

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

#### Altre iniziative in corso previste nel Piano di azione.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

### **La disciplina delle società quotate**

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

**RELAZIONE AL MINISTRO  
DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE**

## I. L'ATTIVITÀ DELLA CONSOB E IL MERCATO

### *L'andamento dei settori di interesse dell'Istituto*

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

### ***Il Testo unico e la regolamentazione secondaria***

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

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

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

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

Nel corso del 2001, sono state approvate alcune modifiche all'art. 69 del regolamento 11971/1999 sugli studi su emittenti strumenti finanziari. In particolare, si è stabilito che gli studi "riportino, con evidenza grafica, un'avvertenza nella quale sia indicato che chi li diffonde può avere un proprio specifico interesse riguardo agli emittenti, agli strumenti finanziari e alle operazioni oggetto di analisi, indicandone le ragioni e l'estensione" (in precedenza era sufficiente indicare l'esistenza di un potenziale generico interesse in conflitto).

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

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

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

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

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

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

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

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

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