

SENATO DELLA REPUBBLICA

XIV LEGISLATURA

Doc. XXVIII
n. 1

RELAZIONE

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

(Anno 2000)

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

Presentata dal Ministro dell'economia e delle finanze

(TREMONTI)

Comunicata alla Presidenza il 1° ottobre 2001

INDICE

Valutazioni sulla relazione della CONSOB per l'anno 2000	Pag.	5
Il controllo sull'informativa	»	11
La vigilanza sui promotori finanziari	»	21
Il finanziamento della Commissione e l'organizzazione	»	21
Relazione al Ministro del tesoro, del bilancio e della programmazione economica	»	23
I. L'ATTIVITÀ DELLA CONSOB E IL MERCATO	»	25
L'andamento dei settori di interesse dell'Istituto	»	25
Il testo unico e la regolamentazione secondaria	»	27
Il controllo sull'informativa	»	27
La vigilanza sulle società di gestione dei mercati e sugli operatori	»	28
L'attività in sede giurisdizionale	»	31
Le relazioni internazionali	»	31
La gestione e l'amministrazione dell'Istituto	»	32
II. LINEE DI INDIRIZZO E QUESTIONI APERTE	»	33
Il mercato unico dei capitali e dei servizi finanziari . .	»	33
Il governo societario	»	34
I problemi della <i>securities industry</i>	»	36
Le emissioni obbligazionarie	»	37
La vigilanza sui promotori finanziari	»	37
Il personale e l'organizzazione	»	38

VALUTAZIONI SULLA RELAZIONE DELLA CONSOB PER L'ANNO 2000

Il mercato finanziario italiano ha conosciuto una significativa evoluzione nel più recente passato.

Sulla base anche dei dati forniti dalla Consob, integrati da ulteriori osservazioni su eventi che hanno inciso sul suo assetto generale, è evidente che il mercato finanziario nazionale sta assumendo con sempre maggior forza caratteristiche proprie di un mercato evoluto.

Lo slancio impresso alla realtà italiana con la riforma introdotta dal Testo unico della Finanza ha continuato a produrre effetti di innovazione e trasformazione tra gli operatori del mercato. Accanto all'attività normativa anche l'ingente opera di dismissione delle partecipazioni azionarie detenute dallo Stato ha determinato le condizioni per il raggiungimento degli attuali volumi di scambi in titoli quotati.

E' possibile pure osservare che i comportamenti assunti dai risparmiatori in tale quadro di insieme ha favorito l'aumento del numero delle società quotate (49 nell'anno 2000).

Tuttavia, se da un canto i dati riferiti forniscono motivi di incoraggiamento, d'altra parte la considerazione delle prospettive di integrazione del mercato nazionale in ambito europeo spingono ad ulteriori riflessioni circa gli sforzi da compiere.

Il dato della integrazione comunitaria è ormai ineludibile e produce già rilevanti effetti sia sotto il profilo delle strutture organizzative e del funzionamento dei mercati, sia con riferimento alla regolamentazione dei fenomeni economici.

La competizione già elevata tra sistemi finanziari dei paesi membri dell'Unione Europea è destinata a crescere con l'avvento della moneta unica.

In tale contesto è prevedibile che si sviluppino fenomeni volti al recupero di margini di efficienza e di riduzione dei costi della attività finanziaria attraverso, soprattutto, meccanismi di concentrazione ed integrazione tra sistemi.

E' un dato ben noto quello che si riferisce alle iniziative per la concentrazione delle funzioni di "trading" gestite dalle diverse borse dei singoli mercati nazionali.

E' altrettanto rilevante, anche se in una fase meno avanzata, l'attività di sviluppo, anche integrato tra aree diverse, dei sistemi di "post trading" gestiti in modo diversificato da varie entità preposte alle funzioni di "settlement" e "clearing" nei diversi paesi dell'Unione.

A fronte di tale dato del sistema economico si pongono le iniziative possibili a livello nazionale e comunitario per incentivare lo sforzo di crescita dell'efficienza del sistema complessivamente considerato.

In ambito nazionale si segnala quanto già fatto per rendere competitivo il sistema di regolamento delle operazioni su titoli del mercato italiano in occasione della emanazione del decreto legislativo di recepimento della direttiva "settlement finality". La scelta del legislatore è stata quella di dare la maggiore copertura possibile alle operazioni concluse tra intermediari nell'ambito di sistemi di regolamento riconosciuti nell'ottica di favorire lo sviluppo del sistema di post trading nazionale sia per porlo ad un livello tra i più avanzati in ambito europeo, sia per favorire l'afflusso di operazioni da altri sistemi.

Nello stesso spirito di recupero di margini di competitività si pone lo sforzo di favorire lo sviluppo della Piazza Finanziaria Italiana sui due fondamentali cardini del trading e del post trading. Sul primo dei due filoni occorre proseguire nella valorizzazione del mercato dei titoli di Stato italiani il quale già primeggia per liquidità, spessore e contenimento dei costi e sulla ulteriore crescita del mercato di borsa.

Sull'altro filone occorre proseguire la maggiore integrazione possibile tra gestori di sistemi di *settlement* e *clearing*.

Lo sforzo menzionato appare indifferibile in presenza di due dati: da un canto a livello europeo esiste una forte concorrenzialità tra sistemi nazionali di *clearing* e *settlement* ed è prevedibile che il sistema nel suo complesso possa essere caratterizzato in futuro da forti concentrazioni; d'altra parte la Commissione UE ha lanciato una iniziativa di consultazione degli Stati membri nell'ottica di presentare una proposta di direttiva per disciplinare l'attività di "post trading" prima menzionata oggi non coperta da normativa armonizzata.

La considerazione da ultimo svolta porge l'occasione per sottolineare l'importanza assunta dalle iniziative comunitarie per la regolamentazione in modo armonizzato del mercato finanziario europeo nella prospettiva della sua integrazione.

L'attività comunitaria che il Governo segue, anche con il contributo della Consob e delle altre Autorità, è ormai la fonte prevalente della configurazione del mercato e di elaborazione della relativa disciplina.

FSAP. Nel 2000 con il Consiglio europeo di Lisbona è stato avviato un processo riformatore che dovrebbe portare alla realizzazione di un mercato unico dei servizi finanziari entro il 2005 e dei valori mobiliari entro il 2003.

Gli strumenti operativi varati sono stati il Piano di azione dei servizi finanziari, preparato dalla Commissione e approvato dal Consiglio Europeo di Colonia volto a rimuovere le asimmetrie normative all'interno dell'Unione distorsive dei meccanismi di mercato ed a porre le basi per la riforma delle procedure di normazione nel rispetto delle competenze attribuite dai Trattati.

Il ritmo talora incerto nel processo di attuazione del Piano d'Azione richiede la continuazione degli sforzi fin qui profusi ed il convinto sostegno di tutte le Istituzioni nazionali interessate, affinché si possa realizzare nei tempi previsti l'obiettivo dell'integrazione normativa dei mercati finanziari, che si assume essenziale per il nostro Paese al fine di superare arbitraggi regolamentari, segmentazioni e difficoltà operative.

In proposito il fallimento del lungo negoziato sulla direttiva in tema di offerte pubbliche di acquisto rappresenta una interruzione significativa nel detto processo. La mancata adozione della proposta lascia in essere asimmetrie regolamentari non conformi all'interesse nazionale, poiché la direttiva era destinata ad incidere maggiormente su ordinamenti di altri Paesi che praticano condizioni più restrittive in materia; la qual cosa avrebbe determinato un importante ravvicinamento di tali normative alla regolamentazione più liberale contenuta nel Testo unico della Finanza sostanzialmente in linea con la proposta di direttiva non approvata.

Il processo di deregolamentazione, liberalizzazione e modernizzazione, di cui il Testo unico ha costituito ed ancora costituisce un fondamentale strumento, deve essere ulteriormente appoggiato, anche in ambito UE, in funzione della compiuta integrazione regolamentare dei mercati finanziari, resa indifferibile dall'accresciuta operatività transfrontaliera e dalla dimensione raggiunta e dalla natura delle transazioni.

Meritano, in particolare, di essere adeguatamente sostenute, ove rispondano alle indicate esigenze, le proposte di direttiva in discussione in materia di fondi pensione, di conglomerati, di garanzie finanziarie, di informazione societaria nonché le iniziative di revisione della direttiva sui servizi di investimento (93/22/CEE), come pure quella sugli abusi di mercato.

Comitato Lamfalussy. Il Consiglio Ecofin nel luglio dello scorso anno ha insediato un comitato dei saggi presieduto da Lamfalussy con il mandato esplicito da parte del Consiglio dell'Unione di studiare la riforma delle procedure normative, allo scopo di renderle più funzionali alla realtà della finanza globalizzata.

Il rapporto conclusivo del comitato, approvato dal Consiglio Europeo di Stoccolma dello scorso marzo, propone la rapida istituzione di due comitati ad hoc, quello dei valori mobiliari e quello delle autorità nazionali di vigilanza sui mercati dei valori mobiliari, all'interno di una cornice di normazione per principi essenziali e norme tecniche e di dettaglio.

La nascita di un'unica autorità di vigilanza e controllo del mercato dei valori mobiliari con competenza a livello comunitario è stata al momento accantonata in mancanza del necessario consenso politico, oltre al fatto che è tecnicamente più complessa in assenza di aggiustamenti nell'assetto istituzionale della Unione.

Il ruolo e le attribuzioni dei nuovi comitati, infatti, non alterano l'equilibrio istituzionale fissato nei Trattati ed operano nell'ambito delle procedure della "comitatologia", disciplinate dalla decisione del Consiglio n.468 del 1999.

Viene fatta salva la possibilità, nel caso appaia necessario, di varare degli emendamenti ai Trattati che avverranno nella cornice della conferenza intergovernativa convocata a Berlino nel 2004.

Lo snellimento delle procedure indispensabile per il raggiungimento dell'obiettivo strategico del conseguimento di un mercato finanziario integrato entro il 2005 viene assicurato con l'articolazione del sistema regolamentare e delle relative procedure decisionali su quattro livelli.

Al primo livello, le direttive e/o i regolamenti proposti dalla Commissione e approvati mediante la normale procedura di co-decisione dal Consiglio UE e dal Parlamento europeo stabiliscono i principi generali.

L'attuazione della normativa di dettaglio (secondo livello) è di competenza della Commissione sulla base della procedura di comitatologia. Nell'ambito di tale procedura, un nuovo *Securities Committee* presieduto dalla Commissione e composto da rappresentanti degli Stati membri agisce da comitato di regolamentazione e vota, a maggioranza qualificata, le proposte specifiche della Commissione.

Il nuovo comitato dei regolatori (ESRC), composto dai rappresentanti delle autorità di vigilanza dei mercati mobiliari, ha funzioni consultive nei confronti della Commissione nella fase di elaborazione delle proposte relative al secondo livello.

Il comitato dei regolatori è presente anche nel terzo e quarto livello dello schema disegnato dai Saggi, perché all'interno di procedure di stretto raccordo, si eviti la riproduzione di asimmetrie regolamentari per il tramite di prassi delle autorità di vigilanza non coordinate.

Il terzo livello interessa il tema del coordinamento tra le autorità nazionali nell'esecuzione delle previsioni di principio e dettaglio formate nei livelli superiori, mentre il quarto e ultimo livello riguarda il rispetto dell'attuazione della regolamentazione comunitaria.

La Commissione attualmente ha avviato le procedure per l'istituzione, attraverso una propria decisione, dei due nuovi comitati, previsti dal rapporto Lamfalussy: *European Securities Committee* (ESC) e *European Securities Regulators Committee* (ESRC). L'istituzione dell'ESC, in questa fase, è prevista solamente per le funzioni consultive. L'attribuzione delle funzioni regolamentari è invece subordinata al consenso del Parlamento europeo che dovrà esprimersi nell'ambito della procedura di co-decisione.

Gli standard qualitativi della normativa comunitaria, con ogni probabilità, si innalzeranno, perché le procedure decisionali ordinarie saranno limitate alla prescrizione dei principi essenziali della materia.

La normativa tecnica invece sarà frutto di procedure di comitato e pertanto particolarmente celeri e flessibili, con la possibilità di realizzare correzioni ed emendamenti, se la realtà dei mercati ne imporrà l'urgenza.

Il baricentro dei poteri decisionali rimane, in ogni caso, incardinato, nel rispetto dello spirito e della forma dei Trattati, nel dialogo tra Consiglio e Parlamento per la definizione dei principi essenziali della normativa e tra Commissione e *Securities Committee* per la produzione delle disposizioni di dettaglio di contenuto più prettamente tecnico.

Il processo di normazione verrà governato all'interno della dialettica tra Commissione ed European Securities Committee solo quando Consiglio e Parlamento con la procedura di co-decisione decideranno di investire il Securities Committee di compiti regolatori, fornendo con apposita direttiva o regolamento idonea base giuridica.

La direttiva sui prospetti e sugli abusi di mercato costituiranno negli auspici della Commissione e del Consiglio un significativo banco di prova della nuova architettura procedurale.

Gli aspetti più delicati della riforma e che, in parte, permangono ancora al centro dei negoziati comunitari, sono quelli relativi alla necessità di assicurare trasparenza nelle procedure, adeguata *accountability* e controllo democratico.

La solidità dell'impianto disegnato dal rapporto Lamfalussy sarà verificata anche sul terreno della distinzione tra principi essenziali e normativa tecnica e di dettaglio, cui è ancorato il ricorso alla procedura ordinaria o a quella affidata ai comitati.

Il rischio è quello dell'alterazione dell'equilibrio tra le Istituzioni della Comunità, della sottrazione di competenze agli organismi investiti dei poteri di normazione, cui fa da contraltare l'attuale inadeguatezza della legislazione europea per il conseguimento dell'obiettivo del mercato unico nei tempi prefissati.

Il Consiglio europeo di Stoccolma ha dettato alcuni accorgimenti utili per una soluzione del problema.

La Commissione è invitata a riconoscere al Consiglio e al Parlamento Europeo la possibilità di avere completo accesso ai documenti relativi all'opera dei comitati e di tener conto delle osservazioni da questi presentate già nelle fasi iniziali del processo.

Inoltre, a garanzia delle prerogative del Parlamento europeo, è disposto che questo abbia completa e tempestiva informazione dalla Commissione sull'attività del *Securities Committee*, quando quest'ultimo agisce in funzione di comitato di regolazione ed esercita poteri di normazione.

E' previsto che nei casi in cui il Parlamento ritenga che la delega sia stata violata, la Commissione debba impegnarsi a riesaminare la proposta tenendo nel massimo conto la posizione del Parlamento europeo.

Commercio elettronico Il tema del commercio elettronico è stato ritenuto prioritario nelle conclusioni del Consiglio di Lisbona dalle Istituzioni comunitarie, determinante per l'avvio di un duraturo ciclo di espansione economica e centrale per il varo del mercato unico nel settore dei servizi finanziari.

L'obiettivo è la realizzazione di un mercato europeo delle transazioni *on line* con la possibilità per le imprese attive nell'*e-commerce* di offrire i propri servizi sul territorio di qualunque Stato membro, senza alcuna restrizione nell'accesso ed obbedendo unicamente alla legislazione dello Stato in cui hanno sede.

L'apertura dei mercati e dell'eliminazione di qualunque ostacolo regolamentare alla competizione all'interno dei mercati domestici di altri operatori comunitari deve peraltro trovare un punto di equilibrio con la tutela dei diritti dei consumatori.

La normativa comunitaria contenuta nella direttiva sull'*e-commerce* entrerà in vigore il 17 gennaio 2002 ed è ispirata alla regola del "*country of origin*", cioè dell'applicazione della legislazione del Paese di origine del prestatore del servizio. Lo stesso principio si intende affermare nella direttiva sulla vendita a distanza dei servizi finanziari, in fase di negoziazione.

Permangono peraltro divergenze tra alcuni Stati membri e la Commissione sulla applicazione immediata del principio del Paese di stabilimento.

Rimane aperta nei negoziati comunitari l'opzione di congelare l'applicazione della clausola del mercato interno nel settore del commercio elettronico e dei servizi finanziari, in attesa di una piena e soddisfacente armonizzazione delle normative nazionali, soprattutto, in settori dove particolarmente pressanti sono i bisogni di tutela dei consumatori.

La Commissione nell'ambito del *Financial Services Action Plan* ha disegnato una strategia di intervento che, in concomitanza con il processo di armonizzazione delle normative nazionali, faccia sì che l'applicazione del principio del "*country of origin*" non avvenga a danno dei consumatori. Il Consiglio Ecofin del 7 maggio 2001 ha approvato il piano presentato dalla Commissione.

Acquisisce rilievo centrale la necessità di un quadro normativo chiaro e coerente, ed in particolar modo di misure concrete idonee a costruire e preservare la fiducia del consumatore e a rafforzare la cooperazione tra le autorità di vigilanza nazionali a tutela della stabilità del sistema finanziario.

Tra gli strumenti indicati, assume importanza prioritaria la garanzia di un'adeguata informazione sui rischi specifici del commercio *on-line*.

A questo riguardo si inserisce l'impegno da parte della Commissione a realizzare un inventario delle differenti normative di protezione del consumatore.

Contribuiscono a questo risultato anche progetti sperimentali per la realizzazione di reti di cooperazione transfrontaliera per la risoluzione extragiudiziale delle controversie quali: il progetto Fin-Net e alcune iniziative della Commissione sui mezzi di pagamento elettronici; una raccomandazione sui principi prudenziali in tema di vigilanza sui sistemi di pagamento e un *action plan* per la sicurezza tecnica contro frodi e contraffazioni.

Per quanto riferito, particolare importanza riveste il negoziato in corso sulla proposta di direttiva in materia di vendita a distanza di servizi finanziari per il contributo all'attuazione del Piano d'azione sui servizi finanziari e per la connessione stretta con la regolamentazione del commercio elettronico.

La stessa iniziativa costituisce l'occasione per eliminare alcuni possibili elementi distorsivi della concorrenza derivanti dall'entrata in vigore della direttiva *e-commerce*.

Il controllo sull'informativa.

La Commissione ha svolto nel corso dell'anno 2000 una importante attività nell'ambito della vigilanza informativa, in attuazione degli specifici compiti che le sono affidati dal Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (d. lgs. 28 febbraio 1998, n. 58).

La relazione corredata del volume "Dati ed Analisi" illustra l'attività della Commissione in materia, pone le linee di indirizzo della sua azione e rappresenta le questioni ancora aperte.

I dati riferiti dalla Consob sono significativi e danno conto di una intensificazione dell'attività dell'Istituto in linea con l'evoluzione del mercato finanziario. Esso sottopone costantemente nuove problematiche ed elementi di criticità all'attenzione dell'autorità di vigilanza che, nel quadro delle sue competenze, è chiamata a svolgere un delicato compito per la realizzazione delle finalità individuate dal Testo unico.

La Commissione, in particolare, segnala talune tematiche di rilievo che vengono di seguito rappresentate, privilegiando l'esame degli aspetti ritenuti di maggior interesse.

Prospetti. In tema di prospetti informativi, la relazione se da un lato sottolinea il miglioramento della loro qualità, anche per effetto di spinte concorrenziali, dall'altro contiene un richiamo ai soggetti coinvolti a vario titolo nei collocamenti affinché svolgano in modo diligente, responsabile e corretto la loro funzione, assicurando veridicità e completezza alle informazioni fornite. Carenze e

problematiche vengono infatti rappresentate sul punto ed ascritte alla natura polifunzionale degli operatori ed alla struttura degli accordi che intercorrono tra loro e gli emittenti.

Il tema del controllo dei prospetti informativi e più in generale della qualità dell'informazione trasmessa al mercato ha registrato nel corso dell'anno una significativa sentenza della Corte di Cassazione¹ che, sia pure con riferimento ad una fattispecie verificatasi nella vigenza della normativa oggi abrogata (art. 18 – 18 quater della legge 7 giugno 1974, n. 216), ha affermato che il controllo della Commissione attiene alla completezza ed alla veridicità delle informazioni, con la conseguenza che è configurabile la responsabilità civile dell'organo di vigilanza in caso di omissione del controllo.

La decisione ripropone all'attenzione la natura del controllo di trasparenza della Commissione. E' questo un tema rilevante con evidenti implicazioni sull'attività della Consob e dei soggetti vigilati, nonché un aspetto significativo per la individuazione del ruolo dell'Autorità di vigilanza.

Il Testo unico specifica che i poteri della Commissione in tema di controllo di trasparenza sono attribuiti "*al fine di vigilare sulla correttezza delle informazioni fornite al pubblico*" (art. 115).

La legge 216/74, invece, indicava quale finalità dell'attività di vigilanza l'accertamento dell'esattezza e della completezza dei dati e delle notizie comunicate o pubblicate (art. 3, lett.c).

La correttezza costituisce pertanto allo stato la misura dell'intervento dell'organo di controllo.

La norma vigente viene interpretata dalla Commissione, con il conforto della prevalente dottrina, nel senso che non competerebbe alla stessa il controllo sulla veridicità dell'informazione ma la sola verifica della completezza e della correttezza dei dati e delle notizie fornite al pubblico. Tale potere si specifica talora, seppure entro certi limiti ed in considerazione delle peculiarità delle fattispecie concrete sottoposte all'attenzione della Consob, nel dovere di riscontro dell'attendibilità dell'informazione.

Per la Consob, la falsità delle informazioni pubblicate è quindi ascrivibile in via esclusiva agli emittenti ed agli altri soggetti interessati a vario titolo nei collocamenti.

Si osserva peraltro che la genericità del dato normativo richiamato rende la lettura prospettata ragionevole ma non univoca; la norma infatti può prestarsi a differenti interpretazioni che vanno nel senso di un rafforzamento del potere di controllo della Consob. Esse, se da un lato potrebbero soddisfare in maniera più compiuta gli interessi indicati dal Testo unico, dall'altro devono confrontarsi con le possibili difficoltà operative che incontrerebbe l'Autorità di vigilanza.

¹ Cass. , sez. I, civ., 14 febbraio – 3 marzo 2001, n.3132.

Le incertezze interpretative, le implicazioni evocate dalla richiamata sentenza della Cassazione e le considerazioni che precedono sembrano suggerire una iniziativa normativa che, intervenendo sulla formulazione della norma richiamata, faccia chiarezza sul punto.

Studi ed analisi. L'attenzione della Commissione è altresì rivolta alle informazioni diffuse al pubblico tramite studi e statistiche in ragione della consapevolezza dell'importanza crescente che essi rivestono nella determinazione delle scelte d'investimento e delle significative influenze sull'andamento del mercato. Tali analisi dovrebbero essere espressione di indipendenza, chiarezza e completezza; caratteristiche queste che, si evidenzia nella relazione, talora sono messe in discussione laddove sussistano - come spesso accade - legami di interesse tra i soggetti che li producono e gli emittenti interessati.

La relazione dà conto di talune innovazioni apportate alla previsione in tema di "Studi e statistiche", attraverso la modifica - con delibera n. 13086 del 18 aprile 2001 - del regolamento concernente la disciplina degli emittenti (art. 69 r. 11971 del 14 maggio 1999). In particolare si prevede per la loro diffusione la condizione che essi "*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 ed alle operazioni oggetto di analisi, indicandone le ragioni e l'estensione*".

Si segnala altresì la recente comunicazione Consob sulle modalità di diffusione di dette analisi concernenti gli emittenti di strumenti finanziari (C. n. DME/1029755 del 20 aprile 2001).

La Commissione inoltre promuoverà il tema in sede FESCO per sollecitare l'adozione di soluzioni normative uniformi al fine di evitare arbitraggi regolamentari.

Le richiamate iniziative appaiono in linea con il Testo unico della finanza (art. 114, 5° comma) che attribuisce alla Consob potestà normativa per la determinazione dei casi e delle modalità con le quali devono essere fornite al pubblico informazioni su tali prodotti ed individua al tempo stesso i soggetti nei confronti dei quali, ad esclusione di altri, detto potere può esplicarsi (emittenti quotati, intermediari autorizzati alla prestazione di servizi di investimento nonché soggetti in rapporto di controllo con essi).

La scelta operata dal legislatore è la risultante di un bilanciamento di interessi ritenuti del pari meritevoli di tutela; ne deriva che la prevenzione delle situazioni di conflitto di interessi non può spingersi sino al punto di creare distorsioni nell'attività di produzione di studi ed analisi, anche in considerazione dell'importanza della funzione che essi svolgono.

Si legge nella relazione, a sostegno dell'iniziativa assunta, che l'intervento sulla materia è "*teso a garantire un livello di informativa più adeguato proprio in relazione ad eventuali situazioni*

conflittuali, tenuto conto della rilevanza che gli studi effettuati dagli analisti ricoprono nell'economia dei processi di elaborazione e diffusione delle informazioni attinenti gli emittenti quotati e riconoscendo tale attività come elemento positivo destinato ad integrare ad arricchire il processo di disclosure generato dall'informazione continua sulle notizie price sensitive “.

La consapevolezza delle possibili implicazioni dell'attività di vigilanza sull'attività degli analisti si coglie anche nella lettura della citata comunicazione (DME/1029755) nella quale si invoca, tra l'altro, proprio al fine di alleviare possibili distorsioni in materia *“una complementarietà tra intervento normativo ed autoregolamentazione dei soggetti”.*

Distorsioni connesse alla struttura proprietaria. Altro aspetto significativo evidenziato dalla Commissione in materia di vigilanza informativa è costituito dai possibili riflessi che gli attuali assetti organizzativi e di controllo degli intermediari sarebbero in grado di determinare sul corretto funzionamento dei meccanismi di monitoraggio e di trasmissione delle informazioni; in particolare si sottolinea l'incidenza della forte componente bancaria del settore. I fondi di diritto italiano sono infatti nella quasi totalità filiazioni di banche esse stesse quotate o comunque in stretti rapporti con gli emittenti quotati.

“Per tale ragione - si legge nella relazione - i fondi non sempre possono essere in grado di esercitare efficacemente un ruolo attivo di monitoring che potrebbe risultare in contrasto con gli interessi degli istituti di cui sono filiazioni.”

Considerazioni sulle fattispecie evocative di conflitti di interesse. La prevenzione dei conflitti di interessi è l'aspetto che accomuna le problematiche sopra illustrate ed è un tema che riecheggia anche in altri passi della relazione. La Commissione richiama l'attenzione sui rischi che la forte connotazione bancaria del settore può determinare sull'indipendenza dei soggetti a vario titolo coinvolti nel processo in esame e conseguentemente sulla qualità dell'informazione rivolta ai risparmiatori.

Una indicazione per una maggiore attenzione alla prevenzione delle situazioni di conflitto di interessi si rinviene anche in ambito UE ed in particolare nella direttiva in corso di adozione in materia di società di gestione di Organismi di investimento collettivo di valori mobiliari (OICVM). Essa, attraverso la tecnica della integrazione dell'articolato della direttiva 85/611/CEE, darà luogo ad un rafforzamento, sotto il profilo in esame, della disciplina vigente espressa nella richiamata direttiva.

Se da un lato i timori rappresentati appaiono fondati ed inducono ad un rafforzamento dell'attività di vigilanza a presidio degli interessi che sono alla base dell'istituzione della Consob,

dall'altro non va dimenticato che la forte presenza bancaria nel settore è un elemento che ha concorso ed ancora contribuisce alla crescita dei fondi comuni nel nostro Paese. Essa costituisce inoltre una connotazione propria di altri Stati, non solo dell'Unione europea² ed è una caratteristica significativa per assicurare competitività ed efficienza al nostro mercato finanziario.

L'attività della Commissione, in tutti i settori di suo interesse e specificatamente in quello informativo, deve talora esplicarsi attraverso il necessario contemperamento di interessi che la legge considera sullo stesso piano. Accanto alla tutela degli investitori vengono infatti in rilievo esigenze di stabilità, competitività e di buon funzionamento del mercato finanziario (cfr. art. 5 d. lgs. 58/98). In tal senso è significativo che il legislatore abbia realizzato una distribuzione di competenze tra la Consob, la Banca d'Italia ed il Ministero dell'Economia e delle Finanze.

Ed e' proprio attraverso una corretta estrinsecazione della dialettica tra le Autorità - aspetto questo che riveste notevole importanza in questioni, peraltro sempre più numerose, in cui vengono in rilievo profili di comune interesse - che si attuano nel modo migliore i compiti che la legge affida ad esse. Il Ministero dell'Economia e delle Finanze è chiamato a svolgere un importante ruolo a tal fine di coordinamento delle Autorità interessate.

Obbligazioni c.d. strutturate. Altro elemento di criticità evidenziato dalla Commissione in tema di informazione concerne l'esenzione dalla disciplina del prospetto informativo (art. 100, lett. f T.U.F.) di talune tipologie di obbligazioni bancarie create dall'esperienza operativa. In particolare l'attenzione si incentra sulle obbligazioni c.d. strutturate³ che, in quanto connotate da forti elementi di atipicità, dovrebbero essere accompagnate da un'adeguata informazione agli investitori quale e' quella derivante dalla disciplina sul prospetto. Ed in effetti la Commissione è intervenuta per affermare l'applicabilità della regolamentazione sulla sollecitazione all'investimento nel caso di emissioni di obbligazioni c.d. *reverse convertible* in quanto riconducibili a quegli "*strumenti finanziari che permettono di acquisire o sottoscrivere azioni*" a norma dell'art. 100, lett. f, T.U.F..

La meritevolezza delle ragioni che sostengono tale indirizzo interpretativo, inducono ad una maggiore attenzione ai profili di trasparenza di tali emissioni laddove le stesse non siano destinate

² Si legge nella relazione per l'anno 2000 del Governatore della Banca d'Italia che: "*Le banche assumono nell'intermediazione del risparmio importanza considerevole in tutti i paesi, anche in quelli dove è preminente il ruolo dei mercati borsistici. Nel settore dei fondi comuni la quota di mercato delle banche è in Italia alta, in linea con quella osservata in Francia ed in Germania; è superiore a quella del Regno Unito dove è prossima al 50 per cento. Nel collocamento di obbligazioni il rilievo delle banche è analogo nelle maggiori economie europee.*"

³ Il regolamento Consob concernente la disciplina degli emittenti definisce come segue le obbligazioni strutturate: 1) *titoli obbligazionari il cui rimborso e/o la cui remunerazione dipendono, in tutto o in parte, secondo meccanismi che equivalgono all'assunzione di posizioni in strumenti finanziari derivati, dal valore o dall'andamento del valore di prodotti finanziari, tassi di interesse, valute, merci e relativi indici;* 2) *i titoli obbligazionari il cui rimborso e/o la cui remunerazione dipendono, in tutto o in parte, dal verificarsi di determinati eventi o condizioni* (art. 51, lett. b reg. n. 11971/1999)

ad investitori istituzionali. Tali titoli, a fronte di un più alto rendimento nominale, si caratterizzano per il maggior rischio, che determina talora una forte perdita del capitale investito. Di ciò l'investitore non professionale dovrebbe essere reso edotto.

Vigilanza informativa. Tra gli altri aspetti evidenziati nella relazione, si segnala l'opera di divulgazione al pubblico di dati e notizie rilevanti per il mercato finanziario realizzata attraverso il sito internet della Consob.

In attuazione della disciplina in tema di trasparenza delle società quotate, viene dato conto dell'informativa concernente l'evoluzione degli assetti proprietari degli emittenti quotati, degli annunci pubblicati in tema di patti parasociali, delle iniziative della Commissione nei confronti degli emittenti, finalizzate ad una più compiuta informazione su determinati eventi sensibili.

La Commissione, tra l'altro, riferisce delle recenti raccomandazioni emanate dalla stessa sull'utilizzo di siti *Internet* per la diffusione dell'informativa societaria e rappresenta talune attività significative, anche relative all'adeguamento regolamentare, che hanno per obiettivo il miglioramento del flusso di informazioni destinate al mercato.

In particolare, relativamente al *Trading on line*, la Consob ha richiamato gli operatori all'osservanza delle regole di comportamento previste per la prestazione dei servizi di investimento. Al tempo stesso, nel riconoscere che la sottoscrizione di quote o azioni di Organismi di investimento collettivo del risparmio può essere effettuata anche tramite *Internet*, senza necessità di ricorrere a moduli cartacei, è stato ricordato che l'utilizzo di mezzi informatici per la conclusione di contratti *on line* non deve pregiudicare gli strumenti offerti dalla normativa per la tutela dei risparmiatori. In particolare deve essere assicurata sempre agli stessi una adeguata informativa e la possibilità di effettuare una corretta valutazione dei profili di rischio/rendimento dell'investimento.

In tale contesto significativa è stata la partecipazione della Consob all'iniziativa denominata *International Surf Day*, promossa dalla *International Organization of Securities Commission* (IOSCO) con l'adesione di 18 paesi, per l'individuazione di violazioni delle normative sull'offerta di prodotti finanziari via *Internet*, con particolare attenzione ai casi di sollecitazione abusiva all'investimento e di manipolazione.

Informazione contabile. Nella relazione si riferisce altresì delle diverse attività svolte dalla Commissione, anche nel contesto internazionale (ad esempio in sede IOSCO), sul tema dell'informativa contabile e dirette, in particolare, all'armonizzazione delle regole contabili in ambito UE.

Tra gli atti significativi che hanno visto il contributo della Consob nell'ambito dei relativi lavori di preparazione, vengono segnalate la raccomandazione con la quale i *regulators* dei paesi aderenti allo IOSCO sono stati invitati ad accettare i bilanci redatti secondo i principi IASC (*International Accounting Standard Committee*), ai fini dei *cross border listing requirements*, la comunicazione della Commissione UE del 13 giugno 2000 concernente la nuova strategia contabile europea ed altre iniziative finalizzate all'introduzione dell'obbligo di utilizzare gli *standards* IAS per la redazione dei bilanci consolidati delle società quotate.

Autodisciplina. La relazione si sofferma altresì sugli atti di autodisciplina diretti ad accrescere la quantità e la qualità delle informazioni al mercato. Tra esse la Consob segnala il codice di autodisciplina delle società quotate promosso dalla Borsa Italiana S.p.A. in collaborazione con gli emittenti. Pur sottolineando astrattamente gli aspetti positivi di tali iniziative, la Commissione esprime un giudizio poco incoraggiante al riguardo: *"questa esperienza- si legge nella relazione - testimonia come la strada dell'autoregolamentazione sia ancora estranea al nostro sistema socio/economico e come pertanto l'iniziativa resti ancora all'azione amministrativa di eteroregolamentazione"*.

Nel prendere atto di tale valutazione, si sottolinea l'importanza del ruolo che l'autodisciplina può svolgere nel settore, come testimoniano importanti esperienze estere. Tali iniziative meritano di essere incoraggiate per affiancarsi agli strumenti riconosciuti alle Autorità di vigilanza; esse al tempo stesso appaiono in linea con l'impostazione del Testo unico della finanza che, come è noto, ha cercato di valorizzare il ruolo dell'autonomia negoziale in materia, a cominciare dalla scelta del modello privatistico per la struttura del mercato finanziario.

Il Testo Unico riconosce maggiori spazi all'esercizio dell'autonomia statutaria da parte degli emittenti anche per una più efficace tutela degli azionisti di minoranza.

La Commissione considera non equilibrato pertanto il giudizio non lusinghiero che comunemente viene dato, in un confronto internazionale, del livello di protezione assicurato dalla normativa italiana agli azionisti di minoranza in quanto la valutazione non tiene conto delle novità introdotte sul tema dal Testo unico. Esso e la regolamentazione amministrativa di attuazione *"hanno promosso sui mercati maggior trasparenza, maggiore simmetria informativa e maggiore significatività dei prezzi. Sono le premesse perché possano risultare più efficaci le misure introdotte dal Tuf per rafforzare la tutela degli azionisti"*.

Al tempo stesso però si tratta di una opportunità che non sembra essere stata ancora colta pienamente dagli emittenti, come testimonierebbe la rilevazione, condotta dalla Commissione nello scorso anno, della quale vengono riportati nella relazione taluni dati tra i più significativi. In

particolare si legge che *“anche le prescrizioni obbligatorie del Testo unico volte a tutelare le minoranze hanno trovato a volte una attuazione inadeguata. La nomina dei sindaci di minoranza ha trovato difficoltà nei tempi e nei modi con cui i meccanismi per la loro elezione sono stati introdotti negli statuti. Solo in pochi casi, inoltre, gli statuti contengono le previsioni indicate dal Ministero della Giustizia a cui riferire i requisiti di professionalità dei sindaci”*.

La Commissione sottolinea l'importanza che il mercato detti autonomamente le sue regole, in particolare per ciò che attiene ai requisiti di ammissione a quotazione.

L'invito è rivolto specificatamente alla Borsa Italiana S.p.A. alla quale è stata assegnata - si legge nella relazione - *“la funzione, di interesse pubblico, di disciplinare le regole di ammissione a quotazione assicurando la tutela degli investitori”*.

Il Testo unico della finanza, come è noto, nel ridisegnare la disciplina dei mercati finanziari, ha affidato l'esercizio dell'attività di organizzazione e gestione dei mercati regolamentati di strumenti finanziari a società per azioni (le c.d. società di gestione dei mercati) (artt. 61 e ss. T.U.F.), attribuendo alle stesse attività che in precedenza costituivano oggetto di riserva pubblica, sia pure nell'ambito di una distribuzione di funzioni tra soggetti pubblici (in particolare tra borse valori ed autorità di vigilanza).

Il Testo unico accoglie così un nuovo modello di struttura del mercato. Esso trova nell'iniziativa privata, potenzialmente pluralistica, il suo centro propulsore e nella autoregolamentazione uno degli strumenti per la composizione degli interessi rilevanti; il tutto peraltro nel quadro di una disciplina che, nel ridisegnare il ruolo delle autorità di vigilanza, è in ogni caso particolarmente attenta alla protezione degli interessi di natura pubblicistica (quali la tutela del risparmio, la stabilità, la competitività ed il buon funzionamento del sistema finanziario).

Anche se il Testo unico non esprime l'unico modello possibile di regolamentazione dei mercati finanziari - un modello peraltro suscettibile di ulteriori perfezionamenti suggeriti dall'esperienza applicativa - è pur vero che esso ha determinato una vera e propria rivoluzione copernicana che si riflette in particolare sul modo di intendere la natura dei fenomeni e le attività e comporta un approccio differente nella risoluzione delle questioni. Non sorprendono pertanto le difficoltà che tutti i soggetti variamente interessati e le autorità di vigilanza possono incontrare ogni giorno per la piena attuazione della regolamentazione.

L'attività della CONSOB ha anche riguardato lo sviluppo ed il posizionamento internazionale dell'industria finanziaria italiana.

In tal senso è necessario assicurare, in aree che già sono di fatto assimilabili per effetto della moneta unica, la massima integrazione possibile; il mercato europeo dei titoli di Stato, ad esempio è una realtà già pronta per un mercato continentale perfettamente integrato sotto il profilo

organizzativo, tecnologico e regolamentare. Il rafforzamento dell'euro passa attraverso l'integrazione dei mercati dei titoli di Stato.

La Consob, come del resto l'emittente pubblico, è favorevole a questa integrazione, che di fatto è già in atto con la creazione di un gruppo di società create dalla MTS Spa in diversi Paesi europei (Olanda, Belgio, Francia, Portogallo, Germania, Inghilterra e Spagna). Inoltre con l'acquisizione da parte di MTS Spa di EuroMTS questo quadro sarà ulteriormente rafforzato, dando alle autorità di controllo italiane un ruolo di rilievo come garanti nell'integrazione dei mercati del reddito fisso in Europa.

L'attività normativa. Tali implicazioni si colgono anche nell'ambito dell'attività di produzione normativa secondaria. In materia, il Testo unico chiama le Autorità di vigilanza ed il Ministero dell'Economia e della Finanze a svolgere, nel quadro delle rispettive competenze, un ruolo determinante per la compiuta attuazione delle finalità dallo stesso espresse.

Al riguardo, la Consob ha continuato nel corso dell'anno l'opera di perfezionamento del sistema regolamentare.

Nella relazione si riferisce tra l'altro della integrazione apportata al regolamento emittenti in tema di OPA e di informativa societaria. Nel primo caso vengono recepite le indicazioni emerse dalla decisione assunta dal Consiglio di Stato nell'ottobre 1999 sulla vicenda INA/ Generali e si prefigura un nuovo regime per le offerte concorrenti, basato su un sistema di asta competitiva.

In tema di informativa invece vengono estese alle società quotate su mercati regolamentati gli obblighi informativi in materia di operazioni straordinarie e di informazione periodica, già previsti per le sole società quotate in borsa.

Tale normativa è diretta ad offrire una pronta ed efficace risposta alle sempre nuove questioni che emergono dalla prassi operativa.

E' proprio a tal fine che il Testo unico della Finanza ha realizzato un'ampia delegificazione della materia, non limitandosi però alla mera indicazione di una diversa fonte di produzione normativa in considerazione di quanto sopra riferito.

Il Testo Unico infatti esprime al tempo stesso una non eludibile esigenza di semplificazione del quadro normativo nella consapevolezza, in ogni caso, delle concrete necessità del sistema finanziario.

La richiamata esigenza di semplificazione, riferita specificatamente all'ambito della regolamentazione dei prospetti informativi, senza intaccare nella sostanza la tutela oggi garantita ai risparmiatori, potrebbe avere riflessi positivi sulla qualità delle informazioni da offrire al pubblico

ed al tempo stesso agevolare l'attività di controllo di trasparenza da parte della Commissione, concentrandola su taluni dati informativi sensibili e di particolare rilevanza.

Ed in effetti incontra sempre maggiore attenzione la considerazione per la quale è l'efficacia dell'informazione ad aver rilievo, ossia la sua idoneità a favorire scelte di investimento oculate in funzione della tutela del risparmio.

L'esperienza applicativa testimonia infatti che un flusso eccessivo di dati non verificabili e non sorretti da una adeguata qualità finisce per incidere sull'efficacia dell'informazione, nel senso di determinare una minore fruibilità dei dati da parte degli investitori non professionali e quindi una minore tutela degli stessi.

E' significativa in tal senso l'esperienza della revisione in corso della direttiva 85/611/CEE in materia di organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM).

Al riguardo in tema di informazione, si è ritenuto opportuno introdurre, accanto al prospetto completo finora previsto, un nuovo tipo di documento, il prospetto semplificato. Si è inteso offrire in tal modo al risparmiatore medio uno strumento di facile consultazione, una fonte di informazioni per lui significative. Il prospetto sintetico avrà infatti la funzione di fornire le informazioni fondamentali sull'OICVM in modo chiaro, sintetico e facilmente comprensibile. Il suo schema dovrà essere il medesimo per tutti i Paesi UE, che non potranno richiedere informazioni aggiuntive.

Al tempo stesso, però, l'investitore potrà sempre ricevere dati più particolareggiati dal prospetto completo e dalle relazioni annuali e semestrali dell'OICVM, ottenibili gratuitamente su semplice richiesta.

L'esigenza di una informazione realmente efficace dovrebbe indurre al tempo stesso ad una verifica dell'impianto normativo vigente, con particolare attenzione alla scelta delle informazioni da pubblicizzare, evitando o comunque riducendo al minimo i possibili effetti ingannevoli e/o distorsivi.

Così ad esempio la comunicazione al pubblico del parametro oggettivo di riferimento utilizzato dal gestore nelle scelte d'investimento (*benchmark*) può risultare utile al risparmiatore per monitorare la performance del fondo ma ciò solo se ed in quanto permetta realmente e correttamente allo stesso di effettuare tale valutazione.

L'esperienza operativa, anche internazionale, ed attente analisi hanno evidenziato che taluni *benchmark* possono determinare effetti distorsivi sulle scelte d'investimento con conseguenze significative sulla redditività del fondo; in particolare ciò può verificarsi talora laddove gli stessi vengano utilizzati da soli e non invece variamente in combinazione con altri strumenti, quali ad esempio specifiche modulazioni nella determinazione dei compensi dei gestori.

La vigilanza sui promotori finanziari

Per la tenuta dell'albo unico nazionale dei promotori finanziari istituito presso la Consob, essa può avvalersi della collaborazione di un organismo individuato dalle associazioni professionali dei promotori finanziari e dei soggetti abilitati (art. 31, comma 4 T.U.F.).

La Commissione, nel riferire delle iniziative in corso dirette a dare attuazione alla richiamata disposizione, ritiene la norma non soddisfacente in quanto consentirebbe il decentramento di meri compiti amministrativi e non anche l'attribuzione di ulteriori funzioni.

La Commissione ritiene opportuno una *"efficace ripartizione di ruoli"* tra Autorità di vigilanza ed il detto organismo, espressione delle categorie interessate.

A tal fine sollecita una iniziativa normativa per attribuire al detto organismo compiti di natura disciplinare sull'attività dei promotori. Alla Consob dovrebbero essere invece *"riservati compiti di alta vigilanza, non solo sull'attività dell'istituendo organismo e delle commissioni territoriali in materia di gestione dell'Albo, ma anche con riguardo al sistema dei promotori finanziari e alla regolarità dei loro comportamenti"*.

Alla Commissione rimarrebbe il controllo e la repressione dei comportamenti illeciti di particolare gravità suscettibili di ledere l'affidabilità del sistema nel suo complesso.

In tal modo l'Istituto verrebbe liberato dalla relativa attività di vigilanza per la quale impiega notevoli risorse (a fine 2000 risultavano iscritti all'albo circa 50.000 promotori).

Nel sottoporre tali valutazioni che si condividono all'attenzione del Parlamento, si sottolinea la delicatezza e l'importanza dell'attività svolta dai promotori finanziari per la tutela degli investitori.

L'esperienza operativa dà conto del fatto che tali operatori svolgono un ruolo rilevante nella determinazione delle scelte di investimento dei risparmiatori medi i quali, molto spesso, più che alla lettura degli analitici documenti informativi, si affidano alle indicazioni ed alle informazioni essenziali offerte dai promotori, facendo su ciò affidamento.

Si rappresenta infine che, in ragione delle considerazioni che precedono, una eventuale normativa dovrebbe in ogni caso rafforzare e non diminuire quella vigilanza e quella particolare attenzione sull'attività prestata dai promotori che il Testo unico cerca di assicurare.

Il finanziamento della Commissione e l'organizzazione

Nella relazione, la Commissione riferisce delle novità introdotte al proprio regime contributivo, disposte dall'art. 145, comma 28 della legge 23 dicembre 2000, n.388 (legge

finanziaria per il 2001) che ha modificato sul punto la previsione di cui all'art. 40, legge 23 dicembre 1994, n. 724.

Come è noto, le risorse finanziarie della Commissione derivano da due fonti: una parte del fabbisogno è posto a carico del bilancio dello stato; l'altra invece è a carico del mercato, attraverso specifiche contribuzioni che vengono determinate dalla Consob in termini generali nell'esercizio dei poteri di autonomia finanziaria che sono alla stessa riconosciuti dalla legge. La modifica ha interessato tale secondo aspetto.

Secondo la nuova formulazione, per la determinazione delle contribuzioni dovute dai soggetti sottoposti alla sua vigilanza, la Consob adotta criteri di parametrizzazione che tengono conto dei costi derivanti dal complesso delle attività svolte relativamente a ciascuna categoria di soggetti. In precedenza invece la norma sanciva un legame tra contribuzioni e singoli servizi resi dall'Istituto.

La modifica realizzata, auspicata dalla Commissione, comporterà tra l'altro " *unicità di versamento annuale per ciascun operatore appartenente ad una determinata categoria, la semplificazione dei meccanismi di determinazione annuale delle contribuzioni (...) e la semplificazione della gestione amministrativa del sistema, conseguente alla riduzione del numero dei versamenti*"

La possibilità di un efficace svolgimento dei numerosi compiti che la legge affida alla Commissione, come agli altri soggetti pubblici indicati dal T.U.F., passa anche necessariamente attraverso una adeguata regolamentazione del sistema di finanziamento.

Si rinviando le valutazioni dell'innovazione introdotta a quanto risulterà dall'esperienza applicativa della legge e della delibera Consob di attuazione. Si rappresenta la necessità di tener conto nella determinazione delle contribuzioni delle esigenze del mercato.

La Consob già in passato ha dato prova di tenere in considerazione tale finalità nella predisposizione della disciplina di attuazione; in tale occasione occorrerà porre particolare attenzione affinché le contribuzioni richieste non risultino eccessive per i singoli operatori, considerato che è venuto meno il collegamento col singolo servizio erogato a ciascun operatore.

Nel fare rinvio ad ulteriore specificazione dei temi trattati alla lettura della relazione, si sottolinea da ultimo la significatività delle iniziative assunte nel corso dell'anno dalla Commissione per assicurare attuazione alla disciplina sulla trasparenza nell'azione amministrativa⁴

⁴ In particolare la delibera n. 12697 del 28 agosto 2000 con cui è stato approvato il regolamento di attuazione dell'artt. 2, comma 2 e 4 della legge 241/90.

*RELAZIONE AL MINISTRO DEL TESORO,
DEL BILANCIO E DELLA
PROGRAMMAZIONE ECONOMICA*



I. L'ATTIVITÀ DELLA CONSOB E IL MERCATO

L'andamento dei settori di interesse dell'Istituto

Nel corso del 2000, il mercato azionario italiano ha accorciato la distanza dagli altri grandi mercati europei: la sua capitalizzazione è arrivata a rappresentare il 14 per cento di quella complessiva dei mercati dell'euroarea (l'11 per cento nel 1999). Ancor più veloce è stata la crescita degli scambi, il cui controvalore ha superato la capitalizzazione (rispettivamente, pari a 838,5 e a 818,4 miliardi di euro); la capitalizzazione, a sua volta, ha incrementato ulteriormente il suo peso rispetto al PIL, superando il 70 per cento (66,1 a fine 1999 e 45,4 a fine 1998).

Il listino ha raggiunto il massimo storico del numero di società quotate, arrivate a 297, di cui solo 6 estere (242 per la Borsa, 40 per il Nuovo mercato e 15 del Mercato ristretto). Le società italiane ammesse a quotazione nel 2000 sono state 49, di cui 33 sul Nuovo mercato: tante furono solo nel 1986. Si tratta, diversamente che in passato, di società giovani, di cui quasi nessuna appartiene a gruppi già quotati e che operano in prevalenza in settori innovativi. Le società hanno raccolto, nell'ambito di 44 offerte iniziali, circa 5 miliardi di euro: un valore senza precedenti e di gran lunga superiore a quello complessivo degli ultimi cinque anni.

I corsi azionari, dopo aver toccato il loro massimo storico (venerdì 10 marzo 2000, l'indice Mib ha raggiunto quota 33.853), hanno fatto registrare, in linea con quanto avvenuto in tutti i principali paesi industrializzati, una significativa riduzione. A fine anno, il Mib ha chiuso a quota 29.681, in lieve crescita rispetto ai valori di fine 1999 (+ 5,4 per cento); tuttavia, tale *performance* (inferiore solamente a quella della Borsa Svizzera) è risultata essere nettamente migliore di quelle delle principali borse (tutte negative). In Italia, la correzione è stata più pronunciata per i titoli dei settori innovativi (l'indice Numex, calcolato per i titoli del nuovo mercato, ha chiuso con un calo, rispetto ai valori di fine 1999, del 25,5 per cento). Alla fine del 1999 il rapporto fra prezzi e utili delle società di telecomunicazioni, di tecnologie informatiche e di mezzi di comunicazione eccedeva di circa il 50 per cento quello dei titoli industriali ed era il doppio di quello dei titoli bancari; ora è tornato ad avvicinarsi alla norma degli altri settori.

Il 15 maggio 2000 la Borsa Italiana Spa ha avviato il *Trading after hours* (TAH), il primo mercato regolamentato operante in orario serale che, in poco meno di otto mesi di operatività, ha registrato la conclusione di scambi per un controvalore di oltre 4 miliardi di euro. L'operatività su detto mercato, dopo una prima fase di avvio, ha registrato un netto incremento: il controvalore degli scambi medi giornalieri, calcolato sull'intero periodo, è pari a 26 milioni di euro; tale dato sale a 31 milioni se calcolato con riferimento all'ultimo trimestre del 2000 (il rapporto tra i volumi scambiati nella fase diurna e in quella serale è arrivato, a fine anno, al 3,5 per cento). Il TAH ha rivestito un ruolo di primaria importanza, rispetto ai sistemi di scambi organizzati (Sso), nelle contrattazioni effettuate nella fascia oraria serale: su di esso sono stati conclusi circa il 98 per cento dei contratti.

Nel corso del 2000 è proseguito lo sviluppo del mercato dei *covered warrants* in termini di gamma di prodotti offerti, di emittenti e di volumi scambiati. Le emissioni quotate sul mercato dei *covered warrants* (riconducibili a 13 emittenti) sono raddoppiate, passando da 1.500 ad oltre 3.300; gli scambi sono passati da 14

a 31 miliardi di euro. La Borsa Italiana ha rafforzato la propria posizione su questo segmento, dedicandovi una piattaforma capace di accogliere fino ad 20.000 emissioni. La Consob ha introdotto modifiche regolamentari che rendono più celeri le procedure di collocamento sul mercato primario. Questi strumenti sono ignoti alla legislazione comunitaria: ciò impedisce il mutuo riconoscimento dei prospetti informativi richiesto dagli emittenti.

Anche il mercato italiano dei derivati (Idem) ha fatto registrare il nuovo massimo degli scambi: sono stati conclusi 13,3 milioni di contratti standard per un controvalore nozionale di 1.384 miliardi di euro. La crescita è stata particolarmente elevata per le opzioni su azioni, triplicate, rispetto al 1999, in termini di numero di contratti conclusi e raddoppiate per controvalore nozionale (esse, rappresentano circa il 44 per cento dell'attività dell'intero mercato in termini di contratti standard conclusi).

Il Mercato obbligazionario telematico (Mot) ha visto la diminuzione del numero dei titoli quotati (i titoli di Stato sono passati da 139 a 128 e le obbligazioni da 469 a 466) e, per contro, l'aumento del loro capitale nominale passato (confrontando i dati di fine 1999 con quelli di fine 2000), rispettivamente, da 962,4 a 976,2 e da 66,1 a 70,5 miliardi di euro. In diminuzione sono risultati essere anche gli scambi: quelli di titoli di Stato sono passati da 152 a 142 miliardi di euro e quelli di obbligazioni da 13,9 a 12,2. Nel corso del 2000, 13 obbligazioni (per un valore nominale pari a 18,2 miliardi di euro) sono state quotate sul nuovo mercato per *eurobonds* e *asset-backed securities* (EuroMot).

Per quanto attiene le operazioni di collocamento, nel corso del 2000, sono state effettuate 31 operazioni di aumento di capitale da parte di società già quotate che hanno consentito la raccolta di 3,8 miliardi di euro. Le 48 operazioni di collocamento con offerta pubblica di vendita e/o sottoscrizione, prevalentemente finalizzate all'ammissione a quotazione hanno raccolto 13 miliardi di euro (rispettivamente, 8,6 con riguardo alle società quotate in Borsa e 4,4 per quelle del Nuovo mercato).

Nel corso del 2000 sono state realizzate 28 offerte pubbliche di acquisto (Opa) per un totale di 12,1 miliardi di euro. Sulle questioni connesse alla disciplina delle Opa, la Commissione, oltre ad aver introdotto delle modifiche regolamentari, è intervenuta 15 volte per fornire chiarimenti e orientamenti interpretativi; in particolare, sono stati definiti criteri di carattere generale con riferimento a: determinazione del prezzo dell'opa obbligatoria, sussistenza dell'obbligo di procedere ad un'offerta di acquisto totalitaria nell'ipotesi in cui nei dodici mesi successivi alla chiusura di un'Opa preventiva parziale siano stati effettuati acquisti in misura superiore all'un per cento di azioni dell'emittente oggetto di Opa preventiva; Opa obbligatoria a cascata; applicabilità della disciplina dell'Opa obbligatoria in caso di incremento delle partecipazioni vincolate da un patto parasociale di blocco e di voto; applicabilità dell'esenzione dall'obbligo di opa totalitaria nel caso di operazioni di salvataggio di società in crisi.

Nel corso del 2000, sono stati altresì depositati in Consob 515 prospetti informativi concernenti operazioni di sollecitazione del pubblico risparmio (409 nel 1999); di questi, 270 hanno avuto ad oggetto l'offerta di quote e di azioni di organismi di investimento collettivi del risparmio (Oicr). I restanti prospetti, erano invece inerenti ad offerte pubbliche di acquisto o vendita di titoli non quotati o a operazioni finalizzate alla costituzione del

flottante necessario per la successiva ammissione a quotazione dei titoli. Infine, sono stati autorizzati 11 prospetti informativi relativi a fondi pensione.

Il Testo unico e la regolamentazione secondaria

Nel corso del 2000 si è conclusa la fase di revisione dei regolamenti attuativi del Testo unico della finanza (Tuf), avviata negli ultimi mesi del 1999. A fine anno, è stata avviata una nuova fase di verifica della rispondenza delle previsioni regolamentali che ha portato la Commissione a sottoporre alla consultazione con le parti interessate nuove proposte di modifica dei suddetti regolamenti.

Per quanto attiene la prima fase, il regolamento emittenti (delibera n. 11971/1999) è stato integrato con disposizioni sui criteri per la redazione del bilancio semestrale delle società quotate e con lo schema di prospetto da redigere in caso di sollecitazione all'investimento o di quotazione di strumenti finanziari derivanti da operazioni di cartolarizzazione ed è stato modificato nelle parti relative alle offerte pubbliche di acquisto e all'informativa societaria. In particolare, per quanto attiene la disciplina delle modalità di svolgimento dell'Opa, le modifiche regolamentari apportate al regolamento emittenti (con delibera del 6 aprile 2000) tengono conto della decisione assunta dal Consiglio di Stato nell'ottobre 1999 sulla vicenda INA/Generali.

Nel corso del 2000, nell'ambito della periodica revisione dei regolamenti attuativi del Tuf, la Commissione ha predisposto alcune ipotesi di modifiche al regolamento in materia di emittenti e al regolamento n. 11768/98 sui mercati, che sono state sottoposte alla procedura di consultazione nel febbraio 2001. Le modifiche sono, ad oggi, in corso di approvazione.

Le principali modifiche del regolamento sugli emittenti riguardano la disciplina dell'Opa e quella dell'informativa societaria. Per quanto riguarda le Opa, in primo luogo, si prefigura un nuovo regime per le offerte concorrenti, basato su un sistema ad asta competitiva. Per quanto riguarda la disciplina dell'informativa societaria, vengono estesi gli obblighi informativi in materia di operazioni straordinarie e di informazione periodica, attualmente previsti per le sole società quotate in borsa, alle società quotate sugli altri mercati regolamentati. La principale modifica del regolamento sui mercati riguarda l'esclusione delle negoziazioni su strumenti derivati dal generale obbligo di "concentrazione" degli scambi sui mercati regolamentati.

Il controllo sull'informativa

Per quanto attiene l'informativa sugli assetti proprietari degli emittenti quotati, nel corso del 2000, sono state effettuate e rese note al mercato circa 1.180 dichiarazioni (circa 1.000 dichiarazioni nel 1999) relative a partecipazioni in società quotate. Come in passato, la Consob ha continuato nella propria opera di divulgazione al pubblico, attraverso il proprio sito Internet, dell'evoluzione degli assetti proprietari dei soggetti quotati, rendendo disponibili (con aggiornamenti quotidiani) sia i dati correnti che quelli storici. Ad analogo regime sono stati assoggettati anche gli organi sociali delle società quotate. Nel 2000 sono stati altresì pubblicati circa 90

annunci relativi a patti parasociali (relativi a circa 50 società quotate) che in 15 casi hanno riguardato società di nuova quotazione.

Nel corso del 2000, la Commissione, ai sensi dell'art. 114, comma 3, del Tuf, ha richiesto, per garantire un'adeguata informazione del mercato, a 17 società quotate di diffondere notizie e dati riguardanti eventi rilevanti attinenti la loro sfera di interessi (dette richieste, nel corso del 1999, erano state rivolte a 16 società).

Per quanto attiene l'informativa contabile, è da segnalare l'accordo raggiunto in sede Iosco (*International Organization of Securities Commissions*) che ha portato all'emanazione, nel corso della prima metà del 2000, di una raccomandazione con la quale i *regulators* dei diversi paesi aderenti all'organizzazione sono stati invitati ad accettare, ai fini dei *cross-border listing requirements*, i bilanci redatti secondo i principi Iasc (*International Accounting Standards Committee*). L'obiettivo dell'armonizzazione delle regole contabili, reso sempre più necessario dal processo di integrazione dei mercati, è stato anche attivamente perseguito in ambito comunitario attraverso alcune iniziative, assunte dalla Commissione Europea, volte ad introdurre l'obbligo di utilizzare gli *standards* IAS per la redazione dei bilanci consolidati delle società quotate. Tali iniziative hanno portato, nel giugno 2000, all'emanazione di una comunicazione concernente la nuova "strategia contabile europea". Attivo è stato il contributo della Consob alla definizione di tali progetti e ai relativi lavori preparatori.

La vigilanza sulle società di gestione dei mercati e sugli operatori

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

Il 2000 è stato caratterizzato da un'intensa attività di regolamentazione che ha impegnato la Commissione nell'adozione di una serie di modifiche riguardanti i regolamenti dei mercati gestiti dalla Borsa Italiana Spa. In particolare, come già riportato, sono stati approvati i provvedimenti di modifica dei regolamenti necessari per l'avvio delle negoziazioni nei comparti di mercato denominati *Trading After Hours* (TAH) e *Trading After Hours Nuovo mercato* (TAHnm). L'autorizzazione di detti comparti di mercato ha comportato l'adozione di modifiche regolamentari con riferimento agli obblighi di concentrazione degli scambi e agli obblighi informativi, nonché alla *best execution*.

Con il completamento della vendita della partecipazione detenuta da Banca d'Italia nella Monte Titoli Spa, avvenuta alla fine del 2000, sono terminati gli adempimenti richiesti dalla legge 289/1986. In considerazione pertanto del verificarsi delle condizioni di cui all'art. 214, comma 3, della stessa legge, la Consob, d'intesa con

la Banca d'Italia, ha autorizzato la Monte Titoli Spa all'esercizio dell'attività di gestione accentrata di strumenti finanziari ai sensi dell'art. 80, comma 9 del Tuf.

Nel corso del 2000, il tema dell'utilizzazione di strumenti informatici per la prestazione di servizi finanziari, con particolare riferimento alle attività di negoziazione e raccolta ordini e di promozione e collocamento *on line* è stato oggetto di particolare attenzione da parte della Commissione. In particolare, con specifico riguardo al *trading on line*, nel mese di aprile è stata diramata una comunicazione con la quale si sono richiamati gli operatori all'osservanza e al rispetto delle regole di comportamento dettate per lo svolgimento dei servizi di investimento. Tra le altre cose, è stato chiarito che l'utilizzo di Internet quale canale di contatto con la clientela, non facendo venir meno l'applicabilità delle regole esistenti, genera in capo all'intermediario che utilizza la rete l'onere di predisporre ed attuare procedure tecniche ed operative idonee a consentirne il pieno ed effettivo rispetto. Per quanto attiene, invece, la promozione ed il collocamento *on line* di strumenti finanziari, nel mese di luglio, la Commissione ha stabilito che anche la sottoscrizione di quote o azioni di Oicr può essere effettuata tramite Internet, essendo tale modalità di sottoscrizione da considerarsi equivalente alla tradizionale sottoscrizione di un modulo cartaceo. Allo stesso tempo, la Commissione ha ricordato che l'utilizzo di strumenti informatici per la conclusione di contratti *on line* deve essere tale da non precludere l'applicabilità di tutti i presidi posti dalla normativa a tutela del risparmiatore come, ad esempio, la messa a disposizione di un'adeguata informativa e la corretta valutazione dei profili di rischio/rendimento dell'investimento stesso.

Nel corso dell'anno, infine, nell'ambito dell'esercizio della attività di vigilanza specificatamente indirizzata verso la prestazione di servizi di investimento *on line*, la Commissione ha adottato provvedimenti di sospensione e di divieto di svolgimento di attività rese in contrasto con la normativa vigente.

A livello internazionale, la Consob ha partecipato ad un'iniziativa, promossa dalla Iosco e a cui hanno aderito 18 paesi, tesa ad individuare frodi o violazioni delle normative sull'offerta di prodotti finanziari via Internet. In particolare l'iniziativa, denominata *International Surf Day*, ha posto particolare attenzione all'individuazione di casi di sollecitazione abusiva all'investimento e di manipolazione; nel corso della stessa sono stati visitati circa 10.000 siti a fronte dei quali sono state identificate oltre 1.000 attività che hanno dato luogo ad ulteriori indagini da parte delle Autorità coinvolte.

A fine 2000, risultavano iscritte all'Albo 150 Sim nazionali (155 a fine 1999). Nel corso del 2000 sono intervenute 18 cancellazioni dall'Albo e 15 iscrizioni, mentre sono stati assunti 4 provvedimenti a carico di società di intermediazione mobiliare (si tratta di 2 provvedimenti di amministrazione straordinaria, uno di liquidazione coatta amministrativa e uno di sospensione degli organi amministrativi). Analogamente a quanto osservato per le Sim, anche il numero delle banche autorizzate alla prestazione dei servizi di investimento risulta in diminuzione (si è passati dalle 816 banche autorizzate del 1999 a 781).

Nel corso del 2000 si sono registrate 8.774 nuove iscrizioni all'Albo unico nazionale dei promotori finanziari (oltre 10.300 iscrizioni del 1999) e 1.085 cancellazioni (1.275 nel 1999). La Commissione ha adottato 169 provvedimenti sanzionatori e 39 provvedimenti di sospensione cautelare dall'attività; inoltre, 289 procedimenti si sono conclusi con l'archiviazione. Sono state infine trasmesse 134 segnalazioni alla competente Autorità Giudiziaria concernenti ipotesi di indebita appropriazione di denaro o valori di pertinenza degli

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

A fine anno i promotori finanziari iscritti all'Albo erano 49.856. Al fine di fornire un primo strumento di tutela verso possibili frodi finanziarie, la Commissione ha deciso di consentire la consultazione, sul sito della Consob, dell'Albo dei promotori finanziari.

La Commissione ha, in totale, deliberato l'esecuzione di 20 ispezioni (26 nel 1999). Queste hanno avuto ad oggetto 10 Sim, 2 Sicav, 2 Sgr, 4 agenti di cambio, 2 società di revisione, una banca e un promotore.

Nel corso del 2000 la Commissione ha concluso 13 procedimenti sanzionatori ai sensi degli artt. 190 e 195 del d.lgs. 58/1998, nei confronti di esponenti aziendali di intermediari del mercato mobiliare per violazioni della disciplina di settore.

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

In materia di abuso di informazioni privilegiate e aggio, sono state inviate 21 segnalazioni all'Autorità giudiziaria (30 nel 1999). In 17 casi le segnalazioni hanno riguardato ipotesi di violazione della norma sull'abuso di informazioni privilegiate (art. 180 del Tuf) e in 4 casi ipotesi di violazione della normativa sull'aggio su strumenti finanziari (art. 181 del Tuf).

Nel corso del 2000, sono stati organizzati due seminari di studio con l'Autorità Giudiziaria. Il primo è stato indirizzato ai magistrati delle Procure della Repubblica di Milano e di Torino specializzati in reati finanziari e destinatari, in misura largamente prevalente, delle segnalazioni effettuate dalla Consob ai sensi dell'art. 186 del Tuf. Il secondo, in collaborazione con il Consiglio Superiore della Magistratura, è stato indirizzato a una platea più ampia, in quanto comprendente esponenti dell'ordine giudiziario provenienti dalle Procure della Repubblica e dai Tribunali di larga parte del territorio nazionale. L'organizzazione dei due seminari ha avuto come obiettivo principale la condivisione delle esperienze accumulate e delle riflessioni svolte dalla Consob su temi estremamente tecnici e complessi, quali l'abuso di informazioni privilegiate e l'aggio su strumenti finanziari, al fine di ottenere una proficua collaborazione tra Autorità Giudiziaria e Consob, richiesta dagli artt. 185 e 186 del d.lgs. 58/1998, in merito alla repressione di questi reati.

L'attività in sede giurisdizionale

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

Nel corso del 2000 la Consob ha fatto uso, per la prima volta, del potere attribuitole dall'art. 152, comma 2, del Tuf, denunciando al Tribunale, ai sensi dell'art. 2409 c.c., il fondato sospetto di gravi irregolarità nell'adempimento dei propri doveri da parte dei sindaci di due società quotate.

A partire dal 1999, con riferimento ai giudizi nei quali è coinvolta la Consob, la Commissione ha ritenuto opportuno, in alcuni casi, servirsi del patrocinio diretto in giudizio dei legali dell'Istituto; tale patrocinio diretto è avvenuto, in una fase iniziale, unitamente all'Avvocatura dello Stato e, in seguito, congiuntamente a legali del libero foro. Nel corso del 2000 i casi patrocinati direttamente dai legali dell'Istituto sono stati 10.

Le relazioni internazionali

Attiva è stata la partecipazione della Consob nelle sedi internazionali. In particolare, in ambito Fesco, si è collaborato all'elaborazione di due importanti documenti finalizzati a fornire una cornice normativa armonizzata per la prestazione dei servizi di investimento nello Spazio Economico Europeo. L'adozione di questi documenti rappresenta un significativo contributo al Piano d'Azione per i Servizi Finanziari, sviluppato dalla Commissione Europea. Il primo documento indica i criteri e le procedure per mettere a punto un'appropriata differenziazione tra le categorie degli investitori; gli stessi criteri sono stati fatti propri dalla Commissione Europea in una recente comunicazione sull'interpretazione dell'art. 11 della direttiva 93/22/CEE sui servizi di investimento. Il secondo è un documento di consultazione sull'armonizzazione delle norme di comportamento per la protezione dell'investitore, considerata dai membri del Fesco uno dei maggiori ostacoli all'efficace prestazione *cross-border* dei servizi di investimento. In particolare, nella Comunicazione sul commercio elettronico e i servizi finanziari, la Commissione Europea ha affermato che *"per quanto riguarda gli investitori al dettaglio, tra i diversi regimi nazionali persistono ancora differenze quanto al grado di protezione offerto. Le autorità del paese ospitante sono perciò legittimate ad applicare le norme di comportamento locali a tutela di tali investitori, nel rispetto dei principi del trattato e del diritto derivato"*.

Inoltre, a fine 2000, il Gruppo di lavoro incaricato di esaminare la possibilità di dotare gli emittenti quotati di un "passaporto europeo" ha sottoposto al Fesco una bozza di rapporto per la Commissione Europea volta ad agevolare le offerte transfrontaliere di strumenti finanziari e l'ammissione a quotazione in altri mercati. Sulla proposta del Gruppo di lavoro è emersa la volontà di procedere a un progetto più ambizioso che consenta la scelta del paese di origine in relazione alle competenze di vigilanza sul prospetto. Il Gruppo di lavoro ha quindi elaborato una dettagliata proposta di armonizzazione del contenuto del prospetto così da evitare ogni duplicazione nella produzione e nel controllo del documento.

In materia di *market abuse*, il Fesco ha fornito alla Commissione Europea il contributo dell'esperienza maturata dalle Autorità di vigilanza nella loro attività quotidiana di prevenzione e repressione di fenomeni di abuso di mercato. Tra gli elementi trattati si sottolinea la necessità di affiancare un regime sanzionatorio amministrativo a quello, di natura prevalentemente penale, oggi in vigore nella maggioranza degli ordinamenti nazionali europei; si rileva, inoltre, l'opportunità di porre in essere adeguate misure di prevenzione delle situazioni di abuso, nonché di dotare le Autorità competenti di adeguati poteri di indagine.

La gestione e l'amministrazione dell'Istituto

A dicembre 2000, la Commissione ha definito il regime contributivo valevole per l'anno 2001 individuando, in base a quanto previsto dall'art. 40 della legge 724/1994, le attività a fronte delle quali esigere contribuzioni, i soggetti tenuti al loro pagamento e la misura delle singole contribuzioni dovute. Per quanto attiene alla misura delle singole contribuzioni, i provvedimenti per l'esercizio 2001 hanno operato un intervento di riduzione delle tariffe applicate per il 2000 che ha riguardato gli intermediari, i gestori collettivi, i promotori finanziari, le società di revisione e gli emittenti quotati. È stato inoltre introdotto un tetto massimo (5 miliardi di lire) alla contribuzione dovuta dagli offerenti strumenti finanziari a fronte di ogni operazione di offerta.

Nel 2000 la Commissione ha approvato un piano di assunzioni per il completamento dell'organico finalizzato al completamento dell'organico previsto per le sedi di Roma e di Milano.

Il 1° luglio 2000 è diventata operativa la nuova struttura organizzativa della Consob deliberata il 2 maggio. La revisione della struttura organizzativa si era resa necessaria in seguito all'entrata in vigore del Testo unico della finanza del 1998 e alla successiva opera di regolamentazione secondaria riguardante l'attività degli emittenti, degli intermediari e dei mercati, conclusasi nel primo semestre del 1999, che hanno messo in evidenza la necessità di adeguare l'attività dell'Istituto alla nuova definizione di competenza e responsabilità.

La riorganizzazione ha riequilibrato la distribuzione delle risorse dell'Istituto tra le due sedi di Roma e di Milano, offrendo in tal modo un *front-office* agli operatori esteso a tutti i settori d'intervento della Commissione. Altro elemento di novità è rappresentato dalla creazione della Divisione Relazioni Esterne alla quale è stata assegnata la missione di sviluppare la funzione di *investor education* da realizzarsi attraverso il sito Internet della Consob, la cui configurazione è stata modificata per stabilire un dialogo più diretto con gli investitori.

II. LINEE DI INDIRIZZO E QUESTIONI APERTE

Il mercato unico dei capitali e dei servizi finanziari

La completa integrazione, nel prossimo futuro, dei mercati mobiliari europei può essere fonte di significativi benefici per l'intera Unione Europea. In particolare gli investitori potrebbero beneficiare di migliori opportunità di diversificazione degli investimenti, di una reale concorrenza nell'offerta dei servizi, di un minor costo del capitale e di un grado di efficienza e di liquidità più ampio, offrendo un importante contributo alla crescita economica dell'Europa. Tuttavia, le differenze esistenti tra gli Stati negli assetti legali e nelle procedure giudiziarie, nei regimi di tassazione, nella cultura dei partecipanti al mercato, rappresentano, tra gli altri, elementi che, allo stato attuale, ancora contrastano al compimento di questo processo.

La disomogeneità degli assetti normativi risente, almeno in parte, delle scelte sottostanti l'intervento comunitario in materia che non hanno favorito la reale convergenza dei modelli di regolamentazione. Troppo spesso, se non assente, la legislazione comunitaria è lacunosa, e lascia alla discrezione nazionale numerose e importanti materie, limitandosi solo a fissare requisiti minimi di armonizzazione.

L'eventuale soluzione di un regolatore unico europeo pare incompatibile con la persistenza di profonde differenze regolamentari e legislative; in questo senso, essa sembrerebbe richiedere una modifica del Trattato, se a quel soggetto si volesse affidare potere regolamentare sopranazionale.

Un passo importante è rappresentato dalla recente approvazione da parte del Consiglio Europeo del Rapporto elaborato dal cosiddetto "gruppo dei saggi" che era stato incaricato di avanzare proposte per promuovere l'integrazione dei mercati finanziari europei. Tale Rapporto suggerisce l'adozione di un approccio di regolamentazione articolato su più livelli, che affida alle Direttive, soggette alla codecisione del Consiglio e del Parlamento, l'individuazione degli obiettivi generali della regolamentazione, delegando al *Securities Committee* (presieduto dalla Commissione Europea e composto da un membro per ogni Stato), la definizione delle disposizioni tecniche di dettaglio, avvalendosi della consulenza del *Securities Regulators Committee* (composto da un rappresentante dell'Autorità di controllo sui mercati mobiliari di ogni Stato membro). Il *Securities Regulators Committee* avrà anche il compito di coordinare le prassi di vigilanza e di assicurare la convergenza delle misure nazionali di recepimento.

La Commissione, che ha già partecipato attivamente alle iniziative di coordinamento europeo in sede Fesco, sottolinea l'importanza del riconoscimento da parte del Consiglio Europeo del ruolo istituzionale delle Autorità di controllo dei mercati mobiliari nel processo di definizione e di applicazione di un quadro normativo effettivamente rispondente alle esigenze poste dall'integrazione dei mercati europei. È intenzione della Commissione contribuire attivamente alla realizzazione di tale processo di integrazione e evoluzione normativa, all'interno del *Securities Regulators Committee* e nell'attività regolamentare e vigilanza a livello nazionale.

Per quanto attiene alle iniziative già allo studio del Fesco si segnalano, in particolare, due questioni. La prima riguarda la disciplina dell'attività di gestione dei sistemi di negoziazione, ed è, da un lato, volta a garantire

la parità di condizioni di concorrenza tra gli *Alternative Trading System* (ATS) e i mercati regolamentati e, dall'altro, a favorire una minore frammentazione dei sistemi di *clearing and settlement* (elemento questo che rappresenta uno dei principali ostacoli ad una reale integrazione dei diversi mercati mobiliari).

La seconda iniziativa è rappresentata dall'introduzione di una serie di norme volte a prevenire i fenomeni di *market abuse*; a tal proposito, per quanto attiene gli emittenti, è all'esame l'opportunità di dettare una serie di misure volte a ridurre l'operatività dei *managers* sui titoli delle loro società e a incentivare l'adozione di soluzioni organizzative finalizzate a ridurre le possibilità che le informazioni *price sensitive* circolino all'interno delle imprese (anche al fine di rendere, *ex post*, più agevole il compito di individuare eventuali *insiders*).

Per quanto attiene gli intermediari, oltre a promuovere l'adozione di più rigide divisioni compartimentali, pare opportuno incrementare il livello di trasparenza delle transazioni OTC (*over the counter*), rendere uniformi le regole sulle modalità di produzione e distribuzione degli studi prodotti dai loro analisti finanziari.

Infine, sull'esempio di codici di autodisciplina di categoria, vigenti in altri paesi, si intende proporre, insieme agli ordini professionali, delle guide linee per i giornalisti finanziari.

Il governo societario

In un contesto internazionale aperto, anche il modello societario delle imprese italiane deve confrontarsi e competere con quelli degli altri paesi. Un buon sistema di regole di *corporate governance* è tale se limita il rischio, sempre presente, che *managers* e soci di controllo possano ledere i diritti degli azionisti di minoranza: migliori garanzie ai soci di minoranza favoriscono lo sviluppo dei mercati azionari e rendono la raccolta di capitale più economica. Non di meno, la necessità dell'adozione di tali regole non deve essere vista, dai soggetti chiamati ad attenervisi, come un vincolo esterno alle loro scelte gestionali.

La scelta del modello societario deve essere tener conto, per essere efficiente, non solo dalla cultura economico/giuridica prevalente nel Paese in cui deve essere applicata, ma anche dalla struttura proprietaria che caratterizza le società presenti in quella realtà. Infatti, i contrappesi al potere degli amministratori, definiti dal sistema di *corporate governance*, sono tanto più necessari quanto maggiore è la concentrazione dei diritti di proprietà e di controllo e quanto più diffuso è l'azionariato di minoranza.

Il giudizio che comunemente viene dato del livello di protezione assicurato dalla normativa italiana agli azionisti di minoranza non è, in un confronto internazionale, lusinghiero. La Commissione ritiene che si tratti di un giudizio non equilibrato che non tiene conto delle novità introdotte sul tema dal Tuf. In particolare, il Testo unico sull'intermediazione finanziaria e la regolazione amministrativa che ad esso fa capo, hanno promosso sui mercati maggiore trasparenza, maggiore simmetria informativa e maggiore significatività dei prezzi. Sono le premesse perché possano risultare più efficaci le misure introdotte dallo stesso Tuf per rafforzare la tutela degli azionisti: ampliamento dei poteri di minoranze qualificate, messe in grado di bloccare le deliberazioni dell'assemblea straordinaria, di promuovere l'azione di responsabilità nei confronti degli amministratori e convocare l'assemblea, di nominare un sindaco, di sollecitare le deleghe di voto.

La Commissione intende, da un lato, proseguire, anche in risposta ai riscontri forniti dalla prassi operativa, nella propria opera di perfezionamento del sistema regolamentare e, dall'altro, effettuare degli interventi specifici (ne sono esempi, le recenti raccomandazioni sull'utilizzo dei siti Internet per la diffusione dell'informativa societaria e quella sull'informazione al pubblico da parte dei soggetti capigruppo in merito alle operazioni di compravendita di azioni di risparmio non convertibili) volti a garantire sempre maggiori flussi informativi (e di qualità più elevata); in tal senso, tra le questioni che si ritiene opportuno sottoporre ad un regime di informativa più penetrante vi è certamente quella delle operazioni con parti correlate.

La pressione di investitori istituzionali più numerosi ed agguerriti ha prodotto conseguenze di rilievo sulla struttura del mercato. Grazie alla valutazione accurata dell'*holding discount* e all'entrata sul mercato di imprese nuove, non appartenenti a gruppi e dotate di piena autonomia gestionale, si è ridotta la presenza di strutture piramidali costituite da più società quotate, che era caratteristica precipua del mercato italiano. Tuttavia ancora molto resta da fare per contenere (e per dare loro piena trasparenza) le situazioni di conflitti di interessi che sono presenti in molti di questi investitori e che non consentono loro di svolgere efficacemente il ruolo di *monitoring*.

In tale quadro, l'iniziativa, promossa dalla Borsa Italiana, di redigere, in collaborazione con gli emittenti, un codice di autodisciplina per le società quotate, con facoltà di conformarsi ad esso, ma con obbligo di render conto della mancata adesione, se è vero che ha rappresentato un segnale positivo di diffusione di una nuova e migliore cultura del mercato, presenta, ad oggi, un bilancio non incoraggiante. Questa esperienza, purtroppo, sembra indicare come la strada dell'autoregolamentazione sia ancora estranea al nostro sistema socio/economico e come, pertanto, l'iniziativa resti ancora all'azione amministrativa di eteroregolamentazione.

Allo stato, poco sfruttati sono stati gli spazi che il Testo unico ha lasciato all'autonomia statutaria per introdurre clausole più favorevoli agli azionisti di minoranza. Da una rilevazione condotta dalla Consob lo scorso ottobre, risulta che solo cinque società quotate avevano ridotto la soglia del capitale per la convocazione dell'assemblea da parte dei soci; solo quattro aumentato il quorum deliberativo per l'assemblea straordinaria; solo sette introdotto il voto per corrispondenza. Nessuna società ha ridotto le soglie per la denuncia al collegio sindacale e al tribunale e per l'azione di responsabilità. Anche le prescrizioni obbligatorie del Testo unico volte a tutelare le minoranze hanno trovato a volte attuazione inadeguata. La nomina dei sindaci di minoranza ha incontrato difficoltà nei tempi e nei modi con cui i meccanismi per la loro elezione sono stati introdotti negli statuti. Solo in pochi casi, inoltre, gli statuti contengono le previsioni indicate dal Ministero della Giustizia a cui riferire i requisiti di professionalità dei sindaci.

È sotto queste premesse che la Commissione ha sottolineato l'importanza che sia il mercato a dettarsi autonomamente le sue regole, soprattutto per quanto riguarda i requisiti di ammissione a quotazione, e a dotarsi di adeguati strumenti di verifica e di sanzione, ad esempio riguardo all'attività degli *sponsor*. Alla Borsa infatti, contestualmente alla sua privatizzazione, è stata assegnata la funzione, di interesse pubblico, di disciplinare le regole di ammissione a quotazione, assicurando la tutela degli investitori. La Commissione, nell'inerzia dell'autoregolamentazione, sarà chiamata a intervenire direttamente, nell'ambito dei poteri e delle competenze attribuitele dalla legge, con i propri strumenti regolamentari.

I problemi della securities industry

Ad un corretto funzionamento dei meccanismi di *monitoring* esterno, da un lato, e di elaborazione e trasmissione delle informazioni, dall'altro, sono spesso di ostacolo gli assetti di controllo e quelli organizzativi degli intermediari coinvolti a diverso titolo in tali processi.

I fondi di diritto italiano sono nella quasi totalità filiazioni di istituti bancari, essi stessi quotati o comunque in stretto rapporto con emittenti quotati. Per tale ragione, i fondi non sempre possono essere in grado di esercitare, efficacemente, un ruolo attivo di *monitoring* che potrebbe risultare in contrasto con gli interessi degli Istituti di cui sono filiazioni. Positivamente in tal senso va valutata la recente adozione del codice di autonomia gestionale da parte dell'associazione di categoria (resta peraltro da vedere il grado di effettiva adesione e l'efficacia delle previsioni contenute).

Se la qualità dei prospetti informativi è migliorata nel tempo, anche sotto la spinta concorrenziale apportata dall'ingresso nell'industria dei collocamenti di primari operatori esteri; ampi risultano ancora essere i margini di miglioramento. In particolare, occorre assicurare che i soggetti coinvolti nelle operazioni di collocamento svolgano correttamente e compiutamente la loro funzione, assicurando veridicità e completezza alle informazioni fornite. Non sempre tali soggetti paiono avere esercitato i loro compiti con la dovuta diligenza e nella piena consapevolezza delle loro responsabilità, soprattutto nelle ipotesi di intermediari polifunzionali.

In particolare, la natura polifunzionale degli intermediari collocatori e la struttura stessa degli accordi negoziali che intercorrono tra essi e l'emittente, possono risultare critici per la valutare la correttezza sia dei meccanismi di *pricing* delle azioni da collocare sia per analizzare i comportamenti tenuti successivamente alla quotazione ovvero, durante il periodo in cui viene esercitata la stabilizzazione dei corsi.

Infine, anche le informazioni diffuse al pubblico da operatori polifunzionali tramite studi e statistiche, aventi ad oggetto titoli emessi dalle società quotate, possono presentarsi particolarmente critiche, alla luce dei rapporti che spesso legano i soggetti che li producono agli emittenti oggetto degli stessi. Questo specifico fenomeno è stato oggetto, tra la fine del 2000 e l'inizio del 2001, dell'attenzione della Commissione che ha deciso di assumere l'iniziativa per un primo intervento sulla materia teso a garantire un livello di informativa più adeguato proprio in relazione ad eventuali situazioni conflittuali, tenuto conto della rilevanza che gli studi effettuati dagli analisti ricoprono nell'economia dei processi di elaborazione e diffusione delle informazioni attinenti gli emittenti quotati e riconoscendo tale attività come elemento positivo destinato ad integrare e ad arricchire il processo di *disclosure* generato dall'informazione continua sulle notizie *price sensitive*. Resta questo comunque un argomento che vedrà nei prossimi mesi la Consob impegnata nella verifica delle modifiche introdotte e che sarà riproposto in sede Fesco al fine di uniformare le diverse regolamentazioni nazionali per evitare pericolosi arbitraggi normativi.

Le emissioni obbligazionarie

La massiccia emissione di obbligazioni bancarie, collocata tramite la rete degli sportelli bancari, pone ancora notevoli problemi per la tutela degli investitori non professionali. L'esenzione dalla disciplina del prospetto informativo rimane una fonte di forte opacità, con particolare riguardo alla tipologia sempre più diffusa delle obbligazioni strutturate e al loro collocamento presso il pubblico.

Tuttavia, una particolare tipologia di obbligazioni strutturate emesse da enti creditizi, le cosiddette *reverse convertible*, deve sottostare alla disciplina del prospetto informativo poiché tali strumenti, di fatto, "permettono di sottoscrivere o acquisire azioni" e non godono quindi dell'esenzione di cui all'art. 100 del Tuf. La Commissione ha constatato che, in numerosi casi, soggetti bancari hanno collocato (senza preventiva pubblicazione del prospetto informativo) obbligazioni di tale specie presso investitori non professionali, ed ha pertanto proceduto a contestare agli intermediari le infrazioni relative al mancato rispetto della disciplina sulla sollecitazione.

La vigilanza sui promotori finanziari

La Commissione sta lavorando per dare attuazione alla norma del Tuf (art. 31, comma 4) in base al quale la Consob può avvalersi, per la tenuta dell'Albo dei promotori finanziari, della collaborazione di un organismo individuato dalle associazioni professionali dei promotori finanziari e dei soggetti abilitati. In tale ambito, sono stati incontrati diversi problemi, dovuti alla formulazione della citata norma che non sembra idonea a consentire un'efficace ripartizione di ruoli tra l'Autorità pubblica e il delineato organismo privato espressione delle categorie interessate. Infatti, l'assetto ipotizzabile sulla base della normativa vigente, consente il decentramento di meri compiti amministrativi di gestione dell'albo e non lascia spazi per l'attribuzione di ulteriori funzioni al citato organismo.

Al contrario, coerentemente alle scelte operate dal legislatore in tema di organizzazione e vigilanza sui mercati, sembra opportuno che alla Consob siano riservati compiti di "alta vigilanza", non solo sull'attività dell'istituendo organismo e delle commissioni territoriali in materia di gestione dell'Albo, ma anche con riguardo al sistema dei promotori finanziari e alla regolarità dei loro comportamenti. Tale ultima funzione consentirebbe di concentrare l'attività della Consob sul controllo e sulla repressione dei comportamenti patologici e di particolare gravità, suscettibili di ledere l'affidabilità del sistema nel suo complesso, liberando l'Istituto dal compito, oggi assolto con notevole impiego di risorse (a fine 2000 risultavano iscritti all'albo circa 50.000 promotori), di istruire attività di vigilanza per ogni singola infrazione, anche di natura meramente formale. Queste attività, tipicamente disciplinari, potrebbero essere efficacemente svolte da un soggetto come l'organismo, che dovrebbe tuttavia essere dotato di caratteristiche diverse da quelle previste attualmente dall'art. 31 del Tuf.

Il personale e l'organizzazione

Nel corso del 2000 è stato definito un progetto di riforma delle carriere, sul quale è stato avviato un confronto con i sindacati al fine di pervenire alla modifica del Regolamento disciplinante il trattamento giuridico ed economico e l'ordinamento delle carriere del personale della Consob, da sottoporre all'approvazione del Presidente del Consiglio dei Ministri. Tale progetto, pur garantendo il rispetto dei criteri fissati dal contratto collettivo di lavoro in vigore per la Banca d'Italia (con particolare riferimento alle tabelle economiche e ai tempi minimi di progressione), come previsto dal comma 3 dell'art. 1/2 della Legge 216 del 7 giugno 1974, intende dare attuazione alla possibilità, offerta dal medesimo articolo, di tener conto, nell'applicazione del contratto di riferimento, delle specifiche esigenze funzionali ed organizzative della Commissione.

Il principio dell'affinità delle funzioni, che giustifica la necessità di mantenere il collegamento con il contratto della Banca d'Italia, va infatti reso compatibile con l'esigenza di una maggiore flessibilità organizzativa che si rende necessaria per una struttura di più ridotte dimensioni, come è la Consob, nella quale la maggioranza del personale è oltretutto concentrata nelle qualifiche intermedie.

L'attuale regolamento del personale riflette infatti quello concepito per la Banca d'Italia, che ha una struttura diversa e di ben altra dimensione rispetto alla Consob, e che comunque può contare su un maggior numero di strumenti di flessibilità (distribuzione territoriale, assenza di vincoli di organico, parcellizzazione delle attività etc.). Applicato nel contesto del nostro Istituto, tale regolamento impone pesanti limiti alle politiche di gestione delle risorse umane. Lo strumento delle promozioni, nel vincolo di organico ed in assenza di una separazione tra i concetti di progressione economica e progressione di carriera, non è infatti sufficiente a garantire i necessari spazi di crescita, in particolare per il personale delle qualifiche intermedie. In tale situazione, dotare l'Istituto di più flessibili ed efficaci strumenti di gestione del personale è diventato un obiettivo imprescindibile e quanto mai urgente.

Tale obiettivo viene perseguito attraverso una semplificazione dell'attuale struttura delle qualifiche, che privilegi gli aspetti funzionali rispetto a quelli gerarchici, la separazione tra progressione economica e progressione di carriera, che renda possibile la prima anche indipendentemente dalla seconda, e la predisposizione di criteri di progressione basati essenzialmente sul merito, nell'ottica di una gestione improntata all'efficienza e al risultato.

La Commissione, con delibera n. 12697 del 28/8/2000, ha approvato il regolamento di attuazione degli artt. 2, comma 2 e 4 della legge n. 241/1990. Con il regolamento sono stati determinati i tempi di conclusione e le unità organizzative responsabili dei procedimenti di competenza della Consob nonché le ipotesi di sospensione o interruzione dei termini. Attraverso il regolamento, entrato in vigore il primo dicembre del 2000, sono stati censiti 244 tra procedimenti e fasi procedurali (di questi 123 sono di iniziativa di parte e 121 d'ufficio). Nell'occasione, la Commissione ha adottato anche disposizioni organizzative interne legate all'attuazione della legge n. 241/1990, in materia di criteri di assegnazione delle responsabilità del procedimento e compiti e facoltà del suo responsabile. Con il regolamento, si è quindi definito un quadro di riferimento idoneo a fornire, sia ai cittadini e ai soggetti vigilati che al personale della Consob, certezza sull'attribuzione delle responsabilità connesse allo svolgimento dell'azione dell'Istituto, sui tempi massimi di conclusione dei diversi

procedimenti e sulle modalità con le quali consentire la partecipazione dei soggetti interessati all'attività amministrativa. Attraverso il monitoraggio del rispetto delle tempistiche previste per i diversi procedimenti, la Commissione intende verificare la validità delle scelte organizzative assunte e i margini di ulteriore riduzione, attraverso un processo di aggiustamento iterativo, dei tempi di conclusione di ciascuna tipologia di procedimento.

Con riferimento al regime contributivo, l'art. 145, comma 28, della legge 23 dicembre 2000, n. 388 (legge finanziaria per il 2001) ha, come più volte auspicato dalla Commissione, modificato il comma 3 dell'art. 40 della legge 724/1994, sostituendo il legame tra contribuzioni e singoli servizi resi dall'Istituto con il legame tra contribuzioni e attività complessiva di vigilanza svolta su ciascuna categoria di soggetti. L'attuazione di tale modifica produrrà, a partire dal 2002, i seguenti effetti: unicità di versamento annuale per ciascun operatore appartenente a una determinata categoria (con conseguente eliminazione dei corrispettivi istruttori, dei corrispettivi per la partecipazione a esami e del contributo sulle negoziazioni); semplificazione dei meccanismi di determinazione annuale delle contribuzioni in quanto collegate non più ai singoli servizi resi, bensì al complesso delle attività svolte relativamente a ciascuna categoria di soggetti vigilati; semplificazione della gestione amministrativa del sistema, conseguente alla riduzione del numero dei versamenti; stabilizzazione della struttura degli annuali provvedimenti sul regime contributivo.

