotto dello *strike*

price dell'opzione), ma nel corso della vita dell'opzione mai il prezzo dell'azione sottostante era sceso sotto la barriera: l'opzione non era dunque esercitabile. Con una vendita di entità rilevante effettuata nel primo istante di negoziazione continua di tale giorno l'intermediario ha "pulito" il lato degli acquisti del *book* di negoziazione dell'azione sottostante fino a toccare un prezzo appena inferiore alla barriera, cui corrispondeva una proposta di negoziazione in acquisto inserita dallo stesso intermediario. Il prezzo, repentinamente sceso quasi del 4 per cento, è subito dopo ritornato al livello precedente alla vendita (cioè al livello del prezzo di apertura). Il giorno successivo l'intermediario ha potuto esercitare l'opzione, mentre gli obbligazionisti sono stati rimborsati in azioni che valevano circa l'11 per cento in meno del valore nominale delle obbligazioni.

In un altro caso non essendo previsto l'esercizio anomalo, le opzioni, questa volta prive di barriere, potevano essere esercitate solo se nel giorno di scadenza il prezzo di apertura delle azioni sottostanti fosse stato sotto lo *strike price*. Il giorno prima della scadenza esse erano *at-the-money*, sicché i cinque intermediari che le possedevano potevano scegliere fra due strategie: una prima, basata sul delta dell'opzione, imponeva loro di avere in portafoglio circa la metà delle azioni sottostanti alla rispettiva opzione e di cercare di acquistare o vendere, a seconda del prezzo di apertura, la stessa quantità nell'asta di apertura del giorno successivo; una seconda richiedeva invece agli intermediari di "scommettere" sull'esito dell'opzione, ossia di prevedere se questa sarebbe scaduta *in* o *out-of-the-money*, e di adottare la copertura coerente con la "scommessa" (copertura totale o nulla). Il giorno di scadenza delle opzioni il prezzo teorico di apertura delle azioni sottostanti è rimasto sopra lo *strike price* delle opzioni (che perciò erano *out-of-the-money*) fino a circa trenta secondi dalla fine della fase di pre-apertura, allorché alcune proposte di negoziazione in vendita inserite quasi contemporaneamente da tre dei cinque intermediari che avevano acquistato le opzioni hanno spinto il prezzo di apertura sotto lo *strike price*. In tal modo le opzioni sono scadute *in-the-money* e gli intermediari hanno potuto esercitarle consegnando le azioni all'emittente, che, a sua volta, ha rimborsato le obbligazioni in azioni anziché in denaro al valore nominale.

Speculare a quest'ultimo è lo schema operativo che ha riguardato due titoli azionari sottostanti a cinque opzioni *put*, senza barriere, collegate ad altrettante emissioni obbligazionarie *reverse convertible* che scadevano, così come le opzioni, lo stesso giorno. Le opzioni *put* erano state acquistate dal medesimo intermediario, non prevedevano l'esercizio anomalo e potevano essere dunque esercitate solo se il prezzo di riferimento dei titoli azionari sottostanti nel giorno di scadenza fosse stato inferiore ai rispettivi *strike price*. Il giorno di scadenza si sono verificati acquisti ingenti dei due titoli azionari sottostanti negli ultimi dieci secondi della fase di negoziazione continua, che, "spazzando" il lato delle vendite dei rispettivi *book* di negoziazione, hanno spinto verso l'alto i prezzi (uno di quasi il 10 per cento, l'altro del 3). I prezzi di riferimento dei due titoli azionari sono stati determinati da tali acquisti, poiché la dimensione di questi ha ampiamente superato il 10 per cento degli scambi di mercato della giornata. Tre opzioni *put* che erano *in-the-money* o *deep-in-the-money* sono state spinte *out-of-the-money*, in tal modo impedendone l'esercizio da parte dell'intermediario compratore. Dalle indagini è emerso che gli acquisti manipolativi erano stati effettuati da o nell'interesse dei soggetti che detenevano in portafoglio le intere emissioni di obbligazioni *reverse convertible* collegate alle opzioni, al fine di ottenerne il rimborso in denaro.

Le tre modalità operative sopra descritte sono inquadrabili nella *trade-based manipulation*: sono infatti state effettuate operazioni sul mercato con effetti per gli operatori, che hanno tuttavia comportato oneri per i manipolatori inferiori ai benefici conseguiti.

Linee evolutive della disciplina del market abuse

La scarsa efficacia delle discipline europee in materia di abuso di informazioni privilegiate, la necessità di armonizzare la normativa sulla manipolazione di mercato (o aggioaggio), la dimensione internazionale del fenomeno e la competizione con i sistemi finanziari extracomunitari hanno portato la Commissione Europea a proporre, il 30 maggio 2001, una direttiva sugli abusi di mercato. La direttiva era stata già indicata dalla Commissione Europea, nel Piano d'Azione per i Servizi Finanziari del 1999, come una delle azioni necessarie per il raggiungimento di un mercato interno pienamente integrato. Il Consiglio Europeo di Stoccolma ha prefissato il conseguimento di tale obiettivo per la fine del 2003. Qualora adottata, la proposta di direttiva comporterà la necessità di modificare il Tuf in relazione alle definizioni degli illeciti, all'introduzione di sanzioni amministrative, ai poteri investigativi della Consob e alla disciplina dell'informazione continua da parte delle società emittenti.

La proposta dalla Commissione Europea riprende diverse indicazioni (Riquadro 7) che il Fesco (ora Cesr) le aveva fornito nel settembre 2000, tra le quali: l'opportunità di formulare delle definizioni delle condotte vietate tali che non richiedano la prova dell'intenzionalità del soggetto ("effect based" e non "intent based"); una definizione di aggioaggio articolata sulle macrocategorie degli schemi manipolativi (il riferimento è alla *trade-based manipulation*, all'*action-based manipulation*, alla *market power manipulation* e all'*information-based manipulation*); la predisposizione di un'ampia gamma di misure preventive; l'introduzione di sanzioni di tipo amministrativo; l'individuazione per ciascuno Stato membro di un'unica Autorità amministrativa competente dotata di incisivi poteri di *enforcement*, eventualmente in collaborazione o sotto il controllo dell'Autorità Giudiziaria; l'introduzione di obblighi di cooperazione tra le Autorità di vigilanza e la costituzione di un "network" europeo di Autorità competenti.

Peraltro, si segnala come la materia sia, limitatamente alle ipotesi manipolative, oggetto di ridefinizione anche in ambito nazionale. Infatti, recentemente il Consiglio dei Ministri ha approvato lo schema di decreto legislativo che contiene la Disciplina degli illeciti penali e amministrativi riguardanti le società commerciali, a norma dell'art. 11 della legge 3 ottobre 2001 n. 366. Tale schema è stato successivamente trasmesso al Parlamento, che lo sta esaminando. In particolare, nell'operare una *reductio ad unum* delle ipotesi di aggioaggio extracodicistiche, lo schema di decreto legislativo accorpa l'art. 181 del Tuf, l'art. 138 del Testo unico bancario e l'art. 2622 c.c. nel nuovo art. 2637 c.c., che sanziona penalmente "Chiunque diffonde notizie false, ovvero pone

in essere operazioni simulate o altri artifici concretamente idonei a provocare una sensibile alterazione del prezzo di strumenti finanziari (...)”.

Rispetto all'attuale disciplina del Tuf viene meno l'esplicito riferimento alle notizie “esagerate e tendenziose”; tale riferimento, infatti, è stato ritenuto sovrabbondante rispetto a quello di “notizie false”, la cui nozione già implica la considerazione di ogni tipo di difformità dal vero. Viene altresì introdotto un requisito di fattispecie incentrato sulla specificazione che la diffusione di notizie o il compimento delle operazioni o artifici debbano essere “concretamente” idonei a influenzare i prezzi dei titoli. Tale specificazione conferma, expressis verbis, la connotazione di reato di pericolo concreto dell'aggiotaggio, peraltro già desumibile a livello interpretativo, secondo cui la condotta per essere considerata penalmente rilevante deve possedere l'idoneità a influenzare i prezzi secondo una valutazione effettuata con un giudizio ex ante. Infine, si segnala la soppressione dell'esplicito divieto di porre in essere condotte finalizzate a provocare l'apparenza di un mercato attivo; tuttavia, è ipotizzabile che tale finalizzazione della condotta possa rientrare in quella di alterazione del prezzo, in cui il concetto di alterazione implica la considerazione di ogni tipo di deviazione dal modello economico normale di formazione dei prezzi. In sostanza, da una prima esegesi del testo in corso di approvazione, l'ambito applicativo della nuova norma sull'aggiotaggio, nonostante appaia ridotto, non presenterebbe sostanziali restringimenti rispetto alla formulazione attuale dell'art. 181 del Tuf, salva l'eventualità che prevalgano interpretazioni restrittive.

Anche se il testo proposto può essere interpretato in modo sostanzialmente non riduttivo rispetto ai fatti costituenti reato, esso si discosta dal progetto di direttiva (così come, già oggi, se ne discosta la disciplina dell'*insider trading*, di cui all'art. 180 del Tuf); pertanto, come anticipato anche nella relazione del Governo al Parlamento sullo schema di decreto legislativo, la disciplina dovrebbe in futuro essere ritoccata, con particolare riguardo alla necessità di introdurre la previsione di sanzioni amministrative.

RIQUADRO 7

La proposta di direttiva sugli abusi di mercato e le proposte del Cesr sulle misure preventive

Tra i tratti salienti della proposta di direttiva sugli abusi di mercato, proposta dalla Commissione Europea, è da segnalare l'estensione del suo ambito applicativo anche alle “*face-to-face transactions*”, alle operazioni sul mercato primario, sul mercato “grigio” (il così detto *grey market*) e a quelle sui mercati dei derivati, compresi quelli sulle *commodities*. Un'ulteriore estensione riguarda la territorialità. Alcuni di questi cambiamenti sono già previsti dal Tuf.

Riguardo alla definizione di informazione privilegiata, la Commissione ha proposto solo alcuni adattamenti rispetto alla disciplina vigente. Sembra tuttavia condivisibile l'esigenza (manifestata anche dal Parlamento UE) di estendere più

chiaramente l'ambito di applicazione anche alle informazioni di mercato che hanno un impatto solo indiretto sulle società emittenti.

Anche con riferimento alle condotte vietate, la Commissione Europea ha riproposto l'attuale divieto di "sfruttamento" dell'informazione privilegiata. Questo però appare eccessivamente oneroso in sede probatoria, tanto che tale formulazione non è stata recepita in molti ordinamenti comunitari e in altri ha certamente contribuito a ridurre l'effettività della disciplina. Lo stesso divieto di "avvalersi" dell'informazione privilegiata, previsto dall'art. 180 del Tuf in sostituzione del più generico obbligo di astensione (dal compiere operazioni su titoli, nell'ipotesi in cui un soggetto sia in possesso di informazioni privilegiate) stabilito dalla precedente normativa (legge 157/1991), pone seri problemi applicativi, come già segnalato nel 1998 dall'allora Presidente della Consob. Appare quindi importante riuscire ad arrivare a una definizione che consenta al contempo di tutelare i comportamenti leciti e di sanzionare efficacemente quelli illeciti. Tale esigenza verrebbe risolta qualora venisse approvata la proposta, formulata dalla Commissione parlamentare incaricata, di vietare "l'utilizzo" dell'informazione privilegiata.

Circa i soggetti attivi, la proposta della Commissione UE conferma la distinzione tra i cosiddetti *insider* primari o istituzionali - cioè, quanti hanno accesso all'informazione privilegiata nello svolgimento della loro professione - e gli altri soggetti, i cosiddetti "*tippees*", che quindi ricevono l'informazione privilegiata direttamente o indirettamente dai primi. Si nota tuttavia che la direttiva ridefinisce i *tippees* come tutti coloro che sono in consapevole possesso dell'informazione privilegiata. Inoltre viene esteso ai *tippees* anche il divieto, previsto per gli *insider* istituzionali, di comunicare a terzi l'informazione privilegiata. Quest'ultimo cambiamento appare anche utile a limitare la diffusione di "*rumours*" sui mercati.

Riguardo all'aggiotaggio la direttiva riprende le indicazioni fornite dal Cesr definendo le macrocategorie di manipolazione operativa e informativa. La prima viene a sua volta distinta a seconda che le strategie manipolative siano basate sulla trasmissione di falsi segnali al mercato oppure su un'azione tesa a portare i prezzi a livelli anomali o artificiali. Alla direttiva è anche allegata una lista esemplificativa e non esaustiva delle principali strategie manipolative (individuate dalla Iosco e dalle Autorità di vigilanza). La lista verrebbe aggiornata dalla Commissione UE tramite la struttura dei comitati. Tale approccio svolge anche un'importante funzione preventiva chiarendo ai partecipanti al mercato quali sono i comportamenti illeciti. Qualora adottata, la direttiva riempirebbe di contenuti il più criptico divieto, previsto dall'art. 181 del Tuf, di porre in essere "operazioni simulate o altri artifici".

Sempre con riferimento alla proposta di direttiva, si segnala l'importante decisione della Commissione Europea di riprendere il suggerimento del Cesr a favore di un regime sanzionatorio di tipo amministrativo. L'esperienza ha infatti mostrato come siano insite delle difficoltà nello svolgimento dei processi di tipo penale. Il Cesr ha rilevato che in Europa dal 1995 al 2000, su 688 casi si sono avute 216 archiviazioni, 97 sanzioni di tipo amministrativo e 13 di tipo penale (gli altri casi risultavano ancora aperti alla fine del 2000).

Un limite, inevitabile, stante l'attuale quadro normativo, della direttiva è che non arriva all'indicazione del livello e delle modalità di calcolo delle sanzioni poiché in base ai Trattati, tale ambito rimane di competenza degli Stati membri. Al riguardo, data la complessità tecnica della materia e l'importanza del raggiungimento di una sua

effettiva armonizzazione, appare utile la proposta della Commissione parlamentare incaricata di consentire alla comitatologia di stilare una lista esemplificativa delle sanzioni amministrative alla quale gli Stati membri possano fare riferimento su base volontaria.

La Commissione Europea ha anche condiviso l'approccio del Cesr di rafforzare le misure preventive. La prevenzione, nelle sue varie forme, appare infatti lo strumento più efficace per contrastare gli abusi di mercato, soprattutto perché contribuisce a diffondere presso gli operatori una cultura di rispetto verso il mercato complessivamente considerato.

Nell'art. 6 della direttiva sono proposte una serie di misure preventive a partire dalla disciplina degli obblighi di *disclosure* delle informazioni da parte degli emittenti, che, qualora adottata, altererebbe in modo sostanziale le previsioni dell'attuale normativa comunitaria e nazionale. La Commissione Europea propone, infatti, che la società emittente debba pubblicare quanto prima le informazioni privilegiate e non più, quindi, "i fatti nuovi importanti che si sono verificati nella sua sfera di attività", come richiesto dal vigente art. 68 della direttiva 2001/34 e ripreso dall'art. 114 del Tuf. Considerando che un'informazione diviene privilegiata quando ancora non è certa, cioè quando non è ancora un "fatto", è evidente come la proposta di direttiva richieda agli emittenti di anticipare sensibilmente il momento della pubblicazione dell'informazione. In ogni caso, per tutelare i diritti degli emittenti sarebbe prevista - come indicato dal comma 3 - la possibilità che questi possano scegliere di ritardare, a proprio rischio, la pubblicazione di tali nuovi fatti importanti. Il ritardo della pubblicazione sarebbe possibile solo a condizione che ciò non tragga in inganno il pubblico e purché, ancora, l'emittente sia in grado di mantenere l'informazione riservata. Si rileva, infine, che l'eventuale decisione di ritardare la pubblicazione non verrebbe comunicata per l'autorizzazione all'Autorità competente, come previsto dalla vigente disciplina.

Sebbene tale sistema sia chiaramente finalizzato ad accrescere la trasparenza informativa, si nota che far pubblicare quanto prima le informazioni privilegiate potrebbe risultare eccessivamente oneroso per gli emittenti, i quali, quindi, sarebbero naturalmente portati a decidere di ritardare la pubblicazione, senza peraltro chiedere l'autorizzazione all'Autorità competente, che, a sua volta, non avrebbe la possibilità di monitorare adeguatamente la situazione e di intervenire in caso di comportamento attendista dell'emittente. Per far fronte a tali problemi, è stato proposto dalla Commissione parlamentare di reintrodurre nel sistema un ruolo per l'Autorità competente. Peraltro, l'eventuale pubblicazione delle informazioni appena divengono privilegiate non appare priva di controindicazioni. Qualora gli emittenti si attengano pedissequamente a tale principio si potrebbe generare anche un non-necessario aumento della volatilità dei prezzi. Si pensi ai casi in cui siano in esame più progetti di finanza straordinaria o, nel caso di fusioni, siano in competizione più scenari con conseguenti diversi rapporti di cambio. Si aggiunge, infine, che sarebbero difficilmente "enforceable" alcune strategie manipolative di tipo informativo.

Quanto alle altre misure preventive, la direttiva intende inoltre armonizzare i principi di "fair disclosure", recentemente introdotti negli Stati Uniti e, sostanzialmente, già presenti nella normativa secondaria italiana. Viene inoltre posto l'obbligo alle società emittenti di istituire un registro aggiornato delle persone che hanno accesso alle informazioni privilegiate: questa disposizione avrebbe il duplice effetto di sviluppare presso gli emittenti una cultura di attenzione verso la riservatezza delle informazioni privilegiate, nonché quella di agevolare le azioni di controllo.

Agli intermediari verrebbe richiesto di applicare un *general duty of care* in base al quale essi dovrebbero evitare di eseguire ordini che è ragionevole ritenere siano basati su informazioni privilegiate o si risolvano in abusi di mercato. Tale previsione è stata già proposta dal Cesr ed è presente nella *best-practice* del settore.

Di estremo rilievo è l'armonizzazione della disciplina sulla produzione e la diffusione di studi sugli strumenti finanziari e sui relativi emittenti secondo linee di trasparenza e correttezza che, pure, verranno meglio dettagliate dalla struttura dei comitati. L'introduzione di tale misura nella direttiva deriva dal rilievo di tali prodotti per lo sviluppo dei mercati e dalla dimensione internazionale del fenomeno. Analoghi principi di trasparenza e correttezza dovrebbero essere anche seguiti da quanti pubblicano informazioni importanti, tra questi soggetti dovrebbero essere inclusi anche i giornalisti finanziari. Infine, alla struttura dei comitati è anche rinviata la disciplina dell'operatività degli emittenti in occasione dei *buy-back*.

L'attenzione alla prevenzione è stata ulteriormente sviluppata dal Cesr nel 2001 con il documento "*Measures to Promote Market Integrity*", che è stato pubblicato come "*orientation paper*" nel febbraio 2002 dopo essere stato posto in pubblica consultazione nell'agosto 2001 (nel sito internet del Cesr sono disponibili sia il documento sia i commenti ricevuti durante il periodo di consultazione). Si tratta di una serie di misure preventive che dovrebbero essere poste in essere dai vari partecipanti al mercato: società di gestione del mercato, società quotate, intermediari autorizzati, investitori istituzionali, giornalisti finanziari, analisti indipendenti, autorità di vigilanza. L'idea di base è che l'azione congiunta di tutti gli operatori sia utile a tutelare l'integrità del mercato e la qualità dei prezzi che su di esso si formano.

Tra le principali misure di prevenzione, vi è la richiesta a società quotate, intermediari e investitori istituzionali di dotarsi di un codice di comportamento interno, di un *compliance office* ed, eventualmente, di procedure atte a monitorare e separare i flussi informativi (si tratta delle cosiddette *Chinese Walls*). Vengono delineati ulteriori principi sulla microstruttura dei mercati concernenti la loro liquidità e trasparenza, le modalità di calcolo dei prezzi di riferimento e le procedure di sospensione dei titoli. Agli investitori istituzionali e a quanti sono dotati di un importante potere di mercato è richiesto di considerare l'effetto della loro operatività sul mercato. I giornalisti finanziari sono invitati a seguire comportamenti in linea con la *best-practice* del settore. Altre raccomandazioni sono rivolte agli analisti indipendenti, alle società di *rating* e ai consulenti, nonché alle Autorità di regolamentazione.

Le indagini sui fatti dell'11 settembre 2001

In aggiunta alla normale attività di accertamento degli abusi di mercato, la Consob è stata impegnata in un'intensa attività di indagini volta a verificare l'esistenza di eventuali violazioni della disciplina sul *market abuse* da parte di soggetti che avessero operato conoscendo in anticipo il progetto di attacco terroristico a New York. Tale attività di indagine si inquadra in un più ampio contesto di lotta alla criminalità finanziaria e all'uso illecito degli strumenti finanziari. È peraltro

da segnalare come le eventuali speculazioni compiute da chi fosse stato in possesso della notizia dell'intenzione di compiere l'attentato dell'11 settembre, stante l'attuale definizione di "informazioni privilegiate", non sarebbero riconducibili alla fattispecie dell'*insider trading* delineata dall'art. 180 del Tuf. Infatti, perché un'informazione possa essere definita come privilegiata, deve possedere la caratteristica di essere "concernente strumenti finanziari". In tale quadro, intensa è stata l'attività a seguito di richieste di cooperazione internazionale.

Si sottolinea che la tendenza alla discesa dei corsi azionari già nei primi giorni di settembre ha reso più complicati gli accertamenti, per la difficoltà di isolare operazioni di smobilizzo, normali in periodi di forte debolezza delle quotazioni, da eventuali attività di tipo puramente speculativo di breve periodo.

Con riferimento agli scambi sul mercato azionario l'attenzione è stata focalizzata sia sugli intermediari, che sui titoli, mirando a evidenziare l'esistenza di consistenti posizioni ribassiste, aperte poco prima dell'11 settembre, e l'eventuale ricopertura nei giorni immediatamente seguenti.

Un primo livello di indagine ha riguardato l'operatività complessiva sul mercato da parte degli intermediari al fine di individuare i maggiori venditori su base netta. Successivamente, per gli intermediari così individuati, è stata esaminata in dettaglio l'operatività sui titoli più venduti. La giornata dell'11 settembre è stata divisa in due parti analizzando l'operatività prima e dopo le ore 14:50, quando erano trascorsi pochi minuti dalla collisione del primo aereo contro le Twin Towers. In particolare, si è verificato se gli operatori che avevano accumulato saldi negativi netti di almeno 10 milioni di euro nel periodo compreso tra il 27 agosto e il 10 settembre si fossero poi ricoperti a partire dal pomeriggio dell'11 settembre. L'incrocio dei dati ha condotto alla selezione di 43 casi distribuiti su 19 titoli e 17 intermediari per i quali si è ritenuto necessario richiedere informazioni sui principali committenti (con particolare attenzione a coloro che avessero eseguito vendite allo scoperto) per proseguire nelle verifiche del caso.

L'operatività evidenziata nelle risposte può considerarsi per molti versi normale, soprattutto in considerazione della particolare congiuntura caratterizzata da quotazioni generalmente cedenti (anche prima dell'11 settembre) e da altissima volatilità. Si sono constatate alcune operazioni di vendita (a volte accompagnate dall'accensione di un prestito titoli) con riacquisti eseguiti entro pochi giorni ma si tratta di casi in cui non si notano delle discontinuità marcate (dal punto di vista tecnico) con l'operatività dei periodi precedenti. Inoltre, la natura delle anomalie non è sembrata tale da giustificare un ulteriore approfondimento degli accertamenti, anche in considerazione dell'entità dei controvalori e delle plusvalenze che non sembrano essere particolarmente rilevanti rispetto ai volumi di affari degli operatori coinvolti e della portata eccezionale dei fatti in discussione.

Sono stati poi svolti accertamenti anche sull'operatività su strumenti derivati, analizzando le posizioni che gli intermediari possedevano sul *future* e sulle opzioni *put* sul Mib30, per conto proprio e della clientela, presso la Cassa di compensazione e garanzia. Il dato sulle posizioni aperte rappresenta infatti un indicatore dell'esposizione degli intermediari rispetto al mercato ed è uno strumento utile per individuare le strategie di accumulo nel tempo di posizioni in acquisto o vendita.

*L'analisi è stata concentrata sugli intermediari che, prima dell'11 settembre, possedevano un'esposizione ribassista (in vendita sul Fib30 o in acquisto sulle *put*). Si è inoltre verificata l'evoluzione di tali posizioni e la tempistica della loro chiusura sul mercato. Un primo esame dei dati ha rivelato che*

nelle due settimane precedenti l'11 settembre non vi è stato un sensibile incremento delle posizioni aperte sul Fib30. Le posizioni, infatti, sono complessivamente aumentate solo di 639 contratti per la scadenza di settembre (+3,07 per cento), e di 267 contratti per la scadenza di dicembre (+14,42 per cento).

Per selezionare i conti di maggior rilievo, sono stati analizzati in dettaglio solo quelli relativi a intermediari che, al 10 settembre, presentavano più di 100 posizioni aperte (27 intermediari). Da questo campione, sono stati infine selezionati gli intermediari che nel corso delle due settimane precedenti l'11 settembre avevano incrementato la posizione complessiva sul lato delle vendite. Da tale ultima scrematura emerge un campione di 11 intermediari, sui quali sono stati effettuati ulteriori accertamenti. In particolare, per 7 intermediari l'operatività sui derivati è stata conclusa in conto proprio, mentre le posizioni aperte dei rimanenti 4 intermediari sono riconducibili ai conti della clientela.

Occorre sottolineare che le operazioni svolte dagli intermediari in conto proprio presentano aspetti di maggiore difficoltà di analisi, rispetto a quelle poste in essere per conto dei clienti; si tratta infatti di operatori molto attivi sul mercato, che eseguono con una certa regolarità compravendite in conto proprio sul Fib30 o su opzioni per motivi funzionali ad altre operazioni poste in essere dagli stessi e il cui andamento può incidere sul loro portafoglio di proprietà (generalmente si tratta di coperture sul rischio dell'andamento di posizioni di segno opposto, relative all'emissione di covered warrants).

Per quanto riguarda le operazioni svolte per conto della clientela, si è notata una concentrazione delle posizioni aperte in capo a singoli clienti. Si tratta peraltro di clienti istituzionali italiani o aventi sede all'estero. Unica eccezione è rappresentata da una banca italiana che ha dichiarato che un solo cliente possedeva 500 contratti Fib30 in vendita al 10 settembre, caso rispetto al quale, in virtù degli elementi emersi, la Commissione non ha ritenuto di procedere a ulteriori indagini.

Un'indagine simile a quella descritta per il mercato dei *future*, è stata eseguita anche per il mercato delle opzioni sul Mib30. L'analisi è stata eseguita identificando gli intermediari con un saldo superiore a 100 posizioni in acquisto sulle *put* al 10 settembre. A tali intermediari è stato chiesto infine di fornire il nominativo dei clienti con un saldo superiore a 100 *put*.

Anche dall'analisi delle posizioni sulle opzioni *put* non sono emersi elementi che potessero indicare anomalie o altri fenomeni degni di nota. Unica eccezione è rappresentata da un cliente di una banca che tra il 9 e il 10 settembre ha accumulato una posizione in ribasso di un certo rilievo. Si tratta di una società di capitali la cui attività consiste nella gestione degli investimenti di diversi clienti privati, sulla quale sono stati avviati ulteriori approfondimenti.

VI. GLI INTERMEDIARI MOBILIARI

Andamenti e struttura del settore

Nel corso del 2000 e del 2001 si è verificata una sostanziale stabilizzazione del peso del risparmio gestito sulla ricchezza finanziaria delle famiglie italiane, dopo vari anni in cui era cresciuto considerevolmente. In particolare, il patrimonio relativo alle gestioni individuali e collettive ammontava alla fine del primo semestre 2001 a circa il 29,3 per cento della ricchezza finanziaria delle famiglie, rispetto al 30,5 per cento relativo a fine 1999 (Tav. VI.1).

TAV. VI.1

PATRIMONIO DELLE GESTIONI INDIVIDUALI E COLLETTIVE

	COMPOSIZIONE PERCENTUALE				TOTALE	PATRIMONIO GESTITO	
	FONDI ITALIANI	FONDI ESTERI CONTROLLATI DA GRUPPI ITALIANI	ALTRI OICR DI DIRITTO ESTERO	GESTIONI INDIVIDUALI ¹		AMMONTARE ²	IN PERCENTUALE ATTIVITÀ FINANZIARIE DELLE FAMIGLIE
1995	38,9	2,1	....	59,0	100,0	168,4	10,1
1996	42,7	2,9	....	54,4	100,0	239,1	13,3
1997	52,6	3,5	....	43,9	100,0	361,9	18,6
1998	63,9	3,9	....	32,2	100,0	582,6	26,5
1999	65,1	8,5	....	26,4	100,0	730,0	30,5
2000	59,6	12,4	3,6	24,4	100,0	764,2	29,4
2001 ³	57,1	13,8	2,8	26,4	100,0	764,9	29,3

Fonte: Elaborazioni su dati Assogestioni e Consob. ¹ Al netto degli investimenti in quote di fondi comuni. ² In miliardi di euro. ³ Dati relativi alla fine del 1° semestre.

Considerando la composizione del risparmio gestito, si è leggermente ridotta, proseguendo la tendenza già iniziata nel corso del 2000, la quota dei fondi di diritto italiano e degli organismi di investimento collettivo del risparmio (Oicr) di diritto estero gestiti da soggetti esteri, mentre è ulteriormente aumentato il peso dei fondi di diritto estero riconducibili a intermediari italiani e quello delle gestioni individuali, quest'ultimo invertendo un trend discendente che durava da vari anni.

Inoltre, nel corso del 2001 è proseguita e si è accentuata la tendenza negativa che aveva caratterizzato l'industria dei fondi comuni di investimento nel corso del 2000: con riguardo ai fondi

mobiliari aperti di diritto italiano, a fronte di un incremento del numero di fondi operativi pari a circa il 10 per cento e del numero di società di gestione del risparmio (passate da 55 a 61), la raccolta netta complessiva è stata negativa per circa 21 miliardi di euro (Tav. aVI.1). Tale fenomeno ha riguardato tutte le categorie di fondi (in particolar modo i fondi azionari e bilanciati, la cui raccolta netta complessiva è stata negativa per circa 35 miliardi di euro), a eccezione dei fondi di liquidità, tradizionale forma di investimento “rifugio” in fasi di difficoltà dei mercati finanziari. La raccolta netta negativa, accompagnata dalla discesa dei prezzi delle attività finanziarie, ha determinato una riduzione del patrimonio gestito da 450 a circa 404 miliardi di euro nel corso del 2001.

L'aumento della quota di risparmio gestito riferita agli Oicr di diritto estero trova conferma nella crescita, già iniziata negli ultimi anni, del numero di questi soggetti, passato nel corso del 2001 da 124 a 149; il numero di fondi e di comparti è inoltre aumentato da 1.534 a fine 2000 a 2.132 (Tav. aVI.2).

A fine 2001, risultavano operativi 12 fondi mobiliari chiusi di diritto italiano, numero solo leggermente superiore a quello di fine 1998, a conferma che lo sviluppo di tale settore è stato piuttosto limitato, malgrado le modifiche normative introdotte dai provvedimenti di recepimento del Tuf. Il patrimonio complessivamente gestito da questa tipologia di fondi risulta pari a 714 milioni di euro a fine 2001.

Gli assetti proprietari delle società di gestione del risparmio continuano a essere caratterizzati dalla presenza preponderante dei gruppi bancari; il peso del patrimonio delle Sgr di matrice bancaria è cresciuto nel corso del 2001 dal 91,6 per cento al 93,9 per cento del totale (Tav. VI.2). Rimane sostanzialmente stabile (intorno al 4 per cento) la quota di mercato riconducibile a gruppi assicurativi, mentre il peso delle Sgr di proprietà di altri soggetti risulta marginale.

Tra le varie tipologie di fondi comuni di investimento presenti sul mercato, meritano di essere menzionati i cosiddetti fondi di fondi, vale a dire i fondi comuni che investono in quote di altri Oicr. Tali fondi, divenuti operativi nella maggior parte dei casi nel 2001, rappresentano ancora una quota modesta dell'aggregato delle gestioni collettive, pari a fine settembre 2001 all'1,7 per cento del patrimonio complessivo di fondi e Sicav di diritto italiano. Si tratta tuttavia di un settore in rapida crescita e che pone alcuni profili di criticità in merito al problema della trasparenza dei costi per l'investitore (Riquadro 8).

Per quanto concerne le gestioni patrimoniali individuali, il patrimonio complessivamente gestito da banche, Sgr e Sim era pari al 30 giugno 2001 a 401 miliardi di euro, un valore in linea con quello della stessa data dell'anno precedente (Tav. aVI.3). La ripartizione del patrimonio per soggetto gestore conferma il crescente peso delle Sgr, pari al 40 per cento del patrimonio complessivo, mentre si riduce ulteriormente quello delle banche e risulta stabile la quota delle Sim.

RIQUADRO 8

Fondi di fondi e accordi di retrocessione di commissioni

Con riguardo ai primi 9 mesi del 2001, la raccolta netta relativa ai fondi di fondi è stata prevalentemente positiva, in controtendenza rispetto a quanto rilevato nello stesso periodo per il complesso dei fondi e Sicav italiani e nonostante la forte volatilità dei mercati azionari. I comparti bilanciati costituiscono il 60 per cento del patrimonio totale, seguiti dai comparti azionari (21 per cento circa). Sul fronte dell'offerta, il numero delle Sgr attive è passato da 6 a fine 2000 a 15 nel settembre 2001. Si è inoltre registrato un forte incremento di fondi di fondi cosiddetti multimarca.

FONDI DI FONDI: PATRIMONIO E RACCOLTA PER CATEGORIA¹
(GENNAIO - SETTEMBRE 2001)

	NUMERO ²	SOTTOSCRIZIONI	RISCATTI	RACCOLTA NETTA	PATRIMONIO ²	
					TOTALE	QUOTA%
AZIONARI	33	731	332	399	1.372	20,8
BILANCIATI	44	1.961	648	1.312	3.954	59,8
OBBLIGAZIONARI	8	598	58	540	651,4	9,9
FLESSIBILI	6	256	115	141	630,1	9,5
<i>TOTALE</i>	<i>91</i>	<i>3.545</i>	<i>1.152</i>	<i>2.393</i>	<i>6.608</i>	<i>100,0</i>

Fonte: Elaborazione su dati Assogestioni. ¹ Milioni di euro. ² Dato al 30 settembre 2001

Con riguardo a quest'ultima tipologia di prodotti, l'analisi dei meccanismi adottati dalle società di gestione per la selezione degli Oicr oggetto di investimento ha evidenziato la diffusa presenza di accordi per la retrocessione di commissioni di gestione. La società promotrice di un fondo di fondi beneficia della retrocessione parziale delle commissioni di gestione da parte della società di gestione dei cosiddetti Oicr bersaglio.

Un'indagine condotta con riferimento a un campione di società di gestione che promuovono fondi di fondi conferma la diffusione delle convenzioni in parola, nonché il peso che esse rivestono tra le fonti di reddito delle società stesse. Queste ultime investono percentuali elevate del patrimonio del fondo di fondi in parti di Oicr emesse dalle società con le quali sono stati conclusi accordi di retrocessione e tendono a selezionare i prodotti, e in alcuni casi le classi di quote/azioni, che garantiscono loro retrocessioni più elevate. Tale circostanza, pur non avendo implicazioni immediate e univoche sull'efficienza delle scelte di investimento dei gestori, ha effetti sul livello e sulla trasparenza dei costi del fondo di fondi. Essa segnala, inoltre, una potenziale divaricazione fra gli interessi del gestore di fondi di fondi e quelli degli investitori aderenti. Infine, la sistematica attivazione di accordi di retrocessione per le gestioni multimarca può costituire una prassi idonea a influenzare negativamente le dinamiche concorrenziali afferenti al livello dei costi dei prodotti, concorrendo a sostenerne la spinta verso l'alto a svantaggio dei risparmiatori.

**SCHEMA RIASSUNTIVO DEI COSTI APPLICATI PER COMMISSIONI DI GESTIONE E
DISTRIBUZIONE DEGLI INVESTIMENTI DEI FONDI DI FONDI¹**

	MEDIA	MAX	MINIMO
ONERI²			
COMMISSIONI DI GESTIONE DA PROSPETTO (A)	0,97	1,20	0,60
COMMISSIONI DI GESTIONE DOVUTE AGLI OICR BERSAGLIO (B)	0,90	1,00	0,82
COSTI TOTALI A CARICO DEL FONDO DI FONDI (C=A+B)	1,87	2,19	1,47
COMMISSIONI RETROCESSE DAGLI OICR BERSAGLIO (D)	0,48	0,57	0,36
TOTALE DELLE COMMISSIONI DI GESTIONE DIRETTAMENTE APPLICATE O RETROCESSE (A+D=E)	1,45	1,60	1,14
DISTRIBUZIONE DEGLI INVESTIMENTI²			
PESO DEGLI OICR CON ACCORDI DI RETROCESSIONE	85,16	100,00	81,00
PESO DELLE CLASSI DI QUOTE/AZIONI CON COMMISSIONE DI GESTIONE PIÙ ELEVATA	42,33	60,00	28,00

¹ Dati relativi ad un campione di 6 fondi di fondi relativi a 3 Sgr. ² Valori in percentuale del patrimonio gestito.

TAV. VI.2

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

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

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

La composizione percentuale delle gestioni patrimoniali di banche, Sim ed Sgr conferma la tendenza, evidenziata per gli anni precedenti, verso una sostanziale omogeneità degli investimenti effettuati dalle gestioni patrimoniali di banche e Sim, che privilegiano l'acquisto di quote di Oicr (rispettivamente pari al 63 per cento del patrimonio gestito delle Sim e al 61 per cento di quello delle banche), mentre si riduce il

peso dei titoli di Stato ed è stabile (e simile per le due categorie di soggetti) quello dell'investimento in azioni e obbligazioni (Tav. aVI.4). Risulta invece parzialmente differente la composizione degli investimenti delle Sgr, caratterizzata da una maggiore quota investita in titoli di Stato (37,5 per cento del portafoglio a metà 2001) e da una minore incidenza dell'acquisto di quote di Oicr. Inoltre, le gestioni patrimoniali delle Sgr investono maggiormente in azioni e obbligazioni italiane rispetto a quelle delle banche e delle Sim, e meno in obbligazioni estere. Con riferimento al dato complessivo, la forma di investimento prevalente è costituita dalle quote di Oicr (oltre il 50 per cento del portafoglio a metà 2001), seguita dall'investimento in titoli di Stato; la quota di azioni rappresenta invece l'8 per cento del patrimonio gestito complessivo (Tav. VI.3).

TAV. VI.3

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

	1997	1998	1999	2000	2001 ¹
TITOLI DI STATO	55,1	42,5	30,2	25,0	27,2
OBBLIGAZIONI ITALIANE	5,9	3,6	3,9	5,4	6,6
OBBLIGAZIONI ESTERE	7,2	6,8	5,9	4,8	5,0
AZIONI ITALIANE	5,5	4,9	5,7	5,6	5,6
AZIONI ESTERE	1,6	1,6	2,7	2,5	2,4
QUOTE DI OICR	17,9	35,3	46,8	52,4	50,1
LIQUIDITÀ E ALTRI VALORI MOBILIARI	6,8	5,3	4,8	4,3	3,1
<i>TOTALE</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>

Fonte: Elaborazioni su dati Banca d'Italia. ¹ Dati relativi alla fine del primo semestre.

Il confronto tra il primo semestre del 2000 e del 2001 evidenzia una notevole contrazione dei ricavi da intermediazione mobiliare delle banche e delle Sim: le relative commissioni si sono infatti ridotte del 48 per cento per le Sim e del 25 per cento per le banche, interrompendo il processo di crescita che aveva caratterizzato il quinquennio 1996-2000 (Tav. VI.4).

Con riguardo alle singole componenti di ricavo, la maggiore diminuzione ha riguardato le commissioni da negoziazione titoli e quelle da raccolta ordini, ridottesi rispettivamente del 50 per cento e del 53 per cento. Le commissioni da collocamento, gestioni patrimoniali e offerta fuori sede sono invece diminuite in misura minore, rispettivamente del 21, 20 e 24 per cento.

Con riferimento al primo semestre 2001, la voce di ricavo più importante per le Sim era rappresentata dalle commissioni di negoziazioni in conto terzi, il cui peso è cresciuto, rispetto al primo semestre del 2000 (malgrado la riduzione in termini assoluti), dal 30,6 al 38,6 per cento; la seconda

tipologia di ricavo in termini di peso è costituita dalle commissioni da offerta fuori sede, la cui quota si riduce tuttavia dal 39 al 23 per cento del totale delle commissioni attive, a seguito di una riduzione del 70 per cento in termini assoluti. Significativa risulta anche la riduzione delle commissioni da collocamento (57 per cento in termini assoluti).

TAV. VI.4

COMMISSIONI DA INTERMEDIAZIONE MOBILIARE
(VALORI IN MILIONI DI EURO)

COMMISSIONI ATTIVE	1996	1997	1998	1999	2000	2000 ¹	2001 ¹
SIM							
NEGOZIAZIONE TITOLI	283	407	654	581	925	505	332
COLLOCAMENTO	107	86	149	229	409	227	98
GESTIONE DI PATRIMONI	189	253	451	328	301	144	126
RACCOLTA ORDINI	29	40	67	395	253	121	104
OFFERTA FUORI SEDE	582	804	1.113	980	1.133	650	201
<i>TOTALE</i>	<i>1.190</i>	<i>1.590</i>	<i>2.434</i>	<i>2.513</i>	<i>3.020</i>	<i>1.648</i>	<i>861</i>
BANCHE							
NEGOZIAZIONE TITOLI	201	363	915	807	1.068	632	241
COLLOCAMENTO	646	1.389	2.682	4.157	5.344	2.665	2.200
GESTIONE DI PATRIMONI	358	559	851	1.236	1.189	712	557
RACCOLTA ORDINI	314	510	967	948	1.563	897	376
OFFERTA FUORI SEDE	178	273	463	529	755	306	529
<i>TOTALE</i>	<i>1.697</i>	<i>3.094</i>	<i>5.878</i>	<i>7.677</i>	<i>9.919</i>	<i>5.213</i>	<i>3.902</i>
BANCHE E SIM							
NEGOZIAZIONE TITOLI	484	770	1.569	1.388	1.993	1.138	573
COLLOCAMENTO	753	1.475	2.831	4.386	5.753	2.892	2.298
GESTIONE DI PATRIMONI	547	812	1.302	1.564	1.490	857	683
RACCOLTA ORDINI	343	550	1.034	1.343	1.816	1.018	480
OFFERTA FUORI SEDE	760	1.077	1.576	1.509	1.888	956	730
<i>TOTALE</i>	<i>2.887</i>	<i>4.684</i>	<i>8.312</i>	<i>10.190</i>	<i>12.939</i>	<i>6.861</i>	<i>4.763</i>

Fonte: Elaborazioni su dati Banca d'Italia. ¹ Dati del primo semestre. I dati relativi al primo semestre del 2001 sono provvisori.

Per le banche, le commissioni di collocamento rimangono la voce di ricavo più importante nel primo semestre 2001 (come nello stesso periodo del 2000) e ammontano al 56 per cento delle commissioni totali, nonostante una riduzione del 17 per cento in termini assoluti. Le voci di ricavo immediatamente successive in ordine di importanza sono rappresentate dalle commissioni da gestioni patrimoniali in conto terzi (14 per cento delle commissioni attive totali) e da quelle da offerta fuori sede (13 per cento): queste ultime rappresentano inoltre l'unica voce di ricavo che mostra un incremento fra il primo semestre 2000 e il primo semestre 2001 (73 per cento).

Con riguardo ai singoli servizi, emerge come l'attività di collocamento sia svolta in netta prevalenza dalle banche, la cui quota di commissioni sul totale dei ricavi del primo semestre 2001 è pari al 96 per cento. Inoltre, le Sim hanno superato le banche nel livello di commissioni relative alla negoziazione titoli, mentre è avvenuto il processo inverso con riguardo alle commissioni da offerta fuori sede. Infine, le commissioni da gestioni patrimoniali e da raccolta ordini si sono ridotte in misura maggiore per le banche (rispettivamente del 22 per cento e del 58 per cento) rispetto alle Sim (13 per cento e 14 per cento), seppur a fronte di una quota di mercato nettamente a favore delle prime.

Nel corso del 2001 è proseguito il *trend* ormai pluriennale di contrazione del numero di soggetti iscritti all'albo delle Sim. Il numero delle entrate e delle uscite si mantiene tuttavia piuttosto elevato, con un *turnover* (definito come rapporto tra la variazione del numero di Sim iscritte all'albo nel 2001 e quelle iscritte l'anno precedente) pari al 23 per cento, sostanzialmente analogo a quello del 2000 (Tav. aVI.5).

Nell'ultimo biennio si è assistito a una crescita del numero medio di servizi autorizzato per soggetto, passato da 2,3 a 2,7 per cento (Tav. aVI.6). Anche per le banche il numero medio di servizi autorizzati è leggermente aumentato negli ultimi 2 anni (da 4 a 4,1 per cento), a fronte di una riduzione del numero di soggetti (da 813 a 753).

La tendenza all'adozione di un modello tipicamente polifunzionale è confermata dall'esame delle motivazioni che sono alla base delle istanze di cancellazione dall'albo delle Sim (Tav. VI.5): 10 soggetti (su 23 cancellazioni complessive) hanno deciso di trasformarsi in banca, accedendo in tal modo alla più ampia gamma di servizi che tale intermediario può offrire alla clientela. Altri 3 casi riguardano operazioni di fusione per incorporazione in Sgr, a indicare la prosecuzione della tendenza, all'interno dei gruppi, verso l'adozione del modello organizzativo del "gestore unico" prevista dal Tuf.

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.

SIM: CANCELLAZIONI DALL'ALBO¹

MOTIVAZIONI	1992-1997	1998	1999	2000	2001
CRISI DELL'INTERMEDIARIO ²	37	2	1	1	1
FUSIONI E SCISSIONI	29	7	9 ³	3	3
LIQUIDAZIONE VOLONTARIA	49	11	4	9	2
VARIAZIONE DELL'ATTIVITÀ	51	5	--	2	4
TRASFORMAZIONE IN BANCA	5	4	--	3	10 ⁴
TRASFORMAZIONE IN SGR	—	--	4	7	3 ⁵
TRASFORMAZIONE DA FIDUCIARIA A SIM	2	--	2	1	--
NON OPERATIVA ⁶	38	—	—	—	—
MANCATO ESERCIZIO SERVIZI AUTORIZZATI	--	1	--	1	--
<i>TOTALE</i>	<i>211</i>	<i>30</i>	<i>20</i>	<i>27</i>	<i>23</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 dell'economia, i provvedimenti Consob, i fallimenti e le liquidazioni coatte amministrative. ³ È inclusa una Sim che ha ceduto il ramo d'azienda a una società del gruppo. ⁴ In 3 casi si tratta di operazioni di fusione per incorporazione in banche. ⁵ Si tratta di 3 operazioni di fusione per incorporazione in Sgr. ⁶ Al momento dell'entrata in vigore del d.lgs. 415/1996 (art. 60).

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. Esso ha riguardato una Sim nel corso del 2001, e complessivamente 14 casi di insolvenza, di cui 9 Sim e 5 agenti di cambio (Tav. VI.6). Tale gestione si affianca alla cosiddetta gestione speciale, alla cui copertura concorre il Ministero dell'economia, disciplinata dal regime anteriore al Tuf (Tav. aVI.7); essa riguarda 25 insolvenze con stato passivo depositato anteriormente al 1 febbraio 1998.

INTERVENTI DEL FONDO NAZIONALE DI GARANZIA
(SITUAZIONE AL 31 DICEMBRE 2001)

		SIM	AGENTI DI CAMBIO	TOTALE
INSOLVENZE ¹	1997	4	1	5
	1998	2	3	5
	1999	1	1	2
	2000	1	--	1
	2001	1	--	1
	<i>TOTALE INSOLVENZE</i>	9	5	14
	<i>DI CUI CON AVVENUTO DEPOSITO DELLO STATO PASSIVO</i>	9	5	14
NUMERO CREDITORI AMMESSI		915	630	1.545
IMPORTO CREDITI AMMESSI ²		21.028	20.169	41.196
<i>INTERVENTI DEL FONDO³</i>		<i>4.162</i>	<i>8.074</i>	<i>12.335</i>

Fonte: Elaborazioni Consob su dati del Fondo nazionale di garanzia. ¹ Il cui stato passivo sia stato depositato a far tempo dal 1° febbraio 1998. ² Valori in migliaia di euro, al netto dei riparti parziali effettuati dagli organi delle procedure concorsuali. ³ Interventi correlati ai crediti iscritti, di cui circa 131 migliaia di euro accantonati a fronte di crediti oggetto di giudizi di opposizione in corso. Valori in migliaia di euro.

L'attività di vigilanza

Nel corso del 2001 la Commissione ha deliberato 8 verifiche ispettive (3 nei confronti di Sgr, 3 di agenti di cambio e 2 di banche). Gli accertamenti iniziati nell'anno sono stati 9, dei quali 2 presso Sim che svolgono prevalentemente l'attività di offerta fuori sede mediante estese reti di promotori finanziari (Tav. aVI.8).

Nella maggior parte delle verifiche ispettive, il campo d'indagine è stato focalizzato sull'assetto organizzativo-procedurale, oppure su specifici servizi di investimento. Le restanti verifiche hanno presentato un più ampio ambito di indagine, volto ad accertare il livello di conformità alla normativa di riferimento da parte dell'intermediario.

Nel 2001 sono stati conclusi 13 procedimenti ispettivi, dei quali 5 relativi a Sgr, 4 a Sim, 3 ad agenti di cambio e uno relativo a una banca.

Gli accertamenti nei confronti di Sgr, pur avendo generalmente un campo di indagine mirato, presentano un elevato livello di complessità per le considerevoli dimensioni dei soggetti ispezionati, la cui massa gestita è risultata in media pari a circa 20 miliardi di euro.

In parallelo all'attività ispettiva, nel corso del 2001 è stata effettuata un'indagine su 11 società di gestione del risparmio con un patrimonio di piccole dimensioni.

L'indagine, relativa al periodo 1999-2000, ha riguardato i flussi informativi tra i diversi settori dell'organizzazione aziendale, con particolare riferimento al processo di assunzione delle decisioni di investimento e le procedure adottate (anche di controllo interno), con l'obiettivo di valutarne l'idoneità alla prestazione efficiente dei servizi. Dall'attività di vigilanza condotta è emersa la necessità di un rafforzamento dei presidi organizzativi e procedurali, soprattutto con riguardo ai meccanismi decisionali e di controllo dell'attività di asset management.

Il fenomeno non è, tuttavia, limitato alle Sgr di piccole dimensioni. Gli esiti delle indagini ispettive avviate nel 2000 e portate a termine nel corso del 2001 hanno evidenziato carenze organizzative significative nei presidi preordinati al controllo dell'attività gestoria, anche in società con un rilevante patrimonio gestito. L'intera articolazione di tale attività, dalla fase di acquisizione delle informazioni per la definizione delle strategie di investimento a quella di concreta attuazione e registrazione delle operazioni e di controllo ex post delle stesse, è risultata pesantemente condizionata da una sostanziale destrutturazione del processo decisionale.

Gran parte delle società ispezionate ha, inoltre, manifestato significative carenze nella formalizzazione delle procedure interne: la mancata mappatura dei processi aziendali è stata sintomatica della presenza di un sistema complessivo di controlli operativi potenzialmente inefficace. In queste società l'individuazione di procedure interne è stata vissuta come il mero adempimento formale di un obbligo normativo, piuttosto che come uno strumento di governo dei flussi informativi sia interni alla società che esterni nei rapporti con i gestori.

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

La Commissione ha altresì intrapreso un'attività di monitoraggio dell'offerta di servizi finanziari via internet, in considerazione della sempre maggiore importanza che la rete sta assumendo come canale per il contatto con la clientela. Nell'ambito di tale attività - nei confronti della quale si riscontra una crescente attenzione anche in sede internazionale - sono stati oggetto di analisi 37 siti web.

Con riguardo alle verifiche ispettive che si sono concluse, 5 casi hanno avuto a oggetto la verifica dei comportamenti di intermediari che utilizzano la rete internet e le nuove tecnologie per la prestazione dei propri servizi (trading on line).

Come negli anni precedenti, si sono rivelate utili all'attività di vigilanza anche le informazioni provenienti dagli esposti inviati dagli investitori (Tav. VI.7). Nel corso del 2001 sono pervenuti alla Commissione 771 reclami nei confronti di banche, Sim e agenti di cambio, di cui l'84

per cento hanno riguardato soggetti bancari. In confronto all'anno precedente, il numero totale di esposti nei confronti di questi soggetti è più che raddoppiato. Inoltre, 46 esposti hanno riguardato Sgr, rispetto ai 34 relativi al 2000.

TAV. VI.7

ESPOSTI DEGLI INVESTITORI

OGGETTO DELL'ESPOSTO	BANCHE		SIM ¹ E AGENTI DI CAMBIO		SGR		TOTALE	
	2000	2001	2000	2001	2000	2001	2000	2001
NEGOZIAZIONE E RACCOLTA ORDINI								
INFORMATIVA PREVENTIVA SU STRUMENTI FINANZIARI	45	37	1	1	—	—	46	38
ONERI COMMISSIONALI	2	1	3	--	—	—	5	1
OPERAZIONI NON ADEGUATE SENZA PREVENTIVA CONFERMA DEL CLIENTE	21	52	5	13	—	—	26	65
ESECUZIONE ORDINI	72	94	21	15	—	—	93	109
ALTRO	41	22	27	7	—	—	68	29
GESTIONE DI PATRIMONI								
INFORMATIVA PREVENTIVA SU CARATTERISTICHE GESTIONE	7	15	2	2	8	10	17	27
RISPETTO DEL CONTRATTO/ REGOLAMENTO DI GESTIONE	20	80	15	45	22	27	57	152
RENDIMENTI INSODDISFACENTI	4	10	3	1	4	8	11	19
ALTRO ²	14	236	13	1	--	1	27	238
COLLOCAMENTO E OFFERTA FUORI SEDE								
ASSEGNAZIONE LOTTO PRENOTATO O ORDINATO	6	1	1	--	—	—	7	1
RAPPRESENTAZIONE CARATTERISTICHE PRODOTTI/SERVIZI	22	43	--	4	—	—	22	47
ESECUZIONE DISPOSIZIONI	2	28	2	10	—	—	4	38
IPOTESI DI ATTIVITÀ ABUSIVA	1	10	--	15	—	—	1	25
ALTRO	6	21	7	7	—	—	13	28
<i>TOTALE</i>	<i>263</i>	<i>650</i>	<i>100</i>	<i>121</i>	<i>34</i>	<i>46</i>	<i>397</i>	<i>817</i>

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

Con riguardo ai servizi di negoziazione e raccolta ordini e di collocamento, il 61 per cento dei reclami (58 per cento nel 2000) ha riguardato l'informativa preventiva e l'esecuzione di ordini. Relativamente al servizio di gestione di patrimoni, il numero di reclami è quasi quadruplicato rispetto all'anno precedente e, allo stesso tempo, è aumentato in modo rilevante il numero degli esposti relativi all'esecuzione del mandato gestorio da parte degli intermediari e al rispetto del regolamento di gestione. Si rileva, infine, con riferimento agli esposti concernenti il servizio di negoziazione tramite Internet, un incremento delle problematiche relative all'esecuzione degli ordini, con un'incidenza dell'81 per cento rispetto al 59 per cento dell'anno precedente.

Nel corso del 2001 il numero degli iscritti all'albo dei promotori finanziari è cresciuto ulteriormente. A fine anno risultavano infatti iscritti 59.610 promotori finanziari, con una crescita di quasi 10.000 unità rispetto all'anno precedente, la più elevata dal 1995 (Tav. aVI.9).

L'attività di vigilanza sui promotori ha tratto origine sia da segnalazioni provenienti da investitori (71) e da intermediari (118), sia da irregolarità emerse nell'ambito di 3 verifiche ispettive effettuate presso gli intermediari.

I provvedimenti sanzionatori e cautelari

Nel corso del 2001 la Commissione ha concluso 11 procedimenti sanzionatori ai sensi degli artt. 190 e 195 d.lgs. 58/1998, nei confronti di esponenti aziendali di intermediari del mercato mobiliare, per violazioni della disciplina di settore. In dettaglio, sono state formulate proposte di applicazione di sanzioni amministrative pecuniarie nei confronti dei soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo e dei dipendenti di 7 Sim e 4 banche, per un totale di 83 soggetti e per un importo complessivo di oltre 1,1 milioni di euro (Tav. VI.8). Nei confronti di 2 di questi intermediari sono state proposte sanzioni pecuniarie per fatti accertati durante la vigenza della legge 1/1991, per un importo complessivo di circa 115 mila euro.

L'Istituto ha concluso la riformulazione al Ministero dell'economia 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 4 intermediari (di cui 3 Sim e una banca) secondo la procedura disciplinata nel Tuf e con applicazione, sul piano sostanziale, del principio del favor rei, per un importo complessivo delle sanzioni amministrative pecuniarie pari a 144 mila euro.

La Commissione ha inoltre proposto al Ministero dell'economia sanzioni pecuniarie a carico di un agente di cambio per un importo complessivo di 39 mila euro. In esito ad accertamenti di vigilanza, sono stati adottati dal Presidente della Consob provvedimenti cautelari di sospensione nei confronti di 3 agenti di cambio, con contestuale nomina di commissari straordinari, ai sensi dell'art. 201, comma 14 del Tuf. Per un agente di cambio è stata proposta al Ministero dell'economia la cancellazione dall'albo (Tav. aVI.10).

TAV. VI.8

**SANZIONI AMMINISTRATIVE PECUNIARIE PROPOSTE
NEI CONFRONTI DI ESPONENTI AZIENDALI DI INTERMEDIARI
(2001)**

	SIM		BANCHE	
	NUMERO	IMPORTI ¹	NUMERO	IMPORTI ¹
AMMINISTRATORI	28	608	18	199
SINDACI	16	169	4	19
DIRETTORI GENERALI	2	53	1	20
RESPONSABILI DEL CONTROLLO INTERNO	5	27	2	6
ALTRI	1	2	6	8
<i>TOTALE</i>	<i>52</i>	<i>860</i>	<i>31</i>	<i>252</i>

¹ Valori in migliaia di euro.

Per quanto concerne le segnalazioni di ipotesi di reato concernenti l'intermediazione mobiliare (Tav. VI.9), nel corso del 2001 sono stati trasmessi all'Autorità giudiziaria 11 rapporti relativi a ipotesi di abusivo esercizio di servizi di investimento, 6 dei quali sono stati commessi attraverso mezzi di comunicazione a distanza (rete internet). E' stato inoltre trasmesso all'Autorità giudiziaria, in seguito ad accertamenti di vigilanza svolti nei confronti di agenti di cambio, un rapporto relativo alla configurabilità del reato contravvenzionale di "confusione di patrimoni", previsto all'art. 168 del Tuf.

TAV. VI.9

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

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

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

La Commissione ha altresì adottato 128 provvedimenti sanzionatori e 50 provvedimenti di sospensione cautelare dall'esercizio dell'attività nei confronti di promotori finanziari. Inoltre, 108 procedimenti si sono conclusi con l'archiviazione. Infine, sono state trasmesse, all'Autorità giudiziaria, 72 segnalazioni relative a ipotesi di reato connesse allo svolgimento dell'attività di promotore (Tav. VI.10).

Si registra una tendenza, già peraltro riscontrata nel corso del 2000, alla contrazione dei provvedimenti sanzionatori più gravi (le radiazioni sono diminuite di oltre il 26 per cento, passando da 49 a 36 nel 2001), mentre invece risultano sensibilmente aumentate le sospensioni cautelari (da 39 del 2000 a 50 del 2001) e i richiami (da 21 del 2000 a 29 del 2001). Anche nel corso del 2001 la diminuzione dei provvedimenti sanzionatori più gravi sembrerebbe indicativa di una maggiore incidenza degli strumenti di controllo predisposti dagli intermediari, dalle loro associazioni di categoria e da quelle dei promotori finanziari e di una più efficace diffusione delle informazioni circa l'applicazione delle sanzioni adottate dalla Commissione nei confronti dei promotori. L'incremento dei richiami corrisponde invece ad un maggior numero di segnalazioni relative a irregolarità di lieve entità e al conseguente accertamento delle stesse da parte della Commissione.

TAV. VI.10

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

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

L'attività regolamentare e interpretativa

Nel corso del 2001 è stata effettuata in due fasi (nei mesi di aprile e ottobre) la procedura di consultazione delle associazioni di categoria degli intermediari mobiliari e dei consumatori sul documento predisposto dal Cesr (*Committee of European Securities Regulators*) sugli “*Standards and rules for harmonizing core conduct business rules for investor protection*”. Il documento rappresenta un corpo di principi e regole a tutela degli investitori nei rapporti con gli intermediari che si prefigge di armonizzare tale materia a livello comunitario.

Per quanto attiene all'attività interpretativa della disciplina vigente, nell'anno 2001, la Commissione ha dato risposta a 21 quesiti concernenti la disciplina degli intermediari mobiliari.

Nel rispondere a specifici quesiti formulati da Associazioni di categoria o da singoli intermediari, la Commissione si è pronunciata su alcuni temi afferenti la disciplina del servizio di collocamento.

E' stato innanzitutto precisato che un intermediario autorizzato alla prestazione del servizio nelle modalità sia “con” sia “senza preventiva sottoscrizione, acquisto a fermo o assunzione di garanzia”, può svolgere il servizio anche in una sola delle citate modalità senza che ciò incida sull'autorizzazione ottenuta sotto il profilo della possibile decadenza della stessa.

Inoltre, è stata riconosciuta la compatibilità con la disciplina vigente della prassi operativa della cosiddetta integrazione verticale del collocamento, secondo cui l'incarico di collocamento è conferito all'intermediario non direttamente dal soggetto, normalmente l'emittente, che sollecita i risparmiatori all'investimento, ma da altro “collocatore”, definito “collocatore primario”. Condizione per la realizzabilità dello schema delineato è rinvenuta peraltro nella necessità che il “collocatore secondario” sia espressamente contemplato nel prospetto informativo fra i “soggetti che partecipano all'operazione”.

La Commissione ha altresì fornito alcuni chiarimenti su specifiche modalità operative in relazione all'adesione, via internet, a offerte pubbliche finalizzate alla quotazione. E' stata prospettata, con apposito quesito, la possibilità per l'intermediario collocatore o raccoglitore di ordini di ricevere le disposizioni di investimento da parte dei risparmiatori, con relativo addebito su conto corrente acceso dal cliente presso la propria banca di fiducia (procedura RID). Nell'ipotesi avanzata, l'intermediario tratterrebbe, a titolo di garanzia, i titoli assegnati al cliente, riservandosi il diritto, attraverso un apposito mandato a vendere conferitogli dall'investitore, di negoziare i titoli medesimi, in caso di mancato buon fine dell'addebito in conto corrente. Al riguardo è stato chiarito, innanzitutto, che le modalità segnalate configurano un finanziamento (sia pure limitato temporalmente) concesso dall'intermediario all'investitore e, in secondo luogo, che il mandato irrevocabile a vendere i titoli assegnati è in grado di produrre solo effetti obbligatori tra le parti, ma non un vincolo di indisponibilità efficace erga omnes. Inoltre è stata richiamata la necessità che le garanzie richieste dagli intermediari siano effettivamente “congrue” rispetto all'ammontare del finanziamento concesso agli investitori, precisandosi la necessità che le stesse non si limitino ai soli strumenti finanziari acquistati con il finanziamento concesso, ma prevedano opportuni “scarti” di garanzia.

A fronte di altro quesito, la Commissione ha chiarito (comunicazione DIN/1047275 del 13 giugno 2001) che non contrasta con la disciplina vigente in materia di intermediari, l'apertura da parte di un soggetto privato (non intermediario né soggetto a questo collegato) di un “centro servizi e di assistenza al

trading on line” suddiviso in diverse “aree” (area di accoglienza, area consulenza sui mercati finanziari, area di consulenza tecnica e fiscale) dove verrebbero svolte determinate attività anche a supporto della prestazione di servizi di investimento. In particolare, si è ritenuta ammissibile la previsione di una “area trading on-line”, dove sono presenti, per i soli clienti abilitati, postazioni collegate a Internet per il trading on line. L’invio e la conseguente ricezione degli ordini tramite Internet, infatti, costituisce una modalità di prestazione del servizio di negoziazione ammessa, a nulla rilevando, date le peculiari caratteristiche dello strumento tecnico adoperato, l’effettiva localizzazione della postazione utilizzata per la trasmissione degli ordini.

Con riguardo agli Oicr, la Commissione dopo aver concentrato nel corso del 2000 la sua attività prevalentemente sul controllo degli standard redazionali in materia di informativa all’investitore, è intervenuta nell’aprile del 2001 sugli schemi di prospetto informativo, modificando il Regolamento emittenti. Già con l’introduzione del nuovo schema di prospetto informativo nel maggio 1999 la Commissione aveva profondamente innovato la qualità delle informazioni da rendere al pubblico. Con l’ulteriore intervento del 2001 si è inteso affinarne struttura e contenuto, al fine di assicurare all’investitore una maggiore consapevolezza.

Essenziale in questa logica è stata la sistematizzazione e razionalizzazione del contenuto del prospetto per aree logiche omogenee, intesa a garantire al contempo una maggiore semplicità espositiva nonché la piena comparabilità dei prodotti sotto i profili della politica di investimento e dei costi. La migliore evidenziazione delle “qualità” del prodotto attraverso il dettaglio delle informazioni da prospetto è stata posta in funzione tanto della definizione dei caratteri distintivi necessari per la decisione di acquisto (ex ante) quanto della valutazione dell’impegno del gestore (ex post).

Più profonda è stata la modifica che ha interessato lo schema di prospetto informativo dei fondi pensione aperti, che è stato reso perfettamente omogeneo nella struttura a quello dei fondi comuni d’investimento.

La nuova versione del Regolamento emittenti ha introdotto, inoltre, una profonda novità nella disciplina degli annunci pubblicitari, realizzando il passaggio da un sistema di vigilanza preventivo a uno di tipo successivo.

Ciò consente agli intermediari interessati di diffondere gli annunci pubblicitari concernenti quote o azioni di Oicr già a partire dal giorno successivo rispetto alla loro trasmissione in Consob senza più attendere i 10 giorni precedentemente previsti. Tale modifica regolamentare ha reso necessaria l’elaborazione e la definizione di chiari criteri operativi di redazione. Allo scopo, è stata emanata una comunicazione con la quale si è predisposto un dettagliato standard redazionale, con il duplice intento di assicurare la piena comparabilità delle informazioni contenute nei messaggi pubblicitari, in forza dell’applicazione di criteri oggettivamente definiti ex ante e resi noti al mercato, e di prevenire i comportamenti scorretti degli intermediari. In questo intento, particolare enfasi è stata attribuita ai criteri di esposizione delle performance dei fondi, valutati alla luce delle esperienze internazionali in tema di advertising.

In materia di fondi di fondi, anche in seguito a indagini promosse dalla Consob, la Commissione ha deliberato, al fine di dare piena trasparenza ai costi causati dalla presenza di

accordi di retrocessione, che le Sgr evidenzino nel prospetto informativo l'eventuale conclusione di tali accordi sia nella parte dedicata alla descrizione delle fonti di costo, sia nell'illustrazione delle fonti di conflitto di interessi. La parte di commissioni retrocesse dagli Oicr bersaglio viene, inoltre, presa in considerazione per il calcolo del *Total Expenses Ratio* (indice rappresentativo dell'insieme dei costi addebitati all'Oicr in rapporto al patrimonio medio) del fondo di fondi.

Con riguardo ai fondi pensione, l'attenzione della Commissione si è concentrata sul quadro normativo vigente che al momento non chiarisce pienamente le competenze delle Autorità di vigilanza in materia. Causa ne è l'esistenza di carenze normative ovvero di difetti di coordinamento tra il d.lgs. 124/1993 e il Tuf. Quale Autorità preposta al controllo del rispetto della disciplina di sollecitazione all'investimento e della correttezza dei comportamenti delle Sgr, la Consob sta valutando le possibili modalità di intervento che, attraverso lo scambio di informazioni con le altre Autorità di settore, possano accrescere l'efficacia della complessiva azione di vigilanza.

Nel corso del 2001 è stata autorizzata, mediante pubblicazione del relativo prospetto informativo, la prima offerta in Italia di quote di un *Exchange Traded Fund* (ETFs), di diritto irlandese.

Si tratta di Oicr di tipo aperto indicizzati, ovvero fondi passivi che replicano un portafoglio di riferimento, le cui quote (o azioni) possono essere negoziate nei mercati organizzati come un qualunque strumento finanziario. Tale duplice natura degli ETFs deriva dalla presenza di un mercato primario nel quale le quote/azioni vengono sottoscritte e rimborsate in forma di blocchi e di un mercato secondario presso il quale l'investitore (generalmente retail) può acquistare/vendere le quote/azioni del fondo senza alcun vincolo quantitativo e al prezzo di mercato.

Generalmente, la presenza sul mercato primario di market makers che effettuano operazioni di arbitraggio assicura che il prezzo degli ETFs sia prossimo al valore del portafoglio teorico di riferimento (Net Asset Value o NAV), ma non può garantire la perfetta corrispondenza. Parimenti, possono verificarsi dei disallineamenti tra il prezzo corrente delle azioni/quote degli ETFs e il NAV. Tali spread devono essere considerati un costo implicito ulteriore rispetto agli ordinari costi di transazione applicati dagli intermediari negoziatori e alle commissioni di gestione degli ETFs, normalmente più contenute rispetto a quelle dei fondi comuni d'investimento.

Gli ETFs, ampiamente noti sul mercato americano, si stanno diffondendo sulle principali borse europee presso le quali esistono segmenti dedicati alle transazioni di tali strumenti: si tratta di Next Track sul sistema Euronext di Parigi e di Amsterdam, del segmento XTF su Deutsche Borse AG, di Extramark sul London Stock Exchange e del segmento ETF su SWX Swiss Exchange.

Al fine di pervenire a una più precisa definizione dei compiti dell'Organismo per la tenuta dell'albo dei promotori di cui all'art. 31 del Tuf, la Commissione ha riformulato parzialmente gli artt. 79, 86 e 91 del Regolamento 11522/1998, prevedendo essenzialmente il potere per l'Organismo di procedere al diniego delle iscrizioni per difetto dei requisiti ed il diritto, per gli interessati, di chiedere alla Consob il riesame dei provvedimenti adottati dallo stesso. Si è altresì introdotta un'ipotesi di "silenzio assenso", secondo cui, se entro il termine di 45 giorni dal

ricevimento delle proposte d'iscrizione trasmesse dalle Commissioni territoriali all'Organismo, quest'ultimo non adotta alcun provvedimento, la proposta d'iscrizione si intende accolta. Giova ricordare che le predette modifiche entreranno in vigore, ai sensi dell'art. 99 del Regolamento 11522/1998, quando verrà disposta la data di inizio dell'operatività dell'Organismo e delle Commissioni territoriali.

Nell'ambito dell'attività interpretativa e di orientamento degli operatori, la Commissione ha fornito risposta a 145 quesiti in materia di promotori formulati da privati, enti, associazioni di categoria e Commissioni regionali, soffermandosi sia su questioni di portata e interesse generale sia su quesiti specifici concernenti prevalentemente le iscrizioni di diritto all'albo e riguardanti il possesso dei requisiti di professionalità e di onorabilità da parte degli aspiranti promotori.

Quanto alle forme organizzative attraverso le quali il promotore può svolgere la sua attività, la Commissione - muovendo dal presupposto che al promotore finanziario deve essere consentita nei limiti della compatibilità con il suo statuto normativo e organizzativo la più ampia libertà nella scelta delle forme organizzative per l'esercizio della sua attività - ha affermato che il promotore può esercitare la propria attività secondo lo schema dell'impresa familiare di cui all'art. 230 bis c.c., a condizione che i familiari che prestano la loro attività nell'impresa siano adibiti esclusivamente ad attività meramente strumentali rispetto a quelle tipiche del promotore e oggetto dell'impresa. La Commissione ha invece negato - coerentemente con il vigente assetto normativo e con il suo precedente orientamento - che l'attività del promotore possa essere esercitata in forma societaria, pronunziandosi invece in senso favorevole all'utilizzabilità, per l'esercizio dell'attività di promotore, dello schema dell'associazione in partecipazione (art. 2549 c.c.), nell'ipotesi in cui il promotore assuma la qualità di associante.

Sotto altro profilo, la Commissione ha ribadito che la consulenza è attività libera, il cui svolgimento è disciplinato dalle norme di diritto comune, laddove non sia prestata da e per conto di intermediari abilitati, ipotesi in cui, trattandosi di servizio accessorio, trovano applicazione le disposizioni del Tuf e dei regolamenti attuativi che disciplinano la prestazione di servizi d'investimento e di servizi accessori. Si è altresì sottolineato che l'attività suscettibile di costituire oggetto di un rapporto di consulenza, conservando rilievo autonomo rispetto alla promozione e al collocamento, è non solo quella che si risolve nell'indicazione di specifiche scelte d'investimento, ma anche quella che si concretizza in una pianificazione generale e sistematica del portafoglio del cliente.

Vari sono stati anche gli interventi della Commissione sul tema delle attività compatibili con quella di promotore finanziario; al riguardo, può ad esempio segnalarsi la decisione della Commissione nella quale si è affermata la compatibilità dell'attività del promotore finanziario con quella del mediatore creditizio, a condizione che lo svolgimento dell'attività di mediatore creditizio da parte del promotore sia oggetto di apposita comunicazione all'intermediario presso il quale il promotore opera e che l'intermediario presso il quale il promotore opera non svolga attività di concessione di finanziamenti o di distribuzione di prodotti finanziari di erogazione.

VII. L'ATTIVITÀ IN SEDE GIURISDIZIONALE

Il contenzioso sui provvedimenti in materia di vigilanza

Nel corso del 2001 (Tav. VII.1), sono state presentate 76 impugnazioni avverso provvedimenti adottati o proposti dalla Consob in materia di vigilanza, di cui 36 avanti al giudice amministrativo (Tav. aVII.1) e 40 avanti al giudice ordinario (Tav. aVII.2). Nel corso del 2000 i ricorsi presentati erano stati, rispettivamente, 43 e 27.

TAV. VII.1

RICORSI CONTRO ATTI PROPOSTI O ADOTTATI DALL'ISTITUTO¹ (ESITI AL 31 DICEMBRE 2001)

	GIUDICE AMMINISTRATIVO ²			GIUDICE ORDINARIO ³		
	1999 ⁴	2000 ⁴	2001	1999 ⁴	2000 ⁴	2001
ACCOLTI	3	3	2	30	9	3
RESPINTI	6	6	2	14	15	13
IN CORSO	42	34	32	1	3	24
DI CUI ⁵ :						
- ACCOLTA SOSPENSIVA	12	6	4	--	2	1
- RESPINTA SOSPENSIVA	16	15	11	--	--	--
<i>TOTALE RICORSI</i>	<i>51</i>	<i>43</i>	<i>36</i>	<i>45</i>	<i>27</i>	<i>40</i>

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 Nel di cui sono compresi i soli ricorsi per i quali è stata presentata l'istanza di sospensiva.

Tra le decisioni degne di nota, vanno menzionate le sentenze nn. 7143, 8257, 8342, 8343, 8657 e 11347 del 2001, nelle quali la Corte di Cassazione è intervenuta sul tema del computo del termine di cui all'art. 14, comma 2, della legge 24 novembre 1981, n. 689, ai sensi del quale la contestazione degli estremi di violazioni rilevanti ai fini dell'applicazione di sanzioni amministrative pecuniarie deve avvenire entro 90 giorni dall'accertamento; norma, questa, oggetto di non uniforme applicazione da parte delle diverse Corti d'Appello adite ai sensi dell'art. 195 del decreto legislativo del 24 febbraio 1998, n. 58.

Con le menzionate decisioni, la Cassazione ha chiarito che il termine di 90 giorni *ex art. 14*, comma 2, della legge 689/1981 inizia a decorrere quando la Commissione, in composizione collegiale, abbia a disposizione i risultati dell'indagine svolta dai propri organi ispettivi e sia investita della decisione sugli illeciti configurabili nei fatti acclarati.

La Corte di Cassazione ha precisato che il termine di cui all'art. 14 della legge 689/1981 è un termine previsto per la contestazione e non per l'accertamento delle violazioni, e che quest'ultimo non è soggetto a limiti temporali predefiniti. Nel computo di quest'ultimo termine si deve, infatti, «tenere conto, da un lato, della (...) anteriore fase delle indagini, che non consente l'accertamento fino a quando le indagini stesse non siano ultimate e si rendano necessari od opportuni ulteriori riscontri, e, d'altro canto, dello spatium deliberandi, che la natura e la consistenza della singola infrazione richiedano nel caso concreto per un corretto apprezzamento dell'idoneità delle circostanze acclarate a giustificare l'atto accertativo». Inoltre, la Corte ha anche affermato che «L'attitudine della contestazione del fatto a integrare accertamento, e quindi a segnare l'inizio del termine per la contestazione (...) presuppone però che la contestazione e l'accertamento medesimi rientrino nelle attribuzioni dello stesso soggetto. Se le relative competenze siano separate, perché la persona o l'ente incaricati di raccogliere gli elementi di fatto al riguardo influenti, l'atto accertativo non è configurabile fino a quando gli uni non recepiscano i risultati dell'indagine svolta dagli altri».

Sulla base di tali premesse, la Corte ha concluso affermando che «Esclusivamente quando la Consob-collegio sia investita del risultato delle indagini ispettive, e sia chiamata a decidere sulla ravvisabilità di illeciti amministrativi da contestare, vengono a concorrere i presupposti per definire la constatazione come accertamento dell'infrazione, con il connesso inizio del decorso del termine entro cui all'accertamento stesso deve far seguito la contestazione».

In materia di revisione contabile si segnala una pronuncia del Tar del Lazio (n. 7798 del 2001), che ha respinto il ricorso presentato da una società di revisione e da un suo socio avverso il provvedimento con il quale era stato intimato alla società di revisione di non avvalersi, nell'attività di revisione, per un periodo di 24 mesi dello stesso socio. La sentenza fornisce indicazioni utili a orientarsi la futura attività di vigilanza dell'Istituto sulle società di revisione.

In primo luogo, si segnala la posizione del Tar secondo cui l'interruzione del rapporto tra il revisore e la società di revisione interessata e la circostanza che quest'ultima abbia trasferito, a seguito di una scissione, la struttura che svolgeva l'attività di revisione a una nuova società iscritta all'albo speciale, non fanno venire meno i presupposti e le ragioni per le quali l'ordinamento prevede l'adozione della misura organizzativa e sanzionatoria in questione. L'interruzione così connotata, altresì, non preclude alla Consob la possibilità di accertare le eventuali irregolarità commesse nell'opera di revisione e adottare detta misura nei confronti sia del revisore a cui le irregolarità sono attribuibili che della società di revisione continuatrice cui attualmente risulta conferito l'esercizio dell'attività di revisione precedentemente svolto dalla società che ha dato luogo alla menzionata scissione.

Altra affermazione di portata generale è stata operata dalla sentenza in esame con riguardo all'inapplicabilità del termine di 90 giorni per le contestazioni - previsto dall'art. 14 della legge 689/1981 - al procedimento volto all'irrogazione delle sanzioni a carico delle società di revisione, in quanto è stato chiarito che il termine deve riferirsi esclusivamente all'ipotesi di sanzioni amministrative pecuniarie.

Infine, in risposta ai ricorrenti, i quali argomentavano l'impossibilità di assimilare i principi di revisione raccomandati dalla Consob, o da essa emanati attraverso una Comunicazione, alle regole di carattere vincolante nei confronti dell'attività svolta dal revisore, con la conseguente impossibilità di irrogare una sanzione motivata dall'inosservanza dei medesimi, il Tribunale ha operato un'ulteriore, importante puntualizzazione. È stato chiarito infatti che, nell'eseguire le funzioni demandate loro dalla legge, la società di revisione e il revisore «in linea con il dovere di correttezza dell'adempimento della prestazione (art. 1176 c.c.) (Corte d'Appello di Milano 7.7.98; Tribunale di Torino 18.9.93) e in linea con la Direttiva Comunitaria (art. 23 dir. 84/253 CEE) (Consiglio di Stato VI 28.4.98 n. 570), sono tenuti - sia nei confronti della società che ha conferito l'incarico sia nei confronti dei terzi danneggiati e sia in generale nei confronti del mercato su cui vigila la Consob - all'osservanza della diligenza professionale, cioè all'applicazione delle "regole dell'arte" della professione, così come desumibili dalla prassi professionale o dalle stesse associazioni di categoria e che costituiscono un parametro della diligenza (...). Il metro di diligenza a cui commisurare la correttezza dell'operato della società di revisione e del revisore va, quindi ricondotto in linea di massima ai principi di revisione del Consiglio nazionale dei dottori commercialisti e dei ragionieri, ed è questo il senso della disposizione contenuta nell'art. 10 del d.p.r. 136/1975 (ora sostanzialmente riprodotta nell'art. 162 del Tuf) in base alla quale la Consob può "raccomandare" l'adozione di principi e criteri per il controllo contabile, richiedendo preventivamente il parere del Consiglio nazionale dei dottori commercialisti e ragionieri».

Il Tar del Lazio, in occasione di un ricorso presentato da una società di revisione avverso un provvedimento della Consob di diniego di accesso agli atti, ha precisato che il diritto alla difesa, riconosciuto dalla Corte Costituzionale nella sentenza n. 460 del 2000 come valore prevalente sul segreto d'ufficio, può essere fatto valere nei confronti della Commissione quando essa sia titolare di un potere disciplinare nei riguardi del soggetto richiedente e non comprende l'eventuale esigenza di difesa, ad esempio in un giudizio civile, contro terzi. La sentenza in oggetto è stata impugnata dalla società di revisione e il giudizio di appello è attualmente in corso.

Nel corso del 2000 la Consob aveva 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 di due società quotate.

I giudizi relativi a queste 2 segnalazioni si sono entrambi conclusi nel corso del 2001: in pendenza dei relativi procedimenti, infatti, i colleghi "denunciati" hanno rassegnato le dimissioni dall'incarico e sono stati sostituiti da sindaci di nuova nomina. Di ciò il Tribunale ha preso atto e ha definito in entrambi i casi il giudizio dichiarando il "non luogo a provvedere".

Nel corso dell'anno 2001 è cresciuto il numero dei ricorsi, innanzi alle Corti d'Appello competenti per territorio, avverso sanzioni amministrative pecuniarie irrogate dal Ministero dell'economia e delle finanze su proposta della Consob per violazioni della disciplina sugli emittenti dettata dal Tuf. I 7 ricorsi presentati sono tuttora pendenti all'infuori di uno, concernente una sollecitazione abusiva posta in essere da un intermediario, in relazione al quale è intervenuta una pronuncia di rigetto dell'opposizione.

La verifica in sede giurisdizionale dell'attività dell'Istituto

Così come avviene dal 1999, in alcuni dei giudizi nei quali è coinvolta, la Consob viene patrocinata direttamente dai legali dell'Istituto (Tav. aVII.3).

Nel corso del 2001 sono stati instaurati 5 nuovi giudizi civili in cui la Consob è stata convenuta in giudizio per il risarcimento dei danni; i relativi procedimenti sono tuttora in corso (Tav. aVII.4).

Un'azione è stata intrapresa da una società - ora in liquidazione - per asserito omesso e/o carente controllo della Commissione su un prospetto informativo concernente un'operazione di sollecitazione del pubblico risparmio. In particolare, l'attrice lamenta la perdita dell'investimento effettuato cui sarebbe stata indotta dalle informazioni incoraggianti, contenute in tale prospetto, relative alla situazione patrimoniale e alle prospettive future dell'emittente del quale si è poi verificato il dissesto.

Un'associazione di risparmiatori ha proposto un giudizio volto a ottenere il risarcimento dei danni derivanti dall'asserito omesso e/o carente controllo dell'Istituto in sede di verifica delle informazioni contenute in un prospetto informativo, pubblicato da una società in occasione della quotazione e della contestuale offerta pubblica di sottoscrizione dei propri titoli i cui corsi, successivamente all'operazione di sollecitazione, hanno registrato una considerevole flessione.

Un gruppo di risparmiatori ha intentato un'azione risarcitoria per presunto omesso controllo su un gruppo di società, poi dichiarate fallite, in relazione a operazioni di sollecitazione del pubblico risparmio per le quali non era stato depositato, presso la Consob, il relativo prospetto informativo.

Si tratta dell'unico contenzioso proposto nel 2001 innanzi al Tar, in applicazione degli artt. 33 e 35 del d.lgs. 80/1998, così come modificati dall'art. 7 della legge 21 luglio 2000, n. 205. In proposito la Consob ha deliberato di presentare ricorso per regolamento preventivo di giurisdizione innanzi alla Corte di Cassazione, confermando così - anche dopo le novità introdotte in materia di riparto di giurisdizione tra giudice amministrativo e giudice ordinario - la scelta già operata in passato per analoghi giudizi risarcitori proposti innanzi al Tar.

Una domanda di risarcimento è stata formulata, tra gli altri, nei confronti della Consob da una Sim in liquidazione, già commissionaria di borsa e dai soci della stessa. In particolare, la pretesa risarcitoria si basa sull'asserito illegittimo comportamento tenuto dalla Consob nei confronti della società attrice e di altre società di intermediazione appartenenti allo stesso gruppo, che sarebbero state oggetto di attività di vigilanza ritenuta vessatoria.

Un ex promotore finanziario, a 2 anni di distanza dalla sua cancellazione dall'albo per omesso pagamento del contributo di vigilanza - scaduti, pertanto, i termini di legge per l'impugnazione di tale atto - si è rivolto al Tribunale Civile per essere risarcito del danno derivante dalla impossibilità di svolgere l'attività di promotore, a seguito della asserita indebita cancellazione dal relativo albo.

Nel corso del 2001 la Consob è stata altresì citata quale responsabile civile, ai sensi dell'art. 83 c.p.p., nell'ambito di 2 procedimenti penali.

Un procedimento - definitosi, nei primi giorni del 2002, per intervenuta prescrizione dei reati contestati - era pendente nei confronti di taluni soggetti, fra i quali anche alcuni ex esponenti della Commissione, imputati per abuso d'ufficio per aver omesso di controllare un intermediario dichiarato fallito.

La citazione dell'Istituto in qualità di responsabile civile è avvenuta su richiesta delle parti civili (tutte rappresentate da ex-clienti dell'intermediario in questione) sulla base del rapporto di immedesimazione organica di cui all'art. 28 della Costituzione. Peraltro, tra le parti civili costituite in tale procedimento penale, si è rilevata la presenza di alcuni risparmiatori che, in ordine alla medesima vicenda, avevano già convenuto la Consob innanzi al Tribunale Civile nel 2000. Tale circostanza è stata eccepita innanzi al giudice civile dalla difesa della Commissione, rilevando l'estinzione del medesimo giudizio. Pertanto, in adesione al consolidato orientamento giurisprudenziale cui la difesa della Consob aveva fatto riferimento, il Tribunale Civile, agli inizi del 2002, ha dichiarato l'estinzione del giudizio, atteso che «l'esercizio dell'azione civile in sede penale comporta, ai sensi dell'art. 75, comma 1, c.p.p., la rinuncia agli atti del giudizio civile con effetto immediato e definitivo».

La Consob è stata altresì citata come responsabile civile in un altro procedimento penale avviato nei confronti di 2 soggetti, imputati di taluni reati commessi in qualità di esponenti aziendali di una Sim successivamente dichiarata fallita.

In tale contesto, le parti civili costituite (ex clienti della Sim in questione) sostengono che la responsabilità dei danni alle stesse cagionati dall'operato dei due imputati sia da attribuire solidalmente anche all'Organo di vigilanza, per asserito omesso controllo sulla Sim.

Particolare rilievo assume la circostanza che, nel medesimo procedimento penale, la Commissione ha ritenuto per la prima volta di costituirsi parte civile, sottolineando il ruolo di danneggiato dello stesso Organo di vigilanza, le cui funzioni tutorie sono state dolosamente ostacolate e compromesse dal comportamento contestato agli imputati, in violazione dell'art. 171 del Tuf.

Sempre nel corso del 2001, la Consob si è costituita parte civile in un altro procedimento penale, avviato su sua segnalazione, nei confronti di taluni esponenti aziendali di una società quotata, imputati di false comunicazioni sociali e aggio-taggio.

In tale modo, la Commissione - già intervenuta quale persona offesa ed ente rappresentativo degli interessi lesi dal reato - ha inteso sottolineare la propria posizione di "soggetto danneggiato". Si è rilevato, infatti, che da un lato le falsità contenute nelle comunicazioni sociali hanno ostacolato l'Istituto nell'esercizio delle proprie funzioni di controllo; dall'altro, che le condotte di manipolazione contestate agli imputati hanno inciso sul regolare andamento del mercato finanziario, alla cui tutela la Consob è istituzionalmente preposta.

Nel corso del 2001 sono stati proposti, per la prima volta, 5 ricorsi avverso cartelle esattoriali di pagamento, emesse per la riscossione coattiva di contributi di vigilanza dovuti alla Consob in virtù della normativa sull'autofinanziamento, emanata in attuazione dell'art. 40 della legge 724/1994. Di tali ricorsi, 4 sono stati presentati ad Autorità Giudiziarie diverse dal Tribunale

Ordinario, competente per materia ai sensi dell'art. 9 c.p.c.. La Consob si è comunque costituita in giudizio al fine di contrastare anche nel merito le eccezioni formulate dai ricorrenti.

Allo stato, 3 dei citati contenziosi sono tuttora pendenti; negli altri 2 casi, l'Autorità adita ha dichiarato l'estinzione del processo per rinuncia agli atti dei ricorrenti che hanno inoltre provveduto al versamento delle somme dovute. Si precisa, da ultimo, con riguardo al contenzioso in argomento, che la difesa dell'Istituto è stata affidata, in 3 casi, a legali interni.

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

La Consob, nei procedimenti penali per ipotesi di *insider trading* e aggio, esercita, ai sensi dell'art. 187 del Tuf, i diritti e le facoltà attribuiti dal codice di procedura penale agli enti e alle associazioni rappresentativi di interessi lesi dal reato.

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

Nel corso del 2001 la Consob è intervenuta in 5 procedimenti penali; di questi 2 sono stati avviati per *insider trading* e i restanti 3 per altrettante ipotesi di aggio su strumenti finanziari. Tra questi ultimi meritano segnalazione 2 procedimenti conclusi nel corso del 2001 con sentenze di patteggiamento (Tav. VII.2).

Il primo trae origine da una segnalazione ex art. 186 del Tuf, inviata nel 1999 alla Procura della Repubblica di Milano, in merito a un'anomala operatività riscontrata su un titolo quotato in alcune giornate borsistiche del 1997 e posta in essere da un dipendente di una Sim.

Si tratta, in particolare, di un caso di trade-based manipulation realizzato attraverso una serie di operazioni combinate: acquisto sul mercato delle spezzature di azioni emesse da una banca, il cui prezzo veniva determinato da quello di apertura del mercato telematico; immissione sul mercato telematico, pochi secondi prima della fase di apertura, di un massiccio ordine di vendita di parte delle stesse azioni a un prezzo sensibilmente più basso di quello fatto registrare il giorno precedente e tale dunque da provocare un ribasso del prezzo di apertura dello stesso titolo; infine, vendita delle restanti azioni acquistate sul mercato delle spezzature nel corso della stessa seduta di borsa, quando il prezzo ritornava ai valori del giorno precedente.

La descritta modalità di esecuzione è stata ritenuta fraudolenta, essendo obiettivamente diretta e idonea a provocare un sensibile ribasso del prezzo e dunque integrante una fattispecie riconducibile al reato

di cui all'art. 5 della legge 157/1991 (ora art. 181 del Tuf). Con sentenza di patteggiamento n. 3222 del 7 marzo 2001 il Tribunale di Milano ha applicato all'imputato la pena di 16 milioni di lire di multa.

TAV. VII.2

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

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

¹ *Insider trading*: art. 2, legge 157/1991, ora art. 180 del Tuf; aggio: art. 5, legge 157/1991, ora art. 181 del 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. ⁵ In tale procedimento la Consob nel 2001 si è costituita parte civile.

Il secondo giudizio, sempre instaurato su segnalazione della Consob, riguarda un soggetto imputato del reato di aggio per aver divulgato in più occasioni, a mezzo stampa, notizie false e tendenziose, idonee a determinare una sensibile alterazione del prezzo di un titolo quotato, poi effettivamente realizzatasi. Con sentenza di patteggiamento n. 2073 del 15 ottobre 2001 il Tribunale di Milano ha applicato la pena di 6 mesi di reclusione (pena sospesa) e di 10 milioni di lire di multa.

Di fondamentale rilievo è la sentenza n. 6405 del 29 maggio 2001 con cui il Tribunale di Milano ha condannato due imputati per il reato di *insider trading*: si tratta infatti della seconda sentenza di condanna emessa dall'entrata in vigore della legge 157/1991.

Il relativo giudizio ha tratto origine dalla relazione motivata, trasmessa dalla Consob alla Procura della Repubblica presso il Tribunale di Trieste nel marzo 1997, afferente gli esiti di un'istruttoria aperta per ipotesi di violazione della legge 157/1991 con riferimento alle operazioni di compravendita di azioni ordinarie emesse da due società quotate, effettuate dal 1° novembre 1993 al 20 maggio 1994, giorno, quest'ultimo, in cui era stata diffusa l'informazione in merito alla grave situazione patrimoniale e finanziaria del gruppo di appartenenza di tali società.

A conclusione del procedimento penale incardinato presso il Tribunale di Trieste, il 2 luglio 1998 è stata pronunciata sentenza di patteggiamento, ex art. 444 c.p.p., nei confronti dell'amministratore delegato di una delle due società, per la violazione degli artt. 2 e 5 della legge 157/1991. Per gli altri imputati è stato richiesto il rinvio a giudizio, per competenza, innanzi al Tribunale di Milano, il quale nel corso del 2000 ha pronunciato tre sentenze di patteggiamento ex art. 444 c.p.p. nei confronti di altrettanti imputati.

All'udienza del 29 maggio 2001, il Tribunale di Milano, nel definire le ultime 2 posizioni ancora pendenti, ha emesso sentenza di condanna a quattro mesi di reclusione e a 120 milioni di lire di multa per ciascuno dei 2 imputati. Sono state altresì irrogate ai medesimi le pene accessorie di cui all'art. 2, comma 5, della legge 157/1991 (ora previste dall'art. 182 del d.lgs. 58/1998): l'interdizione per 6 mesi dai pubblici uffici, dalla professione di operatori finanziari, dagli uffici direttivi di persone giuridiche e imprese nonché la pubblicazione della sentenza sui quotidiani "Corriere della Sera" e "Il Sole 24 Ore". La sentenza è stata impugnata.

La sentenza in argomento afferma, in via preliminare, un principio relativo alla successione della legge penale nel tempo di particolare rilevanza anche per gli altri procedimenti penali in materia di *insider trading* e aggio e aggio iniziati sotto il vigore della legge 157/1991 e tuttora in corso.

Precisa, infatti, il provvedimento che le imputazioni contestate hanno a oggetto «le ipotesi di reato contemplate, all'epoca dei fatti, dall'art. 2 della legge 157/1991, ipotesi che mantengono rilevanza penale alla stregua della modifica legislativa riconducibile all'entrata in vigore del d.lgs. 58/1998, che all'art. 180, prevede la fattispecie incriminatrice "dell'abuso di informazioni privilegiate", nella quale indubbiamente rientrano le condotte contestate agli odierni imputati: ciò premesso sotto il profilo della continuità normativa, che rende in concreto ravvisabile un'ipotesi di successione di norme incriminatrici sottoposta alla disciplina dettata dall'art. 2, comma 3, c.p., va rilevato come risulti in particolare modificato, rispetto alla precedente previsione legislativa, il trattamento sanzionatorio, decisamente più gravoso nell'attuale formulazione rispetto a quanto previsto dalla norma abrogata, che deve pertanto trovare applicazione nel caso concreto, quale disposizione più favorevole ai sensi dell'art. 2, 3° comma, c.p.».

Quanto al merito della vicenda, entrambi gli imputati sono stati riconosciuti responsabili in qualità di insider secondari per aver effettuato operazioni speculative su titoli con la consapevolezza della natura riservata delle informazioni utilizzate, «ottenute dal cosiddetto insider primario (da chi, cioè, fosse

originariamente in possesso dell'informazione in virtù delle funzioni rivestite in seno alla società emittente dei titoli...)). Viene poi asserito come debba riconoscersi natura di informazione riservata «alle notizie riguardanti il dissesto economico del gruppo (...), trattandosi indubbiamente di informazioni specifiche, di contenuto determinato in quanto concernenti le condizioni economiche dell'emittente i valori mobiliari oggetto delle operazioni, non ancora rese pubbliche all'epoca di realizzazione delle condotte in contestazione e di natura tale che, ove divulgate, avrebbero certamente influenzato il prezzo dei titoli». A parere del Tribunale, dunque, non vi è dubbio che «dall'utilizzo di tale informazione riservata e dalle correlate notizie, afferenti di volta in volta aspetti concreti relativi all'andamento del gruppo (...), ivi comprese eventuali iniziative correlate a politiche di dismissione di partecipazioni azionarie nel gruppo (...), sia stato possibile effettuare le operazioni speculative produttive di ingenti profitti in favore degli imputati».

Infine, nel corso del 2001 sono state notificate alla Consob, in qualità di parte offesa, 10 avvisi di richieste di archiviazione (di cui 2 parziali, relative cioè solo a taluni indagati o a uno dei reati contestati) formulate dal Pubblico Ministero a conclusione delle indagini preliminari concernenti ipotesi di *insider trading* o aggioaggio segnalate dalla Consob.

Quanto alle motivazioni di tali richieste, in 2 casi è stata rilevata l'estinzione del reato per prescrizione; in un caso di archiviazione parziale il Pubblico Ministero, nel ravvisare la violazione dell'art. 180 del Tuf (in relazione alla quale il procedimento continua), ha ritenuto insussistente l'ipotesi di aggioaggio; nei restanti sette casi sono stati ritenuti insufficienti gli elementi probatori necessari a supportare la tesi accusatoria.

VIII. LE RELAZIONI INTERNAZIONALI

La cooperazione internazionale

Nel 2001 la Consob ha proseguito l'intensa attività di collaborazione con le omologhe Autorità estere e ha ricevuto richieste di cooperazione in relazione a 72 indagini (contro le 61 del 2000). In particolare, le richieste di cooperazione in materia di *insider trading* sono quadruplicate rispetto all'anno precedente. Tale incremento è giustificato solo in minima parte dai tragici eventi dell'11 settembre, a seguito dei quali la Consob è stata interessata nelle indagini svolte dalle corrispondenti Autorità americane (*Securities and Exchange Commission* e *Commodity Futures Trading Commission*) in relazione all'operatività di soggetti legati alle organizzazioni terroristiche responsabili degli attentati, e ha altresì ricevuto richieste di cooperazione da altre Autorità su indagini riguardanti attività poste in essere su specifici titoli del settore assicurativo e aerospaziale.

L'analisi della distribuzione regionale delle richieste di cooperazione ricevute dalla Consob in materia di *insider trading* evidenzia che l'incremento è da attribuirsi principalmente alle richieste provenienti da altre Autorità dell'Unione Europea (da 3 a 17 nel 2001).

Una lieve diminuzione si registra nelle richieste di cooperazione inoltrate dalla Consob ad Autorità estere. La variazione sostanziale è da attribuire alle richieste in materia di *insider trading* (da 32 a 24 nel 2001). In aumento, invece, risultano le richieste che l'Istituto ha fatto in materia di manipolazione dei prezzi e quelle connesse a indagini in materia di abusivismo (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	2001	1997	1998	1999	2000	2001
INSIDER TRADING	11	17	43	32	24	5	2	3	5	20
MANIPOLAZIONE DEI PREZZI DI VALORI MOBILIARI	4	2	--	1	4	1	1	3	--	1
SOLLECITAZIONE E ATTIVITÀ DI INTERMEDIAZIONE ABUSIVE	8	7	4	3	10	4	3	3	1	2
TRASPARENZA E INFORMATIVA SOCIETARIA	2	--	--	1	--	2	1	--	2	--
PARTECIPAZIONI RILEVANTI AL CAPITALE DI SOCIETÀ QUOTATE E DI INTERMEDIARI AUTORIZZATI	3	--	--	--	1	12	--	--	--	--
REQUISITI DI ONORABILITÀ E PROFESSIONALITÀ	3	12	10	19	14	15	30	44	53	49
VIOLAZIONE REGOLE DI CONDOTTA	--	--	--	2	--	--	--	--	--	--
<i>TOTALE</i>	<i>31</i>	<i>38</i>	<i>57</i>	<i>58</i>	<i>53</i>	<i>39</i>	<i>37</i>	<i>53</i>	<i>61</i>	<i>72</i>

Nel corso dell'anno, al fine di ampliare la rete di contatti con altre Autorità di controllo sono stati stipulati due *Memoranda of Understanding* (MOU) con le Commissioni della Repubblica Ceca e della Repubblica Turca, per la cooperazione e lo scambio di informazioni; sono da segnalare, inoltre, intensi contatti con Autorità di vigilanza di altri paesi dell'Unione Europea per consentire l'accesso alle negoziazioni, sui mercati gestiti dalla Borsa Italiana, di *local* (soggetti che non godono del cosiddetto passaporto europeo introdotto dalla direttiva 93/22/CEE sui servizi di investimento).

La Consob ha partecipato alle iniziative della Commissione Europea in relazione al processo di allargamento dell'Unione.

Nel mese di ottobre, la Consob ha ospitato le riunioni dei Comitati tecnico ed esecutivo della Iosco nelle quali, a seguito degli attentati dell'11 settembre, si è costituito un Gruppo di lavoro per studiare piani d'emergenza, coordinati a livello internazionale per fare fronte a eventi eccezionali che possono influire sul regolare funzionamento dei mercati mobiliari. Il Gruppo dovrà esaminare le disposizioni in materia di cooperazione tra Autorità di vigilanza per assicurare un adeguato livello di collaborazione nella repressione di pratiche di *market abuse* e dovrà indicare gli strumenti più idonei all'identificazione dei beneficiari finali di transazioni condotte sui mercati finanziari.

Nel corso dell'anno la Consob ha organizzato riunioni dello *Standing Committee 2* del Comitato tecnico della Iosco competente in materia di regolamentazione dei mercati secondari, e, congiuntamente alla Banca d'Italia, una riunione del *Joint Forum on Financial Conglomerates*. Dette riunioni si aggiungono a quelle ordinarie dei gruppi di lavoro del Cesr (*Committee of European Securities Regulators*) periodicamente ospitate dalla Commissione.

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

Nel 2001 si è registrato un notevole incremento dell'attività volta a dare attuazione agli obiettivi contenuti nella comunicazione "Piano d'Azione per i Servizi Finanziari" per la realizzazione di un mercato dei servizi finanziari pienamente integrato da attuarsi entro il 2005. Si sono conseguentemente intensificate le riunioni presso la Commissione e il Consiglio Europeo, per mettere a punto e approvare nuove proposte di direttiva.

Tra gli avvenimenti che hanno dato nuovo impulso all'attività dell'Unione Europea si segnala il rapporto, presentato nel mese di febbraio, dal "Comitato dei Saggi" (Comitato Lamfalussy), Gruppo di esperti incaricato, fra l'altro, di identificare nuove modalità di attuazione della normativa sui mercati mobiliari. Le soluzioni proposte dal Comitato sono state condivise dal Consiglio Europeo, che ne ha raccomandato l'attuazione nel mese di marzo del 2001. Il Parlamento Europeo, dal canto suo, ha adottato una Risoluzione, nel febbraio 2002, con la quale accetta, con talune limitazioni, le soluzioni proposte dal Comitato.

Tra le direttive approvate, si segnalano le due in materia di organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (Oicvm), che costituivano una delle priorità individuate nel Piano d'Azione per i Servizi Finanziari. La prima rimuove ulteriori barriere alla commercializzazione transfrontaliera di quote di Oicvm nell'ambito dell'Unione Europea, ampliando la tipologia di prodotti finanziari nei quali possono essere investiti i fondi dei risparmiatori. La seconda conferisce, invece, il passaporto europeo alle società di gestione e amplia le attività che possono essere svolte, inclusa la gestione di portafogli individuali.

Sono state, inoltre, definitivamente approvate nel 2001, la proposta di direttiva in materia di riciclaggio, la direttiva che introduce il *fair value* quale criterio contabile, il regolamento relativo allo statuto della Società europea e la direttiva che completa tale statuto relativamente ai diritti dei lavoratori.

La direttiva in materia di riciclaggio (2001/97/CEE), adottata nel mese di dicembre, estende l'ambito di applicazione della precedente direttiva (91/308/CEE), originariamente limitato al traffico di stupefacenti, ai proventi delle attività criminali di particolare gravità, rappresentando un ulteriore strumento di difesa nei confronti delle attività poste in essere da organizzazioni terroristiche. Essa estende gli obblighi di identificazione della clientela, di registrazione delle operazioni e di rapporto delle operazioni sospette a soggetti diversi dagli intermediari finanziari, quali ad esempio le società di revisione.

Le disposizioni introdotte dalla direttiva in materia di valutazione degli strumenti finanziari facilitano, invece, la raccolta di capitali per gli emittenti, consentendo loro di redigere i documenti finanziari sulla base dei principi Ias (International Accounting Standards). La finalità sottostante la direttiva è quella di rendere applicabili le disposizioni dello Ias39 (Financial Instruments: Recognition and Measurement). Gli Stati membri possono, infatti, chiedere che gli strumenti finanziari siano valutati a valore equo (fair value).

L'adozione del regolamento sullo statuto della Società europea, consente alle società dell'Unione Europea di operare nel mercato interno sulla base di un unico corpo normativo senza dover sopportare i costi legati agli adempimenti amministrativi stabiliti nei diversi paesi. Il regolamento è accompagnato da una direttiva destinata a disciplinare i diritti dei lavoratori.

Sono stati, inoltre, rilevanti i progressi compiuti nel corso dell'anno nella negoziazione di altre proposte di direttiva volte a realizzare gli obiettivi del Piano d'Azione per Servizi Finanziari, in particolare la proposta di direttiva sul *market abuse*, sulle garanzie finanziarie (*collaterals*), sulla vendita a distanza e il regolamento in materia di principi contabili.

In particolare, sulla proposta in materia di market abuse, un notevole impulso è venuto dai tragici eventi dell'11 settembre. La proposta di direttiva sugli abusi di mercato è stata infatti adottata in posizione comune dal Consiglio ed è in corso di esame al Parlamento Europeo. La proposta riprende diverse indicazioni che il Fesco (ora Cesr) aveva fornito nel settembre 2000. Il testo proposto è inoltre in linea con le recenti indicazioni formulate dal Comitato Lamfalussy, in base alle quali le direttive dovrebbero limitarsi a dettare principi di carattere generale, mentre l'adozione delle disposizioni di dettaglio è demandata alla Commissione, assistita dal Securities Committee.

In materia di garanzie finanziarie, è stato particolarmente difficoltoso, in sede di Consiglio, raggiungere un compromesso tra la richiesta di alcuni Stati membri di limitare l'applicazione della direttiva alle sole garanzie prestate tra intermediari autorizzati e/o enti pubblici e la richiesta di altri paesi di includere le garanzie costituite da soggetti diversi dalle persone fisiche.

La direttiva in materia di vendita a distanza è volta a completare il quadro normativo relativo alla conclusione di contratti attraverso mezzi di comunicazione a distanza (direttiva 97/7/CEE). La direttiva propone l'introduzione di strumenti di tutela quali l'affermazione del principio della mancata formazione del contratto in assenza di una espressa accettazione da parte del cliente sollecitato, la restrizione all'utilizzo di mezzi di comunicazione a distanza quando non è stato ottenuto il consenso del consumatore interessato (opt-in) o il possibile utilizzo degli stessi in assenza di una manifesta opposizione da parte dell'interessato (opt-out), l'analitica descrizione del contenuto degli obblighi di informazione precontrattuali e il diritto di recesso senza penale a favore del consumatore.

La proposta di regolamento in materia di principi contabili prevede l'introduzione di disposizioni armonizzate in materia di informazione contabile e l'adeguamento agli standards contabili internazionali. In linea con la comunicazione del giugno 2000 sul futuro dell'informazione contabile in Europa, la posizione comune prevede che le società quotate sui mercati regolamentati dovranno redigere i conti consolidati in base ai principi contabili internazionali emanati dallo Iasb (International Accounting Standard Board), così come recepiti da un apposito comitato previsto dallo stesso regolamento.

Nel corso del 2001 la proposta di direttiva relativa alle offerte pubbliche di acquisto, pur raggiungendo uno stato avanzato di discussione, è stata rigettata dal Parlamento Europeo nella sessione plenaria del mese di luglio, dopo l'accordo raggiunto dai membri del Comitato di Conciliazione. Le eccessive divergenze tra le posizioni degli Stati membri non hanno consentito di porre termine a un dibattito che si protraeva ormai da 12 anni.

Al fine di superare tali divergenze, nel 2001 la Commissione ha costituito un Gruppo di esperti il cui rapporto potrà costituire un punto di riferimento in base al quale la Commissione stessa valuterà la possibilità di elaborare una nuova proposta di direttiva.

In particolare, il mandato del Gruppo prevedeva l'elaborazione di proposte volte a ridurre l'impatto delle disomogeneità nel diritto sostanziale sul mercato del controllo societario, a individuare criteri per la determinazione del prezzo di offerta (equitable price) e a introdurre il diritto, per chi è divenuto azionista di maggioranza a seguito di Opa, di acquistare la totalità delle azioni residue, nonché, il diritto per l'azionista di minoranza di vendere le proprie azioni all'azionista di maggioranza.

La direttiva che prevede l'introduzione del passaporto europeo per gli emittenti strumenti finanziari, la direttiva volta a introdurre un regime di vigilanza supplementare per gli enti creditizi, le imprese di assicurazione e le imprese di investimento appartenenti a un conglomerato finanziario e la proposta di direttiva sui fondi pensione non hanno ancora raggiunto lo stadio di posizione comune presso il Consiglio.

La prima proposta di direttiva introduce il riconoscimento automatico dei prospetti di sollecitazione e quotazione approvati dall'Autorità del paese di origine. La proposta, inoltre, prefigura l'introduzione di

novità ulteriori, quali un meccanismo di shelf registration, l'armonizzazione della definizione di offerta al pubblico, l'allineamento della disciplina europea agli standards di informazione richiesti a livello internazionale dalla Iosco, la possibilità di avvalersi di documenti già pubblicati che contribuiscono a formare il prospetto informativo (incorporation by reference), la concentrazione dei poteri di approvazione del prospetto e di vigilanza nell'Autorità pubblica di controllo e, infine, coerentemente con le indicazioni del Comitato Lamfalussy, l'attribuzione di competenze attuative delle norme della direttiva in capo alla Commissione Europea.

La direttiva sui conglomerati finanziari fissa norme in materia di supervisione prudenziale, individua l'Autorità di vigilanza coordinatrice e ne definisce il ruolo. A riguardo, una possibilità è quella di attribuire a detta Autorità un ruolo di coordinamento informativo in relazione alla vigilanza prudenziale dei conglomerati, senza disporre di alcun potere sanzionatorio o decisionale. Tuttavia, la soluzione che va emergendo è invece quella di un coordinamento rafforzato, che prevede la possibilità di richiedere informazioni a tutti i soggetti del gruppo e alle rispettive Autorità di vigilanza per stabilire un indirizzo comune.

Obiettivo della proposta di direttiva sui fondi pensione è la creazione di un quadro giuridico comunitario per la gestione degli enti pensionistici aziendali e professionali. Allo stato attuale la proposta presenta lacune in relazione alla tipologia dei fondi coperti dalla direttiva, all'autorizzazione (richiesta solo ai fini dell'attività transfrontaliera), alle regole d'investimento (il sistema proposto si limita a un riferimento al prudent man approach), agli obblighi informativi, ai conflitti di interesse e, infine, al metodo di calcolo delle riserve tecniche.

Infine, va ricordata la continuazione dei lavori presso la Commissione Europea per la predisposizione di una proposta di revisione della direttiva 93/22/CEE sui servizi di investimento. Nel 2001 si è conclusa una prima consultazione della Commissione sul documento "Aggiornare la Direttiva sui servizi di investimento", le cui osservazioni hanno dato il via a una seconda tornata di consultazioni.

L'attività del Committee of the European Securities Regulators

Dopo la pubblicazione del rapporto del Comitato dei Saggi, la Commissione Europea ha istituito il Comitato Valori Mobiliari per l'attuazione tecnica dei principi legislativi e il Comitato delle Autorità di vigilanza per il coordinamento dell'attività di vigilanza e di applicazione amministrativa delle regole comunitarie. Il Fesco (*Forum of European Securities Commissions*) ha conseguentemente adeguato il proprio statuto alle decisioni della Commissione assumendo, al tempo stesso, il nuovo nome di Cesr (*Committee of European Securities Regulators*). In aggiunta alle funzioni di consulenza alla Commissione Europea, il Cesr deve assicurare l'attuazione della legislazione comunitaria nell'ambito dei paesi membri continuando a svolgere tutte le funzioni di coordinamento e cooperazione tra le Autorità di vigilanza precedentemente svolte dal Fesco.

Tra le attività del Cesr, va segnalata quella relativa al Gruppo di lavoro incaricato di individuare le regole di trasparenza in materia di prospetti informativi. Successivamente alla

pubblicazione del documento in base al quale la Commissione Europea ha elaborato la proposta di direttiva in materia di prospetti informativi, il Gruppo ha voluto dare un ulteriore contributo sul tema. A tal fine il Cesr ha pubblicato, nel maggio 2001, un documento nel quale presentava un sistema di schemi di prospetto modulare (*Building Block Approach*) diretto a ottenere un equivalente grado di trasparenza a livello europeo per le offerte transfrontaliere di prodotti finanziari innovativi (*covered warrants, warrants, structured boands, e reverse convertible notes*).

Dopo la pubblicazione di proposte di disciplina sui sistemi di negoziazione alternativi ai mercati regolamentati (*Alternative Trading Systems, Ats*), il Cesr ha istituito un Gruppo di lavoro che è stato incaricato di sviluppare proposte per l'armonizzazione della disciplina dei soli sistemi di negoziazione che, gestiti da imprese d'investimento comunitarie, beneficiano del passaporto europeo ai sensi della direttiva 93/22/CEE.

La predisposizione di un quadro armonizzato di standards sugli Ats trae spunto dai recenti sviluppi della industria finanziaria dove è sempre più frequente che le imprese d'investimento svolgano attività non pienamente riconducibili né alla sfera dei servizi d'investimento né all'organizzazione e gestione di mercati regolamentati. Tale evoluzione ha messo in crisi la tradizionale regolamentazione basata sulla netta distinzione tra mercati e servizi d'investimento, e ha messo in luce l'esistenza di un genere più ampio, quello dei "sistemi di negoziazione". Questi sistemi dovrebbero includere oltre ai mercati regolamentati, gli Ats multilaterali e i broker/dealers che si avvalgono di sistemi che organizzano bilateralmente le proposte di negoziazione su strumenti finanziari.

Dopo una prima consultazione pubblica, il Cesr, in linea con le proposte preliminari della Commissione Europea in merito al progetto di revisione della direttiva 93/22/CEE, ha ritenuto di escludere dall'ambito di applicazione degli standards i sistemi bilaterali.

Il Cesr sta contemporaneamente valutando l'opportunità di conferire mandato a un distinto Gruppo di lavoro per l'analisi delle problematiche relative alla trasparenza dei mercati e degli scambi organizzati, ivi compresi i sistemi di negoziazione bilaterali.

Nel 2001 è stato costituito un *Working Group*, composto da rappresentanti del Cesr, della Banca centrale europea e delle banche centrali nazionali dei paesi dell'Unione Europea, il cui obiettivo è quello di suggerire standard e/o raccomandazioni indirizzate ai soggetti che svolgono attività di controparte centrale e/o gestiscono sistemi di regolamento titoli. La cooperazione tra il Cesr e il Sistema europeo delle banche centrali rappresenta l'applicazione, a livello europeo, della collaborazione tra la Iosco e il *Committee on Payment and Settlement Systems* (CPSS) delle banche centrali del G10.

Tenuto conto delle iniziative assunte dalla Commissione Europea per l'armonizzazione delle regole contabili e al fine di favorire la creazione di un mercato unico europeo, il Cesr ha costituito un Gruppo di lavoro permanente sull'informazione finanziaria denominato Cesrfin. A esso è stata attribuita la funzione di contribuire all'armonizzazione delle regole e delle attività dei *regulators* europei in materia di valutazione degli standard contabili internazionali e in materia di *enforcement* delle informazioni finanziarie diffuse dalle società emittenti titoli quotati sui mercati finanziari, sia

nei prospetti informativi sia nella documentazione periodica. Su entrambe le materie, Cesrfin svolge unicamente una funzione generale di coordinamento, mentre le attività operative fanno capo a due sottogruppi. Il primo è il *Subcommittee on International Standard Endorsement* (SISE), presieduto da un esponente della Consob, e ha il compito di valutare le regole contabili internazionali e di interagire con gli organismi pubblici e privati competenti per l'emanazione e la valutazione degli Ias. Il secondo è il *Subcommittee on Enforcement*, nel quale i *regulators* devono coordinare le proprie posizioni in materia di monitoraggio/sanzione delle violazioni delle regole dell'informazione finanziaria.

Un altro Gruppo di esperti del Cesr si è occupato dell'armonizzazione delle regole di comportamento applicabili ai servizi di investimento offerti alla clientela. In esito a detti lavori sono state condotte due consultazioni pubbliche.

Le proposte del Gruppo individuano le norme relative alle varie fasi del rapporto tra intermediario e cliente, attuando i principi stabiliti nell'art. 11 della direttiva sui servizi di investimento. In particolare, il documento stabilisce regole in materia di conflitti di interesse, di obblighi di informazione al cliente di disciplina del contratto relativo ai servizi d'investimento e di disciplina dell'attività di negoziazione. Specifiche disposizioni sono previste nel caso di operazioni su strumenti derivati e per il servizio di gestione individuale di portafogli.

Nel 2001 è proseguita l'attività del Cesrpol (già Fescopol) relativamente alla standardizzazione delle procedure di cooperazione tra le Autorità di vigilanza che prevede un programma di lavoro della durata di 2 anni. A tal fine, si è proceduto all'analisi di indagini specifiche condotte dalle Autorità competenti sulla violazione di norme che hanno coinvolto le competenze di più paesi membri dello Spazio Economico Europeo (SEE).

Tale attività va inquadrata nell'ambito del Memorandum of Understanding, sottoscritto nel gennaio 1999, attraverso il quale i membri del Cesr si sono impegnati a prestare la più ampia collaborazione, sia nelle materie armonizzate dal legislatore comunitario, sia in quelle ancora non coperte dalla legislazione comunitaria. Uno dei fattori di criticità emerso da tali discussioni è quello relativo alla vigilanza sui membri remoti dei mercati regolamentati e, in particolare, alla possibilità per l'Autorità del paese ove è situato il mercato di ottenere informazioni in tempo reale sull'attività di negoziazione svolta da tali membri.

L'attività della International Organization of Securities Commissions

Nel 2001 la Iosco ha adottato un rapporto sulla *Transparency and Market Fragmentation*, predisposto dal Gruppo di lavoro competente in materia di regolamentazione dei mercati secondari, presieduto da un esponente della Consob. Il documento analizza alcuni aspetti connessi alla trasparenza delle informazioni sulle negoziazioni.

In questo contesto, le Autorità di controllo sono chiamate a valutare l'adeguatezza delle informazioni disponibili sulle condizioni di mercato, al fine di garantire una corretta formazione dei prezzi nei singoli sistemi di negoziazione e agevolare la conclusione di contratti alle migliori condizioni. I principi individuati

dalla Iosco sono volti a promuovere condizioni di trasparenza uniformi tra mercati che utilizzano modalità di negoziazione simili e a sollecitare l'intervento delle Autorità in presenza di differenze significative di trasparenza su mercati ove vengono negoziati gli stessi strumenti finanziari. La Iosco, tuttavia, riconosce che la trasparenza potrebbe non essere di per sé strumento sufficiente ad assicurare che la concorrenza tra fornitori di servizi di negoziazione si risolva in migliori condizioni di prezzo per gli operatori. Al fine di perseguire tale obiettivo, la Iosco ritiene necessario che le Autorità di controllo prendano in considerazione alcuni fattori quali: le condizioni di accesso al mercato, le priorità di tempo nell'esecuzione delle proposte contrattuali, la gestione degli ordini e i sistemi di trading nei quali le negoziazioni avvengono a prezzi realizzati su altri mercati.

Lo *Standing Committee* della Iosco in materia di organismi di investimento collettivo, ha esaminato una serie di problemi regolamentari di particolare rilievo.

Un primo tema esaminato dal Gruppo è stato quello relativo all'ottimizzazione dell'impiego delle risorse di vigilanza con l'elaborazione di un modello di valutazione del rischio comportamentale dei gestori. In materia di trasparenza informativa, invece, esso sta esaminando la possibilità di armonizzare il contenuto di un documento di offerta semplificato da consegnare obbligatoriamente agli investitori insieme al prospetto completo. Sempre in materia di trasparenza è da sottolineare l'attenzione rivolta alla disciplina sugli annunci pubblicitari e, in particolare, sull'utilizzo dei dati storici di rendimento.

La Iosco, in collaborazione con il *Committee on Payment and Settlement Systems* (CPSS) delle banche centrali del G10, ha emanato, a novembre 2001, 19 raccomandazioni sullo sviluppo, il funzionamento e la supervisione dei sistemi di regolamento titoli. Le raccomandazioni, che hanno dato luogo a un ampio processo di consultazione iniziato nel 2000, sono dirette a ridurre i rischi inerenti ai sistemi di regolamento titoli e ad aumentare la stabilità finanziaria internazionale, l'efficienza e la protezione degli investitori rinforzando le infrastrutture dei mercati finanziari.

Nel 2001 la *Task force* che ha messo a punto le menzionate raccomandazioni ha, inoltre, avuto mandato di procedere allo sviluppo di metodologie per valutare la conformità dei sistemi di regolamento con le condizioni previste dalle raccomandazioni e per effettuare l'analisi delle modalità di attuazione di ciascuna raccomandazione.

A seguito dei tragici avvenimenti dell'11 settembre, il Comitato esecutivo della Iosco, su proposta del Comitato tecnico, ha istituito un gruppo ad hoc (*Special Project Team on Cooperation*), presieduto dal Presidente della *Commission des Operations de Bourse*, al fine di verificare l'esistenza di un piano di emergenza, coordinato a livello internazionale, a fronte di eventi eccezionali che comportino turbativa e disordine dei mercati, di ampliare la cooperazione includendo, ove possibile, quella dell'Autorità Giudiziaria, in base a *standards* qualitativamente elevati e di indicare le informazioni e gli strumenti necessari per identificare la clientela degli intermediari.

Tra gli obiettivi del Gruppo figurano la predisposizione di un *Memorandum of Understanding* multilaterale la cui osservanza sarà strettamente monitorata in relazione alla capacità dei sottoscrittori di far fronte agli impegni di cooperazione assunti. Il Gruppo esaminerà altresì le

azioni da adottare nei confronti dei membri che non siano in grado di sottoscrivere tale accordo di cooperazione.

IX. LA GESTIONE INTERNA E LE RELAZIONI CON L'ESTERNO

La gestione organizzativa

Gli indirizzi gestionali

Nel corso dell'anno è stato avviato il primo esercizio di pianificazione strategica dell'Istituto che ha portato alla definizione, da parte della Commissione, di linee di indirizzo alle quali la struttura deve orientare lo svolgimento delle proprie attività nel medio periodo. Dal punto di vista della gestione interna, tali linee di indirizzo sono tutte volte a un miglioramento dell'efficienza nell'impiego delle risorse e hanno già trovato una prima attuazione: 1) nel rafforzamento dell'interazione tra le diverse unità operative, tramite l'istituzione di due funzioni di collaborazione con il Direttore Generale, affidate a Funzionari Generali, nello svolgimento dell'azione di coordinamento delle attività istituzionali, di supporto e strumentali; 2) nell'implementazione di metodi di pianificazione e controllo delle attività che, sfruttando al meglio le sinergie tra le diverse aree funzionali, assicurano coerenza di comportamenti, massimizzazione del risultato e controllo della spesa. I metodi di pianificazione e controllo svolgeranno effetto e saranno soggette ad affinamento nel corso del 2002.

Sempre nell'ottica, già richiamata, di un miglioramento dell'efficienza nell'impiego delle risorse, la Commissione ha approvato all'inizio del 2001 un progetto di riforma dei sistemi di avanzamento e valutazione del personale. Il progetto pone il merito alla base dei criteri di progressione, riconosce particolare importanza alle mansioni effettivamente svolte dai dipendenti e distingue nettamente la gratificazione economica, destinata a premiare le prestazioni lavorative diligenti ed efficaci, dalla capacità di assumere ruoli di maggiore responsabilità e prevede, inoltre, uno stretto legame tra promozioni ed esigenze organizzative dell'Istituto. Lo stesso è oggetto di confronto con le organizzazioni sindacali.

Gli aspetti logistici

Nel corso dell'anno sono state realizzate importanti iniziative, funzionali alla soluzione dei problemi logistici dell'Istituto su Roma e su Milano.

Dal 1° maggio è divenuta operativa la nuova sede romana dell'Istituto in via Giovan Battista Martini, n. 3, acquisita nel febbraio 2001 mediante permuta, con conguaglio, dell'immobile di proprietà in via Isonzo. Il nuovo immobile è pienamente funzionale alle esigenze dell'Istituto. La precedente allocazione degli uffici su due immobili (uno di proprietà e uno in locazione) tra loro distanti e complessivamente non più sufficienti in vista del completamento dell'organico di legge era fonte di rilevanti disfunzioni operative.

Per quanto attiene agli uffici in Milano, nella seconda metà dell'anno, a seguito dell'espletamento di gara comunitaria si è proceduto all'affidamento dei lavori di restauro e

risanamento conservativo di Palazzo Carmagnola in via Broletto, ottenuto a titolo di concessione d'uso, per un periodo di 60 anni, dal Comune di Milano. La durata dei lavori di ristrutturazione è stimata in 22 mesi, per cui si prevede che la nuova sede milanese sarà operativa entro i primi mesi del 2004.

L'immobile riveste particolare pregio storico e architettonico e, oltre a risolvere i problemi logistici degli uffici, consentirà di rafforzare la presenza dell'Istituto sulla piazza milanese.

Lo sviluppo del sistema informativo

Nel corso del 2001 è proseguita l'attività di sviluppo e aggiornamento del sistema informatico dell'Istituto, sia con riferimento ai sistemi applicativi, sia per gli aspetti riguardanti le reti di telecomunicazione, sia infine per le attività di supporto all'utenza.

Tra le applicazioni di maggior rilievo rese operative nell'anno, si segnalano il nuovo sistema di gestione documentale dell'Istituto (*Document Management System - Dms*) e la connessa applicazione informatica (Tempi di Risposta) per la gestione e il controllo dei procedimenti *ex lege* 241/1990. Il Dms, attraverso la memorizzazione centralizzata dei documenti prodotti in Istituto, consente gestirne adeguatamente l'archiviazione, la consultazione e la sicurezza. La procedura Tempi di Risposta fornisce il necessario supporto informatico alle procedure organizzative per lo svolgimento e il controllo dei procedimenti *ex lege* 241/1990, di cui al regolamento di attuazione approvato nel corso del 2000.

Sempre in tema di procedure informatizzate, nel 2001, oltre al costante aggiornamento delle applicazioni di vigilanza sui mercati e sugli intermediari, sono state attivate le procedure di gestione delle segnalazioni di vigilanza delle Sgr ed è stato attuato il passaggio all'Euro dei sistemi di contabilità e di gestione del personale.

In materia di reti di telecomunicazione, in concomitanza con il riassetto logistico dell'Istituto, sono stati completamente ristrutturati e rinnovati i collegamenti interni delle sedi di Roma e di Milano e sono stati potenziati i collegamenti con la rete internet.

La velocità dei collegamenti interni alle sedi, che in precedenza era commisurata a 10 Megabit/sec., è stata portata a 100 Megabit/sec.; contestualmente tutte le apparecchiature di gestione della rete sono state rinnovate. Il collegamento del sito web dell'Istituto alla rete internet è stato potenziato, passando da una velocità di 512 Kbit/sec. a 2 Megabit/sec., con possibilità di espansione, durante i picchi, a 4 Megabit/sec..

Le attività di assistenza all'utenza nell'utilizzo di strumentazioni informatiche sono state ulteriormente potenziate. Nel corso del 2001, per far fronte al significativo impatto del Dms, è stata istituita un'apposita funzione di *help desk* che, oltre a curare l'addestramento iniziale degli utenti, fornisce con continuità la necessaria assistenza.

La gestione finanziaria

I dati di bilancio

Nell'esercizio 2001 le entrate sono risultate nel complesso pari a 146,6 milioni di euro (Tav. IX.1), di cui 32,5 relativi a entrate contributive (22,1 per cento del totale). La quota maggiore di queste è, come per lo scorso anno, riferita alle entrate contributive da promotori finanziari (Tav. aIX.1).

TAV. IX.1

SCHEMA RIASSUNTIVO ENTRATE E SPESE (MILIONI DI EURO)

VOCI	1997 ¹	1998 ¹	1999 ¹	2000 ¹	2001 ²
<i>ENTRATE</i>					
AVANZO DI AMMINISTRAZIONE ³	4,4	16,7	18,9	50,7	74,0
FONDO A CARICO DELLO STATO	30,2	25,8	28,4	31,0	31,0
ENTRATE PROPRIE:					
- ENTRATE DA CORRISPETTIVI ISTRUTTORI	1,3	2,5	3,7	3,0	1,2
- ENTRATE DA CORRISPETTIVI PER PARTECIPAZIONE A ESAMI	0,6	1,4	2,1	3,0	1,5
- ENTRATE DA CONTRIBUTI DI VIGILANZA	21,7	20,3	39,8	31,8	25,9
- ENTRATE DA CONTRIBUTI SULLE NEGOZIAZIONI	—	—	3,9	5,2	3,9
- ENTRATE DIVERSE	2,4	2,0	2,6	4,2	9,1
<i>TOTALE ENTRATE</i>	<i>60,5</i>	<i>68,7</i>	<i>99,4</i>	<i>128,9</i>	<i>146,6</i>
<i>SPESE</i>					
SPESE CORRENTI:					
- SPESE PER I COMPONENTI LA COMMISSIONE	1,2	1,2	1,2	1,2	1,6
- SPESE PER IL PERSONALE	33,4	32,6	31,1	33,7	46,8
- SPESE PER ACQUISIZIONE DI BENI E SERVIZI	10,9	12,5	12,1	14,2	18,5
- ONERI PER RIPRISTINO E AMPLIAMENTO IMMOBILIZZAZIONI	1,0	1,2	1,8	2,4	3,9
- SPESE NON CLASSIFICABILI	1,5	0,2	0,8	0,1	5,1
<i>TOTALE SPESE CORRENTI</i>	<i>48,0</i>	<i>47,7</i>	<i>47,0</i>	<i>51,6</i>	<i>75,9</i>
SPESE IN CONTO CAPITALE	0,5	2,4	2,4	3,6	70,7
<i>TOTALE SPESE</i>	<i>48,5</i>	<i>50,1</i>	<i>49,4</i>	<i>55,2</i>	<i>146,6</i>

¹ Dati consuntivi. ² Dati di preventivo definitivo. ³ L'avanzo del 2000 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 milioni di euro. L'avanzo 2000 è riportato tra le entrate 2001.

Per quanto attiene alle spese, si è registrato un aumento di quelle in conto capitale correlato essenzialmente alle iniziative immobiliari riferite, rispettivamente, all'acquisto del nuovo immobile destinato a sede dell'Istituto in Roma e alla ristrutturazione dell'immobile ottenuto in concessione

dal Comune di Milano e destinato a nuova sede dell'Istituto in Milano (66,8 milioni di euro in complesso). L'aumento delle spese correnti è invece essenzialmente correlato, da un lato, all'incremento degli accantonamenti per ripristino immobilizzazioni, dall'altro, a un accantonamento di natura straordinaria al Fondo Pensionistico Integrativo per il personale di ruolo riconnesso alle modifiche normative intervenute nella disciplina della previdenza pubblica comportanti la riduzione della quota pensionistica a carico dell'Inps e alle modifiche intervenute in materia di previdenza complementare nel contratto collettivo di riferimento.

Nel mese di dicembre è stato approvato il bilancio di previsione per il 2002. Le entrate previste per l'esercizio assommano in complesso a 65,4 milioni di euro e derivano, per 24,7 milioni, dal «Trasferimento da parte dello Stato» per tale anno, per 38,5 milioni, dalle «Entrate contributive» e, per 2,3 milioni, da «Altre Entrate» dell'Istituto. Si aggiunge, per 11,2 milioni di euro, il complessivo «Avanzo di amministrazione presunto dell'esercizio 2001»; quest'ultimo è ripartito nelle separate componenti di «Avanzo di amministrazione disponibile» per la copertura finanziaria delle spese programmate per l'esercizio 2002 (10,3 milioni di euro) e «Avanzo di amministrazione generato da prenotazioni di impegno 2001 trasferite all'esercizio 2002 ai sensi dell'art. 19 del Regolamento di contabilità» (0,9 milioni di euro) riconnesso essenzialmente al differimento della programmata iniziativa di acquisizione di un server di elevate prestazioni. La previsione effettiva della spesa complessiva per l'esercizio 2002 (considerata al netto delle suddette prenotazioni di impegno trasferite dall'esercizio 2001 ricomprese nelle spese in conto capitale) assomma a 75,7 milioni di euro, di cui 72,7 per «Spese correnti» e 3 per «Spese in conto capitale».

L'importo complessivo delle spese correnti per il 2002 risulta inferiore al corrispondente dato di previsione definitiva 2001 essenzialmente per effetto del richiamato accantonamento straordinario al Fondo Pensionistico Integrativo ricompreso nel dato di previsione definitiva 2001. Tuttavia, tra le previsioni di spesa corrente per il 2002 numerose voci risultano incrementate rispetto all'omologo dato di previsione definitiva 2001; si segnala, in particolare, l'incremento dell'accantonamento per ripristino beni immobili riconnesso al nuovo immobile di proprietà destinato a sede dell'Istituto in Roma.

La previsione di spesa 2002 in conto capitale riflette essenzialmente la prosecuzione del programma di ammodernamento del sistema informatico e il programmato allestimento di una nuova biblioteca da realizzare presso la sede romana dell'Istituto.

Le innovazioni in tema di regime contributivo

La "legge finanziaria per il 2001" (legge 388/2000) ha sostituito l'originaria formulazione del comma 3 dell'art. 40 della legge 23 dicembre 1994, n. 724, con la seguente:

«3. Entro il limite del fabbisogno finanziario di cui al comma 1, la Consob determina in ciascun anno l'ammontare delle contribuzioni dovute dai soggetti sottoposti alla sua vigilanza. Nella determinazione delle predette contribuzioni la Consob adotta criteri di parametrizzazione che tengono conto dei costi derivanti dal complesso delle attività svolte relativamente a ciascuna categoria di soggetti».

L'originario testo del comma 3 prevedeva che in ciascun anno la Consob determinasse l'importo del corrispettivo dovuto dagli operatori a fronte di ogni singola tipologia di servizi da essa resi in base a disposizioni di legge. E, a titolo esemplificativo delle tipologie di servizi resi, indicava la tenuta degli albi, lo svolgimento di esami di abilitazione, la vigilanza sull'adempimento degli

obblighi informativi verso il mercato, i controlli sull'attività di revisione dei bilanci, di promozione di servizi finanziari, di intermediazione mobiliare, di sollecitazione del pubblico risparmio, etc.. Lo stesso comma 3 prevedeva poi che, nella determinazione dell'importo delle contribuzioni, la Consob era tenuta ad adottare criteri di parametrizzazione che tenessero conto dei costi delle diverse attività svolte.

La norma appena ricordata era tale per cui le contribuzioni erano configurate come “prezzo” delle prestazioni rese ai soggetti contribuenti e la struttura del sistema contributivo che ne conseguiva risultava fondata sul collegamento necessario tra singola tipologia di servizio reso (prestazione fornita) e relativo contributo (prezzo applicato alla prestazione).

Da tale impostazione sono derivati i seguenti rilevanti problemi: a) gli operatori sono risultati assoggettati al pagamento di distinte contribuzioni a fronte di ogni singola prestazione a essi fornita, con conseguenze evidenti in termini di onerosità degli adempimenti a loro carico; b) la numerosità delle fattispecie correlate ai contributi e l'elevata frequenza di talune fattispecie nel corso dello stesso anno contributivo ha costretto l'Istituto a gestire un gran numero di accertamenti di entrata e di registrazioni contabili e ad attivare numerose procedure di riscossione, sopportandone gli elevati costi amministrativi; c) non è risultato possibile pervenire a una standardizzazione della struttura dell'annuale provvedimento sul regime contributivo, dovendo questo essere di anno in anno ridefinito non soltanto per quanto attiene alla misura delle tariffe in funzione del volume programmato di entrate contributive, ma anche per tener conto della eliminazione o dell'aggiunta di *servizi* per effetto di mutamenti del quadro normativo di riferimento.

Tali complessi problemi potevano trovare soluzione soltanto attraverso una modifica della ricordata norma di cui al comma 3 dell'art. 40 che sostituisse il legame (presente nella norma) tra le contribuzioni e le singole tipologie di servizi resi dalla Consob, con un legame tra le contribuzioni e la complessiva attività di vigilanza svolta relativamente a ciascuna categoria di soggetti. Il che è stato appunto realizzato con il nuovo testo del comma 3, che supera la scomposizione dell'attività di vigilanza nelle sue diverse fasi (esami, iscrizioni ad Albi, estensioni di autorizzazioni, controlli), prendendo a riferimento la vigilanza considerata come un *unicum* («complesso delle attività svolte») e non più i singoli servizi resi. E, ai fini della determinazione delle contribuzioni, fa riferimento non più al costo dei singoli servizi resi nell'interesse di singoli operatori, bensì al costo del complesso delle attività svolte «relativamente a ciascuna categoria di soggetti» (intermediari, emittenti, società di revisione, promotori finanziari, etc.).

Tale nuovo testo normativo, che ha trovato per la prima volta applicazione con i provvedimenti recanti il regime contributivo per l'esercizio 2002, produce i seguenti effetti positivi: a) unicità di versamento annuale per ciascun operatore appartenente a una determinata categoria di soggetti vigilati; b) semplificazione dei meccanismi di determinazione annuale delle contribuzioni (essendo queste collegate non più ai singoli “servizi resi” ma al complesso delle attività svolte relativamente a ciascuna categoria di soggetti vigilati) e della gestione amministrativa

del sistema (in conseguenza della riduzione del numero dei versamenti); c) standardizzazione della struttura degli annuali provvedimenti sul regime contributivo.

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

I provvedimenti per il 2002 riflettono la sostanziale invarianza del quadro normativo di riferimento quanto alle categorie di soggetti vigilati. Immutati sono anche i relativi criteri di tariffazione, salvo che per i soggetti "offerenti" relativamente ai quali è stato introdotto un nuovo criterio.

In merito ai criteri di tariffazione si segnala peraltro che, in connessione alle richiamate innovazioni di sistema derivanti dall'applicazione del nuovo testo del comma 3, ai fini della definizione del regime contributivo per il 2002 si è ritenuto utile e opportuno procedere a una consultazione delle Associazioni di categoria interessate. E che, all'esito della consultazione, sui principi ispiratori dei criteri da seguire si è registrato un assai elevato grado di condivisione, anche in termini di numero di operatori rappresentati. Le Associazioni hanno, inoltre, espresso positivo apprezzamento per i profili di semplificazione e razionalizzazione che caratterizzano il modello contributivo derivante dalla norma riformulata.

Per quanto attiene al nuovo criterio di tariffazione applicato agli "offerenti", si segnala che il criterio in precedenza applicato prevedeva il pagamento di un contributo (determinato in misura fissa per operazione e/o in percentuale del controvalore dell'offerta) correlato alle operazioni comunicate alla Consob, ai sensi di legge, nel corso dello stesso anno cui era riferito il regime contributivo e prevedeva, inoltre, una misura massima e una misura minima di contribuzione per ciascuna operazione. Il nuovo criterio, invece, ferma rimanendo la previsione di una misura massima e di una misura minima di contribuzione, prevede il pagamento di un contributo correlato alle operazioni concluse nell'anno precedente a quello cui si riferisce il regime contributivo.

Tale nuovo criterio, il cui principio ispiratore è stato condiviso dalle Associazioni di categoria specificamente interessate, si caratterizza per il fatto che, a differenza del precedente, prende in considerazione eventi già in larga misura realizzatisi al momento dell'adozione dei provvedimenti sul regime contributivo (ricadente, di norma, nel mese di novembre dell'anno precedente a quello di riferimento). Il che produce il vantaggio di poter determinare la tariffa contributiva in relazione a una base imponibile in massima parte certa e, conseguentemente, di incamerare dalla categoria "offerenti" un ammontare di contribuzioni effettivamente corrispondente alla quota del complessivo gettito contributivo programmato da riferire al settore in base ai costi che l'Istituto sostiene per la relativa vigilanza. In tal modo, inoltre, il criterio di tariffazione degli "offerenti" si allinea, dal punto di vista strutturale, ai criteri individuati per le altre categorie di soggetti vigilati rendendo compiutamente coerente il regime contributivo definito sulla base del nuovo comma 3 dell'art. 40.

La gestione delle risorse umane

Nel corso del 2001 si è proceduto all'immissione in ruolo di 10 nuove unità e all'assunzione con contratto a tempo determinato di 6 nuove unità. A fronte delle predette nuove immissioni, si è nello stesso anno verificata la cessazione dal servizio di 20 unità, di cui 14 per dimissioni volontarie e 6 per pensionamento. Per cui, a fine 2001, l'organico dell'Istituto risulta, rispetto a fine 2000, diminuito di 4 unità (Tav. IX.2 e Tav. aIX.2).

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
2001	110	241	19	370	15	385

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

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

Per quanto attiene alle attività di formazione e addestramento, le ore dedicate nel corso dell'anno 2001 sono state in complesso pari a 11.400 (36.000 nel 2000), per una media pro-capite di circa 30 ore (92 nel 2000).

Il minor numero di ore di formazione svolte nel 2001, rispetto al 2000, si ricollega, in parte, alla decisione di sospendere per l'anno 2001 la formazione linguistica (da svolgersi prevalentemente in sede), in connessione alle iniziative di riassetto logistico dell'Istituto previste per tale anno e, in parte, alla decisione di ridurre l'addestramento informatico in considerazione della consistente attività formativa nel settore svolta nei precedenti anni.

Il piano della formazione per il 2002 si muove in linea con l'indirizzo strategico di favorire una formazione di tipo interdisciplinare così da consentire un più flessibile utilizzo delle risorse e la trasmissione interna delle conoscenze. Il piano prevede, tra l'altro, iniziative atte ad assicurare un più stretto legame tra attività formativa e risultati attesi e un significativo incremento della formazione gestita da personale interno all'Istituto.

Le relazioni con l'esterno e l'attività di investor education

Nel corso del 2001 è proseguita l'azione diretta a informare il pubblico sull'attività svolta dall'Istituto e ad accrescere negli investitori il grado di conoscenza delle caratteristiche degli strumenti finanziari e delle regole che presiedono al funzionamento del mercato mobiliare (*investor education*).

Lo sviluppo della cultura finanziaria ha rafforzato la capacità di autotutela del risparmiatore, permettendogli di diventare soggetto più attivo nel processo di selezione degli strumenti finanziari e di valutazione dei rischi. Investitori maggiormente consapevoli possono inoltre fornire un contributo rilevante all'azione di vigilanza mediante la segnalazione di abusi, frodi e comportamenti scorretti. L'attività di investor education è oggetto di interesse e iniziative anche da parte delle Autorità di vigilanza di altri paesi ed è sostenuta dalla International Organisation of Securities Commission (Iosco).

Il sito internet (attivato nel 1998) è stato individuato quale principale veicolo di diffusione dell'attività dell'Istituto per l'efficacia e l'ampia diffusione di tale tipo di strumento e per il rilevato crescente numero di accessi al sito dell'Istituto (Tav. IX.3).

In particolare, è stata creata una nuova area di consultazione, denominata "investor education", in cui sono state inserite sezioni con informazioni relative a due strumenti finanziari che hanno avuto larga diffusione presso il pubblico: i covered warrants e le obbligazioni reverse convertible. All'interno delle sezioni vengono illustrate nel dettaglio le caratteristiche dei due prodotti mediante informazioni, rese con linguaggio user friendly, che possono essere consultate on line o trasferite su computer; presentazioni animate ne facilitano la comprensione.

Il sito consente anche l'accesso a dei calcolatori, di agevole utilizzo, che, con poche operazioni, forniscono all'acquirente indicazioni utili sull'investimento da effettuare: nel caso dei covered warrant è possibile comparare i prezzi di più prodotti simili presenti sul mercato; mentre per le reverse convertible è possibile apprezzare la congruità del prezzo offerto per l'opzione put compresa nella reverse.

TAV. IX.3

ACCESSI ALLE PAGINE DEL SITO INTERNET
(2001)

PAGINE	TOTALE
HOME PAGE (NOVITÀ)	738.201
PER I RISPARMIATORI	97.314
LA CONSOB	117.589
SOCIETÀ	522.010
INTERMEDIARI E MERCATI	165.640
DECISIONI DELLA CONSOB	225.082
REGOLAMENTAZIONE	235.339
PUBBLICAZIONI E COMUNICATI	401.933
ALTRI SITI	36.376
MOTORE DI RICERCA UNICO	218.628
AIUTO E MAPPA DEL SITO	68.409
VERSIONE IN LINGUA INGLESE	143.375

A tali iniziative si affiancano, nella nuova area di consultazione, altre informazioni da tempo destinate ai risparmiatori: comunicazioni aventi a oggetto la segnalazione di attività abusive; avvertenze e indicazioni per l'effettuazione di investimenti finanziari; il documento illustrativo dei rischi inerenti gli investimenti; e il cost calculator programme per il calcolo delle commissioni connesse ai servizi di gestione individuale e collettiva.

Nel corso dell'anno è stata arricchita la sezione del sito dedicata alla "Regolamentazione", con l'introduzione di un "Indice per materia", costituito da 32 voci principali contenenti, per ciascun argomento, la normativa primaria e secondaria, le disposizioni e gli orientamenti Consob, con suddivisioni in sottovoci a contenuto più specifico. Un motore di ricerca consente di effettuare, all'interno della sezione, ricerche mirate e di estrarre con immediatezza i provvedimenti di interesse.

Nella sezione "Società", rispetto all'anno 2000, è possibile consultare ulteriori informazioni sugli assetti proprietari delle società quotate; agli argomenti già esistenti sono stati aggiunti gli estratti dei patti parasociali, i cui testi si presentano in una versione aggiornata per consentire una più completa e agevole consultazione. Nel sito rimane comunque una ricostruzione storica delle variazioni intervenute.

Nella sezione "Consob", invece, è stata aperta una "Sala stampa" virtuale, attraverso la quale l'Istituto, consapevole del ruolo fondamentale dei media nell'informazione finanziaria, ha voluto semplificare l'accesso alla documentazione di maggiore interesse per i giornalisti e comunicare con immediatezza notizie e messaggi operativi.

La Consob ha partecipato nel maggio del 2001 al Forum della Pubblica Amministrazione per avere una comunicazione diretta con i risparmiatori e fornire maggiori informazioni sulle proprie funzioni; nell'occasione sono state messe a disposizione dei visitatori una serie di postazioni informatiche per navigare sul sito internet dell'Istituto e per seguire in diretta l'andamento delle contrattazioni sui mercati regolamentati.

Nell'ottica dell'ampliamento della comunicazione sul *web*, la Consob ha aderito a fine anno al progetto "Norme in rete" dell'Aipa (Autorità per l'Informatica nella Pubblica Amministrazione), nell'ambito delle iniziative collegate alla rete unitaria della pubblica amministrazione. Tale progetto ha lo scopo di realizzare un portale giuridico istituzionale che consenta l'accesso gratuito alla documentazione normativa pubblicata sul *web* da istituzioni pubbliche.

Nel 2001 è stato, inoltre, realizzato il primo cd rom "Albi ed Elenchi", contenente l'albo delle imprese di investimento e quello dei promotori finanziari previsti dal d.lgs. 58/1998, aggiornati entrambi al 31 dicembre 2000.

Le richieste di documentazione e informazioni sull'attività dell'Istituto (Tav. aIX.3) confermano l'intenso impegno nell'attività svolta quotidianamente nei confronti del pubblico.

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.

Fonte dei dati: ove non espressamente citata si intende la provenienza da Archivi Consob

LA PROPRIETÀ DELLE SOCIETÀ QUOTATE

Tavv. I.1, I.2, I.3, I.4, I.5, I.6, I.7, aI.1, aI.2, aI.3, aI.4, aI.5, aI.6, aI.7, aI.8, aI.9

Per società quotate si intende società con titoli ammessi alle negoziazioni su un qualsiasi mercato regolamentato italiano.

Per società quotate in Borsa si intende società con titoli ammessi alle negoziazioni al Mercato Telematico Azionario gestito da Borsa Italiana spa.

Tavv. I.1, I.2, I.3 Tavv. aI.1, aI.2, aI.3, aI.4

L'Archivio Consob sulla trasparenza proprietaria è costituito dalle comunicazioni inviate ai sensi dell'art. 120 del Tuf, in base al quale tutti coloro che partecipano in una società quotata italiana, in misura superiore al 2 per cento del capitale rappresentato da azioni con diritto di voto, devono darne comunicazione scritta alla società stessa e alla Consob che diffonde tali informazioni al mercato.

Per partecipazione rilevante si intende il possesso di quote azionarie superiori al 2 per cento del capitale rappresentato da azioni con diritto di voto (art. 120 Tuf).

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

Tav. I.2, aI.1, aI.2

La definizione dei modelli di controllo è la seguente:

- di diritto: si ha quando un singolo azionista detiene più del 50 per cento dei diritti di voto esercitabili in assemblea ordinaria;
- di fatto: si ha quando un soggetto, che non controlla di diritto la società, è in grado di esercitare un'influenza dominante sull'assemblea ordinaria;
- patto di sindacato: si ha quando la quota aggregata dei diritti di voto detenuta dagli aderenti ad un patto di sindacato di voto è superiore al 50 per cento dei diritti di voto esercitabili in assemblea ordinaria o consente di esercitare un controllo di fatto.

Tavv. I.4, al.5

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.

LE OPERAZIONI DI COLLOCAMENTO E DI FINANZA STRAORDINARIA

Tavv. II.2, II.4, II.5, II.6, II.7, II.8, II.9 e Tavv. aII.1, aII.2, aII.3, aII.4, aII.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*; nel caso di riduzione del numero di azioni offerte in vendita rispetto alla previsione contenuta nel prospetto informativo, ed in mancanza di specifica indicazione in merito, il computo delle quote *post* offerta di ogni singolo azionista venditore viene effettuato operando una ripartizione della vendita risultante proporzionale a quella prevista;
- la determinazione delle quote dell'azionista di controllo segue un criterio di natura sostanziale che tiene conto di tutte le azioni detenute dai membri di uno stesso nucleo familiare, delle azioni detenute da diverse società facenti capo ad un unico soggetto, delle azioni non conferite in eventuali patti di sindacato da parte di soggetti aderenti ai relativi patti; in mancanza di un azionista di controllo, alla voce azionista di controllo viene indicato il primo azionista;
- le azioni proprie vengono detratte dal capitale sociale dell'emittente ai fini del calcolo delle quote degli azionisti rilevanti e della capitalizzazione;

Tavv. II.4 e II.5

Per la determinazione del primo investitore, nonché delle relative quote richieste e assegnate, si considerano anche i soggetti appartenenti al gruppo dello stesso.

Tav. II.7

Sono compresi anche i rapporti creditizi e partecipativi esistenti alla data dell'offerta fra le società ammesse a quotazione e i soggetti controllanti o controllati dagli sponsor o dai soggetti collocatori che hanno curato l'operazione.

Nell'ambito dei rapporti creditizi non si considerano le operazioni relative a banche commerciali, nonché quelle in cui non è stato possibile determinare la quota dei finanziamenti erogati; solo in alcuni casi, particolarmente rilevanti, si è tenuto conto del dato relativo agli affidamenti.

Non si considerano le opzioni per l'acquisto o la sottoscrizione di azioni detenute dai predetti soggetti ai fini della rilevazione dei rapporti partecipativi.

Tav. II.8

I valori medi riferiti al numero di investitori istituzionali e alla quota detenuta da tali soggetti prima e dopo l'offerta si riferiscono alle sole società nel cui azionariato era presente tale categoria di investitori.

Tavv. II.9 e aII.5

Le elaborazioni hanno riguardato esclusivamente le offerte di titoli quotati o emessi da società quotate e le offerte finalizzate alla quotazione. La classificazione temporale delle operazioni di collocamento è effettuata in funzione della data di inizio dell'operazione.

Nel campione non sono incluse le operazioni finalizzate alla ristrutturazione del debito della società emittente e riservate alle banche creditrici, né gli aumenti di capitale con conferimento in natura, mentre sono inclusi gli aumenti di capitale asserviti a piani di *stock options* riservati ai dipendenti. 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. aII.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. aII.7

I dati riguardano le società quotate al momento dell'operazione di cessione della partecipazione. Il controvalore complessivo comprende i soli ricavi da cessione, al lordo degli oneri e delle spese di cessione, e non include anche gli eventuali debiti finanziari trasferiti.

L'INFORMATIVA SOCIETARIA

Tav. aIII.1

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.

GLI INTERMEDIARI MOBILIARI

Tavv. VI.1, VI.3, aVI.3, aVI.4

Per gestione individuale si intende quanto disposto dall'art. 1, comma 5, lettera d, del Tuf. Per Oicr si intendono gli organismi di investimento collettivo del risparmio. Il dato relativo ai fondi comprende anche le Sicav.

Tav. VI.2

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. aVI.1

Le categorie dei fondi sono state individuate sulla base delle classificazioni Assogestioni vigenti alle date di riferimento.

Tav. aVI.10

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 dell’economia; 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 per gli agenti di cambio sono quelli previsti dall’art. 22 della legge 402/1967 e dall’art. 201, comma 14, del Tuf.

LA GESTIONE INTERNA 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 1^a, Funzionario di 2^a. La carriera operativa comprende la qualifica di Coadiutore principale, Coadiutore, Assistente superiore, Assistente e vice Assistente.