



CONSOB
COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

RELAZIONE PER L'ANNO 2003

BOZZE DI STAMPA

ROMA, 31 MARZO 2004

COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

Presidente

Lamberto CARDIA

Componenti

Enrico CERVONE

Carla RABITTI BEDOGNI

Paolo DI BENEDETTO

Direttore Generale

Massimo TEZZON

RELAZIONE PER L'ANNO 2003

<i>L'EVOLUZIONE DEL QUADRO DI RIFERIMENTO</i>	1
<i>Il governo delle società quotate</i>	3
<i>I mercati e le imprese</i>	18
<i>L'intermediazione mobiliare</i>	49
 <i>L'ATTIVITÀ DELLA CONSOB</i>	 61
<i>La vigilanza sulle società</i>	63
<i>La vigilanza sui mercati</i>	85
<i>La vigilanza sugli intermediari mobiliari</i>	96
<i>I provvedimenti sanzionatori e cautelari</i>	107
<i>L'attività regolamentare e interpretativa e gli sviluppi internazionali</i>	117
<i>Le relazioni internazionali</i>	140
<i>I controlli giurisdizionali sull'attività della Consob</i>	149
<i>La gestione interna e le relazioni con l'esterno</i>	155
 <i>APPENDICE STATISTICA</i>	 163

INDICE GENERALE

<i>L'EVOLUZIONE DEL QUADRO DI RIFERIMENTO</i>	1
I. <i>IL GOVERNO DELLE SOCIETÀ QUOTATE</i>	
<i>La struttura proprietaria e gli assetti di controllo</i>	3
<i>Il mercato del controllo societario</i>	8
<i>La partecipazione alle assemblee societarie</i>	10
<i>La struttura dei consigli di amministrazione</i>	15
II. <i>I MERCATI E LE IMPRESE</i>	
<i>I mercati delle azioni e degli strumenti derivati</i>	18
<i>Il mercato obbligazionario</i>	29
<i>Le operazioni di raccolta di capitali e di quotazione: un quadro d'insieme</i>	36
<i>Le offerte finalizzate alla quotazione di titoli azionari</i>	39
<i>Il collocamento di titoli delle società quotate e le operazioni di finanza straordinaria</i>	43
<i>Le operazioni di raccolta di società non quotate e di emittenti esteri</i>	47
III. <i>L'INTERMEDIAZIONE MOBILIARE</i>	
<i>L'andamento del settore</i>	49
<i>La gestione collettiva del risparmio</i>	51
<i>I servizi di investimento</i>	56

L'ATTIVITÀ DELLA CONSOB	61
 IV. LA VIGILANZA SULLE SOCIETÀ	
<i>La vigilanza sull'informativa societaria</i>	63
<i>L'informativa nell'appello al pubblico risparmio e nelle operazioni di finanza straordinaria</i>	68
<i>L'informativa in sede assembleare</i>	75
<i>L'informativa contabile</i>	76
<i>Le società di revisione</i>	81
 V. LA VIGILANZA SUI MERCATI	
<i>Gli abusi di mercato</i>	85
<i>La gestione dei mercati regolamentati e gli scambi organizzati</i>	90
<i>I servizi di compensazione, liquidazione e gestione accentrata di strumenti finanziari</i>	93
 VI. LA VIGILANZA SUGLI INTERMEDIARI MOBILIARI	
<i>Le banche, le Sim e gli agenti di cambio</i>	96
<i>Le società di gestione collettiva del risparmio</i>	100
<i>I promotori finanziari</i>	105
 VII. I PROVVEDIMENTI SANZIONATORI E CAUTELARI	
<i>I provvedimenti relativi agli intermediari e ai promotori finanziari</i>	107
<i>I provvedimenti relativi agli emittenti e alle società di revisione</i>	111
<i>L'attività di enforcement via internet</i>	115

VIII.	<i>L'ATTIVITÀ REGOLAMENTARE E INTERPRETATIVA E GLI SVILUPPI INTERNAZIONALI</i>	
	<i>La disciplina dell'appello al pubblico risparmio</i>	117
	<i>La disciplina dell'informativa societaria continua</i>	124
	<i>La disciplina dell'informativa contabile e periodica e delle società di revisione</i>	127
	<i>La disciplina dei mercati e degli scambi organizzati</i>	129
	<i>La disciplina degli intermediari</i>	136
IX.	<i>LE RELAZIONI INTERNAZIONALI</i>	
	<i>La cooperazione internazionale</i>	140
	<i>L'attività dell'Unione Europea</i>	144
	<i>L'attività dell'International Organization of Securities Commissions (Iosco)</i>	147
X.	<i>I CONTROLLI GIURISDIZIONALI SULL'ATTIVITÀ DELLA CONSOB</i>	
	<i>Il contenzioso sui provvedimenti in materia di vigilanza</i>	149
	<i>La verifica in sede giurisdizionale dell'attività dell'Istituto</i>	153
XI.	<i>LA GESTIONE INTERNA E LE RELAZIONI CON L'ESTERNO</i>	
	<i>La gestione organizzativa</i>	155
	<i>La gestione finanziaria</i>	156
	<i>La gestione delle risorse umane</i>	158
	<i>Le relazioni con l'esterno e l'attività di investor education</i>	159
	APPENDICE STATISTICA	163
	<i>Indice delle tavole</i>	165
	<i>Tavole statistiche</i>	169
	<i>Note metodologiche</i>	229

INDICE DEL MATERIALE ILLUSTRATIVO

I. IL GOVERNO DELLE SOCIETÀ QUOTATE

Fig. I.1	La distribuzione della proprietà nelle società quotate in Borsa	3
Tav. I.1	Struttura proprietaria delle società quotate in Borsa	5
Tav. I.2	Partecipazioni rilevanti nelle società quotate in Borsa	6
Tav. I.3	Struttura proprietaria delle società quotate sul Nuovo Mercato	7
Tav. I.4	Premi di controllo nelle Opa successive	9
Tav. I.5	Distribuzione delle società quotate in Borsa per numero di partecipanti alle assemblee 2002 e 2003	11
Tav. I.6	Quota dei diritti di voto detenuta dagli azionisti rilevanti e dagli investitori istituzionali nelle assemblee delle società quotate (Mib30 e Midex)	12
Tav. I.7	Quota dei diritti di voto detenuta dagli azionisti rilevanti e dagli investitori istituzionali nelle assemblee 2003 delle società quotate del segmento Star	13
Tav. I.8	Quota dei diritti di voto detenuta dagli investitori istituzionali non rilevanti nelle assemblee 2003 delle società quotate	14
Tav. I.9	Quota dei diritti di voto detenuta dagli investitori istituzionali non rilevanti nelle assemblee 2003 delle società quotate per settore di appartenenza della società	14
Tav. I.10	Distribuzione percentuale delle società quotate in Borsa nel 2003 per numero di componenti del consiglio di amministrazione in relazione al settore di attività	15
Tav. I.11	Numero medio di amministratori delle società quotate in Borsa nel 2003 per modello di controllo	16
Tav. I.12	Società quotate in Borsa interessate da interlocking nel 2003	17

II. I MERCATI E LE IMPRESE

Fig. II.1	Andamento dei corsi azionari	18
Fig. II.2	Indicatori di volatilità e indice Mib30	19
Tav. II.1	Acquisti netti di azioni quotate italiane	24
Tav. II.2	Covered warrants quotati	27

Tav. II.3	Strumenti finanziari derivati scambiati sull'Idem nel 2003	28
Tav. II.4	Obbligazioni corporate emesse da gruppi italiani	30
Fig. II.3	Ricorso al mercato obbligazionario da parte dei principali gruppi industriali italiani quotati	31
Fig. II.4	Obbligazioni bancarie ordinarie e strutturate	35
Tav. II.5	I collocamenti finalizzati alla quotazione su mercati regolamentati e le altre operazioni di sollecitazione	37
Tav. II.6	Ammissioni a quotazione nei principali mercati azionari europei	38
Tav. II.7	Offerte finalizzate all'ammissione a quotazione di titoli azionari	39
Tav. II.8	Sconto alla quotazione	41
Tav. II.9	Rapporti creditizi e partecipativi fra società ammesse a quotazione e intermediari collocatori	42
Tav. II.10	Investitori istituzionali nell'azionariato delle società neoquotate	43
Tav. II.11	Collocamento di azioni e obbligazioni convertibili di società quotate	44
Tav. II.12	Offerte pubbliche su titoli non quotati	47
 <i>III. L'INTERMEDIAZIONE MOBILIARE</i>		
Tav. III.1	Patrimonio delle gestioni individuali e collettive	49
Tav. III.2	Commissioni da operazioni di intermediazione mobiliare di banche, Sim e Sgr	50
Tav. III.3	Composizione del patrimonio gestito da fondi comuni di investimento per tipologia di fondo: Europa e Stati Uniti	52
Tav. III.4	Composizione di portafoglio dei fondi comuni di diritto italiano	53
Tav. III.5	Assetti proprietari delle società di gestione di fondi comuni	54
Tav. III.6	Commissioni da intermediazione mobiliare	57
Tav. III.7	Gestioni individuali: ripartizione del patrimonio per soggetto gestore	58
Tav. III.8	Gestioni patrimoniali individuali di banche, Sgr e Sim	59
Tav. III.9	Intermediari per servizi di investimento autorizzati	60
 <i>IV. LA VIGILANZA SULLE SOCIETÀ</i>		
Tav. IV.1	Vigilanza sull'informativa societaria, gli assetti proprietari e gli studi	64

Tav. IV.2	Emittenti con strumenti finanziari diffusi	65
Tav. IV.3	Operazioni con parti correlate comunicate al mercato da società quotate nel 2003	67
Tav. IV.4	Attività di vigilanza Consob in materia di sollecitazione, ammissione a quotazione e operazioni di finanza straordinaria	69
Tav. IV.5	Strumenti oggetto di offerte pubbliche di acquisto e/o di scambio per cui è stato concesso il nulla osta nel 2003	74
 <i>V. LA VIGILANZA SUI MERCATI</i>		
Tav. V.1	Risultanze delle indagini in materia di insider trading e aggio	85
Tav. V.2	Tipologia delle informazioni privilegiate nelle segnalazioni all'Autorità Giudiziaria in cui si ipotizza il reato di insider trading	86
Tav. V.3	Esiti delle relazioni inviate all'Autorità Giudiziaria in materia di insider trading e aggio	88
Tav. V.4	Interventi dell'Istituto in procedimenti penali relativi a reati di insider trading e aggio	89
 <i>VI. LA VIGILANZA SUGLI INTERMEDIARI MOBILIARI</i>		
Tav. VI.1	Esposti degli investitori in materia di servizi di investimento	97
Tav. VI.2	Corporate bonds nel portafoglio delle gestioni individuali e collettive di banche, Sim e Sgr	102
Tav. VI.3	Obbligazioni corporate dei principali gruppi quotati detenute dalle Sgr nell'ambito della gestione collettiva e individuale	104
Tav. VI.4	Incroci fra i consigli di amministrazione delle Sgr e quelli delle società del gruppo	105
 <i>VII. I PROVVEDIMENTI SANZIONATORI E CAUTELARI</i>		
Tav. VII.1	Sanzioni amministrative pecuniarie proposte nei confronti di intermediari mobiliari	107
Tav. VII.2	Sanzioni amministrative pecuniarie proposte nei confronti di esponenti aziendali di intermediari nel 2003	108
Tav. VII.3	Principali violazioni riscontrate nell'attività di vigilanza sugli intermediari mobiliari nel 2003	109

Tav. VII.4	Principali violazioni riscontrate nell'attività di vigilanza nel 2003 per tipologia di intermediario	110
Tav. VII.5	Sanzioni amministrative proposte dalla Consob al Ministero dell'economia e delle finanze in materia di appello al pubblico risparmio, informativa societaria e deleghe di voto	112
Tav. VII.6	Pagamenti in misura ridotta a fronte di contestazioni di violazioni delle norme in materia di appello al pubblico risparmio, informativa societaria e deleghe di voto	113
Tav. VII.7	Provvedimenti cautelari relativi a operazioni di sollecitazione	114
 <i>IX. LE RELAZIONI INTERNAZIONALI</i>		
Tav. IX.1	Cooperazione internazionale	141
 <i>X. I CONTROLLI GIURISDIZIONALI SULL'ATTIVITÀ DELLA CONSOB</i>		
Tav. X.1	Ricorsi contro atti proposti o adottati dall'Istituto	149
 <i>XI. LA GESTIONE INTERNA E LE RELAZIONI CON L'ESTERNO</i>		
Tav. XI.1	Schema riassuntivo entrate e spese	157
Tav. XI.2	Il personale	158
Tav. XI.3	Accessi alle pagine del sito internet	161

INDICE DEI RIQUADRI

1.	<i>Le sospensioni dalle negoziazioni dei titoli azionari nel 2003</i>	20
2.	<i>L'operatività dei fondi comuni di diritto italiano sui titoli del Nuovo Mercato</i>	25
3.	<i>Le asset backed securities</i>	32
4.	<i>Il risparmio gestito dagli intermediari assicurativi</i>	54
5.	<i>Il Sistema Automatico Integrato di Vigilanza sui Mercati (S.A.I.Vi.M.)</i>	87
6.	<i>La direttiva sugli abusi di mercato e le misure di implementazione in corso di definizione</i>	134

L'ATTIVITÀ DELLA CONSOB

IV. LA VIGILANZA SULLE SOCIETÀ

La vigilanza sull'informativa societaria

Il 2003 è stato caratterizzato da un'attività di vigilanza sull'informativa societaria particolarmente intensa. La Commissione ha formulato circa 500 richieste di dati e informazioni ad amministratori di società quotate, a sindaci e a società di revisione (Tav. IV.1). Gran parte dell'attività di vigilanza ha riguardato un ristretto numero di emittenti, in particolare Cirio Finanziaria, Parmalat e Giacomelli. Nei confronti di tali emittenti (oltre che nei confronti di Gandalf) la Commissione ha attivato i poteri di impugnativa dei bilanci di esercizio e consolidato (si veda anche il successivo paragrafo "L'informativa contabile").

Con riferimento a uno dei citati casi, la Commissione ha inviato due lettere di richiamo alle società di revisione.

Nel caso Parmalat, dall'esame della documentazione del bilancio al 31.12.2002 e della semestrale al 30.6.2003 sono emerse carenze informative in merito ad alcune poste finanziarie per le quali si è reso necessario un intervento da parte della Commissione finalizzato ad ampliare la disclosure sino a quel momento resa al mercato. Tenuto conto dell'assoluta rilevanza che tali poste rivestivano nelle situazioni contabili della società del gruppo e dei profili di incertezza rilevati, le società incaricate di svolgere la revisione sulla società in questione e sul gruppo sono state richiamate a prestare una particolare attenzione nello svolgimento dei lavori di revisione sulla società e sulle sue controllate, anche attraverso una costante collaborazione con il collegio sindacale.

In un altro caso una società di revisione è stata richiamata a un puntuale rispetto della disposizione dell'art. 156, comma 4, del Tuf, che prevede per il revisore l'invio tempestivo alla Consob della relazione di revisione nel caso in cui questa contenga un giudizio negativo. La società è stata quindi invitata ad adottare al proprio interno procedure idonee volte ad assicurare l'osservanza della suddetta norma.

Per quanto riguarda le cosiddette "società in crisi", nel corso del 2003 la Commissione ha assoggettato 6 emittenti quotati alla diffusione, con cadenza mensile, di un comunicato riportante aggiornamenti su aspetti definiti caso per caso, sulla base delle singole problematiche. Considerando gli analoghi interventi effettuati nell'anno precedente, alla fine del 2003 risultavano soggette a tali obblighi 15 società individuate tra quelle che avevano riportato perdite superiori a un terzo del capitale o sul cui bilancio la società di revisione aveva espresso un giudizio negativo (o si era dichiarata impossibilitata a rilasciare un giudizio).

Tav. IV.1

VIGILANZA SULL'INFORMATIVA SOCIETARIA, GLI ASSETTI PROPRIETARI E GLI STUDI

	2002	2003
RICHIESTE DI INFORMAZIONI EX ART. 115, COMMI 1 E 2, DEL TUF		
ASSUNZIONI DI NOTIZIE DA AMMINISTRATORI, SINDACI, REVISORI, DIRETTORI GENERALI, SOCIETÀ CONTROLLANTI E CONTROLLATE	36	82
RICHIESTE DI DATI E INFORMAZIONI	100	317
RICHIESTE DI CONFERMA DI PARTECIPAZIONI RILEVANTI	23	49
RICHIESTE DI NOTIZIE PER L'INDIVIDUAZIONE DEI RESPONSABILI DI ADEMPIMENTI INFORMATIVI PER I QUALI VIENE CONTESTATA UNA VIOLAZIONE	52 ¹	31
TOTALE	211	489
RICHIESTE DI INFORMAZIONI A SOCI PARTECIPANTI EX ART. 115, COMMA 3, DEL TUF	31	33
ISPEZIONI	2	4
RICHIESTE DI PUBBLICAZIONI DI DATI E NOTIZIE EX ART. 114, COMMA 3, DEL TUF		
INTEGRAZIONI DI NOTIZIE DA FORNIRE IN ASSEMBLEA	69	18
INTEGRAZIONI A DOCUMENTI CONTABILI PERIODICI	1	--
INFORMAZIONI DA FORNIRE AL MERCATO (COMUNICATI STAMPA)	25	46
INFORMAZIONI PERIODICHE MENSILI	9	6
INTEGRAZIONI DI DOCUMENTI DI FUSIONE	2	1
INTEGRAZIONI DI DOCUMENTI OPA	3	4
TOTALE	109	75
ESONERI DELLA PUBBLICAZIONE DI DATI E NOTIZIE EX ART. 114, COMMA 4, DEL TUF	5	10
RICHIESTE DI PUBBLICAZIONE IMMEDIATA DI STUDI IN PRESENZA DI RUMORS	3	10
SEGNALAZIONI AL TRIBUNALE EX ART. 2409 C.C.	1	--
LETTERE DI RICHIAMO	3	3
IMPUGNATIVE DI BILANCIO	--	4

¹ Di cui 7 sono integrazioni a richieste già effettuate.

Le richieste di pubblicazione di dati e notizie al fine di integrare l'informativa al mercato sono state 75 (contro le 109 del 2002). Su questo fronte l'attività di vigilanza ha riguardato anche gli emittenti con strumenti finanziari diffusi fra il pubblico in misura rilevante.

Nel corso del 2003 la Commissione ha provveduto all'aggiornamento semestrale dell'elenco degli emittenti strumenti finanziari diffusi, sulla base delle comunicazioni pervenute alla data del 31 luglio 2003. L'elenco comprende complessivamente 160 emittenti, di cui 117 tenuti alla piena osservanza degli obblighi informativi previsti dal Tuf e 43 invece dispensati dagli obblighi di informazione (Tav. IV.2).

TAV. IV.2

EMITTENTI CON STRUMENTI FINANZIARI DIFFUSI
(SITUAZIONE AL 31 LUGLIO 2003)

TIPOLOGIA EMITTENTI	NUMERO EMITTENTI
EMITTENTI TENUTI A FORNIRE INFORMAZIONI AL MERCATO	117
DI CUI:	
EMITTENTI AZIONI ¹	114
EMITTENTI OBBLIGAZIONI	1
EMITTENTI AZIONI ¹ E OBBLIGAZIONI	2
EMITTENTI ESONERATI DALL'OBBLIGO DI FORNIRE INFORMAZIONI AL MERCATO SULLA BASE DI ISTANZA MOTIVATA	43
EMITTENTI QUOTATI IN MERCATI REGOLAMENTATI ESTERI	--
<i>TOTALE</i>	<i>160</i>

Fonte: Consob. ¹ Il dato include anche gli emittenti obbligazioni convertibili.

Nel 2003 la Commissione si è pronunciata in 10 occasioni per il differimento di obblighi informativi a carico di società quotate. Due delle società tenute, su richiesta Consob, ad adempiere all'obbligo di comunicazione mensile di dati e notizie sull'attuazione dei piani di ristrutturazione in corso e sull'evoluzione del proprio squilibrio finanziario hanno presentato istanza di differimento dei termini per l'adempimento (ogni fine mese). In 2 occasioni, invece, la Commissione si è pronunciata su istanze relative all'esonero dalla pubblicazione di dati e informazioni.

Nel primo caso la società quotata (Cirio Finanziaria), che era stata posta in liquidazione e dichiarata insolvente in attesa di essere ammessa alla procedura di amministrazione straordinaria delle grandi imprese in crisi, ha chiesto di escludere da uno dei comunicati stampa mensili alla cui diffusione è obbligata su richiesta della Consob alcune informazioni ritenute non più significative o di difficile reperimento alla luce della situazione in cui la società in quel momento si trovava. La Commissione ha peraltro precisato che nel suddetto comunicato la società dovesse esplicitare le motivazioni della mancata diffusione delle informazioni in oggetto.

Nel secondo caso, una società (La Doria) ha siglato un accordo per l'acquisizione di una rilevante quota del capitale di una società a sua volta detentrica della partecipazione totalitaria in altra società, per effetto della quale l'emittente quotato assumeva una posizione significativa in uno dei settori in cui lo stesso opera. La società ha fatto istanza di essere dispensata dalla pubblicazione del documento informativo previsto dall'art. 71 del Regolamento Emittenti in quanto, nonostante uno dei parametri fissati dalla Comunicazione Consob DIS/98081334 del 19 ottobre 1998 per definire significativa un'operazione ai fini della redazione di tale documento fosse sicuramente superiore al 25 per cento, l'analisi complessiva degli

stessi parametri induceva la società a ritenere comunque non significativa l'acquisizione. La Commissione ha tuttavia concluso per la sussistenza dell'obbligo di redazione del succitato documento, anche alla luce delle dimensioni e della rilevanza dell'operazione in esame per l'evoluzione dell'attività della stessa società.

Particolarmente intensa è stata anche la vigilanza sulla diffusione di studi e statistiche su emittenti quotati.

Nel corso del 2003 vi sono stati 10 interventi volti a richiedere la diffusione immediata di studi e analisi in presenza di rumors sul mercato e andamenti anomali dei prezzi dei titoli delle società oggetto di studio (Tav. aIV.1). La Commissione ha anche avviato un'indagine di carattere generale per verificare il rispetto da parte degli intermediari dei termini per la diffusione degli studi e il loro invio a Borsa Italiana (e alla stessa Consob).

I dati sugli studi monografici relativi a società quotate diffusi nel 2003 rivelano un incremento dei giudizi "buy" rispetto al 2002, ma allo stesso tempo un incremento parimenti sensibile dei giudizi "hold". I giudizi "sell" sono invece scesi dal 12,4 per cento del totale nel 2002 all'8,8 per cento nel 2003 (Tav. aIV.2). I dati sulla copertura degli studi (Tav. aIV.3) mostrano come sia cresciuto il numero di società oggetto di studi ma che, allo stesso tempo, circa il 35 per cento delle società sia oggetto di meno di quattro studi all'anno (tuttavia, tale percentuale risulta in netto aumento rispetto al 2002).

A partire dal primo gennaio 2003 è entrata in vigore la disposizione dell'art. 71-bis del Regolamento Emittenti, che impone agli emittenti quotati di mettere a disposizione del pubblico (e di trasmettere contestualmente alla Consob) un documento informativo, redatto secondo schemi prefissati dalla stessa Consob, in occasione di operazioni con parti correlate (concluse anche per il tramite di società controllate) che, per oggetto, corrispettivo, modalità o tempi di realizzazione, possono avere effetti sulla salvaguardia del patrimonio aziendale o sulla completezza e correttezza delle informazioni, anche contabili, relative all'emittente. È previsto che tale obbligo possa essere assolto anche inserendo le informazioni richieste in un comunicato stampa, oppure nel documento informativo eventualmente predisposto in occasione di operazioni di finanza straordinaria (fusioni, scissioni, aumenti di capitale mediante conferimento di beni in natura, acquisizioni e cessioni di assets).

La previsione di un regime informativo *ad hoc* per le operazioni rilevanti con parti correlate è diretta a fornire al mercato indicazioni utili per determinare il valore delle azioni degli emittenti quotati e per esprimere un giudizio sulla qualità dell'operato degli amministratori.

Sulla base di tale nuova disciplina, nel corso del 2003 sono stati predisposti 10 documenti informativi e 6 comunicati stampa (Tav. IV.3). I 10 documenti informativi (relativi a 9 società quotate) hanno avuto come oggetto in prevalenza operazioni infra-gruppo, quali conferimento o cessione di rami d'azienda, rapporti di finanziamento, cessioni di crediti e trasferimento di partecipazioni azionarie. Anche le operazioni rese note al mercato tramite comunicato stampa hanno riguardato rapporti infra-gruppo fra società quotate e altre società controllate (in un caso, invece, una delle controparti era una società interamente controllata dall'azionista di maggioranza della quotata).

**OPERAZIONI CON PARTI CORRELATE
COMUNICATE AL MERCATO DA SOCIETÀ QUOTATE NEL 2003**

SOCIETÀ	TIPOLOGIA DI OPERAZIONE	CONTROPARTI DELL'OPERAZIONE
DOCUMENTI INFORMATIVI		
UNICREDITO	scissione parziale di rami d'azienda	società controllate e società quotata
CREDITO VALTELLINESE	cessione dell'intera rete di sportelli	società appartenenti allo stesso Gruppo bancario e controllate da comune controllante
ALERION INDUSTRIES	acquisizione di partecipazione in altra società	società quotata e presidente del Cda della società quotata
UNICREDITO	conferimento di rami aziendali e scissione parziale	società quotata controllante e controllata
AUTOSTRADE	conferimento di compendi aziendali (e fusione per incorporazione della società quotata nella controllante)	società controllante e società controllate
GRUPPO COIN	conferimento di ramo d'azienda	società quotata controllante e società interamente controllata
SCHIAPPARELLI 1824	cessione di quota di partecipazione	società quotata e società quasi interamente controllata da società controllante della quotata
LOTTOMATICA	cessione a titolo oneroso di ramo d'azienda	società quotata controllante e controllata
ROMA A.S.	rapporto di natura finanziaria basato su conto corrente fruttifero	società controllante e società quotata controllata
CREDITO ARTIGIANO E CREDITO VALTELLINESE	cessione di crediti in sofferenza	società dello stesso gruppo bancario
COMUNICATI STAMPA		
BANCA ANTONVENETA	scorporo di comparto immobiliare	società quotata e società controllata dalla società quotata
AUTOSTRADA TORINO-MILANO	acquisto di una partecipazione di minoranza	società quotata e società controllante la stessa quotata
ACQUA PIA ANTICA MARCIA	acquisizione di complessi immobiliari	società controllata dalla quotata e una controllata al 100 per cento dell'azionista di maggioranza della quotata
BANCA PROFILO	concessione di un fido bancario	società quotata e società controllata
IPI	acquisizione di un asset e di una partecipazione in una società immobiliare	società controllata dalla quotata (acquirente) e controllante della quotata (cedente)
GRUPPO BANCA POPOLARE DI VERONA E NOVARA	trasferimento di una rete di sportelli	società controllate dalla stessa società quotata

In materia di vigilanza sulla diffusione al pubblico di informazioni sui possessori azionari, nel corso del 2003 sono state effettuate 49 richieste di conferma di partecipazioni rilevanti (contro le 23 del 2002) e 33 richieste di indicazione nominativa dei soci a società che partecipano direttamente o indirettamente a società quotate (art. 115, comma 3, del Tuf).

Nel corso del 2003 sono state diffuse 1.030 comunicazioni relative a partecipazioni rilevanti, valore in linea con la media dei tre anni precedenti. Circa un terzo dei casi hanno riguardato un superamento della soglia del 2 per cento e un altro terzo circa una riduzione al di sotto del 2 per cento (Tav. aIV.4). Il numero maggiore di dichiarazioni è stato effettuato da società di capitali, seguite da persone fisiche e banche (Tav. aIV.5).

Nel corso del 2003 sono stati pubblicati 205 annunci di patti parasociali relativi a 163 società quotate. In 154 casi si è trattato di variazioni di patti già comunicati, mentre in 51 casi si è trattato di nuovi patti.

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

Nel corso del 2003 la Commissione ha rilasciato il nulla osta alla pubblicazione di oltre 422 prospetti informativi legati a operazioni di appello al pubblico risparmio (di cui 268 relativi al collocamento di Oicr e fondi pensione; Tav. IV.4). Gran parte della riduzione del numero dei prospetti esaminati rispetto al 2002 è legata alla diminuzione delle operazioni di collocamento di Oicr e fondi pensione (520 nel 2002). Risulta, invece, sostanzialmente stabile il numero di prospetti legati all'offerta di prodotti azionari e obbligazionari.

Anche il numero di prospetti informativi relativi all'emissione di covered warrants ha subito una consistente riduzione (da 102 nel 2002 a 26 nel 2003); tale fenomeno è legato al fatto che gli operatori hanno maggiormente sfruttato la possibilità, introdotta nella regolamentazione Consob a partire dal 2001, di utilizzare il prospetto al solo scopo di definire le caratteristiche base del prodotto. Ciò consente di utilizzare lo stesso prospetto per emettere a date successive più serie di covered warrants rispondenti alle caratteristiche base definite nel prospetto stesso (cosiddetti programs).

Nel corso del 2003 la Consob ha rilasciato il nulla osta alla pubblicazione di quattro prospetti informativi finalizzati alla quotazione di titoli azionari sul mercato Mta gestito da Borsa Italiana. Le istruttorie che hanno condotto al rilascio dei nulla osta alla pubblicazione dei prospetti di Isagro e Trevisan hanno posto alcuni profili di criticità.

TAV. IV.4

ATTIVITÀ DI VIGILANZA CONSOB IN MATERIA DI SOLLECITAZIONE, AMMISSIONE A QUOTAZIONE E OPERAZIONI DI FINANZA STRAORDINARIA

TIPOLOGIA	2002	2003
NUMERO DI PROSPETTI INFORMATIVI RELATIVI A:		
AMMISSIONE A QUOTAZIONE DI TITOLI AZIONARI ¹ DI CUI:	14	14
- TRAMITE OFFERTA	6	4
PRESTITI OBBLIGAZIONARI DI CUI:	21 ²	28
- SOLA AMMISSIONE A QUOTAZIONE	16 ³	24
EMISSIONE DI COVERED WARRANTS ⁴	102	26
AMMISSIONE A QUOTAZIONE DI WARRANTS	6	8
ALTRE OFFERTE RELATIVE A TITOLI QUOTATI ⁵	1	1
OFFERTE DI TITOLI NON QUOTATI DI EMITTENTI ITALIANI ⁶	3	2
OFFERTE AI DIPENDENTI ⁷	39	35
OFFERTE IN OPZIONE AI SOCI ⁸	23	10
OFFERTE DI EMITTENTI ESTERI DI CUI:	13	3
- RICONOSCIMENTO DI PROSPETTI ESTERI	13	3
- OFFERTE PUBBLICHE PANEUROPEE	--	--
OICR E FONDI PENSIONE ⁹	520	268
<i>TOTALE</i>	<i>742</i>	<i>422</i>
NUMERO DI RELAZIONI ILLUSTRATIVE RELATIVE A OPERAZIONI DI FINANZA STRAORDINARIA:		
FUSIONI	43	44
SCISSIONI	6	10
AUMENTI DI CAPITALE SOCIALE ¹⁰	58	66
ACQUISTO/ALIENAZIONE AZIONI PROPRIE	78	93
MODIFICHE STATUTARIE	81	85
CONVERSIONE AZIONI	1	3
EMISSIONI OBBLIGAZIONI	5	9
RIDUZIONE CAPITALE SOCIALE	8	13
<i>TOTALE¹¹</i>	<i>254</i>	<i>323</i>

¹ I dati riguardano le operazioni per le quali è stato concesso nel corso dell'anno il nulla osta per il deposito del prospetto di ammissione a quotazione. ² In un caso si è trattato di un'operazione di sollecitazione con contestuale ammissione a quotazione. ³ Oltre a questo dato, vi è un'operazione di sollecitazione con contestuale ammissione a quotazione di un prestito obbligazionario. ⁴ Numero di prospetti approvati nel corso dell'anno, ognuno dei quali normalmente riguarda l'emissione di più "serie" di *covered warrants*. ⁵ Riguardano offerte di vendita, pubbliche o private, non finalizzate all'ammissione a quotazione. ⁶ Sono escluse le offerte riservate ai dipendenti. ⁷ Il dato include anche i piani di *stock options* riservati ai dipendenti, mentre non comprende le offerte che hanno comportato il riconoscimento di prospetti esteri. ⁸ Riferite a soggetti quotati. ⁹ Il dato comprende le offerte al pubblico di quote di fondi comuni e di azioni di Sicav, le ammissioni a quotazione di quote di partecipazione in fondi chiusi italiani e di strumenti finanziari emessi da società di gestione di diritto estero e le offerte di adesione a fondi pensione. ¹⁰ Il dato si riferisce anche a operazioni di aumento di capitale deliberate ma non effettuate (o effettuate in un momento successivo). ¹¹ Il numero complessivo di relazioni non corrisponde alla somma delle singole fattispecie in quanto alcune relazioni hanno più oggetti.

Isagro è al vertice di un gruppo di imprese operanti prevalentemente nei settori della ricerca, sviluppo, commercializzazione e distribuzione dei prodotti agrofarmaci propri e di terzi e nell'attività di produzione di formulati per conto terzi. La struttura del gruppo che si è presentato alla quotazione è il risultato di una serie di acquisizioni effettuate nel corso degli anni che hanno imposto un elevato ricorso all'indebitamento bancario. L'attività istruttoria dell'Istituto si è orientata soprattutto affinché nel prospetto fossero offerte un'adeguata evidenziazione del livello di indebitamento del gruppo e una puntuale descrizione della destinazione del ricavato dell'operazione di sollecitazione finalizzata alla quotazione. Ulteriori interventi hanno riguardato, fra l'altro, l'inserimento di dati utili al fine di individuare lo stato del capitale circolante; l'evidenziazione dei rischi di contabilizzazione connessi all'eventuale mancata commercializzazione di prodotti per i quali la società ha sostenuto costi precedentemente capitalizzati; la precisazione in ordine all'incidenza della voce "proventi straordinari" (in cui è stata iscritta una plusvalenza conseguita a seguito di una cessione di partecipazione azionaria) nella determinazione del risultato conseguito dalla società nel 2002; la descrizione degli oneri connessi alla necessità di stipulare alleanze strategiche per far fronte al difficile contesto competitivo in cui il gruppo opera; l'individuazione dei rischi connessi alla scadenza dei principali brevetti industriali e alla revisione da parte delle autorità comunitarie delle autorizzazioni relative al commercio di agrofarmaci.

Nell'istruttoria per il nulla osta alla pubblicazione del prospetto informativo di Trevisan particolare rilievo hanno assunto le caratteristiche di un peculiare meccanismo introdotto per incentivare l'adesione all'offerta globale. La quasi totalità degli azionisti presenti prima della quotazione ha infatti proposto ai futuri azionisti l'offerta di nuove azioni (in ragione di una ogni dieci possedute) nel caso in cui non fossero stati raggiunti determinati obiettivi gestionale nel periodo 1.7.2003-30.06.2004. Al servizio di tale meccanismo di protezione è stato deliberato un aumento gratuito di capitale che presenta tratti di originalità rispetto all'ordinaria prassi degli aumenti gratuiti di capitale, in quanto esso non è a esecuzione immediata ma differita nel tempo e soggetto a condizioni sospensive negative. Le azioni rivenienti da tale aumento non sono poi assegnate in proporzione di quelle già possedute dai soci ante offerta (che rinunciano quasi totalmente a tale assegnazione), così come previsto invece dall'art. 2442 del c.c..

Al riguardo, l'intervento in sede istruttoria è stato rivolto soprattutto a garantire un'adeguata informazione sia sull'attivazione del meccanismo e sull'esecuzione dell'aumento di capitale, sia sulle valutazioni della società e dei soci proponenti in ordine alla conformità di tale aumento gratuito ai principi che reggono il diritto societario italiano. Secondo la ricostruzione operata nel prospetto, peraltro, il divieto di sottoporre a condizioni gli aumenti gratuiti di capitale, affermato in dottrina e in giurisprudenza, non sarebbe un principio assoluto e inderogabile, bensì posto a tutela esclusivamente di un diritto soggettivo dei soci e come tale suscettibile di deroga con il consenso dei soci stessi (nel caso di specie espresso con il consenso unanime di tutti i soci, anche di quelli non proponenti, alla delibera di aumento). Quanto all'assegnazione non proporzionale di nuove azioni alla quasi totalità dei soci ante offerta, anche in questo caso nel prospetto è stato evidenziato che il diritto tutelato è un diritto soggettivo proprio di ciascun socio e come tale suscettibile di rinuncia.

In ogni caso, proprio in considerazione dei significativi tratti di originalità dell'operazione e della presenza di non pacifiche opinioni dottrinali e giurisprudenziali in merito all'ammissibilità di aumenti di capitale gratuiti condizionati e differiti, nelle avvertenze del prospetto sono stati evidenziati i rischi connessi

all'eventualità che la delibera di aumento di capitale venga dichiarata invalida o inesistente a seguito di impugnazioni.

Nel corso del 2003 la Commissione è stata chiamata anche a rilasciare il nulla osta a una sollecitazione all'investimento di azioni della Cirio Finanziaria rivenienti da un aumento di capitale al servizio del piano di ristrutturazione del debito del Gruppo.

A seguito del mancato rimborso di uno dei 7 bonds emessi da società del gruppo Cirio fra il 2000 e il 2002 e regolati dal diritto inglese, con scadenza novembre 2002, il consiglio di amministrazione della società, nominato nel gennaio 2003, si è assunto il compito di delineare un piano di ristrutturazione dell'indebitamento e di riassetto delle attività societarie del gruppo decisivo per superare lo stato di crisi in atto. L'attuazione del piano era articolato nei seguenti punti essenziali riuniti in un unico e inscindibile contesto: 1) l'accollo da parte dell'emittente quotato di una porzione dei debiti relativi all'emissione delle obbligazioni e di una porzione dei debiti bancari della società controllante; 2) la sottoscrizione da parte dei portatori delle obbligazioni e delle banche creditrici di un aumento di capitale dell'emittente quotato con esclusione del diritto di opzione, da liberarsi mediante compensazione di una porzione del credito verso l'emittente; 3) la rinuncia da parte dei portatori delle obbligazioni, nei confronti dell'emittente quotato, degli emittenti e dei garanti dei prestiti obbligazionari, della porzione rimanente dei loro crediti afferenti alle obbligazioni non estintesi nell'ambito dell'operazione in oggetto; 4) la rinuncia delle banche creditrici, nei confronti dell'emittente quotato, dei debitori originari e dei garanti, della porzione rimanente dei loro crediti afferenti all'indebitamento dell'emittente e della sua controllante non estintisi nell'ambito dell'operazione in oggetto.

Le modifiche ai prestiti obbligazionari necessarie per attuare il piano dovevano essere approvate da apposite assemblee dei portatori delle obbligazioni convocate ai sensi dei regolamenti dei suddetti prestiti.

In risposta ad apposito quesito formulato in merito alla raffigurabilità, nella fattispecie in esame, della disciplina di cui agli artt. 94 e seguenti del Tuf, la Commissione ha ritenuto che la proposta agli obbligazionisti presentava tutte le caratteristiche per poter essere qualificata come sollecitazione all'investimento ai sensi dell'art. 1, comma 1, lettera v), del Tuf, in quanto rivolta a un numero indeterminato di soggetti (i portatori di obbligazioni), portata a conoscenza dei destinatari con modalità uniformi e standardizzate e il cui contenuto era a sua volta standardizzato e passibile esclusivamente di approvazione o meno da parte degli obbligazionisti nelle assemblee appositamente convocate. In esito alla conclusione dell'operazione, peraltro, gli aderenti al progetto, rinunciando ai loro crediti, avrebbero ricevuto come corrispettivo azioni di nuova emissione rivenienti da un aumento di capitale. La Commissione ha quindi concluso nel senso che il prospetto informativo relativo all'operazione in oggetto dovesse essere pubblicato già prima che la proposta di ristrutturazione del debito fosse presentata alle assemblee dei portatori di obbligazioni per la relativa approvazione.

L'istruttoria sul prospetto si è quindi focalizzata, in particolare, sulla necessità di inserire una fitta serie di avvertenze che tenessero conto, tra l'altro, della situazione finanziaria dell'emittente, del piano di ristrutturazione, dei rapporti con parti correlate e dell'evoluzione dell'azionariato a seguito dell'eventuale approvazione del piano.

Nel corso del secondo semestre 2003, un emittente quotato al Mercato Ristretto (ora Mercato Expandi) ha richiesto alla Commissione (ai sensi dell'art. 57, comma 3, del Regolamento Emittenti) l'esenzione totale dalla redazione del prospetto di quotazione delle azioni ordinarie in occasione del passaggio al mercato Mta. Tale richiesta era, infatti, dettata dal fatto che l'emittente era intenzionato a procedere alla quotazione delle azioni ordinarie sull'Mta e alla contestuale esclusione delle medesime dalle negoziazioni al Mercato Ristretto. Si è trattato quindi del primo caso di applicazione del nuovo art. 57 del Regolamento Emittenti che disciplina il "passaggio" da un mercato regolamentato a un altro.

Al riguardo, è stato considerato che, pur provenendo da altro mercato regolamentato, peraltro gestito dal medesimo soggetto (Borsa Italiana), il passaggio a un mercato che si caratterizza per una maggiore regolamentazione, quale la Borsa (Mta), da un lato prevede maggiori obblighi di trasparenza informativa in capo agli emittenti, dall'altro lato determina una maggiore tutela per gli investitori. Nel caso in esame, sebbene le azioni dell'emittente fossero negoziate in un mercato regolamentato da più di due anni, è stato osservato come l'ultimo prospetto informativo sottoposto alla preventiva autorizzazione della Consob e messo a disposizione del pubblico dall'emittente risalisse a due anni precedenti l'istanza di esenzione in questione. Pertanto, si è ritenuto opportuno accogliere solo parzialmente la richiesta di esonero dalla redazione del prospetto informativo, richiedendo all'emittente di predisporre un prospetto che aggiornasse il mercato sui più recenti e rilevanti accadimenti societari.

Nel primo semestre 2003 la Commissione ha rilasciato il nulla osta alla pubblicazione del prospetto informativo relativo all'offerta in opzione ai soci di azioni ordinarie emesse da una società attiva nel settore della carta (Reno de Medici).

L'operazione in questione era una sollecitazione di strumenti finanziari quotati offerti in opzione ai soci di emittenti con azioni quotate che, ai sensi dell'art. 33, comma 2, lett. a), del Regolamento Emittenti, non sarebbe subordinata al rilascio da parte della Consob del nulla osta alla pubblicazione del medesimo. Tuttavia, poiché le azioni ordinarie di questa società erano quotate, oltre che presso l'Mta, anche in un mercato regolamentato di un paese UE, e venivano offerte in opzione contestualmente agli azionisti di entrambi i paesi, l'emittente ha richiesto alla Consob, ai sensi dell'art. 94, comma 4, del Tuf, il rilascio dell'autorizzazione alla pubblicazione del prospetto informativo per il relativo riconoscimento del prospetto da parte dell'Autorità di controllo del paese in cui le azioni risultano essere negoziate. Al termine dell'istruttoria la Consob, contestualmente al rilascio del nulla osta alla pubblicazione del prospetto informativo, ha trasmesso all'Autorità di controllo del paese estero una attestazione comunicando l'adozione del provvedimento in questione.

Nel corso del 2003, la Commissione ha esaminato oltre trecento relazioni illustrative relative a operazioni di finanza straordinaria di emittenti quotati. Le operazioni più frequenti hanno riguardato (oltre all'adozione di modifiche statutarie), l'acquisto e l'alienazione di azioni proprie, gli aumenti di capitale e le fusioni o scissioni.

Nell'ambito dell'attività avente ad oggetto l'esame del contenuto di tali relazioni illustrative, la Commissione è intervenuta 3 volte con una richiesta formale di integrazione, ai sensi dell'art.

114, comma 3, del Tuf. In particolare, in due casi relativi a società in situazione di forte crisi finanziaria la Commissione ha ritenuto necessario chiedere ulteriori informazioni da fornire in assemblea e al mercato.

In un caso, alla società è stato richiesto di integrare la relazione illustrativa 1) fornendo un'analisi della composizione della posizione finanziaria individuale e di gruppo a data recente; 2) indicando gli elementi essenziali del piano di sviluppo o lo stato di elaborazione dello stesso; 3) illustrando le linee di intervento per la copertura del fabbisogno finanziario e lo stato delle trattative per la rinegoziazione dell'indebitamento con le banche. La Commissione ha altresì richiesto che tali informazioni fossero rese in occasione dell'assemblea e che in apertura dei lavori fosse precisato che l'assemblea era convocata ai sensi dell'art. 2446 del c.c., indicazione assente nell'avviso di convocazione.

Sempre con riferimento a un'assemblea convocata ai sensi dell'art. 2446 del c.c. previgente, a una società di calcio (S.S. Lazio) è stato richiesto di integrare la relazione illustrativa con 1) informazioni concernenti la destinazione patrimoniale degli aumenti di capitale a pagamento effettuati negli ultimi due anni; 2) elementi sulla cui base si è ritenuta non ricorrente la più grave situazione disciplinata dall'art. 2447 del c.c. previgente (riduzione del capitale sociale al di sotto del limite legale); 3) il risultato economico netto ragionevolmente prevedibile per l'esercizio in corso; 4) le misure che la società intendeva adottare per il finanziamento dei propri fabbisogni finanziari; 5) l'ammontare delle linee di credito disponibili e del loro grado di utilizzo; 6) le misure previste per l'integrazione del piano industriale e alla sua tempistica; 7) l'esposizione di un rilievo riportato nel giudizio della società di revisione in merito alla continuità aziendale; 8) le iniziative eventualmente assunte per il mantenimento degli accordi quadro con i calciatori ove non venisse deliberato l'aumento di capitale a essi riservato; 9) l'esistenza di eventuali impegni ovvero di disponibilità manifestata dagli azionisti per la sottoscrizione dell'aumento di capitale proposto in assemblea e alle misure adottate dalla società per il buon fine di detto aumento.

Per ciò che riguarda le Opa, nel 2003 la Commissione ha rilasciato il nulla osta alla pubblicazione di 33 documenti di offerta relativi a 42 strumenti finanziari, di cui 33 strumenti azionari quotati, 6 strumenti obbligazionari e 3 strumenti azionari non quotati (Tav. IV.5).

Per ciò che riguarda in particolare le Opa relative a obbligazioni, nel corso del 2003 si sono svolte due offerte, rispettivamente di acquisto e di acquisto e scambio, aventi ad oggetto obbligazioni emesse da società argentine, promosse dagli stessi emittenti. Entrambe le offerte costituivano parte di una più ampia offerta internazionale, volte alla ristrutturazione del debito finanziario delle società.

La prima offerta consisteva in un'offerta pubblica di acquisto effettuata da Telecom Argentina Stet - France Telecom, avente ad oggetto 8 prestiti obbligazionari e prevedeva il pagamento di un corrispettivo in denaro, unico per tutti gli aderenti all'offerta globale (avente ad oggetto anche l'indebitamento bancario), stabilito dalla società sulla base delle quantità di strumenti finanziari conferita a differenti livelli di prezzo (nell'ambito di un range prestabilito), attraverso un meccanismo d'asta denominato Modified Dutch Auction, tenuto conto del corrispettivo massimo complessivo messo a disposizione dell'offerta globale dalla società. Tale procedura tende a consentire all'offerente di acquistare il maggior ammontare di titoli al minor prezzo possibile, offrendo a ciascun creditore l'opportunità di determinare, all'interno del range, il prezzo al quale

era disposto a vendere i propri strumenti di debito. L'offerta si è conclusa con il conferimento di obbligazioni e di crediti bancari per un ammontare nominale pari rispettivamente all'11 per cento e al 4 per cento delle obbligazioni e del debito bancario esistente e il prezzo di acquisto è stato fissato nel 55 per cento rispetto all'ammontare nominale degli strumenti finanziari apportati all'offerta. Nei primi mesi del 2004 la società ha posto in essere una procedura volta ad acquisire adesioni per l'approvazione di un Acuerdo Preventivo Extrajudicial ("accordo APE") finalizzato alla ristrutturazione dell'indebitamento residuo.

TAV. IV.5

**STRUMENTI FINANZIARI OGGETTO DI OFFERTE PUBBLICHE DI ACQUISTO E/O DI SCAMBIO
PER CUI È STATO CONCESSO IL NULLA OSTA NEL 2003**

	SU AZIONI QUOTATE			SU OBBLIGAZIONI	SU AZIONI NON QUOTATE	TOTALE
	ORDINARIE	RISPARMIO	PRIVILEGIATE			
VOLONTARIE	9	4	--	6	3	22
PREVENTIVE ¹	5	--	--	--	--	5
SUCCESSIVE	6	--	--	—	—	6
RESIDUALI	8	—	1	—	—	9
SU AZIONI PROPRIE	--	--	--	—	--	--
<i>TOTALE</i>	28	4	1	6	3	42

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

La seconda offerta è consistita in un'offerta di acquisto e scambio effettuata dal Banco Hipotecario su tutte le proprie obbligazioni emesse, nell'ambito di un progetto di ristrutturazione approvato dalla Banca Centrale Argentina. Il corrispettivo dell'offerta era rappresentato da nuove obbligazioni con scadenza 2013, contestualmente scambiabili con nuove obbligazioni garantite denominate in dollari, scadenza 2010, nella misura del 70 per cento del valore nominale delle nuove obbligazioni (convertibili, a partire da una data non anteriore al 1° gennaio 2004, con titoli di debito emessi dalla Repubblica Argentina) ovvero, in alternativa con un corrispettivo in denaro pari al 45 per cento in linea capitale del valore nominale delle nuove obbligazioni.

Nel corso del 2003, La Commissione ha riesaminato la vicenda della qualificazione dei rapporti partecipativi Pirelli/Olimpia/Olivetti anche alla luce delle complesse operazioni di finanza straordinaria che, tra la primavera e l'estate del 2003, hanno portato a una ridefinizione degli assetti societari di Olimpia e a un accorciamento della catena di controllo Olivetti/Telecom Italia. Tale questione assume rilievo ai fini degli obblighi di redazione del bilancio consolidato e, più in generale, degli obblighi informativi a carico della capogruppo.

Al riguardo, la Commissione è giunta alla conclusione che Pirelli ha esercitato ai sensi dell'art. 93 del Tuf un controllo esclusivo su Olimpia fino al 9 maggio 2003, cioè fino al giorno della fusione per incorporazione di Holy, società interamente controllata da Hopa, in Olimpia. A partire da quella data, invece, il controllo esclusivo è venuto meno in virtù delle nuove clausole statutarie di Olimpia che hanno depotenziato la partecipazione maggioritaria detenuta da Pirelli in Olimpia. In particolare, in forza di una nuova clausola statutaria sul voto di lista per la nomina degli amministratori, Pirelli, pur mantenendo la maggioranza assoluta dei diritti di voto nell'assemblea ordinaria (50,4 per cento), non poteva nominare più di cinque membri del Cda su dieci e non poteva esercitare un'influenza dominante su tale consiglio.

La Commissione, inoltre, è ritornata sulla questione della qualificazione del rapporto partecipativo tra Olimpia e Olivetti, confermando la sua precedente valutazione secondo cui Olimpia, ai sensi dell'art. 93 del Tuf, ha esercitato stabilmente il controllo di fatto su Olivetti fino al 4 agosto 2003, data di perfezionamento della fusione per incorporazione tra Olivetti e Telecom. Resta invece da accertare se a partire da quella data permanga o meno uno stabile controllo di fatto di Olimpia su Olivetti (nel frattempo ridenominata Telecom Italia). Ai fini della verifica risulterà essenziale esaminare il comportamento dei soci in occasione almeno della prossima assemblea ordinaria in cui verrà approvato il bilancio relativo all'esercizio 2003 e verrà rinnovato l'intero consiglio di amministrazione della società quotata.

L'informativa in sede assembleare

Nel 2003 la Commissione è intervenuta in più occasioni al fine di richiedere alle società quotate di integrare l'informativa resa agli azionisti in sede di assemblea ordinaria o straordinaria. In particolare, in 6 occasioni è stato richiesto a emittenti quotati di integrare l'informativa predisposta per l'assemblea di approvazione del bilancio 2002.

In 4 casi, l'esigenza di integrare l'informativa da rendere in occasione dell'assemblea di approvazione del bilancio è stata determinata dalla considerazione dello stato di grave crisi economico-finanziaria in cui versavano le società.

Per una di queste società sono state, fra l'altro, richieste informazioni in merito alle valutazioni operate circa i singoli rilievi riportati nella relazione della società di revisione al bilancio al 31.12.2002, nonché all'effettivo stato di realizzazione del piano di riordino e rafforzamento del gruppo e allo stato di recuperabilità dei crediti vantati nei confronti della società controllante.

Nei confronti di un'altra società è stato richiesto di fornire le valutazioni degli amministratori sui rilievi contenuti nelle relazioni della società di revisione al bilancio al 31.12.2002 prima a mezzo comunicato stampa, in modo da informare tempestivamente il mercato, e poi, opportunamente aggiornate, anche all'assemblea successivamente convocata per l'approvazione del suddetto bilancio.

Per le altre due società, l'integrazione delle informazioni rese in assemblea ha riguardato soprattutto le considerazioni degli amministratori in merito alla sussistenza del presupposto della continuità aziendale nonostante le significative perdite registrate nel corso dell'esercizio e la perdurante difficile situazione finanziaria, nonché l'impossibilità riscontrata dalla società di revisione di esprimere un giudizio sul bilancio

2002. Ulteriori informazioni hanno poi riguardato lo stato di attuazione del piano strategico e degli interventi previsti per il riequilibrio finanziario dei gruppi facenti capo a tali società, nonché le motivazioni industriali e finanziarie alla base dell'investimento effettuato da una di tali società, tenuto conto della situazione di particolare crisi in cui la società oggetto dell'investimento si trovava.

In un altro caso, rispondendo alla richiesta da parte di una società di un parere in merito alla contabilizzazione nel bilancio d'esercizio, fra l'altro, del disavanzo di fusione emerso a seguito dell'incorporazione di una controllata, la Commissione ha altresì richiesto alla stessa società di integrare le informazioni contenute nel progetto di bilancio precisando gli eventi e le circostanze che avevano indotto gli amministratori al riconoscimento della necessità di operare la svalutazione del menzionato disavanzo e le assunzioni utilizzate per determinare il valore recuperabile di detto disavanzo. La conoscenza di tali motivazioni è stata considerata particolarmente importante ai fini delle valutazioni sulla tenuta economica dei valori iscritti in bilancio, soprattutto in situazioni come quella in esame in cui erano emersi plusvalori da transazioni effettuate con società correlate.

Infine, nell'ultimo caso, la richiesta di integrazione di dati è stata motivata dalla necessità di adeguare il set informativo da rendere in occasione dell'assemblea di approvazione del bilancio 2002 a quanto già indicato in un precedente documento di offerta pubblica di acquisto, in merito agli effetti economico-patrimoniali e finanziari che avrebbero potuto interessare la società a seguito di un'eventuale definitiva soccombenza della stessa in un giudizio giunto al grado d'appello.

L'informativa contabile

Nell'ambito della consueta attività di vigilanza svolta dalla Commissione sulla correttezza della documentazione contabile degli emittenti quotati, vanno segnalati, nel corso dell'anno 2003, gli interventi effettuati nei confronti di quattro emittenti quotati ai sensi dell'articolo 157, comma 2, del Tuf, concernenti l'esercizio dei poteri di impugnativa di bilancio.

La Consob ha ritenuto di attivare i poteri di impugnativa sui bilanci di esercizio e consolidato al 31 dicembre 2001 della Cirio Finanziaria, ora in amministrazione straordinaria. Le criticità emerse sui riferiti bilanci avevano riguardato la posizione finanziaria netta verso parti correlate, con particolare riferimento alla valutazione dei crediti verso le stesse parti correlate, e l'indicazione dei rischi e degli impegni connessi alle emissioni di prestiti obbligazionari.

Si tratta quindi di bilanci nei quali a giudizio della Commissione sembrerebbero essere stati violati: 1) per quanto attiene alla valutazione nel bilancio consolidato di crediti verso parti correlate, gli articoli 2423-bis, primo comma, n. 1, (principio della prudenza) e 2426, n. 8 (valutazione dei crediti al presumibile valore di realizzo) del c.c.; 2) per quanto attiene alla valutazione della partecipazione nella Bombril Holding sa, gli articoli 2423-bis, primo comma, n. 1 (principio della prudenza) e 2426, n. 3 (svalutazioni per perdite permanenti di valore) del c.c.; 3) per quanto attiene alla mancata rappresentazione dei covenants che assistono i prestiti obbligazionari emessi, gli articoli 2423, secondo e terzo comma, e 2427, n. 9) del c.c., che impongono di riportare in bilancio le informazioni necessarie a fornire la rappresentazione veritiera e corretta della situazione patrimoniale e finanziaria, nonché del risultato economico della società.

Un successivo intervento, che ha indotto la Commissione a ritenere esistenti i presupposti tecnici per l'attivazione dei medesimi poteri di cui all'art. 157 del Tuf, ha riguardato la società Giacomelli.

Anche in tale circostanza la Commissione è intervenuta rilevando che, con riferimento ai bilanci chiusi al 31 dicembre 2002, emergevano problematiche in merito alla valutazione delle partecipazioni e all'iscrizione delle imposte differite attive nei bilanci di esercizio e alla valutazione delle rimanenze di magazzino nel bilancio consolidato unitamente anche alla stessa iscrizione delle imposte differite attive. Inoltre, nei riferiti bilanci è risultata assente o addirittura carente l'informazione in merito ad alcune aree critiche quali: 1) i rischi connessi alla possibile realizzazione delle clausole di default previste per il prestito obbligazionario emesso da una controllata estera e garantito dalla stessa Giacomelli; 2) le richieste di rientro degli affidamenti bancari; 3) il contenzioso con i fornitori nonché lo stato generale di tensione economica finanziaria.

In tale circostanza le norme violate, a giudizio della Commissione, avrebbero interessato, con riferimento al bilancio consolidato: 1) il combinato disposto degli articoli 29, secondo comma, del d.lgs. 127/1991 (obbligo di fornire una rappresentazione veritiera e corretta), conforme all'art. 2423, secondo comma, del c.c.); 2) l'articolo 2423 bis, primo comma, n. 1, del c.c. (principio della prudenza); 3) con riferimento alle rimanenze di magazzino, l'articolo 2426, primo comma, n. 9, del c.c. (criteri di valutazione), come richiamato dalle norme sul bilancio consolidato contenute nel d.lgs. 127/1991; 4) per l'iscrizione delle imposte differite attive in assenza di piani finanziari attendibili, il combinato disposto degli articoli 29, secondo comma, del d.lgs. 127/1991 (obbligo di fornire una rappresentazione veritiera e corretta, conforme all'art. 2423, secondo comma, del c.c.) nonché 2423 bis, primo comma, nn. da 1) a 4), del c.c. (principio della prudenza, dell'effettiva realizzazione degli utili e della competenza) come richiamati dalle norme sul bilancio consolidato contenute nel d.lgs. 127/1991; 5) per l'omessa indicazione nella nota integrativa delle informazioni interessanti le riferite aree critiche, l'articolo 29, commi secondo e terzo, del d.lgs. 127/1991, (principio di chiarezza, obbligo di fornire una rappresentazione veritiera e corretta e di fornire informazioni complementari, conformi all'articolo 2423 del c.c.).

Con riferimento al bilancio di esercizio, le norme violate sarebbero: 1) il combinato disposto degli articoli 2423, secondo comma, del c.c. (obbligo di fornire una rappresentazione veritiera e corretta); 2) l'articolo 2423 bis, primo comma, n. 1, del c.c. (principio della prudenza); 3) per la errata valutazione delle partecipazioni delle società controllate, l'articolo 2426, primo comma, nn. 1 e 3, del c.c. (valutazione delle immobilizzazioni); 4) per l'iscrizione delle imposte differite attive in assenza di piani finanziari attendibili, il combinato disposto degli articoli 2423, secondo comma, del c.c. (obbligo di fornire una rappresentazione veritiera e corretta) e 2423 bis, primo comma, nn. 1, 2, 3 e 4 del c.c. (principi della prudenza, dell'effettiva realizzazione degli utili e della competenza); 5) per l'omessa indicazione nella nota integrativa delle informazioni interessanti le riferite aree critiche, dell'articolo 2423 del c.c., secondo e terzo comma, (principio di chiarezza, obbligo di fornire una rappresentazione veritiera e corretta e di fornire informazioni complementari).

Un ulteriore intervento d'impugnativa di cui all'articolo 157, comma 2, del Tuf ha interessato la società Gandalf nei cui confronti la Commissione ha ritenuto che i bilanci d'esercizio e

consolidato della società relativi all'esercizio 2002 non fossero stati redatti in conformità delle disposizioni dettate dalla legge.

In particolare, è stata riscontrata la violazione degli articoli 2423, comma 2 (rappresentazione veritiera e corretta della situazione patrimoniale e finanziaria e del risultato economico), comma 3 (infrazioni complementari) e 2423-bis, comma 1, punto 1 (principio della prudenza) del c.c., nonché degli articoli 29 e 35 del d.lgs. 127/1991, relativi alla redazione del bilancio consolidato, che richiamano tali disposizioni del codice civile.

Un ulteriore intervento ha interessato il bilancio consolidato 2002 del gruppo Parmalat, nel quale risultano essere iscritte attività non esistenti e omesse passività facenti capo al gruppo, e il bilancio d'esercizio della Parmalat Finanziaria, poiché, nel valutare la partecipazione nella Parmalat (controllante della Bonlat), non si è tenuto conto delle insussistenze patrimoniali, fraudolentemente nascoste, facenti capo alla Bonlat.

In particolare, il bilancio d'esercizio risulta viziato per violazione dell'articolo 2423, comma 2, del c.c. mentre il bilancio consolidato sarebbe stato redatto difformemente dall'analoga disposizione dettata dall'articolo 29, comma 2, del d.lgs. 127/1991.

Va, infatti, segnalato che entrambe le norme richiedono che nel redigere i conti gli amministratori facciano emergere con chiarezza e attendibilità lo stato patrimoniale e finanziario della società e/o del gruppo nonché l'andamento economico degli stessi.

In merito ai profili di trasparenza dell'informazione finanziaria, è proseguita l'attività di richiesta a emittenti quotati in stato di crisi della messa a disposizione del pubblico degli elementi informativi di aggiornamento in merito all'evoluzione della situazione aziendale e del gruppo. Nell'ambito dell'attività di vigilanza sulle società, la Commissione è intervenuta più volte nella richiesta di dati e informazioni agli organi sociali e di controllo delle stesse. Tali interventi si sono concretizzati in richieste agli amministratori, ai revisori e al Collegio sindacale di chiarimenti circa alcune poste valutative di bilancio.

In particolare, nel corso del 2003 la Commissione ha richiesto a 6 società quotate in Borsa (Stayer, Finpart, Giacomelli, A.S. Roma, CTO e Tecnodiffusione) di diffondere con cadenza mensile informazioni aggiornate sulle variabili critiche che caratterizzano le singole situazioni aziendali.

Tali richieste sono volte a informare il mercato con scadenze temporali ristrette su aspetti rilevanti quali la composizione dettagliata della posizione finanziaria netta, con particolare riferimento alla natura a breve, medio o lungo termine dei debiti e a eventuali rapporti con le parti correlate, la strategia industriale che l'emittente intende perseguire e lo stato dei rapporti in essere con fornitori e dipendenti, le iniziative intraprese dalle società interessate per il reperimento di risorse necessarie a risolvere le situazioni di forte crisi economico-finanziaria in cui si trovano e i

fattori che influiscono significativamente sul miglioramento o peggioramento delle prospettive economico-patrimoniali.

La Commissione è, peraltro, intervenuta in due occasioni nel corso del 2003 per far integrare le informazioni da diffondere mensilmente, anche allo scopo di adeguare effettivamente lo strumento del comunicato mensile alle specifiche vicende societarie e all'effettivo andamento della situazione economico-finanziaria delle società destinatarie dell'obbligo informativo.

In un caso (Stayer), la Commissione ha richiesto che, in occasione dell'assemblea convocata in agosto per approvare un aumento di capitale destinato a sostenere il piano industriale precedentemente approvato, fossero diffusi al mercato, in anticipo rispetto ai termini previsti nella richiesta Consob, i dati relativi al mese di luglio, in modo da fornire al mercato e agli azionisti una informazione il più possibile aggiornata e tempestiva della situazione societaria. Successivamente, in considerazione del deterioramento di tale situazione evidenziato anche dal mancato raggiungimento dei quorum assembleari in prima e seconda convocazione, la Commissione ha formulato in merito specifiche richieste ad amministratori e sindaci, anche nel senso che le stesse informazioni, insieme con i dati contenuti nella relazione semestrale 2003, fossero comunicate al pubblico in occasione della terza convocazione o, nell'ipotesi in cui il quorum non fosse raggiunto neppure allora, in apposito comunicato stampa. La vigilanza della Consob si è concretizzata in ulteriori interventi volti a monitorare l'andamento finanziario, patrimoniale e gestionale della società, soprattutto in considerazione delle difficoltà emerse in sede di deliberazione ed esecuzione del suddetto aumento di capitale in opzione ai soci che, nel frattempo, è stato approvato dall'assemblea da ultimo in ottobre.

Nel secondo caso (Finpart) la richiesta di integrazione dell'informazione mensile si è resa necessaria a seguito del peggioramento della situazione economica e finanziaria e della conseguente incertezza in merito al futuro assetto patrimoniale e finanziario della società, al fine di fornire al mercato un quadro maggiormente chiaro delle vicende societarie con particolare attenzione all'esistenza di un prestito obbligazionario garantito dalla società e in scadenza nel 2004. In quella stessa occasione è stato richiesto alla società di comunicare al mercato ulteriori informazioni in merito agli impegni finanziari assunti dalla società con riferimento ad alcune specifiche operazioni di investimento in corso.

Nel 2003 è proseguita anche l'attività di monitoraggio nei confronti delle società calcistiche quotate in Borsa.

Già nel corso del 2002 la situazione economico-finanziaria di una delle società in oggetto di vigilanza (S.S. Lazio) era stata oggetto di interventi da parte della Consob, in particolare dopo l'approvazione del progetto di bilancio al 30.06.2002, in relazione al quale la società di revisione (Deloitte & Touche) si era dichiarata impossibilitata all'espressione di un giudizio, a causa di problematiche di continuità aziendale legate anche alla situazione di crisi finanziaria dell'azionista di controllo (Cirio Holding e Cirio Finanziaria).

La Commissione aveva quindi ritenuto di sottoporre la società a obblighi di aggiornamento mensile delle informazioni relative all'andamento gestionale. Nel 2003 la Commissione, inoltre, ha richiesto alla società, ai sensi dell'art. 114, comma 3, del Tuf, di integrare l'informativa predisposta per l'assemblea straordinaria del 24 marzo 2003, convocata per deliberare un aumento di capitale di complessivi 110 milioni

di euro, fornendo aggiornamenti sulla prevista adozione di un piano industriale e di ristrutturazione del debito e precisazioni sullo stato di avanzamento delle trattative con istituzioni finanziarie e/o soci per la garanzia della sottoscrizione del suddetto aumento. È stato altresì chiesto di mettere a disposizione del pubblico la perizia utilizzata dalla società per l'applicazione dell'art. 18-bis della legge 21 febbraio 2003, n. 27 (cosiddetto "decreto salvacalcio").

Successivamente, la Commissione è ulteriormente intervenuta chiedendo, ai sensi della citata norma del Tuf, l'integrazione delle informazioni contenute nel prospetto informativo da pubblicarsi per l'esecuzione del menzionato aumento di capitale offerto in opzione ai soci (come tale non soggetto, ai sensi dell'art. 33, comma 2, lettera a), del Regolamento Emittenti a istruttoria preventiva della Consob), con specifico riferimento all'interesse economico della società al compimento di operazioni con parti correlate - e soprattutto con le società del Gruppo Cirio - al riepilogo analitico dei rapporti di credito e debito con esse e alle considerazioni sul grado di recuperabilità dei crediti verso tali controparti. In occasione, poi, dell'Assemblea straordinaria del 18/19 dicembre 2003, convocata, ai sensi dell'art. 2446 del c.c., per deliberare la copertura delle perdite maturate e un nuovo aumento di capitale destinato a supportare i fabbisogni finanziari correnti della società, la Commissione ha di nuovo chiesto un'integrazione dell'informativa da rendere in Assemblea e nel comunicato stampa a essa successivo, con riguardo, fra l'altro: 1) all'evidenza della destinazione patrimoniale a copertura di perdite degli aumenti di capitale eseguiti negli ultimi 2 anni; 2) agli elementi che hanno fatto ritenere non sussistente la situazione di perdita di oltre un terzo del capitale disciplinata dall'art. 2447 del c.c. previgente; 3) al risultato economico netto ragionevolmente prevedibile per l'esercizio in corso; 4) all'esposizione del rilievo riportato nel giudizio di revisione sul bilancio al 30.06.2003 in merito alla continuità aziendale; 5) alle misure per la copertura dei fabbisogni finanziari gestionali; 6) alla situazione degli affidamenti bancari e al relativo grado di utilizzo; 7) al periodo in cui era prevista la conclusione dell'integrazione del piano industriale approvato sotto la nuova gestione societaria e all'entità dei risparmi di costi stimata sulla base delle misure previste; 8) alle modalità che la società intendeva perseguire per assicurare il buon esito di detto aumento. Non avendo tale assemblea straordinaria raggiunto i quorum costitutivi nelle prime due convocazioni, nelle more della terza convocazione stabilita per il 17 gennaio 2004, la Commissione ha chiesto di anticipare, nel frattempo, mediante comunicato stampa, le informazioni richieste. La società ha, quindi, provveduto con comunicato del 9 gennaio 2004.

Nel corso del 2003 anche la situazione economico-finanziaria di un'altra società calcistica (A.S. Roma) è stata oggetto di interventi da parte della Commissione.

In particolare, la società è stata sottoposta a obblighi di aggiornamento mensile delle informazioni sulla propria situazione gestionale a partire dall'approvazione del progetto di bilancio al 30.06.2003, in relazione al quale la società di revisione (Gran Thornton) si è dichiarata impossibilitata all'espressione di un giudizio per incertezze riguardo al presupposto della continuità aziendale. Successivamente, la società è stata costretta a modificare i dati della prima relazione trimestrale e del progetto di bilancio per tener conto delle maggiori sanzioni irrogate dall'Erario per debiti tributari pregressi, evidenziando in tal modo una situazione che ricade nell'ambito di applicazione dell'art. 2446 del c.c. previgente. La società ha deciso, tuttavia, di rinviare a dopo l'approvazione della relazione semestrale al 31.12.2003 la già prevista operazione di aumento di capitale da offrire in opzione agli azionisti. In proposito, richieste di informazioni per il mercato sono state avanzate dalla Consob anche nei confronti dell'azionista di controllo, soprattutto

con riferimento alla tipologia di interventi finanziari che avrebbe intrapreso per ripianare la posizione debitoria della società quotata e ai tempi e alle modalità di rientro dei crediti nei suoi confronti vantati dalla Roma.

La Commissione ha esaminato, infine, anche il bilancio di esercizio al 30.06.2003 della terza società calcistica quotata (Juventus F.C.) per valutare la correttezza del trattamento contabile di un'operazione di cessione di una partecipazione minoritaria in una società che ha dato luogo all'iscrizione nel conto economico di una rilevante plusvalenza.

La Commissione ha ritenuto che non sussistessero elementi per censurare il trattamento contabile adottato ma ha richiesto alla società di rendere note al mercato, in occasione dell'approvazione della relazione semestrale al 31.12.2003, le specifiche previsioni che disciplinavano alcuni aspetti contrattuali della menzionata operazione, fornendo una valutazione sull'eventuale esistenza di rischi patrimoniali a carico della società in connessione con la citata operazione.

Le società di revisione

Le società di revisione iscritte nell'albo speciale, nell'ambito dell'attività di verifica della regolare tenuta della contabilità sociale e della rispondenza dei bilanci alle scritture contabili, nonché della conformità alle norme che lo disciplinano, nel corso del 2003 hanno esaminato 280 bilanci d'esercizio e 264 bilanci consolidati di emittenti quotati nei mercati regolamentati italiani.

In generale, i dati sui giudizi rilasciati sui bilanci 2002 mostrano un notevole incremento dei giudizi con rilievi e di quelli negativi rispetto a quanto accaduto per i bilanci 2001. I giudizi con rilievi sono stati 14 (in 4 casi - Pagnossin, Richard Ginori, Necchi, Tecnodiffusione - nell'ambito del medesimo giudizio il revisore ha espresso più di un rilievo), mentre i giudizi negativi sono stati 10, contro i 5 del 2001 (Tav. aIV.6). In quattro di essi si è verificato che, in aggiunta all'impossibilità a esprimere un giudizio, il revisore abbia anche espresso rilievi (CTO, Gandalf, Necchi, Tecnodiffusione); in particolare, nel caso di Necchi e Tecnodiffusione, il revisore, oltre a dichiararsi impossibilitato a esprimere un giudizio per incertezze sulla continuità aziendale, ha espresso altri rilievi per incertezze sulla valutazione di specifiche poste di bilancio, oltre a dissensi rispetto ai criteri contabili (Tecnodiffusione) e limitazioni al processo di revisione (Necchi).

I giudizi con rilievi relativi a dissensi espressi dal revisore rispetto ai criteri contabili utilizzati hanno riguardato, nel caso di Tiscali, (bilancio consolidato), la contabilizzazione tra le "Altre riserve" di un incremento intervenuto nella differenza di consolidamento avente natura di avviamento. Tale importo, in base ai principi contabili di riferimento, sarebbe dovuto essere registrato direttamente a conto economico.

Nel caso della Lazio, la mancata iscrizione per competenza nell'esercizio in esame e in quelli precedenti delle sanzioni e delle passività per imposte non versate nell'ambito dei "Fondi per rischi e oneri".

Nel caso della Digital Bros, il revisore ha ritenuto che gli apporti effettuati dalla società, a copertura della perdita di una controllata, non incrementavano il valore della partecipazione, ma ne ripristinavano

il valore originario. Conseguentemente tali apporti avrebbero dovuto essere contabilizzati quali costi di esercizio da classificarsi quali svalutazione della partecipazione.

Nel caso di Tecnodiffusione, la società di revisione ha espresso una serie di dissensi rispetto ai criteri contabili adottati nel bilancio quali: 1) insufficiente svalutazione di un credito per coprire perdite prevedibili sulla base delle informazioni disponibili, consistenti nelle stime formulate dai Commissari Giudiziali sulla copertura delle passività del gruppo facente capo alla controparte del suddetto credito; 2) mancata contabilizzazione nella voce "Fondo rischi e oneri", per la quota di competenza, dell'ammontare complessivo degli oneri conosciuti alla data di predisposizione del bilancio e relativi a un piano di ristrutturazione di gruppo elaborato nel secondo semestre dell'anno.

Nel caso di Gandalf, il revisore ha formulato rilievi a causa di un fondo svalutazione crediti inferiore rispetto a quanto necessario per esporre i crediti dell'attivo circolante al presumibile valore di realizzo, e per la sottostima di un costo e il correlato debito.

Nel caso di CTO, i rilievi della società di revisione hanno riguardato la mancata evidenziazione in bilancio della perdita maturata su alcuni contratti valutari di finanza derivata non coperti da specifici rischi. Ciò in quanto, sebbene gli amministratori avessero contestato la legittimità dei suddetti contratti, il contenzioso da cui sarebbe potuto derivare l'annullamento degli effetti prodotti dagli stessi non risultava ancora avviato. Inoltre il fondo svalutazione crediti non risultava adeguato a coprire tutte le perdite prevedibili, ivi inclusa la stima delle perdite per inesigibilità latente.

Un rilievo è stato espresso in un caso di iscrizione, tra i proventi straordinari, degli effetti derivanti da una rinuncia di parte del proprio credito nei confronti della società effettuata da un azionista (Inferentia DNM). In conformità delle disposizioni contenute nei principi contabili di riferimento, la rinuncia del credito da parte dell'azionista sarebbe invece dovuta essere accreditata direttamente al patrimonio netto.

Alcuni rilievi hanno riguardato un altro caso (Richard Ginori) in cui il revisore ha ritenuto che, sulla base delle analisi effettuate sulle caratteristiche e la tipologia delle giacenze e degli indici di rotazione delle stesse, il fondo svalutazione stanziato dalla società fosse sottovalutato. La società di revisione non ha altresì ritenuto corretta la valutazione di una partecipata, in quanto il patrimonio netto della stessa includeva una plusvalenza realizzata in assenza di validi presupposti per il suo riconoscimento in bilancio.

Rilievi sono stati espressi dal revisore anche in un altro caso (Pagnossin) in relazione ai seguenti aspetti: 1) il valore di realizzo ragionevolmente attribuibile a un credito è risultato inferiore a seguito delle verifiche svolte rispetto a quanto iscritto in bilancio; 2) necessità di adeguamento del fondo di svalutazione del magazzino in assenza di ragionevoli prospettive di utilizzo e vendita di parte delle giacenze costituite da semilavorati e prodotti finiti nell'ambito del normale ciclo operativo.

I rilievi per limitazioni al procedimento di revisione hanno riguardato, nel caso di Richard Ginori, l'insufficienza e l'inadeguatezza degli elementi probativi raccolti dal revisore in ordine a un credito, riconducibile essenzialmente alla consistenza economica, patrimoniale e finanziaria del creditore e alla mancanza di idonee garanzie a presidio del credito stesso; ciò tenuto conto della natura e dell'origine del credito e della sua significatività nel contesto del bilancio, anche alla luce dei pagamenti in conto ricevuti nel corso del 2003.

Nel caso della Necchi, l'apposizione di un rilievo è dovuta alla mancata acquisizione da parte del revisore di sufficienti elementi probativi atti a dimostrare la possibilità da parte della società di recuperare l'onere derivante dall'escussione della fideiussione concessa a favore di una partecipata a seguito di iniziative giudiziarie in tal senso intraprese da un istituto bancario creditore della stessa. Il revisore non ha inoltre ricevuto risposta dal suddetto istituto di credito alla richiesta di conferma di dati e informazioni.

Per Banca Carige la limitazione al procedimento di revisione si è verificata a causa della carenza di tempo disponibile per completare le analisi ritenute necessarie per accertare gli effetti di problematiche emerse in sede di accertamenti ispettivi effettuati dall'Ente di vigilanza di una partecipata ai fini della valutazione in bilancio della stessa.

I rilievi dovuti a situazioni di incertezza hanno riguardato, per Pagnossin, l'evidenziazione di alcune situazioni da cui sarebbero potuti derivare ulteriori perdite future per la società, tra cui la circostanza che la capacità patrimoniale e finanziaria della controparte di un credito non risultava supportata da chiare evidenze e che il valore delle azioni fornite in garanzia era esposto a rischi derivanti dalle difficoltà economiche e finanziarie dell'emittente. Tali situazioni non sono peraltro state rappresentate nella nota integrativa.

Nel caso di Tecnodiffusione, la società di revisione ha formulato incertezze in ordine: 1) alla valutazione della recuperabilità del valore di una partecipazione, tenuto anche conto delle rilevanti perdite sostenute in esercizi precedenti, in quanto i risultati economici futuri della stessa dipendono dalla sua capacità di sfruttare al meglio le opportunità del settore di attività di appartenenza. Inoltre non sussistevano sufficienti elementi probativi in ordine alla recuperabilità di un credito che si sarebbe generato a seguito della cessione della maggioranza delle azioni di tale partecipata; 2) alla valutazione della recuperabilità del valore altra partecipazione in considerazione delle incertezze relative all'avverarsi delle previsioni reddituali risultanti dai piani aziendali.

Nel caso della Necchi, l'incertezza ha riguardato: 1) la mancanza di sufficienti elementi probativi, relativi all'aggiornamento del business plan di breve-medio periodo, atti a giustificare il mantenimento del maggior valore di carico di una partecipazione rispetto al patrimonio netto del gruppo a essa facente capo e dei valori attribuiti ai marchi, ai brevetti e all'avviamento; 2) la mancanza di elementi sufficienti atti a valutare la recuperabilità di un credito.

Nel caso di Spoleto Credito e Servizi, l'incertezza è stata rilevata per una rettifica effettuata da un emittente su una società partecipata iscritta tra i titoli non immobilizzati al fine di adeguarla al valore di presumibile realizzo. Il revisore, avendo già manifestato nel precedente esercizio l'impossibilità di accertare la corretta valutazione di tale partecipazione, non è stato in grado di determinare la parte di svalutazione di competenza dell'ultimo esercizio.

I casi in cui la società di revisione si è dichiarata nell'impossibilità di esprimere un giudizio sul bilancio sono essenzialmente riconducibili alla sussistenza di incertezze sulla continuità aziendale; tali incertezze hanno riguardato i seguenti aspetti: 1) la mancata adesione da parte dei portatori di obbligazioni al piano di ristrutturazione predisposto dalla società che prevedeva, tra l'altro la ricapitalizzazione tramite conversione di parte dei debiti finanziari in capitale proprio, nonché la rinuncia alla parte residuale di tali debiti (Cirio Finanziaria); 2) la mancata formalizzazione di un piano industriale da cui si potessero evincere le previste azioni future atte a generare flussi reddituali e finanziari positivi tali da garantire il mantenimento

della continuità operativa, unitamente a insufficienti e inappropriate evidenze fornite al revisore per valutare la capacità di reperire nel breve adeguate risorse finanziarie per fronteggiare i previsti esborsi e garantire la continuità operativa della società e del gruppo (Necchi); 3) mancata definizione e approvazione della ricapitalizzazione e del piano di rifinanziamento da parte delle banche creditrici previsti dal business plan predisposto dalla società (CTO); 4) presupposti fortemente incerti e opinabili del piano di risanamento economico e finanziario predisposto dalla società (Stayer, Arquati, Tecnodiffusione, A.S. Roma); 5) assenza di ragionevoli presupposti in ordine alla realizzazione di operazioni di carattere straordinario e di interventi di natura finanziaria posti in essere dagli amministratori della società (Fin.part); 6) insufficiente livello di adesione all'offerta di aumento di capitale sociale e mancanza sia di evidenze in merito all'adesione degli istituti di credito alla proposta di ristrutturazione del debito, sia della compiuta definizione del piano industriale (Gandalf); 7) mancata conferma da parte degli azionisti, alla data di redazione del bilancio, dell'impegno a sostenere finanziariamente la società in presenza di perdite e di una forte tensione finanziaria della società e del gruppo (Olcese).

Al 31 dicembre 2003 le società di revisione iscritte nell'albo speciale tenuto dalla Consob erano 21, con una diminuzione di tre unità rispetto all'anno precedente. La riduzione del numero dei soggetti iscritti è attribuibile ad alcune operazioni societarie avvenute nel corso dell'anno.

Nel luglio 2003 è stata iscritta la "nuova" Deloitte & Touche spa, nata dall'integrazione tra le società di revisione Deloitte & Touche spa e Deloitte & Touche Italia spa (già Arthur Andersen spa), che sono state contemporaneamente cancellate dall'albo speciale. Nel mese di settembre è stata poi disposta la cancellazione della PKF Italia srl a seguito della fusione per incorporazione nella Neutra spa, che ha contestualmente modificato la propria denominazione sociale in PKF Italia spa. Infine, nel mese di ottobre, è stata cancellata la Horwath Italia Società di Revisione srl a seguito della cessione del ramo d'azienda relativo alle attività di revisione e di organizzazione contabile ad altra società iscritta nell'albo speciale (Consulaudit spa).

La Commissione ha effettuato 7 accertamenti ispettivi presso società di revisione e ha inviato quattro lettere di richiamo, di cui tre per fattispecie collegate a specifici eventi societari (si veda la Tav. IV.1) e una per questioni tecniche più strettamente legate allo svolgimento dei lavori di revisione (Tav. aIV.7). La Commissione ha inoltre sospeso un *partner* di una società di revisione (si veda il Capitolo VII, "I provvedimenti sanzionatori e cautelari").

Nel corso dell'anno la Commissione ha ricevuto la documentazione relativa agli incarichi di revisione conferiti ai sensi del Tuf. Dall'esame dei dati raccolti è emerso un ulteriore lieve incremento del numero dei soggetti sottoposti agli obblighi di revisione contabile, passato da 1.725 (*audit* 2001) a 1.790 (*audit* 2002), mentre risulta sostanzialmente immutata la distribuzione degli incarichi tra le società di revisione iscritte nell'albo speciale.

V. LA VIGILANZA SUI MERCATI

Gli abusi di mercato

Nel 2003 la Commissione ha trasmesso all'Autorità Giudiziaria 26 relazioni concernenti accertamenti su anomalie riscontrate nell'attività di controllo dei mercati (Tav. V.1). In 16 casi (altrettanti nel 2002) è stata ipotizzata la sussistenza di un illecito: 13 ipotesi di reato hanno riguardato casi di abuso di informazioni privilegiate, di cui 2 nella forma del *front running*; 3 ipotesi hanno riguardato casi di aggio. Nei rimanenti 10 casi (6 in ordine a casi di presunto abuso di informazioni privilegiate, di cui 2 nella forma del *front running*, e 4 relative a casi di presunto aggio) non sono state configurate ipotesi di reato.

TAV. V.1

RISULTANZE DELLE INDAGINI IN MATERIA DI INSIDER TRADING E AGGIOTAGGIO

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
RELAZIONE CON SEGNALAZIONE DI IPOTESI DI REATO ¹	19	21	30	21	18	16	16
RELAZIONE AL TERMINE DI ACCERTAMENTI SENZA SEGNALAZIONI DI IPOTESI DI REATO ²	33	15 ³	8	5	10	9	10
<i>TOTALE</i>	<i>52</i>	<i>36</i>	<i>38</i>	<i>26</i>	<i>28</i>	<i>25</i>	<i>26</i>

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

Nella maggior parte dei casi, le relazioni all'Autorità Giudiziaria in materia di abuso di informazioni privilegiate si sono limitate a fornire al Pubblico Ministero l'elenco dei committenti finali che avevano operato in modo anomalo, unitamente alla descrizione dettagliata dell'operatività e all'esposizione degli elementi di anomalia. Di norma le relazioni non riportano indicazioni, invece, circa il possesso dell'informazione privilegiata da parte dei committenti finali delle operazioni, salva la ricostruzione dei collegamenti potenziali fra i committenti stessi e le fonti dell'informazione privilegiata. I relativi accertamenti sono infatti rimessi al Pubblico Ministero che, in materia, è dotato di strumenti di indagine più efficaci di quelli a disposizione della Consob.

Le relazioni concernenti i casi di aggio, invece, sono generalmente trasmesse al Pubblico Ministero complete di ogni elemento necessario a configurare le ipotesi di reato, in quanto si è più in grado di far emergere i fenomeni delittuosi della specie a seguito di indagini tecnicamente complesse.

L'attività di accertamento è stata intensa. Complessivamente sono state effettuate 285 richieste di dati e notizie a intermediari, società quotate, pubbliche amministrazioni nonché Autorità di vigilanza estere (Tav. aV.1). Anche nel 2003 si è fatto frequentemente ricorso, fra gli strumenti di accertamento disponibili, alle audizioni (29 contro le 19 del 2002 e le 7 del 2001).

La tipologia prevalente di informazione privilegiata di cui si è ipotizzato l'abuso è stata il lancio di offerte pubbliche di acquisto (5 casi su 13; Tav. V.2). Nei rimanenti casi, l'informazione privilegiata era costituita dalla fusione con una società quotata in un mercato estero, dal rimborso anticipato di due emissioni obbligazionarie, dal differimento della scadenza di un *call warrant* su azioni quotate, dal contenuto di studi e raccomandazioni da diffondere al pubblico, dalle difficoltà economico-finanziarie della società emittente (2 casi) e, infine, dagli ordini *price-sensitive* alla base di schemi di *front running* (2 casi).

TAV. V.2

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

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
MUTAMENTO DEL CONTROLLO - OPA	7	13	13	6	9	1	5
RISULTATI ECONOMICI - SITUAZIONE PATRIMONIALE E FINANZIARIA	4	1	4	1	--	1	2
OPERAZIONI SUL CAPITALE - FUSIONI - SCISSIONI	2	3	3	3	2	2	1
ALTRE	3	--	2	7	3	3	5
DI CUI PER IPOTESI DI FRONT RUNNING	--	--	--	1	2	1	2
<i>TOTALE</i>	<i>16</i>	<i>17</i>	<i>22</i>	<i>17</i>	<i>14</i>	<i>7</i>	<i>13</i>

I casi di aggio in cui è stata prospettata all'Autorità Giudiziaria la sussistenza di un illecito sono stati 3, tutti concernenti forme di manipolazione operativa. Nel dettaglio, essi hanno avuto ad oggetto, rispettivamente, l'inserimento di proposte di negoziazione in vendita su un titolo azionario nella fase di pre-asta di chiusura e la loro successiva cancellazione prima del termine della stessa fase; schemi, ripetuti quotidianamente nell'arco di due mesi su un singolo titolo azionario, costituiti da acquisti in rapida successione, con conseguente eliminazione dal *book* delle proposte di negoziazione in vendita ai prezzi più bassi e da immediati "incroci" (cioè operazioni simulate) di grandi dimensioni effettuati a prezzi più elevati; il sistematico, pressoché quotidiano, acquisto,

nell'arco di un anno, di consistenti quantità di tre titoli azionari nell'asta di chiusura, con conseguente fissazione del relativo prezzo di chiusura e del relativo prezzo di riferimento a un livello superiore al *last price* della negoziazione continua.

I soggetti complessivamente segnalati all'Autorità Giudiziaria per ipotesi di abuso di informazioni privilegiate e di aggio su strumenti finanziari sono stati rispettivamente 69 e 7, per un totale di 76 (Tav. aV.2).

L'accertamento di abusi di mercato si è avvalso anche di una procedura, affinata nel corso dell'anno, che individua i segnali di potenziali anomalie, attraverso la definizione di uno specifico modello di riferimento relativo a talune variabili finanziarie e l'analisi del relativo andamento nel tempo (Riquadro 5).

RIQUADRO 5

Il Sistema Automatico Integrato di Vigilanza sui Mercati (S.A.I.Vi.M.)

Una procedura di *Market Abuse Detection* (M.A.D.) individua, su base giornaliera, i titoli quotati con riferimento ai quali sono in corso condotte illecite riconducibili all'aggio o all'abuso di informazioni privilegiate. La potenziale presenza di fenomeni di abuso di mercato viene identificata attraverso l'esame dell'andamento nel tempo di variabili finanziarie che rappresentano i flussi informativi elementari delle negoziazioni dei titoli sui mercati finanziari disponibili presso l'Autorità di vigilanza (ossia prezzi, quantità e soggetti che hanno effettuato le negoziazioni).

L'analisi dell'andamento delle variabili finanziarie richiede la definizione di un modello di riferimento per ognuna di esse; tale modello è finalizzato all'individuazione di soglie dinamiche, il cui superamento costituisce un segnale di anomalia (cosiddetto *alert*). Individuati gli *alerts*, la calibrazione di una procedura di M.A.D. consiste nella calibrazione dei modelli di riferimento degli stessi, vale a dire nella loro specificazione parametrica in chiave previsionale, e nella individuazione di un algoritmo che consenta una interpretazione congiunta dei diversi *alerts*.

La letteratura finanziaria e l'esperienza di vigilanza forniscono talune indicazioni in merito alle modalità di analisi dei prezzi di negoziazione, delle quantità negoziate e della denominazione degli agenti che hanno effettuato la transazione. Anzitutto, i prezzi di negoziazione si analizzano in termini di rendimenti, attraverso lo studio della dinamica del logaritmo del prezzo; i rendimenti dei titoli, generalmente, subiscono brusche variazioni (ad esempio, nel momento in cui viene divulgata un'informazione privilegiata), ovvero seguono andamenti non riconducibili a una dinamica di tipo *mean-reverting* (ad esempio, in presenza di fenomeni manipolativi); la presenza di rendimenti anomali viene individuata tramite una stima dei rendimenti che può essere condotta attraverso l'utilizzo di processi diffusivi; modelli autoregressivi riescono a catturare nel discreto sia la componente di *mean reversion* sia la componente di *momentum effect* dei rendimenti. Inoltre, le quantità negoziate dai singoli agenti

vengono esaminate in termini di volumi di negoziazione giornalieri secondo uno schema di autocorrelazione; la denominazione degli agenti è analizzata in relazione alle quantità negoziate dagli stessi in una giornata, studiando sia la profondità del mercato, sia la presenza di operatori dominanti, sia la composizione dei diversi intermediari-negoziatori. La composizione del mercato, infine, viene valutata attraverso due stadi di approfondimento: il livello di concentrazione degli intermediari, inteso come il numero degli intermediari e la relativa quota-parte dei volumi negoziati (cosiddetta concentrazione statica); l'evoluzione della concentrazione degli intermediari, ossia l'andamento della quota-parte dei volumi di negoziazione di ciascun intermediario su uno specifico titolo (cosiddetta concentrazione dinamica).

Sulla base di tali indicazioni sono state, quindi, costruite quattro variabili finanziarie che rappresentano, rispettivamente, l'andamento nel tempo dei volumi di negoziazione del titolo, dei rendimenti del titolo, della concentrazione di mercato statica e della concentrazione di mercato dinamica. In particolare, la costruzione degli *alerts*, calibrata attraverso un sistema di equazioni differenziali stocastiche, è in grado di garantire alla procedura un'individuazione in tempo reale dei titoli per i quali si è in presenza di potenziali fenomeni di abuso di mercato.

Nel corso del 2003 sono state notificate alla Commissione 16 richieste di archiviazione a conclusione delle indagini preliminari concernenti ipotesi di abuso di informazione privilegiata segnalate dalla Consob (Tav. V.3).

TAV. V.3

**ESITI DELLE RELAZIONI INVIATE ALL'AUTORITÀ GIUDIZIARIA
IN MATERIA DI INSIDER TRADING E AGGIOTAGGIO**

	1991-1998	1999	2000	2001	2002	2003
ARCHIVIAZIONE	11	10	6	12	10	16
ARCHIVIAZIONE PARZIALE	--	1	4	1	--	--
RICHIESTA DI RINVIO A GIUDIZIO	6	2	2	3 ¹	2	--
SENTENZA DI PATTEGGIAMENTO	3	1	3	2	--	--
SENTENZA DI CONDANNA	2	--	--	1 ¹	2 ²	--
SENTENZA DI ASSOLUZIONE	--	1	--	--	--	--
SENTENZA DI NON LUOGO A PROCEDERE	--	1	--	--	--	--
SENTENZA DI ESTINZIONE DEL REATO PER PRESCRIZIONE	--	--	1	--	2	1
<i>TOTALE</i>	<i>22</i>	<i>16</i>	<i>16</i>	<i>19</i>	<i>16</i>	<i>17</i>

¹ La sentenza di primo grado è stata impugnata. ² Alcuni imputati sono stati assolti. Una delle sentenze è stata impugnata.

Nel 2003 l'Istituto è intervenuto in un procedimento penale ancora in corso alla fine dell'anno (Tav. V.4).

TAV. V.4

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

ANNI	INTERVENTI	REATO ¹	ESITO AL 31 DICEMBRE 2003
1996	1	INSIDER TRADING	PATTEGGIAMENTO
1997	1	INSIDER TRADING	SENTENZA DI PROSCIoglimento PER PRESCRIZIONE ³
	1	INSIDER TRADING	SENTENZA DI ASSOLUZIONE
	1	INSIDER TRADING	PATTEGGIAMENTO
	1 ²	INSIDER TRADING E AGGIOTAGGIO	IN CORSO; SENTENZA DI PATTEGGIAMENTO PER UN SOLO SOGGETTO
1998	1	INSIDER TRADING E AGGIOTAGGIO	SENTENZA DI PROSCIoglimento PER PRESCRIZIONE
1999	1	INSIDER TRADING E AGGIOTAGGIO	SENTENZA DI PATTEGGIAMENTO PER 4 SOGGETTI; SENTENZA DI CONDANNA PER 2 SOGGETTI
2000	1	INSIDER TRADING E AGGIOTAGGIO	SENTENZA DI PROSCIoglimento PER PRESCRIZIONE ⁴
	1	AGGIOTAGGIO	IN CORSO ⁵
2001	3	AGGIOTAGGIO	1 SENTENZA DI CONDANNA; SENTENZA DI PATTEGGIAMENTO PER GLI ALTRI 2 PROCEDIMENTI
	2	INSIDER TRADING	1 SENTENZA DI CONDANNA; 1 SENTENZA DI PROSCIoglimento PER PRESCRIZIONE
2002	2	INSIDER TRADING	1 IN CORSO; 1 SENTENZA DI PROSCIoglimento PER PRESCRIZIONE
2003	1	INSIDER TRADING	IN CORSO ⁶

¹ *Insider trading*: art. 2, legge 157/1991, ora art. 180 del Tuf; aggioaggio: art. 5, legge 157/1991, ora art. 2637 del c.c..

² Il procedimento è stato avviato anche per il reato di ostacolo alle funzioni di vigilanza della Consob in materia di *insider trading* (art. 8, comma 2, legge 157/1991). ³ Il procedimento è tuttora in corso con riguardo ad altre ipotesi di reato.

⁴ L'intervento era già stato proposto nel 1998, ma a seguito della regressione del procedimento alla fase delle indagini preliminari, è stato necessario riproporre l'intervento nel corso del 2000. ⁵ In tale procedimento la Consob nel 2001 si è costituita parte civile. ⁶ Allo stato il procedimento è sospeso per giudizio incidentale di legittimità costituzionale.

La gestione dei mercati regolamentati e gli scambi organizzati

Nel 2003 la Commissione è stata impegnata in una intensa attività legata all'esame e all'approvazione di modifiche dei regolamenti dei mercati.

Nel mese di marzo, la Consob, d'intesa con la Banca d'Italia, ha deliberato la revoca dell'autorizzazione della Borsa Italiana all'esercizio del Mercato dei contratti uniformi a termine sui titoli di Stato (Mif). Il provvedimento ha fatto seguito alla chiusura del Mif, avvenuta il 31 dicembre dell'anno precedente. Con il medesimo atto, la Commissione ha provveduto a cancellare il Mif dall'elenco dei mercati regolamentati di cui all'art. 63, comma 2, del Tuf. Inoltre, la Commissione ha approvato le modifiche del Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana spa finalizzate alla chiusura del comparto Mercato dei Premi (Mpr), sulla base della decisione della società di fissare alla scadenza di aprile 2003 la non negoziabilità dei contratti a premio.

Nel corso dell'anno la Commissione, a più riprese, ha approvato, ai sensi dell'art. 63, commi 2 e 3, del Tuf, le modifiche al Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana e al Regolamento del Nuovo Mercato.

Nel mese di marzo, sono state approvate alcune modifiche relative ai requisiti di ammissione alla quotazione ufficiale di Borsa, prevedendo l'innalzamento del requisito della capitalizzazione da 5 a 20 milioni di euro per le azioni e l'obbligo di diffusione dei comunicati in lingua inglese per alcune tipologie di emittenti. In relazione al Segmento Star, sono stati allineati i requisiti di governance a quanto previsto dal nuovo Codice di Autodisciplina ed è stata prevista, per le società quotate da meno di un anno, la possibilità di accedere al segmento qualora soddisfino tutti i requisiti previsti in sede di ammissione a quotazione.

In relazione al Nuovo Mercato, sono stati modificati alcuni requisiti di listing e introdotti nuovi requisiti di governance. In particolare, sono stati previsti un patrimonio netto contabile più elevato e pari a 3 milioni di euro; la presenza di investitori istituzionali nel capitale delle società di recente costituzione; la presenza nel Consiglio di amministrazione di amministratori non esecutivi e indipendenti; la nomina di un comitato per il controllo interno e di un comitato per la remunerazione. Sono stati inoltre previsti l'incremento del flottante, nonché deroghe al lock up e agli obblighi degli specialisti.

Ulteriori modifiche al Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana e al Regolamento del Nuovo Mercato sono state in seguito approvate dalla Consob in materia di: attestazione dello sponsor relativamente ai dati previsionali sul piano industriale; requisiti di listing, con riferimento alla modifica della disciplina dei dati pro-forma; requisiti di ammissione alle negoziazioni degli operatori, prevedendo che qualora un'impresa di investimento o una banca comunitaria non presti servizi di investimento in Italia è sufficiente l'autorizzazione alla prestazione del servizio di negoziazione nello Stato di origine; ammissione delle obbligazioni, prevedendo che il requisito della sufficiente diffusione possa essere realizzato anche successivamente alla quotazione mediante l'attività di uno specialista.

La Commissione ha poi comunicato il proprio assenso alle modifiche delle Istruzioni al Regolamento dei Mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana aventi ad oggetto l'esclusione dalle negoziazioni del contratto future sull'indice Midex.

Ulteriori modifiche ai regolamenti dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana hanno riguardato l'anonimato nelle negoziazioni sul Mercato Telematico Azionario e il dettaglio della disciplina delle obbligazioni strutturate.

Nel mese di novembre, la Commissione ha approvato le modifiche al Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana relative al Mercato Ristretto, ridenominato "Mercato Expandi". Le modifiche più rilevanti, oltre al cambio di denominazione, riguardano le condizioni di ammissione sul mercato. Tra queste si segnalano la fissazione di requisiti quantitativi di profittabilità e di struttura finanziaria, la riduzione al 10 per cento del requisito minimo di diffusione dei titoli e l'individuazione di un'unica figura di riferimento per le procedure di collocamento e quotazione (*listing partner*).

*Il progetto di rivitalizzazione del Mercato Ristretto intrapreso da Borsa Italiana ha come principale obiettivo quello di affiancare agli attuali mercati regolamentati da essa gestiti un mercato adatto alle esigenze di finanziamento di strutture organizzative non complesse e poco articolate. Il progetto risponde all'esigenza, manifestata da emittenti, intermediari e investitori italiani ed esteri, di consentire la quotazione delle imprese che, pur non soddisfacendo i requisiti di ammissione agli altri mercati regolamentati gestiti da Borsa Italiana spa, detengono posizioni consolidate nei mercati di riferimento e si connotano per una sequenza di risultati economico-finanziari positivi. Facendo riferimento alle esperienze internazionali dei "secondi mercati regolamentati" (fra gli altri, il Second Marché in Francia, l'Aim in UK e il Geregelter in Germania), Borsa Italiana ha avviato il progetto configurando un mercato al quale gli emittenti di piccole e medie dimensioni possano accedere sulla base di requisiti tecnici e di bilancio individuabili ex-ante dall'emittente, con benefiche ripercussioni sui tempi del processo di quotazione. Tra i punti qualificanti si ricordano: l'individuazione di un'unica figura di riferimento nella procedura di collocamento/quotazione (*listing partner*); il maggior rilievo attribuito da Borsa Italiana ai dati storici rispetto a quelli prospettici; la fissazione di requisiti quantitativi di profittabilità (risultato netto di esercizio positivo) e di struttura finanziaria (rapporto tra posizione finanziaria netta consolidata e margine operativo lordo consolidato inferiore o pari a 4); la riduzione del requisito minimo di diffusione dei titoli dal 20 al 10 per cento.*

Per quanto riguarda il Mercato dei *covered warrants*, le innovazioni più rilevanti concernono: l'introduzione di obblighi di *spread* per la quotazione degli specialisti e l'esplicitazione delle funzionalità tecniche di adempimento dell'obbligo (*double quotation*); l'interruzione della procedura di rilascio del giudizio di ammissibilità nel caso in cui l'emittente non fornisca nei tempi fissati le informazioni richieste; l'eliminazione dell'obbligo di nominare uno sponsor per la quotazione di *covered warrants* e *certificates* (modifica che si estende anche ad altri strumenti finanziari, quali Oicr aperti indicizzati e obbligazioni); l'introduzione dell'obbligo di comunicazione, da parte dell'emittente di *covered warrants*, del venir meno dell'incarico di sponsor o il conferimento dell'incarico ad altro soggetto.

Con riferimento al mercato Idem, la Commissione ha comunicato il proprio assenso alle modifiche delle Istruzioni al Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana, finalizzate ad anticipare l'orario di inizio delle negoziazioni del mercato Idem, l'orario di avvio dell'operatività dei *market makers*, nonché il termine delle negoziazioni dei contratti derivati in scadenza. Le modifiche all'orario di apertura dell'Idem fanno seguito alla variazione degli orari dei mercati azionari Mta e Nuovo Mercato, su cui sono trattati i titoli sottostanti i contratti derivati, resasi necessaria al fine di rendere omogenei gli orari di negoziazione dei mercati italiani rispetto a quelli dei principali mercati europei.

L'innovazione comporta l'anticipazione della conclusione dell'asta di apertura e, di conseguenza, dell'inizio della fase di negoziazione continua di 20 minuti (con inizio alle 9,10 anziché alle 9,30) rispetto all'attuale tempistica prevista per i mercati azionari Mta e Nuovo Mercato. È stato quindi adeguato l'orario del termine delle negoziazioni nel giorno di scadenza dei contratti derivati negoziati sull'Idem, al fine di mantenere tale termine allineato con l'orario di inizio della fase di negoziazione continua dei titoli azionari sottostanti. Allo stesso modo, la Borsa Italiana ha anche provveduto ad adeguare ai nuovi orari l'inizio dell'operatività dei market makers anticipando gli obblighi di quotazione di tali operatori.

Nel mese di maggio, Borsa Italiana ha disposto l'introduzione di un sistema a controparte centrale per i contratti aventi ad oggetto azioni, obbligazioni convertibili, *warrants* e quote o azioni di Oicr conclusi sui mercati Mta, Nuovo Mercato, Tah e TahNM, che sostituisce il fondo di garanzia dei contratti.

Nel 2003, la Commissione, d'intesa con la Banca d'Italia, ha approvato alcune modifiche al Regolamento del mercato all'ingrosso delle obbligazioni non governative e dei titoli emessi da organismi internazionali partecipati da Stati, gestito da Mts spa. L'Istituto ha inoltre fornito il parere di competenza al Ministero dell'economia e delle finanze con riferimento alle modifiche regolamentari del mercato all'ingrosso di titoli di Stato e del mercato BondVision su titoli di Stato, gestiti da Mts spa.

Una significativa novità riguarda il rilascio alla società Tlx spa dell'autorizzazione all'esercizio del mercato regolamentato "Tlx". Nel mese di agosto, la Commissione ha adottato il provvedimento di autorizzazione nei confronti della società e la contestuale iscrizione del mercato Tlx nell'elenco dei mercati regolamentati, ai sensi dell'art. 63, comma 2, del Tuf. Il modello di mercato si basa essenzialmente su due principi fondamentali: la natura mutualistica dell'iniziativa e la coincidenza tra azionisti e *market makers*.

Il mercato Tlx, aperto dalle 9 alle 20,30, prevede, prima della fase di negoziazione continua, una fase di pre-negoziazione della durata di 15 minuti durante la quale le proposte di negoziazione immesse sono validate ed esposte sul book senza che esse siano abbinate per la conclusione di contratti. In tale fase non è possibile immettere ordini al meglio. Diversamente da quanto previsto sui mercati azionari della Borsa Italiana, non è presente né l'asta di apertura né l'asta di chiusura. Il regolamento del mercato consente

l'ammissione alla quotazione e alla negoziazione di obbligazioni, incluse le strutturate, titoli di stato area Euro e titoli atipici, covered warrants e certificates, quote o azioni di Oicr, asset backed securities.

Nel mese di dicembre, la Commissione ha approvato alcune modifiche, di natura formale, al regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Tlx spa rese necessarie in relazione all'avvio del sistema di liquidazione Express II.

L'operatività effettiva di Tlx è iniziata il 20 ottobre 2003 con l'ammissione a negoziazione di circa 180 strumenti finanziari, in precedenza trattati sul sistema di scambi organizzati. Contestualmente all'avvio del mercato regolamentato, la società Tlx spa ha modificato la denominazione del proprio sistema di scambi organizzati in Eurotlx.

Nel corso del 2003, il comparto dei sistemi di scambi organizzati ha registrato l'ingresso di nuovi organizzatori e, in molti casi, l'ampliamento delle tipologie di strumenti finanziari offerte in negoziazione alla clientela.

In seguito all'intervento regolamentare della Commissione in materia di obblighi di trasparenza delle negoziazioni effettuate (si veda il capitolo VIII), l'attività di vigilanza sui sistemi di scambi organizzati si è sviluppata nell'implementazione di un sistema per la ricezione delle apposite comunicazioni trimestrali concernenti l'operatività effettivamente svolta.

Considerata la scadenza ravvicinata del nuovo obbligo (30 settembre 2003), rispetto alla sua entrata in vigore (luglio 2003), e considerata altresì la funzione di collaudo delle procedure di segnalazione assegnata alla trasmissione del flusso di dati, la Commissione nel corso del 2003 non ha intrapreso specifiche iniziative di vigilanza, al fine di consentire a tutti gli organizzatori di sistemi di scambi organizzati di predisporre applicazioni informatiche idonee all'assolvimento dei nuovi obblighi di trasparenza sulle negoziazioni.

I servizi di compensazione, liquidazione e gestione accentrata di strumenti finanziari

Nel corso del 2003 si è sostanzialmente concluso il processo di trasformazione dell'assetto e della struttura delle società che forniscono servizi cosiddetti di *post-trading*. Con il trasferimento del servizio di liquidazione titoli (LdT) dalla Banca d'Italia a un soggetto privato, le infrastrutture a supporto dei mercati regolamentati italiani (con la parziale esclusione dei mercati gestiti da Mts spa) sono caratterizzate dalla presenza di un unico soggetto, Monte Titoli spa, che integra verticalmente la funzione di regolamento dei titoli (liquidazione e compensazione, o *clearing and settlement* nel linguaggio anglosassone) con quella di gestione accentrata e custodia (*central security depository*, o CSD). La controparte centrale, prevista per alcuni mercati regolamentati (*central counter-party*, CCP), rappresentata dalla Cassa di Compensazione e Garanzia spa, svolge un ruolo di compensazione (*clearing o netting*) delle posizioni che agevola e semplifica il processo di liquidazione titoli svolto da Monte Titoli.

La circostanza che Monte Titoli e Cassa di Compensazione e Garanzia siano entrambe controllate da Borsa Italiana, cioè la società di gestione dei mercati regolamentati, delinea una struttura di totale integrazione verticale fra i servizi di *trading* e *post-trading*, comunemente denominata modello “*silos*”.

Tuttavia, nel caso degli strumenti negoziati sul mercato EuroMot gestito da Borsa Italiana spa (essenzialmente euro-obbligazioni, obbligazioni di emittenti esteri e le cosiddette *asset backed securities*) e dei *covered warrants* è ammessa esplicitamente la possibilità che la liquidazione avvenga anche attraverso i servizi offerti da soggetti esteri (in particolare, Euroclear, società controllata da Euroclear plc, a sua volta controllata da un gruppo di investitori istituzionali con quote inferiori al 5 per cento, o Clearstream, ex Cedel, ora controllata al 50 per cento da Deutsche Börse e al 50 per cento da altri intermediari e investitori internazionali). In generale, quindi, un emittente di *covered warrants* o obbligazioni quotate su un mercato gestito da Borsa Italiana può accentrare i propri titoli sui due CSD internazionali (o ICSD) che offrono sia il servizio di *clearing* e *settlement* che quello di gestione accentrata, oltre che su Monte Titoli spa.

Inoltre, la Cassa di Compensazione e Garanzia è la controparte centrale dei contratti conclusi sul Mercato Telematico dei Titoli di Stato gestito da Mts spa, ma il regolamento di tale mercato prevede la possibilità per i negozianti di liquidare anche attraverso Clearnet (società controllata all'80 per cento dal gruppo Euronext, che associa le borse di Francia, Belgio, Olanda e Portogallo); inoltre, l'utilizzo della controparte centrale è opzionale. Sui mercati regolamentati gestiti da Borsa Italiana spa dove si scambiano strumenti diversi da obbligazioni e *covered warrants*, invece, l'utilizzo della controparte centrale è obbligatorio (con la sola eccezione delle azioni negoziate sul Mercato Expandi).

La trasformazione delle strutture di *post-trading* ha formalmente preso avvio nel settembre 2003, con l'inizio dell'operatività del sistema di liquidazione Express II gestito da Monte Titoli spa. In tale occasione, la Commissione ha comunicato alla Banca d'Italia l'intesa, secondo quanto previsto dal d.lgs. 210/2001, in merito alla modifica dell'elenco dei sistemi ai quali si applicano le disposizioni contenute nel d.lgs. 210/2001 e, quindi, la definitività.

Sempre nel mese di settembre, l'Istituto ha fornito la propria intesa alla Banca d'Italia per l'approvazione del Regolamento operativo del servizio di liquidazione Express II.

Il citato Regolamento introduce una modalità operativa (cosiddetto fail) che gestisce in modo dinamico il regolamento delle operazioni che non sono andate a buon fine per cause di natura tecnica. Tale procedura evita l'immediata insolvenza di mercato dell'inadempiente, consentendo di rinviare il regolamento delle operazioni non tempestivamente regolate ai cicli di liquidazione successivi a quello originariamente stabilito. Tali posizioni, tuttavia, non possono restare aperte indefinitamente: se l'inadempimento permane anche a seguito di un certo numero di cicli successivi di liquidazione, i gestori dei servizi di mercato chiudono le operazioni non ancora regolate ricorrendo a procedure di esecuzione coattiva (“procedure

esecutive”) e informano la Consob dello svolgimento di tali procedure affinché dichiarino l’insolvenza di mercato.

Nel mese di ottobre, la Commissione ha approvato le modifiche ai Regolamenti di Borsa Italiana relative alla disciplina da adottare a seguito dell’avvio di operatività del sistema di liquidazione Express II e in caso di mancata liquidazione dei contratti nel termine indicato nel Regolamento dei mercati a causa della mancata consegna dei titoli (procedura di *buy-in*) o del contante (procedura di *sell-out*).

Per i mercati assistiti da controparte centrale e in linea con quanto previsto nel Regolamento della Cassa di Compensazione e Garanzia (CCG), è prevista l’attivazione d’ufficio delle procedure di buy-in e sell-out da parte della CCG stessa. Tenuto conto che per i mercati assistiti da un sistema di garanzia a controparte centrale è la CCG che definisce modalità e tempistica della procedura di esecuzione coattiva dei contratti non regolati nei termini indicati, Borsa Italiana ha introdotto nelle Istruzioni al Regolamento dei mercati una disciplina di rinvio al regolamento della CCG. Nel caso del buy-in, qualora l’operazione non venga regolata entro il terzo giorno successivo alla data di liquidazione originaria, la procedura prevede l’attivazione d’ufficio della procedura da parte della CCG mediante invio di una buy-in notice alla controparte in fail. Da tale momento decorre un ulteriore periodo nel quale le operazioni in fail vengono riproposte nel sistema di liquidazione. Il buy-in viene eseguito solo se l’operazione non è regolata entro il terzo giorno successivo all’invio della buy-in notice. Nel caso del sell-out, la procedura è attivabile dalla CCG il giorno successivo alla data di liquidazione originaria. Quest’ultimo rappresenta infatti il momento in cui il fail perde la sua caratteristica di temporanea incapacità e giustifica l’immediata esecuzione delle sell-out alla data di attivazione della procedura, escludendo la riproposizione dell’operazione nel sistema nei giorni successivi.

Per i mercati non assistiti da un sistema di garanzia a controparte centrale con liquidazione presso Monte Titoli (Mercato Expandi, Mercato dei covered warrants, Mot), Borsa Italiana, pur prevedendo una procedura di buy-in/sell-out senza intervento della CCG, predispone una disciplina che ricalca, in quanto a tempistica di svolgimento, quella prevista per i mercati assistiti da un sistema di garanzia a controparte centrale. Unico elemento di differenziazione è evidentemente quello relativo al soggetto cui è riconosciuto il potere di attivazione della procedura. In tal caso, infatti, è la controparte che, a partire dal termine del terzo giorno successivo alla data di liquidazione originaria del contratto, può assumere l’iniziativa di attivare la procedura di buy-in, inviando alla controparte in fail una buy-in notice, e intimando di provvedere al regolamento pena l’esecuzione coattiva da parte del buy-in agent entro il quinto giorno successivo all’invio della buy-in notice. Un’azione analoga è prevista per la procedura di sell-out.

Per i mercati non assistiti da un sistema di garanzia a controparte centrale con liquidazione presso sistemi di liquidazione esteri (EuroMot), Borsa Italiana ha optato per l’adozione di procedure in linea con quelle disciplinate dalle regole dell’International Securities Markets Associations (Isma). Queste ultime prevedono comunque l’attivazione della procedura di buy-in/sell-out a iniziativa della controparte in bonis. Elemento distintivo è costituito dalla tempistica che prevede l’esecuzione del buy-in in caso di mancato regolamento entro il sesto giorno successivo all’invio della buy-in notice; l’invio della buy-in notice è previsto a partire dal sesto giorno successivo alla data di liquidazione originaria.

VI. LA VIGILANZA SUGLI INTERMEDIARI MOBILIARI

Le banche, le Sim e gli agenti di cambio

Nel corso del 2003 la Commissione è stata intensamente impegnata nell'attività di vigilanza tesa a verificare il rispetto delle norme in materia di prestazione dei servizi di investimento da parte di intermediari finanziari.

In particolare, a seguito di numerosi esposti, l'Istituto ha esaminato le caratteristiche di alcuni prodotti finanziari di struttura complessa e le cui caratteristiche in termini di rischio-rendimento potevano risultare non sufficientemente chiare o comunque potenzialmente non adeguate per investitori non professionali. Tale fenomeno spiega il notevole aumento degli esposti ricevuti dalla Commissione nel 2003 (3.177, contro 1.030 nel 2002; Tav. VI.1). Gran parte degli esposti hanno riguardato lamentele per inadeguata informativa preventiva sulle caratteristiche dei prodotti finanziari.

Gli interventi della Commissione hanno riguardato prodotti che presentavano in alcuni casi anche una componente derivata associata all'acquisto di titoli e, in altri, un piano di finanziamento accessorio all'acquisto di titoli, soprattutto del gruppo della banca collocatrice, posti poi a garanzia del finanziamento stesso. Data la complessità dell'operazione, sono stati effettuati accertamenti di vigilanza non ancora completati a fine 2003. La Commissione ha anche collaborato con l'Autorità Giudiziaria in relazione a indagini penali avviate a seguito di esposti e denunce dei risparmiatori.

Nel 2003, la Consob è stata fortemente impegnata in relazione al caso Cirio. In particolare, sono stati intrapresi accertamenti di vigilanza nei confronti di diversi intermediari al fine di valutare le modalità di trasferimento alla propria clientela di obbligazioni emesse da società del gruppo Cirio e il rispetto delle regole di condotta in tale operatività.

Per quanto attiene all'area dei servizi di investimento, l'attività di vigilanza è stata avviata con una richiesta di dati e di notizie a oltre 100 intermediari, al fine di ottenere puntuali e dettagliate informazioni sul tipo di operatività posta in essere sui bonds Cirio. Alla luce delle articolate risposte pervenute e sulla base di indici quali-quantitativi, è stato selezionato un elenco di dieci soggetti che presentavano profili di maggiore criticità. Su tali soggetti si è poi concentrata l'attività di vigilanza, attraverso mirate verifiche ispettive (alcune curate direttamente, altre richieste alla Banca d'Italia ex art. 10, comma 2, del Tuf).

La selezione degli intermediari è avvenuta individuando i maggiori venditori netti di bonds Cirio nei confronti della clientela retail e tenendo conto dell'elemento "qualitativo", consistente essenzialmente nella eventuale partecipazione diretta o mediante altra società del gruppo alle operazioni di collocamento dei prestiti. Parallelamente, sono stati acquisiti dati e notizie presso intermediari (lead manager) che avevano curato i private placement delle obbligazioni Cirio nel triennio 2000-2002.

TAV. VI.1

ESPOSTI DEGLI INVESTITORI IN MATERIA DI SERVIZI DI INVESTIMENTO

OGGETTO DELL'ESPOSTO	2000	2001	2002	2003
NEGOZIAZIONE E RACCOLTA ORDINI				
INFORMATIVA PREVENTIVA SU STRUMENTI FINANZIARI	46	38	322	2.195
ONERI COMMISSIONALI	5	1	5	3
OPERAZIONI NON ADEGUATE SENZA PREVENTIVA CONFERMA DEL CLIENTE	26	65	53	66
ESECUZIONE ORDINI	93	109	194	434
ALTRO	68	29	72	111
GESTIONE DI PATRIMONI				
INFORMATIVA PREVENTIVA SU CARATTERISTICHE GESTIONE	17	27	27	44
RISPETTO DEL CONTRATTO/ REGOLAMENTO DI GESTIONE	57	152	99	110
RENDIMENTI INSODDISFACENTI	11	19	40	30
ALTRO ²	27	238	114	22
COLLOCAMENTO E OFFERTA FUORI SEDE				
ASSEGNAZIONE LOTTO PRENOTATO O ORDINATO	7	1	17	2
RAPPRESENTAZIONE CARATTERISTICHE PRODOTTI/SERVIZI	22	47	40	145
ESECUZIONE DISPOSIZIONI	4	38	39	9
IPOTESI DI ATTIVITÀ ABUSIVA	1	25	1	2
ALTRO	13	28	7	4
TOTALE	397	817	1.030	3.177

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

Le obbligazioni Cirio sono state offerte secondo le usuali prassi dell'euromercato. In base a esse, essendo l'offerta dei titoli destinata a investitori professionali, non viene redatto un prospetto di sollecitazione, bensì un documento informativo (offering circular), che viene utilizzato anche come prospetto di quotazione nella Borsa Valori del Lussemburgo. È prassi poi che vi siano contrattazioni nella fase cosiddetta del grey market (dalla data di lancio dell'operazione alla data di primo regolamento), fase nella quale spesso l'offering circular non è ancora disponibile. Nello specifico caso dei bonds Cirio la data di lancio dell'emissione ha preceduto quella di regolamento di un numero di giorni più o meno ampio (da un minimo di 10 giorni a un massimo di 54 giorni).

Le obbligazioni Cirio presentavano le caratteristiche tipiche di molti corporate bonds italiani: non erano assistite da rating e avevano una dimensione media quasi sempre inferiore alla soglia minima, tale da garantire un'effettiva liquidità e suscitare l'interesse degli investitori istituzionali.

L'istruttoria ha anche evidenziato che gli intermediari che hanno operato con clientela non professionale (ove non facenti parte del consorzio di collocamento) hanno spesso acquistato in proprio i titoli dalle controparti istituzionali e li hanno venduti alla clientela fin dai primi giorni del grey market. In generale, tale operatività è risultata concentrata proprio nel periodo del grey market e si è mantenuta rilevante nei primi 120 giorni successivi alla data di primo regolamento, per poi venire progressivamente meno all'allontanarsi da tale data.

Le risultanze istruttorie hanno posto in luce un *modus operandi* in parte comune agli intermediari ispezionati. Anzitutto, l'operatività nei confronti della clientela è stata di norma qualificata come negoziazione in conto proprio. Nei fatti, tuttavia, si è trattato di interposizione fra clienti e mercato che spesso ha comportato limitati rischi di posizione: le banche, infatti, non hanno investito il proprio patrimonio nei titoli Cirio, se non in misura assai limitata. La posizione della banca nei confronti della clientela *retail* ha inoltre assunto una direzione sostanzialmente univoca: la banca si è infatti posta, di norma, in posizione di venditore nei confronti degli investitori non professionali; marginali e limitati sono stati gli acquisti dai risparmiatori. L'operatività in conto proprio delle banche è transitata talvolta all'interno di sistemi di scambi organizzati (Sso).

Tali comportamenti sono stati valutati in base alla disciplina vigente in tema di servizi di investimento. L'individuazione di eventuali casi di conflitto di interessi con la clientela, derivanti da preesistenti rapporti di finanziamento della banca con il gruppo emittente i titoli trattati, ha richiesto ulteriori indagini condotte con la collaborazione della Banca d'Italia.

Carenze procedurali sono alla base di altri casi critici che hanno coinvolto numerosi risparmiatori e che pure hanno impegnato intensamente la Commissione.

In particolare, con riferimento ai *bonds* Argentina, le verifiche si sono concentrate su taluni operatori che, sulla base di indici quantitativi e in ragione del numero e della rilevanza degli esposti degli investitori pervenuti all'Istituto, potevano risultare particolarmente rilevanti.

Le indagini sono risultate complesse anche a causa del fatto che hanno riguardato grandi intermediari che, in alcuni casi, sono stati interessati da processi di ristrutturazione aziendale e societaria nel periodo oggetto di indagine. Talune delle istruttorie avviate sono giunte a compimento.

Fra le altre vicende di rilievo, si segnala la gestione dell'insolvenza di mercato di un agente di cambio che ha portato a iniziative di vigilanza nei confronti di altri intermediari coinvolti.

Approfondimenti sono stati effettuati in merito a forme di investimento caratterizzate dalla tutela del capitale investito, in alcuni casi associata alla previsione di un rendimento minimo. Tali investimenti, negli ultimi anni, per effetto della elevata volatilità dei mercati azionari, hanno trovato larga diffusione tra il pubblico dei risparmiatori.

In particolare, sono state esaminate alcune gestioni patrimoniali garantite offerte da un istituto bancario ad alcuni clienti, intestatari di contratti di gestione patrimoniale in fondi, finalizzate a trasferire sulla stessa banca il rischio gravante sui clienti gestiti. Il fenomeno si è realizzato in maniera non proceduralizzata ed è stato caratterizzato dall'adozione di prassi non formalizzate e comportamenti non standardizzati. Inoltre, non sono stati attivati accorgimenti per il monitoraggio e la gestione dei rischi assunti con il rilascio delle garanzie; l'assunzione di rischi non sottoposti ad adeguato controllo ha determinato il conseguimento di perdite per la banca in questione. Tali irregolarità si sono realizzate e si sono protratte nel tempo anche per effetto del contesto operativo disegnato dagli organi aziendali, caratterizzato da una inadeguata attribuzione e definizione dei compiti all'interno delle strutture societarie, nonché da un sistema di controlli interni inadeguato per il monitoraggio, da parte degli organi aziendali, delle modalità di attuazione dei poteri delegati.

Nel corso del 2003, la Commissione ha rilasciato 6 pareri alla Banca d'Italia in materia di affidamento a terzi della funzione di controllo interno delle Sim.

Secondo quanto stabilito con provvedimento del 4 agosto 2000, la Banca d'Italia si riserva di valutare, alla luce di criteri di tempestività, affidabilità ed efficienza, ipotesi di esternalizzazione della funzione di controllo interno delle Sim, sentita la Consob per gli aspetti di competenza. In gran parte dei casi esaminati la funzione di controllo interno è stata affidata alla struttura di controllo della società capogruppo.

Intensa è stata anche la collaborazione con il Ministero dell'economia e delle finanze al quale la Commissione ha rilasciato 9 pareri in materia di iscrizione e di dimissione di agenti di cambio nel ruolo speciale tenuto presso il Ministero stesso.

Con riferimento al tema delle commissioni di movimentazione, la Commissione ha proseguito l'azione di vigilanza, iniziata nel corso dell'anno 2002, al fine di ricevere conferma dell'effettiva rimozione delle suddette commissioni e conoscere le modifiche, ove esistenti, apportate alla struttura commissionale dell'intermediario. Tutti gli intermediari interessati hanno confermato di essersi adeguati alle indicazioni fornite.

Nel corso del 2003 la Commissione è stata impegnata nella consueta attività di gestione dell'albo delle Sim e delle fiduciarie.

È continuato il processo di riduzione del numero di soggetti abilitati all'esercizio dei servizi di investimento. In particolare, il fenomeno ha interessato Sim e fiduciarie iscritte nell'albo, il cui numero è diminuito del 17 per cento rispetto al 2002 (Tav. aVI.2).

La Commissione ha autorizzato per la prima volta una impresa di investimento comunitaria alla prestazione in Italia di servizi non ammessi al mutuo riconoscimento. In particolare, la suddetta impresa è stata autorizzata a svolgere, in libera prestazione di servizi, l'attività di negoziazione in conto proprio e in conto terzi, nonché l'attività di ricezione e trasmissione di ordini aventi ad oggetto strumenti finanziari derivati su merci (*commodity derivatives*).

Poiché gli strumenti derivati su merci non sono inclusi nella lista degli strumenti finanziari allegata alla direttiva sui servizi di investimento (93/22/CEE), l'impresa di investimento comunitaria che intende prestare servizi di investimento aventi ad oggetto i suddetti strumenti non può avvalersi del "passaporto europeo" (articoli 17 e 18 della direttiva citata), ma deve presentare apposita istanza di autorizzazione ai sensi dell'articolo 23 del Regolamento Intermediari.

Nel corso del 2003, l'Istituto ha trasmesso al Ministero dell'economia e delle finanze il parere di propria competenza circa un progetto di modifica dello statuto del Fondo nazionale di garanzia (il sistema di indennizzo operante in Italia per i crediti derivanti dalla prestazione di servizi di investimento e per quelli derivanti dalla custodia e amministrazione di strumenti finanziari), approvato dal Comitato di Gestione del Fondo stesso il 15 luglio 2003. È stato reso, inoltre, il parere relativo all'aggiornamento annuale del piano per la copertura finanziaria della gestione speciale del Fondo Nazionale di Garanzia, relativa alle insolvenze anteriori al 1° febbraio 1998.

Il Fondo ha proseguito la nuova gestione avviata, ai sensi dell'art. 59 del Tuf, con riferimento alle procedure concorsuali per le quali lo stato passivo è stato depositato a far tempo dal 1° febbraio 1998 (Tav. aVI.3). In particolare, il sistema di indennizzo è intervenuto per 19 casi di insolvenza (11 Sim e 8 agenti di cambio). Tale gestione si affianca alla cosiddetta gestione speciale, alla cui copertura concorre il Ministero dell'economia e delle finanze, disciplinata dal regime anteriore al Tuf (Tav. aVI.4) e riguarda 25 insolvenze con stato passivo depositato anteriormente al 1° febbraio 1998.

Le società di gestione collettiva del risparmio

Nel corso del 2003, l'attività di vigilanza sulle Sgr si è concentrata in prevalenza sulle società di grandi e medie dimensioni, in rapporto sia alla massa di risparmio gestita che alla quantità di Oicr commercializzati.

In particolare, la Commissione ha ritenuto opportuno predisporre un'articolata azione di controllo con l'obiettivo di verificare il rispetto dei principi di trasparenza e correttezza comportamentale in relazione all'operatività connessa all'attività gestoria posta in essere da tali intermediari. Le indagini condotte attraverso gli strumenti tipici di vigilanza informativa hanno evidenziato la presenza di problematiche concernenti le modalità di esecuzione delle operazioni di compravendita di titoli quotati sui mercati regolamentati.

Con particolare riferimento alle operazioni cosiddette "cross" tra fondi gestiti della stessa società è stato rilevato che, limitatamente ad alcuni casi, le modalità operative adottate e le variazioni del prezzo degli strumenti finanziari negoziati potevano essere potenzialmente assimilabili a tecniche di manipolazione dei prezzi. Nella maggior parte dei casi, tuttavia, è stata invece riscontrata un'operatività in cross trades coerente con le politiche d'investimento perseguite dai vari fondi esaminati e le variazioni dei prezzi rilevate non sono state tali da pregiudicare i rendimenti di alcuni fondi a vantaggio di altri.

Relativamente alle operazioni di day trading, è stato rilevato un sostanziale disallineamento dell'operatività di negoziazione giornaliera effettuata da alcuni fondi con le strategie d'investimento deliberate dagli organi sociali e gli obiettivi d'investimento delineati nella documentazione d'offerta. Prescindendo da tale aspetto, l'attività gestoria in questione non ha presentato profili di criticità in ordine ai principi di correttezza comportamentale, non essendo stati riscontrati meccanismi incentivanti l'incremento del numero necessario di negoziazioni, finalizzati ad aumentare il flusso commissionale verso i brokers (cosiddetto churning). L'attività di vigilanza ha comunque evidenziato alcune carenze in ordine alle procedure di controllo delle operazioni di tipo cross e di registrazione degli elementi essenziali delle operazioni eseguite per conto dei fondi gestiti. Carenze hanno riguardato anche la formalizzazione del processo decisionale d'investimento e l'esplicitazione, nel prospetto informativo e nel rendiconto annuale dei fondi, dello stile gestionale adottato.

Al riguardo, si è fatto ricorso allo strumento della raccomandazione al fine di indurre gli organi sociali delle Sgr interessate a esaminare le criticità evidenziate e a individuare le risorse organizzative e procedurali atte al loro superamento. In un caso specifico, è stata inoltre deliberata una verifica ispettiva finalizzata ad accertare l'adeguatezza delle procedure, oggetto di raccomandazione, predisposte dall'intermediario.

La Commissione ha altresì intrapreso una duplice azione di monitoraggio finalizzata a verificare la conformità alla normativa primaria e regolamentare di alcune recenti tendenze del mercato. In particolare, oggetto di tali verifiche sono state le procedure di tenuta dei registri degli ordini e le operazioni di sottoscrizione e rimborso a breve termine effettuate sulle quote di fondi comuni d'investimento (cosiddetto *market timing*).

Il market timing può essere definito come la strategia posta in essere dai sottoscrittori consistente nell'eseguire operazioni di trading (investimento e successivo disinvestimento) in un arco temporale limitato con l'intento di anticipare a proprio vantaggio le tendenze rialziste o ribassiste dei mercati finanziari. Sebbene il market timing non costituisca di per sé una fattispecie illecita, esso comporta una violazione indiretta della parità di trattamento tra gli investitori, ovvero un vantaggio per i market timers a discapito degli investitori di lungo periodo.

La prima delle suddette indagini è stata effettuata selezionando un campione di 8 Sgr, alle quali è stata richiesta, ai sensi dell'art. 8, comma 1, del Tuf, la descrizione delle procedure adottate con particolare riguardo ai processi di preimputazione degli ordini, di alimentazione del registro, di gestione degli errori di alimentazione, di controllo e di gestione degli eventuali scostamenti rispetto agli standard procedurali.

Le principali carenze emerse si riferiscono essenzialmente all'attività di inserimento degli ordini nel registro, alle modalità di registrazione e conservazione degli ordini trasmessi ai negozianti via telefono, fax o e-mail, all'assenza nei registri di dati essenziali per garantirne l'affidabilità informativa. Al riguardo, è stato attivato il potere di raccomandazione onde esortare le Sgr interessate ad adeguare le proprie procedure alla best practice del mercato.

L'indagine sul fenomeno del market timing è stata invece preliminarmente fondata sull'esame dei dati mensili aggregati di vigilanza relativi a tutti i fondi comuni aperti italiani per il periodo gennaio 2002 - giugno 2003. In particolare, sono stati calcolati per l'universo degli Oicr aperti di diritto italiano (1339

fondi appartenenti a 92 Sgr) due criteri (incidenza della liquidità netta disponibile e dei flussi di sottoscrizione e rimborsi sul totale dell'attività dei fondi) che potenzialmente possono rappresentare un primo segnale dell'esistenza di fenomeni di market timing. Tale analisi ha portato a una prima selezione che, pur avendo un elevato valore segnaletico, non ha tuttavia consentito di addivenire a un giudizio fondato sull'esistenza di pratiche abusive di sottoscrizione e rimborso a breve delle quote dei fondi. La Commissione ha pertanto deliberato la prosecuzione dell'attività di monitoraggio in questione, attraverso una richiesta di dati e notizie effettuata nei confronti di 7 Sgr e avente ad oggetto i dati relativi ai flussi giornalieri di sottoscrizione e rimborso, nonché le procedure di registrazione delle suddette operazioni adottate dagli intermediari.

La Commissione ha anche prestato una specifica attenzione alle politiche di investimento delle Sgr relative ai *corporate bonds*.

Dalle indagini svolte è emerso che le obbligazioni corporate riferibili a gruppi italiani rappresentano una percentuale complessivamente marginale del patrimonio delle gestioni collettive e individuali (inclusendo per queste ultime anche quelle di banche e Sim; Tav. VI.2).

TAV. VI.2

**CORPORATE BONDS NEL PORTAFOGLIO
DELLE GESTIONI INDIVIDUALI E COLLETTIVE DI BANCHE, SIME E SGR¹**
(DATI AL 30 GIUGNO 2003; VALORI MONETARI IN MILIONI DI EURO)

	GESTIONI INDIVIDUALI		OICR APERTI (SGR E SICAV)	TOTALE
	BANCHE E SIM	SGR		
PRIMI 6 GRUPPI BANCARI				
CONTROVALORE	656	527	1.288	2.470
IN PERCENTUALE DEL PATRIMONIO GESTITO	0,9	0,7	0,4	0,5
INTERO SISTEMA				
CONTROVALORE ²	1.803	2.713	2.825	7.341
IN PERCENTUALE DEL PATRIMONIO GESTITO	0,9	1,3	0,6	0,8

Fonte: Elaborazioni su dati tratti dalle segnalazioni statistiche di vigilanza Consob e Banca d'Italia. Sono escluse le obbligazioni emesse da società per la cartolarizzazione dei crediti. ¹ L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. ² Il dato relativo alle gestioni individuali di banche e Sim è stimato.

Infatti, il controvalore di corporate bonds riconducibili a gruppi italiani nei portafogli delle gestioni individuali e collettive di banche, Sim e Sgr era pari (al 30 giugno 2003) a circa 7 miliardi di euro, equivalente a circa l'8 per cento del totale del relativo stock di obbligazioni in circolazione; l'incidenza sulla massa gestita per le gestioni individuali è alquanto modesta (circa l'1 per cento per banche e Sim e l'1,3 per

cento per le Sgr) e ancor meno rilevante per i fondi comuni (0,6 per cento). Con riguardo alle Sgr appartenenti ai primi 6 maggiori gruppi bancari i valori suindicati risultano ancora più modesti.

Anche rapportando i possessi obbligazionari delle Sgr al totale dei debiti finanziari dei principali gruppi industriali italiani si ottengono valori che risultano sempre molto contenuti (Tav. VI.3). Nel caso del gruppo Telecom-Olivetti la quota delle obbligazioni del gruppo in portafoglio alle Sgr rappresenta l'8 per cento circa del totale dei debiti finanziari a fine 2002; nel caso del gruppo Parmalat, invece, il dato era pari al 7 per cento circa dei debiti finanziari consolidati riportati nel bilancio 2002 (sulla base delle riclassificazioni riportate nella pubblicazione R&S Mediobanca 2003).

Un altro aspetto oggetto di una particolare attività di analisi e sorveglianza ha riguardato le problematiche relative alla struttura dei consigli di amministrazione delle Sgr e ai requisiti di indipendenza degli amministratori, con riferimento particolare alle Sgr di matrice bancaria.

La centralità e l'attualità della problematica relativa all'indipendenza dell'organo amministrativo è stata recepita anche dal legislatore italiano. L'art. 9.50, introdotto dal d.lgs. 6 febbraio 2004 n. 37 (cosiddetto "decreto correttivo"), ha infatti modificato l'art. 13 del Tuf introducendo, accanto ai tradizionali requisiti di professionalità e onorabilità, l'ulteriore requisito di "indipendenza" degli esponenti aziendali, la cui specificazione è demandata al Ministero dell'economia e delle finanze, sentita la Consob e la Banca d'Italia. Parimenti importante è il nuovo comma 3bis del medesimo articolo 13, che estende l'applicazione del rimedio sanzionatorio di decadenza dalla carica, sino a ora limitato al caso di violazione dei requisiti fissati a livello regolamentare, anche al caso di difetto dei requisiti di indipendenza autonomamente determinati in sede statutaria.

Se, dunque, in futuro sarà necessaria una fattiva collaborazione tra le Autorità per dare contenuto alla formula di indipendenza recentemente introdotta, l'intervento legislativo ha indubbiamente accentuato il ruolo dell'autodisciplina degli intermediari. Tale approccio è peraltro il medesimo già adottato dal Regolamento Intermediari, il quale demanda agli intermediari l'adozione e il rispetto di un codice interno di autodisciplina, anche tramite rinvio ai codici di autodisciplina adottati da associazioni di categoria, nel quale, in linea con quanto previsto dal Tuf, devono trovare definizione "le regole di comportamento dei componenti gli organi amministrativi". Sul punto, sebbene nel "Protocollo di Autonomia per le società di gestione del risparmio" elaborato da Assogestioni a inizio 2001 siano previsti i requisiti e le attribuzioni degli amministratori indipendenti, scarsa si è dimostrata sino a ora la sensibilità delle Sgr, i cui Cda rispecchiano quindi la predominante struttura proprietaria bancaria.

TAV. VI.3

**OBBLIGAZIONI CORPORATE DEI PRINCIPALI GRUPPI QUOTATI DETENUTE DALLE SGR
NELL'AMBITO DELLA GESTIONE COLLETTIVA E INDIVIDUALE**
(DATI AL 30 GIUGNO 2003; VALORI MONETARI IN MILIONI DI EURO)

PRINCIPALI GRUPPI QUOTATI	CONSISTENZE		TOTALE (A + B)	TOTALE IN RAPPORTO AI DEBITI FINANZIARI CONSOLIDATI 2002 ¹
	FONDI COMUNI APERTI ITALIANI (A)	GESTIONI INDIVIDUALI (B)		
TELECOM - OLIVETTI	2.025	1.232	3.257	8,0
ENEL	187	707	894	3,5
PARMALAT	353	62	415	7,2
FIAT	117	278	395	1,2
ENI	39	198	237	1,5
ITALENERGIA - EDISON	22	99	121	1,7
CIR (COFIDE)	54	49	103	6,0
PIRELLI	2	67	69	2,3
FINMECCANICA	11	7	18	0,8
BENETTON	5	4	9	0,3
ALITALIA	5	4	9	0,5
AUTOSTRADA TO-MI	..	8	8	1,3
IMPREGILO	2	6	8	0,5
DALMINE	5	3	8	2,4
ST MICROELECTRONICS	1	--	1	..
BULGARI	1	--	1	0,5

Fonte: Elaborazioni su dati derivanti da segnalazioni statistiche di vigilanza Consob e Banca d'Italia e R&S 2003 Mediobanca. Sono escluse le obbligazioni emesse da società per la cartolarizzazione dei crediti. ¹ Dati in percentuale.

Analizzando, infatti, i Cda delle prime 17 Sgr di matrice bancaria (con un patrimonio gestito complessivo pari a circa 300 miliardi di euro, cioè circa il 79 per cento del totale del patrimonio gestito dei fondi armonizzati di diritto italiano) si rileva come in numerosi casi lo stesso soggetto rivesta cariche o nella banca capogruppo o in altre società del gruppo bancario (Tav. VI.4). Su 143 amministratori (in media quindi 8,4 membri per ogni Cda), solo 39 (27 per cento circa) non rivestono cariche in altre società del gruppo di appartenenza della Sgr; in 43 casi (30 per cento del totale) i componenti del Cda ricoprono cariche nella banca capogruppo (in 7 casi di amministratore delegato o direttore generale; in 20 casi un consigliere non

esecutivo è un dirigente della banca capogruppo). In 61 casi i membri del Cda della Sgr rivestono cariche in altre società del gruppo.

La figura degli “independent directors” è invece ben radicata in altri ordinamenti, quale quello statunitense, nel quale sia la normativa primaria che secondaria, ovvero l’Investment Company Act e le Rules emanate dalla Sec, concorrono a stabilire la nozione di “indipendenza” e il numero minimo di consiglieri indipendenti richiesti all’interno del Fund Board. Ancora, sulla scorta delle recenti azioni di enforcement condotte in relazione a pratiche illegali nella gestione dei fondi, la Sec ha proposto di richiedere, quale requisito minimo, la presenza di una “supermajority” (75 per cento) di independent directors, sottolineando come tale requisito potrebbe incidere sulle dinamiche decisionali del Board, modificandole nell’interesse degli investitori.

TAV. VI.4

INCROCI FRA I CONSIGLI DI AMMINISTRAZIONE DELLE SGR E QUELLI DELLE SOCIETÀ DEL GRUPPO

CARICHE RICOPERTE NELLE SGR	CARICHE RICOPERTE NELLA BANCA CAPOGRUPPO					CARICHE IN ALTRE SOCIETÀ DEL GRUPPO	SENZA CARICHE NELLE SOCIETÀ DEL GRUPPO	TOTALE COMPLESSIVO
	PRESIDENTE	AMM.RE DELEGATO	CONSIGLIERE	DIRETTORE GENERALE	DIRIGENTE			
AMMINISTRATORE DELEGATO					2	8	2	12
CONSIGLIERE		2	7	4	20	37	16	86
CONSIGLIERE ESECUTIVO						8	4	12
CONSIGLIERE INDIPENDENTE						2	14	16
PRESIDENTE		1	2		2	5	2	12
PRESIDENTE CONSIGLIERE ESECUTIVO	1		1			1	1	4
PRESIDENTE CONSIGLIERE INDIPENDENTE			1					1
<i>TOTALE</i>	<i>1</i>	<i>3</i>	<i>11</i>	<i>4</i>	<i>24</i>	<i>61</i>	<i>39</i>	<i>143</i>

Fonte: Prospetti informativi. Dati relativi alle prime 17 Sgr di matrice bancaria per patrimonio gestito (a gennaio 2004).

I promotori finanziari

L’azione di vigilanza nei confronti dei promotori ha preso impulso da esposti provenienti da investitori, dall’esito di verifiche ispettive effettuate presso gli intermediari, da comunicazioni dell’Autorità o della Polizia giudiziaria e da segnalazioni degli stessi intermediari.

Quest’ultimo tipo di segnalazioni (che gli intermediari sono peraltro tenuti obbligatoriamente a effettuare e che normalmente forniscono un importante supporto alla Commissione nello svolgimento

dell'attività di vigilanza) sono stati spesso motivati dall'obiettivo di ottenere l'intervento sanzionatorio della Consob al fine di legittimare la risoluzione di rapporti di lavoro con i promotori, piuttosto che dall'esigenza di segnalare circostanze effettivamente meritevoli di un'azione di vigilanza.

Nel 2003 si è registrato un sensibile incremento delle comunicazioni con le quali sono state segnalate presunte irregolarità a carico di promotori finanziari. Il numero complessivo degli esposti ricevuti ed esaminati nel 2003 (461) è sensibilmente aumentato rispetto a quello del 2002 (332) e del 2001 (360). Dei 461 esposti esaminati nel corso dell'anno, 73 (16 per cento circa) non riguardavano, già a un primo esame, irregolarità ascrivibili ai promotori finanziari. Si trattava spesso di segnalazioni o esposti anonimi, non attinenti alle materie di competenza dell'Istituto, assolutamente generici o riguardanti fattispecie in relazione alle quali i relativi termini di prescrizione risultavano decorsi.

L'incremento del numero delle segnalazioni è presumibilmente da correlarsi alla perdurante fase di debolezza dei mercati finanziari e alla situazione congiunturale negativa, che se, da un lato, accresce il tasso di litigiosità degli investitori, dall'altro, favorisce la propensione degli operatori a tenere condotte non sempre in linea con i dettami della normativa di settore.

Nel corso del 2003 il numero degli iscritti all'albo dei promotori finanziari è lievemente diminuito rispetto all'anno precedente. Al 31 dicembre 2003, infatti, risultavano iscritti 66.554 promotori finanziari, a fronte dei 66.743 iscritti alla data del 31 dicembre 2002. Per la prima volta dall'istituzione dell'albo unico nazionale si è registrata una flessione del numero totale dei promotori iscritti all'albo (Tav. aVI.5).

Il numero delle cancellazioni (pari a 4.735) è cresciuto sensibilmente rispetto a quello dell'anno precedente (pari a 2.201). Le cancellazioni per omesso pagamento del contributo di vigilanza sono state 3.119, quelle a domanda dell'interessato 1.494, quelle per decesso del soggetto 59, quelle a seguito di radiazione 56, quelle per perdita dei requisiti 4 e 3 quelle per revoca del provvedimento di iscrizione. Il notevole aumento di talune tipologie di cancellazioni (in particolare le cancellazioni per omesso pagamento) rappresenta, unitamente al minor numero di iscritti (passati da 9.300 del 2002 a 4.530 del 2003), il dato che ha maggiormente inciso sulla diminuzione del numero totale degli iscritti all'albo. La diminuzione del numero degli iscritti risulta proporzionalmente maggiore nel centro-sud rispetto al centro-nord del paese.

VII. I PROVVEDIMENTI SANZIONATORI E CAUTELARI

I provvedimenti relativi agli intermediari e ai promotori finanziari

Nel corso del 2003 la Commissione ha concluso 17 procedimenti sanzionatori per violazioni della normativa sull'intermediazione mobiliare e sulla prestazione dei servizi di investimento (Tav. VII.1). Le proposte di sanzione hanno riguardato 215 soggetti (di cui 3 agenti di cambio) e l'importo complessivo delle sanzioni proposte è stato pari a 2,4 milioni di euro (contro i 3,2 milioni di euro nel 2002). La quota di gran lunga maggiore degli illeciti è riferibile alle banche e alle Sgr (sia in termini di numero che di importi delle sanzioni).

TAV. VII.1

SANZIONI AMMINISTRATIVE PECUNIARIE PROPOSTE NEI CONFRONTI DI INTERMEDIARI MOBILIARI¹ (VALORI MONETARI IN MIGLIAIA DI EURO)

	1999	2000	2001	2002	2003
N. CASI					
BANCHE	23	13	5	5	7
SIM	25	21	10	12	3
AGENTI DI CAMBIO	3	14	1	5	1
SGR	--	--	--	5	6
<i>TOTALE</i>	<i>51</i>	<i>48</i>	<i>16</i>	<i>27</i>	<i>17</i>
N. ESPONENTI SANZIONATI					
BANCHE	71	71	31	90	114
SIM	71	88	52	161	25
AGENTI DI CAMBIO	3	14	1	6	3
SGR	--	--	--	61	73
<i>TOTALE</i>	<i>145</i>	<i>173</i>	<i>84</i>	<i>318</i>	<i>215</i>
IMPORTO DELLE SANZIONI PROPOSTE					
BANCHE	647	986	252	557	1.847
SIM	566	901	860	1.319	172
AGENTI DI CAMBIO	120	100	39	136	54
SGR	--	--	--	1.147	369
<i>TOTALE</i>	<i>1.333</i>	<i>1.987</i>	<i>1.151</i>	<i>3.159</i>	<i>2.441</i>

¹ L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti.

TAV. VII.2

**SANZIONI AMMINISTRATIVE PECUNIARIE PROPOSTE
NEI CONFRONTI DI ESPONENTI AZIENDALI DI INTERMEDIARI NEL 2003¹**
(VALORI MONETARI IN MIGLIAIA DI EURO)

	SIM		BANCHE		AGENTI DI CAMBIO		SGR	
	N.	IMPORTI	N.	IMPORTI	N.	IMPORTI	N.	IMPORTI
ESponenti AZIENDALI								
AMMINISTRATORI ESECUTIVI	4	68	25	817	1	35	22	175
AMMINISTRATORI NON ESECUTIVI	9	27	55	590	--	--	26	92
PRESIDENTE COLLEGIO SINDACALE	2	15	6	117	--	--	6	34
ALTRI SINDACI	5	24	12	110	--	--	11	43
DIRETTORE GENERALE	--	--	4	70	--	--	2	15
CONTROLLER	2	11	3	46	2	19	3	7
DIPENDENTI	3	28	9	97	--	--	3	4
<i>TOTALE</i>	<i>25</i>	<i>172</i>	<i>114</i>	<i>1.847</i>	<i>3</i>	<i>54</i>	<i>73</i>	<i>369</i>
SANZIONI PROPOSTE E IRROGATE NEL 2003^{2,3}								
PROPOSTE	62	172	135	427	--	--	66	144
IRROGATE	62	172	135	427	--	--	66	144
TIPOLOGIA DI VIOLAZIONE³								
PROCEDURALE	54	69	301	1.515	3	16	169	275
COMPORTAMENTALE	8	103	89	332	3	37	56	114
SERVIZIO DI INVESTIMENTO / GESTIONE⁴								
COLLOCAMENTO	30	117	84	317	—	—	—	—
RACCOLTA ORDINI	33	112	210	783	6	54	—	—
NEGOZIAZIONE CONTO TERZI	16	118	104	339	6	54	—	—
NEGOZIAZIONE CONTO PROPRIO	15	93	91	353	—	—	—	—
GESTIONE COLLETTIVA	—	—	—	—	—	—	188	303
GESTIONE INDIVID. E COLLETTIVA	—	—	—	—	—	—	26	49
GESTIONE INDIVIDUALE	28	102	281	1.403	3	16	11	37

¹ L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. ² I dati si riferiscono esclusivamente alle sanzioni che risultavano effettivamente irrogate dal Ministero dell'economia e delle finanze alla fine del 2003. ³ Il totale differisce dai precedenti per effetto dell'applicazione del cumulo giuridico e il numero si riferisce al numero di violazioni commesse dagli esponenti aziendali. ⁴ I dati differiscono dai precedenti in quanto la stessa violazione può riferirsi a più servizi.

Nel caso delle Sim, quasi tutte le violazioni riscontrate hanno riguardato aspetti relativi alla carenza delle procedure e degli assetti organizzativi; violazioni di carattere strettamente comportamentale sono risultate invece più frequenti fra banche e Sgr, sebbene anche per questi soggetti le violazioni di carattere procedurale rimangano le più numerose (Tav. VII.2). Nel caso delle banche, la maggior parte delle violazioni ha riguardato il servizio di gestione su base individuale, seguito dalla raccolta ordini e dalla negoziazione in conto terzi; per le Sim, invece, risultano prevalenti le violazioni relative alla raccolta ordini e al collocamento. Nel caso, infine, delle Sgr le violazioni relative alla gestione collettiva sono risultate nettamente più numerose rispetto a quelle relative alla gestione su base individuale.

TAV. VII.3

PRINCIPALI VIOLAZIONI RISCOstrate
NELL'ATTIVITÀ DI VIGILANZA SUGLI INTERMEDIARI MOBILIARI NEL 2003¹
 (VALORI MONETARI IN MIGLIAIA DI EURO)

FATTISPECIE DI VIOLAZIONE	COMBINATO DISPOSTO	QUOTA ²	IMPORTO SANZIONI	NUMERO VIOLAZIONI
Mancato rispetto di principi che impongono agli intermediari di disporre di risorse e procedure, anche di controllo interno, idonee ad assicurare l'efficiente, ordinato e corretto svolgimento dei servizi, a ricostruire le modalità, i tempi e le caratteristiche dei comportamenti posti in essere e ad assicurare un'adeguata vigilanza sulle attività svolte dal personale addetto e dai promotori finanziari	Art. 21, co. 1, lett. d), Tuf e Art. 56, co. 2, Reg. Intermediari	19,1	462	126
Mancato rispetto dei principi che impongono agli intermediari di comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza nell'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati	Art. 21, co. 1, lett. a), Tuf	14,8	364	44
Mancato rispetto dei principi che impongono agli intermediari di svolgere una gestione indipendente, sana e prudente e adottare misure idonee a salvaguardare i diritti dei clienti sui beni affidati	Art. 21, co. 1, lett. e), Tuf	9,5	233	28
Mancato rispetto dei principi che impongono agli intermediari di disporre di risorse e procedure di controllo interno idonee ad assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi determinato dalla non costante verifica dell'idoneità delle procedure interne ad assicurare il rispetto delle disposizioni di cui al Tuf e ai relativi regolamenti di attuazione da parte della funzione di controllo interno	Art. 21, co. 1, lett. d), Tuf e Art. 57, co. 3, lett. a), Reg. Intermediari	8,7	209	29
Mancato rispetto dei principi e delle disposizioni regolamentari che impongono agli intermediari di disporre di risorse e procedure, anche di controllo interno, idonee ad assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi	Art. 21, co. 1, lett. d), Tuf e Art. 56, Reg. Intermediari	8,5	205	39
<i>Totale</i>		<i>60,5</i>	<i>1473</i>	<i>266</i>

¹ L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. ² Valori in percentuale sul totale degli importi monetari delle sanzioni proposte.

Con riferimento alle fattispecie di violazioni, il 19 per cento circa delle violazioni riscontrate (in termini di importo delle relative sanzioni) ha riguardato il mancato rispetto del principio che impone agli intermediari di disporre di risorse e procedure, anche di controllo interno, idonee ad assicurare un efficiente, ordinato e corretto svolgimento dei servizi (oltre che a ricostruire i tempi, le modalità e le caratteristiche dei comportamenti posti in essere) e un'adeguata vigilanza sulle attività svolte dai dipendenti e dai promotori (Tav. VII.3). Un altro 15 per cento delle violazioni si riferisce al mancato rispetto del principio che impone agli intermediari di comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza nell'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati.

Con riferimento alle violazioni per tipologia di intermediario, nel caso degli agenti di cambio, il 70 per cento delle violazioni riscontrate ha riguardato il mancato rispetto delle norme sulla separazione dei patrimoni dei clienti (Tav. VII.4). Tale tipologia di violazione è stata pure quella più frequentemente riscontrata per le Sim (33 per cento del totale). Nel caso delle Sgr, la violazione più frequente è relativa alla mancanza di procedure interne idonee a ridurre al minimo il rischio di conflitti di interesse connesso a operazioni anche di gruppo e a garantire un equo trattamento ai diversi Oicr gestiti.

TAV. VII.4

**PRINCIPALI VIOLAZIONI RISCOSETRATE NELL'ATTIVITÀ DI VIGILANZA NEL 2003
PER TIPOLOGIA DI INTERMEDIARIO**
(VALORI MONETARI IN MIGLIAIA DI EURO)

CATEGORIA INTERMEDIARIO	FATTISPECIE DI VIOLAZIONE	COMBINATO DISPOSTO	QUOTA ¹	IMPORTO SANZIONI	NUMERO VIOLAZIONI
Sgr	Mancato rispetto delle regole di comportamento che impongono alle Sgr di organizzarsi e di dotarsi di procedure interne idonee a ridurre al minimo il rischio di conflitti di interesse connesso a operazioni anche derivanti da rapporti di gruppo o da rapporti di affari propri o di società del gruppo e di garantire in tale ambito operativo che sia comunque assicurato un equo trattamento degli Oicr	Art. 40, co. 1, lett. b), Tuf e Art. 49, co. 1, Reg. Intermediari e Art. 56, co. 1, Reg. Intermediari	13,5	52	31
Agenti di cambio	Mancata separazione patrimoniale	Art. 22, Tuf	69,6	37	3
Sim	Mancata separazione patrimoniale	Art. 22, Tuf	33,3	57	6
Banche	Mancato rispetto dei principi che impongono agli intermediari di disporre di risorse e procedure, anche di controllo interno, idonee ad assicurare l'efficiente, ordinato e corretto svolgimento dei servizi, a ricostruire le modalità, i tempi e le caratteristiche dei comportamenti posti in essere e ad assicurare un'adeguata vigilanza sulle attività svolte dal personale addetto e dai promotori finanziari	Art. 21, co. 1, lett. d), Tuf e Art. 56, co.2, Reg. Intermediari	22,4	413	92

¹ Incidenza percentuale della fattispecie di violazione sul totale degli importi monetari delle sanzioni proposte per tipologia di intermediario.

Nel corso del 2003 la Commissione ha adottato 109 provvedimenti sanzionatori e 26 provvedimenti di sospensione cautelare dall'esercizio dell'attività di promotore finanziario; la Commissione ha avviato altri 107 procedimenti che si sono però conclusi con l'archiviazione. Sono state trasmesse 77 segnalazioni all'Autorità Giudiziaria relative a ipotesi di reato connesse allo svolgimento dell'attività di promotore finanziario (Tav. aVII.1).

Per quanto attiene al numero dei provvedimenti sanzionatori più gravi non si registrano sostanziali variazioni rispetto al 2002 (le radiazioni sono diminuite da 58 a 56) e nella stessa linea di tendenza si pongono le sanzioni amministrative pecuniarie (passate da 6 a 5); mentre invece risultano aumentate le sospensioni sanzionatorie (da 37 a 47) e drasticamente diminuiti i richiami (da 33 a 1). La diminuzione dei provvedimenti cautelari (da 31 del 2002 a 26 del 2003) non si discosta dalla tendenza manifestatasi nel 2002, riconducibile soprattutto a una flessione dei provvedimenti di interdizione dall'attività sino a un anno.

Nell'ambito dei rapporti di reciproca collaborazione fra la Commissione e l'Autorità Giudiziaria, deve segnalarsi che i poteri e gli strumenti d'indagine attualmente a disposizione della Consob non sempre consentono all'Istituto di pervenire all'adozione di provvedimenti cautelari o sanzionatori prima dell'accertamento, da parte della magistratura, di talune ipotesi delittuose ascrivibili ai promotori finanziari.

Fattispecie quali, ad esempio, la falsificazione della firma dell'investitore o il riciclaggio richiedono, in alcuni casi, accertamenti da parte della Magistratura, in mancanza dei quali è estremamente difficile per la Commissione intervenire con l'adozione di misure sanzionatorie. Si instaurano, quindi, pur nell'autonomia tra procedimento amministrativo e processo penale e nel rispetto dei diritti e degli interessi dei soggetti coinvolti, forme di collaborazione sempre più strette fra la Commissione e l'Autorità Giudiziaria, collaborazione che consente di acquisire documentazione e informazioni rilevanti diversamente non reperibili. Alla stessa maniera, si è spesso verificato che da segnalazioni della Consob di ipotesi di fattispecie penalmente rilevanti abbiano preso le mosse indagini degli organi di Polizia giudiziaria di notevole importanza.

I provvedimenti relativi agli emittenti e alle società di revisione

Nel corso del 2003 la Consob ha formulato 31 proposte al Ministero dell'economia e delle finanze di irrogazione di sanzioni pecuniarie per violazioni della disciplina sull'appello al pubblico risparmio e sull'informativa societaria (Tav. VII.5). L'importo complessivo delle sanzioni proposte è stato pari a 1,7 milioni di euro (contro 2,1 nel 2002). La Commissione, inoltre, ha avviato 32 procedimenti che si sono conclusi nel 2003 con il pagamento in misura ridotta della sanzione (Tav. VII.6).

TAV. VII.5

**SANZIONI AMMINISTRATIVE PROPOSTE DALLA CONSOB AL MINISTERO DELL'ECONOMIA E
DELLE FINANZE IN MATERIA DI APPELLO AL PUBBLICO RISPARMIO,
INFORMATIVA SOCIETARIA E DELEGHE DI VOTO**
(VALORI MONETARI IN MIGLIAIA DI EURO)

	2001	2002	2003
N. CASI			
SOLLECITAZIONE	27	14	3
OPA	--	--	1
INFORMATIVA SOCIETARIA	6	12	5
PARTECIPAZIONI RILEVANTI E PATTI PARASOCIALI	3	11	22
DELEGHE DI VOTO	--	--	--
<i>TOTALE</i>	<i>36</i>	<i>37</i>	<i>31</i>
N. SOGGETTI SANZIONATI			
SOLLECITAZIONE	35	24	7
OPA	--	--	5
INFORMATIVA SOCIETARIA	5	18	7
PARTECIPAZIONI RILEVANTI E PATTI PARASOCIALI	4	43	13
DELEGHE DI VOTO	--	--	--
<i>TOTALE</i>	<i>44</i>	<i>85</i>	<i>32</i>
IMPORTO DELLE SANZIONI PROPOSTE			
SOLLECITAZIONE	545	1.404	702
OPA	--	--	464
INFORMATIVA SOCIETARIA	160	400	216
PARTECIPAZIONI RILEVANTI E PATTI PARASOCIALI	238	300	359
DELEGHE DI VOTO	--	--	--
<i>TOTALE</i>	<i>943</i>	<i>2.104</i>	<i>1.741</i>

TAV. VII.6

**PAGAMENTI IN MISURA RIDOTTA A FRONTE DI CONTESTAZIONI DI VIOLAZIONI DELLE
NORME IN MATERIA DI APPELLO AL PUBBLICO RISPARMIO,
INFORMATIVA SOCIETARIA E DELEGHE DI VOTO**
(VALORI MONETARI IN MIGLIAIA DI EURO)

	2001	2002	2003
N. CASI			
SOLLECITAZIONE	13	6	1
OPA	2	1	3
INFORMATIVA SOCIETARIA	11	6	6
PARTECIPAZIONI RILEVANTI E PATTI PARASOCIALI	51	78	22
DELEGHE DI VOTO	--	--	--
<i>TOTALE</i>	<i>77</i>	<i>91</i>	<i>32</i>
N. SOGGETTI SANZIONATI			
SOLLECITAZIONE	19	6	8
OPA	3	1	4
INFORMATIVA SOCIETARIA	20	6	6
PARTECIPAZIONI RILEVANTI E PATTI PARASOCIALI	53	77	29
DELEGHE DI VOTO	--	--	--
<i>TOTALE</i>	<i>95</i>	<i>90</i>	<i>47</i>
IMPORTO DELLE SANZIONI			
SOLLECITAZIONE	344	207	83
OPA	31	103	41
INFORMATIVA SOCIETARIA	258	392	155
PARTECIPAZIONI RILEVANTI E PATTI PARASOCIALI	537	845	300
DELEGHE DI VOTO	--	--	--
<i>TOTALE</i>	<i>1.170</i>	<i>1.547</i>	<i>579</i>

Per ciò che riguarda la disciplina della sollecitazione, gli illeciti sanzionati hanno riguardato operazioni di offerta abusiva. In questi casi, la Commissione è intervenuta anche con provvedimenti cautelari di divieto o sospensione dell'offerta (Tav. VII.7).

TAV. VII.7

**PROVVEDIMENTI CAUTELARI
RELATIVI A OPERAZIONI DI SOLLECITAZIONE**

	2001	2002	2003
PROVVEDIMENTI DI SOSPENSIONE CAUTELARE	3	2	9
PROVVEDIMENTI DI DIVIETO	3	6	2
PROVVEDIMENTI DI DECADENZA	--	--	2
<i>TOTALE</i>	6	8	13

In particolare, la Commissione ha adottato 4 delibere di sospensione di offerte pubbliche di scambio aventi ad oggetto obbligazioni di emittenti esteri, comunicate ai depositari italiani tramite il sistema lussemburghese di gestione accentrata Clearstream. L'insieme degli elementi raccolti ha indotto a ritenere sussistente il sospetto che le attività svolte fossero state poste in essere in violazione della normativa vigente. In particolare, le operazioni indicate sembravano rivestire le caratteristiche di un'offerta pubblica di scambio rilevanti ai sensi dell'art. 1, comma 1, lett. v), del Tuf e in relazione a esse non risultava essere stata effettuata la preventiva comunicazione alla Consob, né risultava essere stato trasmesso il documento destinato alla pubblicazione, come prescritto dall'art. 102, comma 1, del Tuf.

Con riferimento alla disciplina delle partecipazioni rilevanti, tutti i procedimenti sanzionatori (sia quelli conclusi con una proposta di sanzione al Ministero dell'economia e delle finanze sia quelli conclusi con il pagamento in misura ridotta della sanzione) hanno riguardato ritardi nella comunicazione di variazioni di quote e possessi azionari. Il numero complessivo di procedimenti sanzionatori relativi a questa fattispecie, conclusi nel 2003, risulta tuttavia in netta diminuzione rispetto ai due anni precedenti. Nel caso della disciplina Opa, invece, le violazioni hanno riguardato la mancata effettuazione di offerte obbligatorie su società quotate.

Per ciò che concerne l'informativa societaria, 10 procedimenti sanzionatori hanno riguardato violazioni degli obblighi di informazione continua e periodica. In un caso, invece, la violazione ha riguardato i sindaci di una società quotata per l'omessa tempestiva comunicazione alla Consob di una irregolarità nella redazione della relazione semestrale al 30 giugno 2002.

Con riferimento alle società di revisione, nel corso del 2003 la Commissione ha intimato alla Kpmg spa, ai sensi dell'art. 163, comma 1, lett. a), del Tuf, di non avvalersi, per un periodo di due anni, dell'attività di revisione di un partner. Il provvedimento è stato adottato a seguito degli accertamenti eseguiti sui lavori di revisione svolti sul bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2000 e sulla relazione semestrale al 30 giugno 2001 della Bipop-Carire spa, nonché sul bilancio al 31 dicembre 2000 della società controllata Fineco-Banca ICQ spa.

In particolare, sono state accertate gravi carenze nel processo di revisione che hanno comportato la mancata valutazione della funzione di revisione interna e dei correlati effetti sulla valutazione del rischio di controllo per l'area delle gestioni patrimoniali in fondi, il mancato esame delle modalità di concessione di un'apertura di credito di importo rilevante a favore di un amministratore della banca e delle modalità di rinnovo della fideiussione concessa al medesimo soggetto, nonché l'acquisizione di non adeguati elementi probatori con riferimento alla valutazione di taluni crediti.

Le suddette carenze hanno impedito alla società di revisione di rilevare tempestivamente le anomalie che caratterizzavano il processo decisionale all'interno della Banca in occasione dell'assunzione di decisioni rilevanti, come quella del rinnovo di posizioni creditorie verso parti correlate, e quindi di riscontrare altrettanto tempestivamente l'esistenza di fatti censurabili, nonché di individuare l'esistenza di importanti rischi a carico della Banca stessa a fronte di posizioni di rilevante ammontare accese sempre nei confronti di parti correlate.

L'attività di enforcement via internet

La vigilanza via internet è giunta al quarto anno di attività e ha complessivamente riguardato, in tale arco temporale, l'analisi di più di 250 siti web; in oltre 100 casi sono state adottate azioni di *enforcement*. La circostanza che, nel periodo considerato, siano state riscontrate così frequenti anomalie, in rapporto al numero di siti esaminati, pone in rilievo una illegalità diffusa nei siti finanziari tale da richiedere la massima attenzione nell'azione di vigilanza.

L'esperienza di vigilanza sul web di questi quattro anni ha evidenziato l'impossibilità di individuare a priori le tipologie di irregolarità che caratterizzano l'attività tramite siti internet. L'attività di vigilanza, condotta attraverso specifici innovativi strumenti investigativi, si giova di un affinamento statistico della procedura di *web spidering*.

La Consob ha presentato la propria procedura di vigilanza e i risultati di alcune attività investigative che hanno riguardato siti con diffusione informativa su scala internazionale al Cesr (*Committee of European Securities Regulators*), dando un notevole contributo all'interazione di vigilanza tra Autorità della Comunità Europea.

I provvedimenti di *enforcement* deliberati dalla Commissione nel corso del 2003 sono stati 12 (Tav. aVII.2), rappresentati principalmente da sospensioni e divieti di sollecitazione all'investimento di strumenti finanziari, nonché nell'invio di lettere di "richiamo" ai soggetti interessati.

Lo schema generalmente sotteso alle sollecitazioni abusive colpite da tali provvedimenti è risultato riconducibile al meccanismo della cosiddetta "catena di Sant'Antonio". In altri termini, il proprietario del sito promuove un'attività, cui è sotteso l'investimento in strumenti finanziari, che prevede una possibilità di guadagno per ciascun soggetto investitore collegata al numero di ulteriori investitori che questi sarà in grado di coinvolgere. Tale meccanismo di remunerazione di tipo piramidale funziona evidentemente finché

la progressione numerica con cui sopraggiungono i nuovi investitori garantisce i flussi di cassa necessari alla remunerazione dei primi investitori e soprattutto del soggetto che ha avviato l'attività (il proprietario del sito). Infatti, nel momento in cui i flussi di cassa rivenienti dai nuovi investitori risultino insufficienti il meccanismo implode su se stesso generando la perdita dell'intero capitale investito per gli ultimi soggetti che hanno partecipato al sistema. Questo schema, che comporta il rischio di coinvolgere un numero rilevante di risparmiatori, ha talvolta configurato ipotesi di violazioni riconducibili a fattispecie penalmente rilevanti, ovvero di violazioni della disciplina sull'anti-riciclaggio, per le quali si è proceduto a inoltrare segnalazioni all'Autorità Giudiziaria ovvero all'Ufficio Italiano dei Cambi.

Un altro schema ampiamente diffuso in rete consiste nella presentazione di un'apparente attività di consulenza che in realtà sottende l'effettiva prestazione abusiva del servizio di gestione e/o di collocamento di strumenti finanziari. Anche tali casi sono stati trasmessi per il seguito di competenza all'Autorità Giudiziaria.

Le segnalazioni all'Autorità Giudiziaria, oltre alle fattispecie sopra evidenziate, hanno riguardato ipotesi di abusivismi sanzionati ai sensi del Testo Unico Bancario segnalati per competenza anche alla Banca d'Italia. Inoltre, si è fornito supporto all'Autorità Giudiziaria nell'ambito di un processo penale riveniente da una segnalazione effettuata negli anni precedenti dalla Consob sempre nell'ambito dell'attività di vigilanza sul web. Vi sono state alcune collaborazioni con la Guardia di Finanza. Sono state, infine, riscontrate anche ipotesi di irregolarità nella prestazione dei servizi assicurativi, segnalate all'Isvap per il seguito di competenza.

Le segnalazioni alle Autorità di vigilanza estera, avvenute nell'ambito dei rispettivi protocolli di intesa, riguardano le attività illecite accertate su internet svolte nei confronti di investitori italiani che potenzialmente o effettivamente hanno coinvolto anche investitori non residenti in Italia.

Infine, è stato avviato l'esame tecnico-giuridico del d.lgs. 70/2003, emanato in recepimento della direttiva comunitaria 2000/31/CE sul Commercio Elettronico, che tra l'altro attribuisce alla Consob il potere di esigere dal soggetto che offre lo spazio ai siti web (cosiddetto *service providing*) la disabilitazione dell'accesso al fine di impedire il protrarsi delle violazioni (oscuramento del sito). Alcune delle disposizioni contenute in tale decreto sono state già applicate nel corso dei primi mesi del 2004.

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

La disciplina dell'appello al pubblico risparmio

Nell'ambito della regolamentazione dell'appello al pubblico risparmio, la novità di maggiore rilievo è rappresentata dall'entrata in vigore (il 31 dicembre 2003) della direttiva 2003/71/CE sul prospetto, che assegna agli Stati membri un termine di 18 mesi (entro il 1° luglio 2005) per adottare le disposizioni legislative, regolamentari e amministrative eventualmente necessarie per conformarsi a essa.

I principi cardine posti dalla direttiva ai fini dell'armonizzazione delle regole relative ai prospetti di sollecitazione/quotazione riguardano l'introduzione di una nozione comune di offerta al pubblico, la definizione, con procedura di comitologia, del contenuto minimo del prospetto da rispettare in tutti gli Stati membri, l'individuazione delle fattispecie di esenzione dall'obbligo del prospetto e, soprattutto, la possibilità per gli emittenti, sulla base delle regole comuni, di avvalersi del passaporto europeo sul prospetto in caso di offerte/quotazioni transfrontaliere.

Ai fini dell'adeguamento alla direttiva, dovranno essere interessate da interventi normativi la nozione di offerta al pubblico, le fattispecie di esenzione dall'obbligo di pubblicazione del prospetto, la disciplina dei casi di inapplicabilità e dei termini di rilascio dell'autorizzazione da parte dell'Autorità competente, l'obbligo di corredare il prospetto di una nota di sintesi (*summary*) e il riconoscimento della possibilità di ritenere incluse nel prospetto specifiche informazioni mediante riferimento ad altri documenti previamente o simultaneamente pubblicati e approvati dall'Autorità competente o presso di questa depositati (*incorporation by reference*).

La direttiva ha confermato, accanto al modello tradizionale del prospetto come documento unico, la possibilità di un prospetto formato da più documenti (registration document, relativo all'emittente, securities note, sugli strumenti finanziari) e la necessità di una nota di sintesi (summary) redatta in linguaggio non tecnico e destinata a riepilogare i rischi e le caratteristiche essenziali connessi all'emittente, agli eventuali garanti e agli strumenti finanziari.

Sempre con riguardo al formato del prospetto, è stata anche confermata la possibilità di redazione di un prospetto di base, oltre che per i programmi di emittenti bancari, anche per le emissioni continuate e ripetute di strumenti non di capitale (ivi inclusi i warrants) effettuate da emittenti corporate. Merita rilevare che tale formato agevola gli adempimenti informativi connessi all'operazione, consentendo la redazione di un solo prospetto (di base) per più emissioni, visto che le informazioni sulle condizioni di ogni specifica operazione sono riportate in separate note informative sugli strumenti finanziari. Gli aggiornamenti eventuali sono pubblicati in appositi supplementi e gli ultimi elementi informativi (final terms) dell'offerta possono essere pubblicati in appositi avvisi integrativi.

Per quanto attiene al controllo del prospetto, i cui termini sono contenuti in 15 giorni, fermo restando il principio dell'individuazione dell'Autorità competente in quella del paese d'origine, viene tuttavia riconosciuta una notevole libertà di scelta dell'Autorità competente per le operazioni aventi ad oggetto strumenti finanziari diversi dai titoli di capitale aventi un valore nominale di almeno 1.000 euro o strumenti derivati non emessi dall'emittente il sottostante (o da un soggetto appartenente al gruppo dell'emittente). Ai fini dell'operatività del passaporto europeo, come già previsto dalla proposta di direttiva, è stato poi confermato un regime linguistico semplificato che si sostanzia nell'obbligo di traduzione soltanto della nota di sintesi nella lingua dei vari Stati ospitanti in cui l'operazione ha luogo.

In relazione alle materie su cui la direttiva detta principi generali, le misure di esecuzione saranno adottate con procedura di comitologia, imperniata sul lavoro svolto dal *Committee of the European Securities Regulators* (Cesr). Il Cesr ha prodotto tre pareri tecnici (Cesr/03-208, Cesr/03-300, Cesr/03-399) in materia di requisiti minimi di informazione del prospetto, di forme di pubblicazione del prospetto, di *incorporation by reference* e di annunci pubblicitari.

I primi due pareri tecnici del Cesr risultano accolti, in buona sostanza, dalla Commissione Europea, che ha pubblicato una bozza della regolamentazione relativa al prospetto, da sottoporsi al vaglio dello European Securities Committee. Con riguardo al terzo parere tecnico, che include proposte di disciplina volta ad armonizzare i principi di redazione delle informazioni finanziarie da riportare nel prospetto anche nel primo periodo di adozione del Regolamento CE 1606/2002 (sull'applicazione da parte di emittenti europei dei principi contabili internazionali Ias/Ifrs), si attendono gli ulteriori sviluppi della procedura di comitologia.

In particolare, per gli emittenti azioni (o altri strumenti di capitale) aventi sede in un paese dell'Unione Europea (domestic issuers), il Cesr ritiene auspicabile che nel periodo di prima applicazione degli Ias/Ifrs il prospetto riporti anche i bilanci degli ultimi due esercizi rettificati in conformità a detti principi contabili.

Per gli altri emittenti domestici (ossia per le offerte/quotazioni di obbligazioni, derivati, asset back securities, certificati rappresentativi di azioni) il Cesr, tenuto conto degli esiti della consultazione, ha ritenuto sufficiente prevedere che solo il bilancio dell'ultimo esercizio inserito nel prospetto risulti redatto (ovvero rettificato) secondo i principi Ias/Ifrs. In questi casi, il Cesr non ha ritenuto opportuno aggravare questi emittenti di obblighi ulteriori rispetto a quanto già previsto dal principio contabile internazionale n. 1 (Ifrs n. 1 - First Time Adoption of Ifrs), secondo il quale il primo bilancio redatto secondo gli Ias/Ifrs deve contenere almeno un anno di informazione contabile comparativa.

Tuttavia, in considerazione dei rilevanti costi potenzialmente connessi al processo di transizione agli Ias, il Cesr ha espresso l'avviso che il descritto regime informativo non possa ritenersi applicabile relativamente ai bilanci riferiti a periodi antecedenti il 1° gennaio 2004. Inoltre, ove uno Stato membro si sia avvalso del regime transitorio previsto dall'art. 9 del Regolamento CE 1606/2002, l'obbligo di produrre nel prospetto bilanci redatti secondo gli Ias/Ifrs non potrà ritenersi operativo prima del 1° gennaio 2006.

Relativamente, invece, a emittenti non aventi sede in uno Stato comunitario che non abbiano redatto i propri bilanci in conformità agli Ias/Ifrs, il Cesr ha rappresentato l'esigenza che i bilanci da riportare nel prospetto vengano rettificati almeno secondo principi contabili equivalenti agli Ias.

In ogni caso, con riguardo agli emittenti i cui titoli sono già ammessi alle negoziazioni in un paese terzo e che, a tal fine, hanno adottato principi contabili riconosciuti internazionalmente per la redazione dei propri bilanci, in attesa del completamento del processo in atto per il riconoscimento di principi contabili accettati a livello internazionale come equivalenti agli Ias/Ifrs, il Cesr ha previsto un regime transitorio, che potrebbe estendersi sino al 2007, compatibilmente con le modalità di esercizio da parte degli Stati membri delle opzioni a essi riconosciute dall'art. 9 del Regolamento CE 1606/2002.

Per quanto attiene alla nozione di “principi contabili riconosciuti internazionalmente”, il Cesr, tenuto conto di quanto previsto dall'art. 26 della proposta di direttiva in materia di trasparenza delle informazioni finanziarie del 26 marzo 2003, ha precisato che al momento essa deve intendersi riferita soltanto ai principi contabili statunitensi denominati US Gaap.

Nel marzo 2003 la Commissione ha apportato significative modifiche al Regolamento Emittenti in materia di ammissione alle negoziazioni di strumenti finanziari già ammessi alle negoziazioni in altri mercati regolamentati italiani, in assenza di domanda degli emittenti.

Il Tuf non distingue, al riguardo, fra “ammissione alle negoziazioni” e “ammissione a quotazione”, ma ciò non impedisce, in linea di principio, la possibilità di ammettere alle negoziazioni, senza il coinvolgimento dell'emittente, strumenti finanziari già quotati e ammessi alle negoziazioni in un altro mercato regolamentato italiano, a condizione che da tale nuova ammissione non derivino, in capo all'emittente medesimo, obblighi informativi aggiuntivi. Tali obblighi, infatti, sono già adempiuti in occasione dell'ammissione alle negoziazioni su base consensuale in un mercato regolamentato italiano, dovendo l'emittente pubblicare un prospetto di quotazione conforme alla direttiva comunitaria ed essendo poi costantemente tenuto ad adempiere agli obblighi informativi connessi al permanere dello *status* di emittente quotato.

La disciplina comunitaria esclude, invece, che si possa procedere a un'ammissione alle negoziazioni senza domanda dell'emittente in quei mercati regolamentati che assumono la qualifica comunitaria di borsa. Per gli strumenti finanziari quotati su altri mercati dell'Unione europea, da un lato è necessaria la procedura inevitabilmente consensuale del riconoscimento del prospetto in Italia, dall'altro, l'emittente non è soggetto ad alcun obbligo informativo nel nostro paese, né la Consob può direttamente esercitare nei suoi confronti i poteri previsti dagli artt. 114 e 115 del Tuf.

Le modifiche regolamentari introdotte nel 2003 rendono quindi attuabile, stante la compatibilità con l'ordinamento vigente, l'ammissione alle negoziazioni in un mercato regolamentato diverso dalla borsa di strumenti finanziari senza il consenso dell'emittente, nel caso in cui gli stessi strumenti finanziari siano già quotati in un mercato regolamentato italiano (e solo in un mercato regolamentato italiano).

A tal proposito, è stato introdotto nel Regolamento Emittenti il nuovo art. 64-bis che esclude espressamente la pubblicazione di un prospetto nell'ipotesi di ammissione alle negoziazioni senza domanda degli emittenti di strumenti finanziari già negoziati in un mercato regolamentato italiano, qualora tale pubblicazione sia stata già effettuata dall'emittente in occasione della precedente ammissione. Il principio

è stato ribadito anche nella novella dell'art. 57, che individua alcune fattispecie di esenzione dalla redazione del prospetto nell'ambito dell'ammissione a quotazione su domanda. Nel nuovo comma 3 di tale disposizione è stata peraltro operata una distinzione fra ammissione alle negoziazioni in un mercato regolamentato diverso dalla borsa e ammissione alle negoziazioni in borsa. Nel primo caso non è richiesta la pubblicazione di un nuovo prospetto quando l'emittente vi abbia già provveduto in occasione della precedente ammissione; nel caso di ammissione alle negoziazioni in borsa, invece, è la Consob, avendo riguardo ai criteri previsti dalla disciplina comunitaria, a decidere se esonerare in tutto o in parte l'emittente dalla redazione del prospetto ove questi abbia già pubblicato un prospetto contenente informazioni equivalenti a quelle riportate nell'Allegato 1B del Regolamento Emittenti.

Ulteriori modifiche sono state introdotte al fine di evitare che l'emittente quotato, già sottoposto a un'articolata serie di obblighi informativi in forza della prima quotazione, si trovi, a seguito della successiva ammissione alle negoziazioni avvenuta senza il suo coinvolgimento, soggetto ad adempimenti aggiuntivi, ad esempio nei confronti della società di gestione del mercato. Al riguardo, è stata limitata proprio la definizione di società di gestione del mercato rilevante ai fini dell'applicazione del Regolamento Emittenti, in particolare delle disposizioni che impongono agli emittenti degli obblighi nei confronti della stessa, precisando che per società di gestione del mercato si deve intendere quella che gestisce il mercato degli strumenti finanziari ammessi alle negoziazioni su domanda degli emittenti.

In tale contesto, si è ritenuto necessario apportare anche modifiche atte a consentire alla società di gestione del mercato, in cui gli strumenti finanziari sono ammessi alle negoziazioni in assenza di domanda degli emittenti, l'esercizio di compiti di supervisione del mercato (connessi, ad esempio, alle decisioni in materia di ammissione, esclusione e sospensione dalle negoziazioni). Tale attività comporta, da una parte, che detta società, nella misura in cui non è destinataria diretta delle informazioni diffuse dagli emittenti, si attivi per acquisirle altrimenti, dall'altra, che tale acquisizione sia nel concreto resa possibile a parità di condizioni con gli altri destinatari delle informazioni medesime.

È stato quindi introdotto il nuovo art. 116-ter, relativo ai compiti della società di gestione del mercato in cui sono negoziati strumenti finanziari ammessi senza domanda degli emittenti, in cui è stabilito che tale società deve: informare gli emittenti e la società di gestione del mercato degli strumenti finanziari ammessi a domanda relativamente al giorno in cui inizieranno le negoziazioni sul proprio mercato; attivarsi per acquisire tutte le informazioni societarie trasmesse dagli emittenti ai sensi del Titolo II del Regolamento Emittenti; comunicare al pubblico la messa a disposizione da parte degli emittenti della documentazione relativa all'informazione su operazioni straordinarie e all'informazione periodica prevista dagli artt. da 70 a 83 del Regolamento Emittenti. È stato inoltre previsto che, ove la società di gestione del mercato, in cui gli strumenti finanziari sono ammessi a domanda, decida di istituire sistemi di diffusione al pubblico delle informazioni (anche elettronici) alternativi alle modalità indicate nel Regolamento Emittenti, ne sia garantito l'accesso anche alla società di gestione del mercato in cui gli strumenti sono ammessi senza domanda.

Modifiche di minor rilievo sono state effettuate per adeguare la disciplina regolamentare alla nuova definizione di borsa, introdotta nell'art. 2 del Regolamento Emittenti, che si riferisce ai mercati regolamentati, o loro comparti, nei quali l'ammissione a quotazione risponde alle condizioni fissate dalla direttiva 2001/34/CE (che raccoglie talune precedenti direttive in materia di requisiti e prospetto di quotazione). A seguito di tale modifica, sono stati eliminati dal Regolamento Emittenti i riferimenti alla quotazione in borsa e agli obblighi informativi connessi concernenti covered warrants e certificates. Tali

strumenti, infatti, non possono essere quotati, alla luce della disciplina comunitaria, su mercati regolamentati qualificabili come borsa. È stato quindi necessario riprodurre il contenuto delle disposizioni prima dettate per covered warrants e certificates quotati in borsa nel Capo V del Regolamento Emittenti, dedicato agli strumenti finanziari quotati nei mercati regolamentati diversi dalla borsa.

In ambito europeo riveste particolare rilievo l'accordo politico raggiunto sulla proposta di direttiva sulle offerte pubbliche di acquisto. Si prefigura l'obbligo di lanciare un'offerta pubblica di acquisto sulla totalità dei titoli muniti dei diritti di voto al superamento di una determinata soglia, che deve essere concretamente determinata dai singoli Stati membri. Il prezzo è quello massimo corrisposto dall'offerente per gli stessi titoli in un periodo non inferiore a sei mesi e non superiore a dodici mesi precedente l'offerta.

Specifici obblighi informativi sono previsti dalla proposta di direttiva. In primo luogo, le offerte devono essere rese pubbliche senza indugio e le Autorità di vigilanza devono essere immediatamente informate. Inoltre, si richiede agli offerenti di redigere e rendere pubblico un documento contenente le informazioni necessarie alla formazione di un'opinione circostanziata in merito all'offerta.

Si prevede, poi, l'obbligo di autorizzazione assembleare preventiva per gli atti o operazioni che possano contrastare l'offerente. Tale autorizzazione è obbligatoria almeno a partire dal momento in cui l'organo di amministrazione della società emittente riceve le informazioni sull'offerta, e finché il risultato dell'offerta non sia stato reso pubblico ovvero l'offerta stessa decada. Inoltre, quando un'offerta è stata resa pubblica, vengono neutralizzate le restrizioni al trasferimento dei titoli e al diritto di voto previste nello statuto della società emittente o in accordi contrattuali.

Con riguardo alle tecniche di difesa e alla break-through rule (inefficacia di misure volte a difendere il controllo della società, quali i patti di sindacato o i voti plurimi), significativa è la facoltà lasciata agli Stati membri di non applicare, alle società costituite nel proprio Paese, le disposizioni a esse relative. Gli Stati membri possono, peraltro, consentire alle società oggetto di offerta di non applicare le disposizioni che limitano, nel diritto interno, l'uso di tecniche di difesa quando la società offerente non è sottoposta, nel proprio Paese, a disposizioni analoghe (che impediscono alla società oggetto di Opa di adottare misure di difesa senza il consenso degli azionisti).

Gli Stati membri possono prevedere, nelle rispettive normative nazionali, deroghe alle disposizioni contenute nella direttiva, a condizione che siano rispettati determinati principi generali stabiliti dalla proposta di direttiva: la parità di trattamento degli azionisti, la necessità che i possessori di titoli della società emittente dispongano di un lasso di tempo e di informazioni sufficienti per decidere con cognizione di causa sull'offerta, e la necessità che la società emittente non sia ostacolata nelle sue attività oltre un ragionevole lasso di tempo per effetto dell'offerta.

Tali previsioni, consentendo di rendere opzionale l'applicazione delle norme chiave della direttiva, non sembrano condurre a un'effettiva armonizzazione tra i Paesi membri. Lo scenario che così si prefigura non è diverso da quello attuale, in cui ciascun Paese o ciascuna società può scegliere il regime ritenuto più conveniente. La direttiva, inoltre, impone un obbligo di offerta pubblica a condizioni maggiormente onerose rispetto a quelle attualmente vigenti in Italia.

Per ciò che riguarda la disciplina domestica della sollecitazione e dell'Opa, la Commissione è intervenuta in numerose occasioni fornendo chiarimenti e pareri interpretativi.

Con riferimento alla materia della sollecitazione all'investimento, la Consob ha affermato l'applicabilità della relativa disciplina a un'operazione di ristrutturazione finanziaria (effettuata sulla base delle disposizioni del diritto inglese) avente ad oggetto una serie di prestiti obbligazionari (*notes*) divenuti esigibili ed emessi da società di un gruppo facente capo a un emittente quotato italiano.

L'approvazione del piano di ristrutturazione del debito era rimessa alle assemblee dei portatori delle obbligazioni, debitamente convocate tramite la pubblicazione di appositi avvisi stampa; era inoltre prevista la distribuzione, in vista delle suddette assemblee, di un Information Memorandum contenente informazioni sull'operazione e sulle società coinvolte. Il piano sottoposto al vaglio degli obbligazionisti consisteva in un'operazione complessa, strutturata in molteplici fasi, al termine della quale si sarebbe verificata, tra l'altro, l'estinzione delle notes e l'assegnazione ai portatori di queste ultime di azioni della società italiana, nell'ambito di un deliberando aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione.

Al riguardo, la Commissione ha ritenuto che l'attività che si intendeva realizzare presentasse tutti gli elementi caratteristici della sollecitazione all'investimento: si trattava infatti di un'offerta rivolta a un numero indeterminato di soggetti senz'altro superiore a 200, sebbene ricompresi in un'unica categoria rappresentata dai portatori di notes; era previsto che la proposta di ristrutturazione, che ove approvata avrebbe comportato l'assegnazione di prodotti finanziari (le azioni della quotata italiana), fosse portata a conoscenza degli interessati secondo modalità uniformi; infine, lo stesso contenuto della proposta era standardizzato e non modificabile dagli obbligazionisti convocati in assemblea.

In proposito, è stato altresì ritenuto che la suddetta conclusione non inficiasse la circostanza che le decisioni assunte dall'assemblea dei portatori di notes vincolassero anche gli assenti e dissenzienti, in quanto ciò non escludeva che, sia con riferimento alle singole manifestazioni di voto che con riferimento al risultato finale della votazione, ciascuno degli interessati esprimesse una "accettazione" o "non accettazione" della proposta.

In risposta a un quesito, l'Istituto ha escluso l'applicabilità della disciplina in materia di sollecitazione all'investimento alle operazioni di vendita di immobili in multiproprietà in cui i pur presenti connotati di tipo finanziario non risultano strutturalmente prevalenti rispetto alle finalità di godimento della multiproprietà immobiliare acquistata.

Tale conclusione è stata affermata in occasione dell'esame di una campagna pubblicitaria avente ad oggetto la vendita di immobili in multiproprietà con l'impegno della società proponente a garantire agli acquirenti un "reddito annuo", derivante dalla locazione a terzi degli immobili medesimi: in tale fattispecie, in particolare, valutato il complesso degli elementi a disposizione, la Commissione ha ritenuto che la presenza del reddito garantito non costituisca un elemento essenziale dell'offerta di multiproprietà rispetto alle tipiche finalità di godimento di quest'ultima e che gli aspetti finanziari dell'operazione non entrassero a far parte della causa del contratto di acquisto delle quote.

L'Istituto, inoltre, ha espresso l'orientamento secondo cui la disciplina dettata dal Tuf in materia di sollecitazione all'investimento e di offerta pubblica di acquisto o di scambio può applicarsi, se coinvolge soggetti italiani, a un'operazione di ristrutturazione del debito posta in essere da un gruppo societario di diritto inglese.

Nel caso concreto si prevedeva che, sulla base di un accordo di tipo concordatario omologato dal giudice inglese e previa deliberazione favorevole di un numero di creditori rappresentativo del 75 per cento del valore complessivo dei crediti interessati alla ristrutturazione, la società emittente potesse procedere all'annullamento dei titoli obbligazionari e alla estinzione dei crediti offrendo un corrispettivo misto composto da nuove azioni, nuove obbligazioni e denaro. La Commissione ha rilevato che la diffusione in Italia della documentazione informativa relativa a detta operazione, ove rivolta a un numero di creditori o obbligazionisti superiore a duecento, era idonea a integrare una ipotesi di appello al pubblico risparmio pertanto soggetta alla disciplina dettata dal Tuf.

La Commissione, in risposta a un quesito, ha ritenuto non applicabile la disciplina dell'Opa obbligatoria di cui all'art. 109, comma 1, lett. a), del Tuf e la disciplina dei patti parasociali di cui all'art. 122 del Tuf agli accordi stipulati tra una società calcistica e alcuni giocatori professionisti, dipendenti della società con contratto a tempo determinato; gli accordi prevedevano, fra l'altro, l'impegno da parte dei calciatori a sottoscrivere un aumento di capitale loro riservato e un impegno di *lock-up* sulle azioni sottoscritte.

Con specifico riguardo alla rilevanza dei citati impegni ai sensi dell'art. 122 del Tuf, la Commissione ha ritenuto che gli stessi, pur presentando elementi strutturali tipici dei patti parasociali ("patti (...) che prevedono l'acquisto delle azioni (...)” art. 122, comma 5, lett. c), del Tuf; “patti che pongono limiti al trasferimento delle relative azioni (...)” art. 122, comma 5, lett. b), del Tuf), non fossero rilevanti ai sensi della citata norma, tenuto conto delle diverse finalità perseguite rispetto a quelle tipiche dei patti parasociali.

*In particolare, la Commissione ha concluso che, benché tali impegni avessero ad oggetto o per effetto quanto letteralmente previsto, rispettivamente, dall'art. 122, comma 5, lett. c) e lett. b), gli stessi non potessero essere ritenuti dei patti parasociali in quanto non ne perseguivano le finalità tipiche individuabili nello “stabilizzare gli assetti proprietari o il governo della società” (finalità ora individuate espressamente per legge dal nuovo art. 2341-bis del c.c.). Pertanto, la Commissione ha ritenuto che l'assunzione dei suddetti impegni di sottoscrizione e di *lock-up*, considerato che questi non configuravano dei patti parasociali rilevanti ai sensi dell'art. 122 del Tuf, non avessero determinato né per i calciatori né per alcun azionista della società quotata l'obbligo di promuovere un'Opa solidale ai sensi dell'art. 109, comma 1, lett. a), del Tuf.*

La disciplina dell'informativa societaria continua

In tema di disciplina delle operazioni con parti correlate, la Commissione ha risposto al primo quesito concernente l'applicazione dell'art. 71-bis del Regolamento Emittenti, entrato in vigore il primo gennaio del 2003, e della connessa Comunicazione DEM/2064231 del 30 settembre 2002.

In particolare, una banca quotata ha posto alla Commissione i seguenti quesiti: 1) con riferimento alla fattispecie degli "aderenti in via indiretta" a patti parasociali contemplata alla lett. b) della Comunicazione Consob del 2002, se, ai fini dell'individuazione, si debba intendere esclusivamente "l'aderente al patto e le controllanti in via diretta e indiretta con esclusione delle controllate o collegate delle controllanti del paciscente"; 2) se nel novero delle operazioni prese in considerazione dall'art. 71-bis del Regolamento Emittenti rientrino anche i "rapporti non a condizioni di mercato tra società integralmente consolidate"; 3) se le soglie di rilevanza che il Consiglio di amministrazione dovesse definire ai fini dell'individuazione delle operazioni con parti correlate soggette all'applicazione del citato art. 71-bis "siano applicabili anche all'informativa da rendere in sede di bilancio, onde evitare una duplicazione di soglie e di sistemi di monitoraggio delle operazioni".

Con riferimento al primo quesito la Commissione ha precisato che la fattispecie di cui alla lett. b) della Comunicazione va letta in combinato disposto con la lett. f) che si riferisce "ai soggetti controllati dalle persone fisiche ricomprese nelle lett. b) (...), o sui quali le persone fisiche ricomprese nelle lett. b) (...) esercitano un'influenza notevole". Tale collegamento induce a ritenere che, laddove l'aderente al patto sia una persona fisica, nel novero delle parti correlate vadano inclusi anche i soggetti controllati da tale persona fisica o sui quali la stessa esercita un'influenza notevole.

Quanto al secondo quesito, la Commissione ha precisato che non è possibile escludere a priori che i rapporti posti in essere con società controllate consolidate integralmente possano avere, per oggetto, corrispettivo e modalità o tempi di realizzazione, effetti sulla salvaguardia del patrimonio aziendale o sulla completezza e correttezza delle informazioni (anche contabili) relative all'emittente, come previsto dall'art. 71-bis. Appare quindi opportuna una valutazione caso per caso al fine di determinare se esse rientrino o meno nel campo di applicazione della norma in oggetto.

Con riferimento, infine, al terzo quesito, la Commissione ha chiarito che le informazioni da riportare nel documento informativo o nel comunicato stampa, ai sensi dell'art. 71-bis, si riferiscono a operazioni con parti correlate che assumono individualmente rilevanza. Nel bilancio, invece, le informazioni su operazioni con parti correlate possono essere fornite anche in forma aggregata, sempre che ciò sia sufficiente al fine di consentire la comprensione degli effetti sul bilancio di tali operazioni. Quindi, se è possibile presumere la rilevanza anche ai fini del bilancio delle operazioni oggetto di informazione ai sensi dell'art. 71-bis, non può neppure escludersi che nel bilancio non debbano essere fornite informazioni anche su ulteriori rapporti con parti correlate, eventualmente rese in forma aggregata, ad esempio quando tali rapporti, pur non avendo significativa rilevanza a livello individuale, nel loro complesso dispieghino comunque effetti rilevanti.

La Commissione ha esaminato, rispondendo a specifici quesiti, due questioni concernenti l'interpretazione della disciplina in materia di partecipazioni reciproche di cui all'art. 121 del Tuf.

In primo luogo, è stato affermato che nel caso di incrocio azionario rilevante ai sensi della suddetta disciplina, al fine di individuare il soggetto che per primo ha superato la soglia del 2 per cento, non assume alcun rilievo la conclusione di accordi da cui discendono impegni di natura meramente obbligatoria finalizzati al trasferimento di pacchetti azionari; occorre, invece, fare riferimento a un acquisto definitivo perfezionato secondo il regime civilistico.

Più specificamente, nel caso analizzato, si è ritenuto irrilevante, per stabilire la “priorità dell’acquisto”, l’esistenza di un accordo finalizzato a trasmettere, in un momento successivo, la proprietà di un pacchetto azionario. Ciò in coerenza con la ratio sottesa alla disciplina in materia di incroci azionari, individuata nell’esigenza di limitare situazioni pregiudizievoli in termini di “inquinamento del voto assembleare” e di “annacquamento del capitale” che possono derivare dall’esistenza di partecipazioni incrociate, in quanto tali situazioni non possono che venirsi a creare solo a seguito dell’effettiva titolarità delle partecipazioni e del diritto di voto a esse connesso.

In secondo luogo la Commissione, sempre in risposta a un quesito, ha ritenuto irrilevanti le modalità con le quali si perviene all’insorgere dell’incrocio azionario tra le società interessate, osservando che l’art. 121 del Tuf non prevede quale requisito per l’applicazione della relativa disciplina che il superamento del limite consegua necessariamente all’acquisizione volontaria della partecipazione eccedente; pertanto, si considera applicabile la disciplina medesima anche nei casi in cui tale superamento derivi da circostanze sopravvenute come, ad esempio, la fusione della società partecipata in una quotata.

Tale conclusione è in linea con la ratio delle previsioni in esame, volte a mantenere, sia pure con gli opportuni temperamenti, un regime rigoroso che riconnette l’esigenza di attuare le cautele predisposte dalla legge alla mera presenza del dato oggettivo costituito dall’insorgere di un incrocio rilevante. Tale regime non ammette eccezioni se non nei casi espressamente previsti dallo stesso art. 121, dal quale non emerge, secondo quanto rilevato dalla Commissione, alcun elemento che consenta di tener conto, ai fini di valutare l’applicabilità della disciplina, delle modalità con le quali si determina nel concreto l’incrocio azionario.

Un altro tema di rilievo sul quale la Commissione è intervenuta riguarda la disciplina dei titoli diffusi. Con l’entrata in vigore della riforma del diritto societario prevista dal d.lgs. 6/2003 (a partire dal 1° gennaio 2004), la qualifica di emittente con azioni diffuse assume una particolare valenza sul piano civilistico. L’art. 2325-bis, comma 1, del c.c. individua infatti la nuova categoria delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio (in cui rientrano sia le società con azioni quotate nei mercati regolamentati, sia le società con azioni diffuse tra il pubblico in maniera rilevante), assoggettandole a una diversa disciplina rispetto a quella applicabile alle società che non ricorrono al mercato del capitale di rischio.

Le società con azioni diffuse in misura rilevante, di cui al citato art. 2325-bis, sono individuate dall’art. 111-bis, comma 1, delle disposizioni di attuazione del c.c., secondo le quali “La misura rilevante di cui all’articolo 2325-bis del codice è quella stabilita a norma dell’articolo 116 del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, e risultante alla data del 1° gennaio 2004”. Anteriormente a tale data, per emittenti strumenti finanziari diffusi si intendevano “gli emittenti italiani dotati di un patrimonio netto non inferiore a cinque milioni di euro e con un numero di azionisti o obbligazionisti superiore a duecento” (art. 2, comma 1, lett. f), del Regolamento

Emittenti). La nuova disciplina del c.c. ha evidenziato la necessità di una modifica della citata nozione, avvenuta in occasione dell'adozione della delibera Consob 14372 del 23 dicembre 2003 (pubblicata nella Gazzetta Ufficiale del 30 dicembre 2003 e immediatamente entrata in vigore).

La nuova definizione di emittenti azioni diffuse, contenuta nell'art. 2-bis del citato regolamento, prevede la presenza contemporanea di parametri sia quantitativi che qualitativi. Con riferimento ai criteri quantitativi devono ricorrere contestualmente i seguenti parametri: 1) un numero di azionisti, diversi dai soci di controllo, superiore a 200; 2) una percentuale minima di capitale rappresentata dagli azionisti, diversi dai soci di controllo, almeno pari al 5 per cento; 3) l'impossibilità di redigere il bilancio in forma abbreviata ex art. 2435-bis, comma 1, del c.c..

Per quanto riguarda invece i criteri qualitativi, che sono poi quelli che fanno riferimento esplicito al ricorso al mercato del capitale di rischio, si è stabilito che, oltre alla presenza dei citati limiti, le azioni devono soddisfare almeno uno dei seguenti requisiti: 1) abbiano costituito oggetto di una sollecitazione all'investimento o corrispettivo di una offerta pubblica di scambio; 2) abbiano costituito oggetto di un collocamento, in qualsiasi forma realizzato, anche rivolto ai soli investitori professionali; 3) siano negoziate su sistemi di scambi organizzati con il consenso dell'emittente o del socio di controllo; 4) siano emesse da banche e siano acquistate o sottoscritte presso le loro sedi o dipendenze.

Al fine di limitare l'insieme dei soggetti che possono considerarsi emittenti diffusi, al comma 3 del citato articolo sono stati previsti casi di esclusione in relazione a situazioni particolari. Tali situazioni concernono gli emittenti le cui azioni sono soggette a limiti legali alla circolazione, riguardanti anche l'esercizio dei diritti aventi contenuto patrimoniale, ovvero il cui oggetto sociale preveda esclusivamente lo svolgimento di attività non lucrative di utilità sociale o volte al godimento da parte dei soci di un bene o di un servizio.

Tale nuova disciplina si applica solo alle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, ma non si applica agli emittenti che abbiano emesso soltanto titoli obbligazionari diffusi; per tali soggetti il comma 4 dell'art. 2-bis riprende la definizione contenuta nell'abrogato art. 2, comma 1, lett. f), del Regolamento Emittenti.

Per quanto riguarda gli artt. 87 e 101 del Regolamento Emittenti (comunicazioni dei capigruppo), sono state apportate modifiche all'Allegato 3F contenente "Istruzioni per la comunicazione alla Consob e la diffusione al pubblico delle informazioni dei soggetti capigruppo". Nella stessa sede sono state modificate le modalità tecniche di invio alla Consob e di diffusione di dette informazioni al pubblico.

In merito alla diffusione di studi e statistiche, nel rispondere a un quesito, la Commissione si è espressa sulla assoggettabilità agli obblighi previsti dall'art. 69 del Regolamento Emittenti per quanto riguarda analisi o schede informative redatte su società quotate e diffuse con cadenza settimanale o mensile.

La disciplina dell'informativa contabile e periodica e delle società di revisione

Sul fronte delle problematiche contabili, la Commissione, rispondendo a un quesito, si è espressa sul tema del trattamento contabile nel bilancio consolidato dell'avviamento relativo a società controllate.

In particolare, una società ha chiesto alla Commissione di indicare il trattamento contabile da adottare nel bilancio consolidato con riguardo alla valutazione dell'avviamento relativo a una controllata indiretta americana, tenuto conto che tale controllata ha svalutato l'avviamento nel bilancio d'esercizio per effetto dell'adozione di un nuovo principio contabile americano, chiudendo pertanto l'esercizio in perdita.

A parere della Commissione è possibile, in linea di principio, che, nell'ambito di un gruppo, l'avviamento inerente una partecipazione controllata indirettamente dalla capogruppo possa essere soggetto a svalutazione dalla controllante diretta (di primo livello) e mantenuto inalterato nel bilancio della capogruppo (di secondo livello) solo perché le due società inseriscono la partecipazione in una diversa Cash Generating Unit (Cgu - Principio Contabile Internazionale Ias 36). Nell'ottica della capogruppo la partecipazione cui è inerente l'avviamento potrebbe essere gestionalmente aggregata con altre partecipazioni esercenti la medesima attività e gestite unitariamente a quella da svalutare.

Normalmente, una Cgu corrisponde a un ramo d'azienda o, nel bilancio consolidato, a una partecipazione. Tuttavia non può escludersi che, nell'ambito di un gruppo, la capogruppo gestisca unitariamente più partecipazioni operanti nello stesso settore, al punto tale che i flussi di cassa che formalmente vengono percepiti da ciascuna delle partecipazioni non possono essere considerati indipendenti da quelli percepiti dalle altre.

In conclusione, la Commissione ha espresso l'avviso che, nel caso di specie, gli amministratori dovranno valutare se le sinergie esistenti tra le imprese appartenenti alla business unit e l'assoluta inscindibilità della gestione della stessa rendano arbitraria l'attribuzione dell'avviamento in esame a una parte della stessa business unit. Ai fini della unificazione di più partecipazioni in un'unica Cgu, è stato infatti sottolineato che non è sufficiente che le stesse vengano gestite secondo indirizzi comuni di gruppo, ma è necessario che i loro risultati siano pervasivamente condizionati da una gestione unitaria, tale da rendere non significativa la redditività delle singole entità legali.

Con riguardo agli sviluppi internazionali, nell'ambito della collaborazione tra il Cesr e la Commissione Europea, sono proseguite per tutto il corso del 2003 le iniziative tese al miglioramento e all'armonizzazione dell'informazione finanziaria in sede europea. In particolare, il 21 marzo 2003 il Cesr ha approvato il primo standard sull'informazione contabile ("La vigilanza sugli standard contabili in Europa").

Lo standard, predisposto dal Cesrfin, il gruppo permanente sull'informazione finanziaria, e più specificatamente dal sottocomitato per l'enforcement (Sce), rappresenta un significativo contributo allo sviluppo e alla realizzazione di un approccio comune alla vigilanza sull'applicazione degli International Financial Reporting Standards (Ifrs). Inoltre, in attuazione del proprio piano di lavoro, il gruppo sull'enforcement ha elaborato un ulteriore documento che propone una più ampia cooperazione nelle attività di vigilanza sugli standard contabili da parte delle Autorità di controllo.

Il documento verrà sottoposto al Cesr per l'approvazione definitiva una volta completato da parte del gruppo l'esame delle lettere di commento pervenute dalle principali organizzazioni interessate, dopo la fine del periodo di consultazione avvenuta il 7 gennaio 2004.

L'altro sottogruppo facente capo al Cesrfin, il Subcommittee on International Standard Endorsement (Sise), ha approfondito, tra l'altro, le tematiche attinenti alla fase di transizione dalle regole nazionali agli Ias/Ifrs che, a norma del Regolamento CE 1606/2002, dovrebbero essere applicate in Europa dal 2005. In particolare, il sottogruppo ha predisposto una bozza di raccomandazione da inviare alle Autorità di vigilanza europee affinché le società quotate vengano incoraggiate a fornire agli investitori e al mercato le informazioni contabili necessarie per affrontare tale periodo di transizione. Tale raccomandazione è stata emanata dal Cesr il 31 dicembre 2003.

In ambito internazionale si segnala, altresì, la partecipazione della Consob al gruppo di lavoro presso il Consiglio dell'Unione Europea sulla cosiddetta direttiva "Transparency", volta a ridisegnare gli obblighi di informazione periodica e continua delle società con titoli negoziati nei mercati regolamentati degli Stati membri dell'Unione Europea.

In materia di revisione contabile, si segnalano tre interventi di carattere generale.

Con comunicazione 3047871 del 18 luglio 2003 la Commissione ha introdotto una nuova disciplina degli obblighi di informazione periodica, ai sensi dell'art. 162, comma 2, lett. a), del Tuf, a cui sono tenute le società di revisione iscritte nell'albo speciale e ha abrogato la precedente comunicazione dell'aprile 1991. La rivisitazione della disciplina degli obblighi di informazione periodica fa parte di un più ampio progetto finalizzato ad attuare la raccomandazione emanata dalla Commissione Europea in data 15 novembre 2000 in materia di controllo di qualità sulle società di revisione.

La comunicazione ridefinisce gli obblighi informativi delle società di revisione ed è destinata ad alimentare in via periodica un flusso di informazioni che consentirà alla Consob di disporre di un patrimonio conoscitivo strumentale all'attuazione di controlli sistematici sull'attività delle società di revisione. In tale contesto, la nuova comunicazione richiama l'osservanza del principio n. 220 sul controllo di qualità del lavoro di revisione contabile, ricompreso nel nuovo corpo dei principi di revisione raccomandato con delibera Consob 13809 del 30 ottobre 2002.

Successivamente, con delibera 14186 del 30 luglio 2003, la Commissione ha raccomandato alle società di revisione iscritte nell'albo speciale di adottare un nuovo principio di revisione contabile emanato dal Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e dal Consiglio Nazionale dei Ragionieri e dei Periti Commerciali in materia di revisione dei gruppi e ha abrogato le precedenti comunicazioni del 22 dicembre 1986 e del 15 febbraio 1995.

Il nuovo principio di revisione, basato sui contenuti del principio internazionale Isa 600, a cui sono stati apportati i necessari adattamenti alla realtà italiana, riguarda le modalità di svolgimento della revisione sul bilancio d'esercizio e consolidato nei casi in cui il revisore principale utilizzi il lavoro di altre società di revisione.

La novità fondamentale del nuovo principio consiste nel chiarire in maniera più puntuale rispetto al passato la portata della responsabilità del revisore principale e dei revisori secondari. Il revisore principale, infatti, è responsabile dell'espressione del giudizio sull'intero bilancio e tale responsabilità attiene alle valutazioni di fondo sottostanti all'approccio complessivo di revisione del bilancio d'esercizio e consolidato. In altre parole, il nuovo principio prevede che il revisore principale debba effettuare una valutazione complessiva dei rischi di revisione di tutte le componenti del gruppo e della competenza professionale di tutti i revisori coinvolti e che, essendo il suo status di revisore principale fondato su condizioni non solo quantitative ma anche qualitative, egli assuma comunque la responsabilità del lavoro di revisione (svolgendolo direttamente o rivedendo approfonditamente il lavoro svolto da altri) per le componenti del bilancio a rischio elevato e quelle per le quali non sia soddisfatto della competenza professionale del revisore secondario.

Per quanto riguarda la rappresentazione nella relazione di revisione del lavoro svolto dagli altri revisori, il nuovo principio prevede che sia indicata la circostanza che anche altri soggetti hanno partecipato allo svolgimento dei lavori e che di questi lavori essi sono direttamente responsabili; ciò ferma restando, comunque, in capo al revisore principale la responsabilità complessiva sul bilancio.

Nel dicembre 2003 la Commissione ha raccomandato l'adozione del principio di revisione "Comunicazione di fatti e circostanze attinenti la revisione ai responsabili dell'attività di governance", mutuato con gli opportuni adattamenti dal principio internazionale Isa 260. Il nuovo principio fornisce una guida in merito alle comunicazioni tra le società di revisione e i responsabili delle attività di governance delle società sottoposte a revisione in relazione a fatti o circostanze emersi nel corso dei lavori di revisione e d'interesse per lo svolgimento delle attività di governance.

La disciplina dei mercati e degli scambi organizzati

Nel corso del 2003 la Commissione ha approvato tre delibere apportanti modifiche e integrazioni al Regolamento Mercati.

La prima, contestualmente all'approvazione delle modifiche al Regolamento Emittenti, ha riguardato l'introduzione della possibilità per i mercati regolamentati di ammettere alle negoziazioni strumenti finanziari in assenza di domanda dell'emittente purché già ammessi a negoziazione su altri mercati regolamentati italiani.

In relazione a tale possibilità, le modifiche hanno riguardato: (a) la generalizzazione della definizione di "mercati regolamentati" (che in precedenza, invece, faceva esplicito riferimento ai mercati gestiti da Borsa Italiana spa); (b) la qualificazione di un ordine come "blocco" volta a prevedere che, nel caso di strumenti finanziari contestualmente negoziati in due o più mercati regolamentati italiani, il calcolo del controvalore giornaliero medio utile alla individuazione della soglia tiene conto degli scambi complessivamente effettuati su tutti i mercati; (c) la previsione secondo cui ciascuna società di gestione comunica i dati necessari al calcolo del controvalore degli scambi direttamente alla Consob e quest'ultima provvede al loro consolidamento e alla loro diffusione; (d) l'introduzione di "orario di operatività dei

mercati regolamentati” (periodo di tempo in cui risulta aperto almeno uno dei mercati regolamentati in cui ciascuno strumento finanziario è negoziato) e di “orario giornaliero di funzionamento” (orario nel quale gli intermediari autorizzati possono stabilire una connessione con il sistema di negoziazione di un mercato regolamentato). In merito agli obblighi di segnalazione delle operazioni fuori mercato, è stato previsto, da un lato, che gli intermediari ammessi alle negoziazioni in un mercato regolamentato segnalino le operazioni eseguite fuori mercato alla società di gestione del mercato in cui gli stessi sono ammessi, anche quando ciò comporti il rinvio della segnalazione al momento in cui detto mercato è funzionante e, dall'altro, che gli intermediari non aderenti ad alcun mercato regolamentato effettuino la segnalazione alla società di gestione di uno dei mercati regolamentati nei quali lo strumento finanziario è negoziato.

Con la seconda delibera, sono state apportate modifiche e integrazioni in materia di insolvenze di mercato.

La finalità delle modifiche regolamentari è stata quella di: rendere più rapida la riesecuzione sul mercato delle posizioni non compensate, anticipando alcuni adempimenti in precedenza di esclusiva competenza del commissario; adeguare le norme regolamentari alla nuova disciplina dei sistemi di garanzia, con particolare riferimento alla possibilità per i mercati non derivati di introdurre un servizio di controparte centrale; prevedere esplicitamente la possibile esistenza, su un medesimo strumento finanziario, di più sistemi di garanzia.

L'introduzione della controparte centrale nei mercati gestiti da Borsa Italiana ha offerto l'occasione per un'ampia revisione dell'intera disciplina regolamentare dell'insolvenza di mercato. In particolare, sono state aggiunte le definizioni di controparte centrale, sistemi di riscontro e rettifica giornalieri (RRG), sistemi di garanzia e operazioni definitive. Inoltre, è stata modificata la definizione di “servizio di liquidazione”, al fine di includere anche il servizio di liquidazione su base lorda, cosicché anche le operazioni regolate su base lorda (servizio Express) saranno soggette alla procedura dell'insolvenza di mercato.

Nell'ambito dei presupposti dell'insolvenza di mercato, la modifica tende a generalizzare i presupposti dell'insolvenza per gli aderenti alle controparti centrali, aggiungendo al caso di mancato versamento dei margini quello di mancato versamento delle contribuzioni al default fund.

Nell'ambito dell'accertamento dell'insolvenza, si è fra le altre cose richiamato “il mancato regolamento finale delle posizioni contrattuali da parte dell'aderente”. Infatti, il regolamento finale delle posizioni contrattuali nel sistema a controparte centrale è effettuato nell'ambito del servizio di compensazione e liquidazione. Esso include il regolamento per differenziale tipico dei derivati e il regolamento con consegna dei titoli derivante dall'esercizio delle opzioni e dalle transazioni cash garantite dalla controparte centrale. Il mancato regolamento finale delle posizioni contrattuali implica dunque la mancata copertura dei saldi debitori nell'ambito del predetto servizio di compensazione e liquidazione, che rappresenta un presupposto dell'insolvenza di mercato. Esso è, d'altra parte, un presupposto di inadempimento per i partecipanti al sistema a controparte centrale, ai sensi della disciplina dei sistemi di garanzia. Il richiamo al “mancato regolamento finale delle posizioni contrattuali da parte dell'aderente” è dunque funzionale al riconoscimento, da parte della disciplina dell'insolvenza di mercato, anche di tale fattispecie di inadempimento, oltre a quelle previste dall'articolo 15, comma 2, lett. b), del Regolamento Mercati, quali presupposti dell'insolvenza di mercato.

Per ciò che riguarda la procedura di liquidazione dell'insolvenza di mercato, sono state ampliate le fattispecie per le quali la procedura di liquidazione si applica solo parzialmente. Inoltre, sono state individuate delle fattispecie che, non facendo parte della liquidazione vera e propria (riservata ai commissari), sono da considerarsi attività propedeutiche "all'immediata liquidazione dei contratti dell'insolvente". Sotto questo profilo viene attribuito ai gestori dei servizi di liquidazione il compito di escludere le operazioni stipulate dall'insolvente che, sia pur definitive, non possono essere regolate per mancanza del contante o degli strumenti finanziari; inoltre, ai gestori dei sistemi di riscontro e rettifica viene dato il compito di escludere le operazioni non definitive stipulate dall'insolvente e alle controparti dell'insolvente viene data la facoltà di esercitare i premi e di rieseguire le posizioni in strumenti finanziari non compensate. La ratio di questa disposizione è di velocizzare il processo di liquidazione dell'insolvenza di mercato. Tanto più lento è tale processo quanto più elevato è il rischio di mercato, ossia l'ampiezza della perdita potenziale per le controparti dell'insolvente derivante dalla necessità di riacquistare (rivendere) a un prezzo più alto (basso), nel caso di posizione netta a credito (debito).

Ai fini della limitazione dell'impatto sul mercato delle operazioni di riesecuzione, viene attribuita alle controparti dell'insolvente la facoltà, da esercitarsi entro determinati termini, di optare, anche parzialmente, per una liquidazione per differenziale sulla base di un prezzo di regolamento calcolato come media ponderata dei prezzi delle transazioni concluse sui mercati regolamentati, ovvero, a discrezione del commissario, dei prezzi ufficiali rilevati dalle società di gestione degli stessi mercati, il giorno di scadenza dei medesimi termini. Se una controparte decide di avvalersi di questa facoltà, non dovrà rieseguire l'operazione, ma le verrà attribuito, per le differenze a suo credito, un certificato di credito pari alla differenza tra il prezzo medio di negoziazione e il prezzo di regolamento, moltiplicato per la posizione netta, o per la parte di essa per la quale la controparte ha optato per la liquidazione per differenziale.

Infine, con la terza delibera, si è armonizzata la disciplina della liquidazione delle insolvenze di mercato con le procedure esecutive stabilite dai gestori dei servizi di mercato nel quadro del sistema di liquidazione Express II gestito da Monte Titoli spa.

Con riferimento all'art. 14 del Regolamento Mercati, la definizione di "sistemi di garanzia della liquidazione" è stata sostituita con quella di "procedure esecutive". La prima definizione risulta superata dal fatto che, a seguito dell'avvio di Express II, viene eliminato il Fondo di Garanzia della Liquidazione. La definizione di "procedure esecutive" si è resa necessaria proprio al fine di contemplare quelle procedure attraverso le quali i gestori dei servizi di mercato, a seguito del fail, chiudono le operazioni non ancora regolate ricorrendo alla loro esecuzione coattiva. Tali procedure sono definite dai regolamenti adottati dai gestori di mercato come buy-in qualora l'inadempimento riguardi il venditore (la procedura consiste nell'acquisto coattivo degli strumenti finanziari non consegnati in liquidazione), oppure come sell-out qualora l'inadempimento riguardi il compratore (la procedura consiste nella vendita coattiva degli strumenti finanziari consegnati a titolo di corrispettivo del prezzo non pagato). Nella definizione, peraltro, si contemplano analoghe procedure esecutive non definite dai regolamenti di mercato ma stabilite consensualmente dagli operatori.

È stata introdotta la possibilità di gestire dinamicamente, nell'ambito del fail, situazioni di momentaneo inadempimento in sede di liquidazione dovute a motivi di natura tecnica: ciò comporta il venir meno dell'immediato nesso tra la mancata copertura dei saldi debitori e la dichiarazione dell'insolvenza di

mercato. Affinché tale inadempimento possa determinare l'insolvenza di mercato, infatti, occorre che lo stesso si sia protratto nel corso di successivi cicli di liquidazione, che la posizione sia stata pertanto chiusa coattivamente tramite il ricorso alle procedure esecutive di "buy-in" o di "sell-out" e che l'inadempiente non abbia provveduto a saldare l'eventuale debito risultante dalla differenza tra quanto originariamente dovuto e il ricavato della procedura esecutiva. In tal caso, risulta evidente che l'inadempimento non è dipeso da motivi tecnici ma dall'impossibilità di far fronte alle proprie obbligazioni di mercato ed è pertanto logico presumere l'insolvenza di mercato.

Il rapido sviluppo dei mercati, il continuo evolversi della normativa internazionale e l'esperienza maturata nel settore hanno fatto emergere l'esigenza di rivedere e valutare l'adequatezza della disciplina in tema di sistemi di scambi organizzati (Sso).

Il primo problema affrontato in questa prospettiva ha riguardato il disallineamento della definizione degli Sso italiani rispetto a quella adottata in ambito europeo (dove il fenomeno è circoscritto ai soli sistemi di *trading* multilaterali). È sembrato opportuno che dalla formulazione della definizione risultasse evidente l'esclusione di tutti i sistemi i cui partecipanti si limitino a entrare in contatto tra loro per poi proseguire le negoziazioni e concludere i contratti fuori dal sistema; nello stesso tempo si è deciso di introdurre per la prima volta una distinzione definitoria fra "sistemi multilaterali" e "sistemi bilaterali".

Pertanto, si è stabilito che sono da considerarsi multilaterali (order driven o quote driven) i sistemi nei quali operi una molteplicità di negoziatori in concorrenza tra loro, mentre vanno definiti bilaterali i sistemi in cui un singolo market maker espone le proprie proposte che possono essere applicate da altri operatori. Ciò allo scopo, appunto, di distinguere più nettamente gli Sso gestiti da intermediari ammessi al mutuo riconoscimento, che rispondono ai requisiti del Cesr e perciò sono dotati di passaporto UE (sistemi multilaterali gestiti da intermediari autorizzati in Italia), da quelli che pur non ricadendo nella fattispecie degli standard, assumono comunque rilievo sul piano degli obblighi di trasparenza (sistemi bilaterali).

Tali obblighi corrispondono infatti alla sempre più avvertita esigenza di far conoscere alla generalità degli investitori i prezzi e le quantità degli scambi effettuati in qualsiasi sistema di trading (dunque anche in quelli bilaterali). Ciò, da un lato, è il presupposto di una maggiore trasparenza nell'attività di quotazione dei prezzi e, dall'altro, costituisce un passo intermedio nella prospettiva della concentrazione informativa sugli scambi quale forma di tutela degli investitori, alternativa alla concentrazione degli scambi nei mercati regolamentati.

In linea con l'attenzione e la sensibilità rivolte all'attività svolta dai sistemi bilaterali, è stato quindi stabilito di mantenere fermi tutti gli obblighi di trasparenza precedentemente fissati nonché quelli derivabili dalla revisione delle norme. L'opportunità di tale impostazione discende, con ogni evidenza, dalla circostanza che nei sistemi di scambi organizzati sono spesso trattati strumenti finanziari atipici di cui, come è noto, non sono reperibili sul mercato informazioni sufficienti per consentire un fondato giudizio sulle caratteristiche dell'emittente e degli strumenti finanziari offerti.

Assume particolare rilievo, in questo contesto, la prescrizione di inviare trimestralmente alla Consob precise informazioni circa il numero dei contratti conclusi, le quantità complessivamente trattate e il relativo

controvalore scambiato, il prezzo minimo, massimo e medio ponderato, nonché il prezzo, la quantità e la data dell'ultimo contratto concluso.

Si è inteso favorire, così, non solo l'aggregazione dei dati sugli scambi in modo da renderne confrontabili prezzi e quantità, quanto soprattutto la possibilità di conoscere e monitorare l'attività effettivamente svolta dai sistemi considerati singolarmente ma anche nel loro complesso. Ciò corrisponde alla consapevolezza dell'importante contributo che può essere dato dai sistemi di scambi organizzati alla migliore trasparenza e liquidità, soprattutto nel settore obbligazionario.

Per perseguire un maggiore allineamento della disciplina degli Sso agli standard Cesr, è stato deciso di accrescere il numero e la precisione delle notizie di carattere strutturale da fornire in sede di prima segnalazione alla Consob. A tale fine sono state introdotte nuove tipologie informative; esse concernono le forme di vigilanza implementate per sorvegliare il rispetto delle regole di funzionamento del sistema, le iniziative da intraprendere nell'eventualità che tali regole non vengano rispettate, le modalità e i termini di regolamento dei contratti conclusi. Il tutto è rafforzato dall'obbligo di trasmettere copia dei contratti "quadro" che disciplinano i rapporti instauratisi con gli operatori e gli emittenti.

Con riferimento agli sviluppi regolamentari in ambito internazionale relativi alla disciplina degli abusi di mercato, è da segnalare che sta per essere completata l'emanazione della disciplina di dettaglio di Livello 2 secondo la cosiddetta procedura Lamfalussy (si ricorda in proposito che la direttiva 2003/6/CE sugli abusi di mercato era stata definitivamente approvata agli inizi del 2003).

Il primo gruppo di misure implementative proposto dal Cesr nel dicembre 2002 è stato accolto dalla Commissione Europea nel dicembre 2003 in un corpo di due direttive (2003/124/CE e 2003/125/CE) e un regolamento (2273/2003). Rispetto a quanto inizialmente proposto dal Cesr (per maggiori dettagli si veda il riquadro *"La direttiva sugli abusi di mercato: i lavori preparatori e le misure di implementazione proposte dal Cesr"* nella Relazione Annuale Consob per l'anno 2002), i testi approvati dalla Commissione Europea presentano alcune modifiche con riferimento all'interpretazione della definizione di informazione privilegiata, il cui "carattere preciso" viene espresso in modo più flessibile, e alla disciplina della produzione e diffusione di studi o altre informazioni nelle quali si raccomandano o suggeriscono strategie di investimento (dalla cui applicazione sono state escluse le società di *rating* e i giornalisti, qualora già sottoposti a equivalente regolamentazione).

Il secondo gruppo di misure implementative è stato presentato dalla Commissione Europea nel novembre 2003 (*Working Document Esc 38/2003*) sulla base dei pareri che il Cesr le ha fornito nell'agosto 2003 ed è stato rivisto il 27 gennaio 2004 per tener conto dei pareri dello *European Securities Committee* (Esc) e delle osservazioni ricevute nella fase di pubblica consultazione (Riquadro 6).

RIQUADRO 6

La direttiva sugli abusi di mercato e le misure di implementazione in corso di definizione

Le misure di implementazione presentate dalla Commissione Europea nel novembre 2003 riguardano: *a)* le linee guida che l'autorità competente deve seguire per identificare e ammettere le prassi di mercato; *b)* la definizione di informazione privilegiata nel mercato dei derivati su merci; *c)* i criteri che le società emittenti e i soggetti che lavorano per conto di tali società devono adottare per istituire e aggiornare il registro dei soggetti che hanno accesso a informazioni privilegiate; *d)* l'obbligo per coloro che esercitano responsabilità di direzione all'interno di una società emittente e per le persone a essi strettamente legate di notificare all'autorità competente le operazioni che effettuano sugli strumenti finanziari emessi dalla società (cosiddetto *insider dealing*); *e)* l'obbligo per quanti compiono professionalmente operazioni su strumenti finanziari di segnalare all'autorità competente le operazioni sulle quali si hanno ragionevoli motivi per sospettare che costituiscano abusi di mercato (cosiddette operazioni sospette).

Per ciò che riguarda le prassi di mercato ammesse, la disciplina di carattere generale contenuta nella direttiva consente che quanti pongono in essere operazioni che producono gli effetti tipici delle manipolazioni operative siano esenti da sanzione se dimostrano che le motivazioni sottostanti alle operazioni sono legittime e che le medesime operazioni sono conformi alle prassi di mercato ammesse. La stessa direttiva definisce "*prassi di mercato ammesse*" quelle di cui è ragionevole attendersi l'esistenza in uno o più mercati finanziari e ammesse dalla competente autorità in conformità alle linee direttrici adottate a Livello 2.

Al riguardo, le norme di livello 2 allo studio da parte della Commissione Europea stabiliscono che le autorità competenti tengano conto almeno dei seguenti criteri nell'individuare le prassi ammesse: *a)* il grado di trasparenza della prassi; *b)* la necessità di salvaguardare il gioco delle forze di mercato e la regolare interazione fra l'offerta e la domanda; *c)* l'impatto della prassi sulla liquidità e sull'efficienza del mercato; *d)* la misura in cui la prassi tiene conto dei meccanismi di negoziazione; *e)* i rischi per l'integrità del mercato; *f)* le caratteristiche strutturali del mercato interessato, quali il carattere di mercato regolamentato o non regolamentato, il tipo di strumenti finanziari negoziati e il tipo di operatori ammessi.

Viene inoltre specificato che l'autorità competente non deve ritenere inammissibili le prassi di mercato nuove o emergenti soltanto perché non le ha già ammesse e deve sottoporre a continuo controllo le prassi ammesse, tenendo conto dell'evoluzione strutturale e regolamentare del mercato. L'autorità competente deve altresì istituire procedure di consultazione con le categorie di partecipanti al mercato e con le autorità competenti estere. È infine richiesta la trasparenza delle motivazioni sottostanti all'autorizzazione della prassi, specie nel caso in cui sussistano differenze con decisioni prese da altre autorità comunitarie.

Passando invece al tema dei derivati su merci, la direttiva, con riferimento a tali strumenti finanziari, adotta una definizione di informazione privilegiata diversa da quella generale: invece di richiedere che sia *price-sensitive*, viene richiesto che si tratti di un'informazione che gli operatori "*si aspetterebbero di ricevere conformemente a*

prassi di mercato ammesse in tali mercati". Posto che per prassi di mercato ammessa vale quanto sopra indicato, a Livello 2 viene comunque aggiunto che le suddette informazioni sono quelle di solito messe a disposizione dei partecipanti al mercato e quelle che vengono obbligatoriamente divulgate in base a disposizioni legislative, regolamentari, contrattuali o a usi di tali mercati o dei relativi mercati sottostanti.

Un'altra questione affrontata nella normativa di Livello 2 riguarda l'istituzione (da parte degli emittenti e dei loro consulenti) del registro delle persone che hanno accesso a informazioni privilegiate. Le proposte della Commissione Europea prevedono che tale registro indichi le persone che hanno accesso a informazioni privilegiate sia in via regolare sia in via occasionale. Il registro deve riportare almeno le seguenti informazioni: l'identità della persona, la ragione per cui la persona è iscritta nel registro e la data in cui il registro è istituito e aggiornato. Viene inoltre richiesto di provvedere affinché le persone che sono indicate nella lista siano rese consapevoli degli obblighi giuridici e regolamentari che derivano dall'aver accesso a informazioni privilegiate e delle possibili sanzioni in caso di abuso o di diffusione non autorizzata delle informazioni cui hanno accesso.

Riguardo al cosiddetto *insider dealing*, le norme di Livello 2 individuano dettagliatamente i destinatari degli obblighi di *disclosure* delle transazioni (indicati invece in modo generale nella direttiva), stabilendo che ricadono nella definizione di "*persona che esercita responsabilità di direzione all'interno di un emittente*" i membri degli organi di amministrazione, direzione o sorveglianza dell'emittente o i dirigenti che, senza essere membri degli organi citati, abbiano regolare accesso a informazioni privilegiate nonché il potere di assumere decisioni di gestione sull'evoluzione futura e sulle strategie d'impresa della società. Per "*persona strettamente legata*" alla persona che esercita responsabilità di direzione si deve invece intendere il coniuge o altro *partner* equiparato al coniuge a norma del diritto nazionale, il figlio a carico, il parente che convive da almeno un anno, nonché qualunque persona giuridica controllata o di cui siano esercitate responsabilità di direzione. Diversamente da quanto proposto dal Cesr, la Commissione Europea ha introdotto una soglia sul controvalore minimo delle operazioni che devono essere notificate, pari a cinquemila euro. È stato altresì allungato il termine per la segnalazione fino al quinto giorno successivo a quello di esecuzione.

Da ultimo, le norme di Livello 2 dettano una disciplina dettagliata circa l'obbligo, per quanti effettuano professionalmente operazioni su strumenti finanziari, di segnalare all'autorità competente le cosiddette operazioni sospette. Data la complessità della materia e la possibilità di interpretazioni difformi sia tra operatori sia tra giurisdizioni (con i conseguenti rischi di perdita di quote di mercato per chi pone in essere comportamenti virtuosi), oltre a intervenire nella normativa di Livello 2, la Commissione Europea ha ritenuto auspicabile fornire a Livello 3 ulteriori elementi per l'individuazione delle operazioni sospette, prevedendo per i destinatari dell'obbligo alcune linee guida per l'implementazione di specifiche procedure organizzative sufficienti a evitare che si venga sanzionati in caso di mancata segnalazione.

A Livello 2 viene comunque precisato che il momento in cui sorge l'obbligo di segnalazione di una operazione è quello in cui si viene a conoscenza di fatti o informazioni che forniscono ragionevoli motivi per sospettare che l'operazione costituisca un abuso. La notifica all'autorità competente può avvenire per posta, posta elettronica, fax o telefono. In quest'ultimo caso, se l'autorità competente lo richiede, la segnalazione deve essere seguita da una conferma scritta. Dopo la fase di

consultazione, la Commissione Europea ha introdotto una nuova disposizione in cui si esplicita che la segnalazione non espone il soggetto segnalante ad alcuna responsabilità nei confronti dei committenti delle operazioni segnalate (peraltro le autorità competenti hanno l'obbligo di non rivelare a tali committenti l'identità del soggetto segnalante).

La disciplina degli intermediari

Nel corso del 2003 è stato avviato un articolato processo di revisione del Regolamento Intermediari e una fase di consultazione con le associazioni di categoria degli intermediari e dei consumatori.

Le proposte di modifica del regolamento in oggetto tendono per gran parte al recepimento nell'ordinamento interno degli standard comuni elaborati dal Cesr in tema di regole di condotta degli intermediari, nonché al rafforzamento dei presidi informativi a tutela degli investitori nei rapporti con gli intermediari.

Gli standard del Cesr mirano al raggiungimento di un livello di armonizzazione ampio fra le discipline di settore dei diversi Stati membri dell'Unione Europea. L'armonizzazione delle norme di "dettaglio", dopo quella dei principi generali realizzata dall'art. 11 della direttiva 93/22/CEE (*Investment Services Directive*, Isd), è vista infatti come momento imprescindibile della effettiva creazione di un mercato europeo unico dei servizi finanziari, in un contesto di tutela degli investitori e di incoraggiamento alla concorrenza degli operatori.

I principi e le regole armonizzate spesso riflettono disposizioni già presenti nell'ordinamento italiano; pur tuttavia, residuano aree in cui per recepire pienamente le disposizioni elaborate dal Cesr occorre aggiornare il Regolamento Intermediari al fine di tenere conto delle prescrizioni, a volte più analitiche, elaborate a livello internazionale. Contestualmente, l'esperienza di vigilanza ha consigliato un aggiornamento delle regole finalizzato a richiamare gli intermediari a un rispetto sostanziale degli interessi sottesi alla disciplina (interesse degli investitori e integrità dei mercati), evitando la possibilità di una adesione meramente formale alle regole di condotta. Tale risultato è perseguito, in particolare, con una maggiore specificità della disciplina relativa ai profili "procedurali" dell'attività degli intermediari e una maggiore enfasi a essa attribuita.

Nella versione vigente, il regolamento contiene, infatti, una pluralità di regole di comportamento (informazioni da rendere agli investitori, know your customer, suitability,...) "accompagnate" da un'unica disposizione generale in tema di "procedure" (art. 56).

Rimanendo in sostanza immutati nelle linee generali i risultati che gli intermediari devono garantire, si è ritenuto utile assicurare una più puntuale precettività delle procedure attraverso cui realizzare il perseguimento di quei risultati. A tal fine, sono stati di volta in volta tratteggiati i presidi minimi e i contenuti che le procedure interne dell'intermediario devono prendere in considerazione (secondo modalità e termini concreti lasciati all'autonomia imprenditoriale e alla concorrenza sulla qualità del servizio). L'esperienza di vigilanza, oltre ad avere ispirato l'approccio "procedurale" sopra tratteggiato, ha consigliato di porre particolare cura nel perseguimento dei seguenti principali obiettivi: l'effettività della disciplina del conflitto di interessi, nel senso che la trasparenza circa la situazione di conflitto non deve far venir meno il dovere dell'intermediario di non pregiudicare l'interesse dell'investitore; la comprensibilità e chiarezza delle informazioni da fornire agli investitori, specie sui rischi sottesi alle operazioni, con particolare riguardo ai prodotti o servizi combinati o collegati; l'effettività dell'obbligo di acquisire comunque le informazioni sul cliente (know your customer rule) e di mantenerle aggiornate.

Tali modifiche tendono a rafforzare l'effettività del controllo di adeguatezza, rispetto al profilo dell'investitore, di ogni operazione disposta. Sempre in questa prospettiva, è stato, inoltre, riconosciuto un più ampio contenuto informativo al contratto con il cliente e si è dato un maggiore ambito di operatività della regola di best execution. Infine, è stata data una maggiore articolazione e tempestività ai doveri di attestazione, registrazione e rendicontazione.

Nel corso del 2003, terminato il processo di consultazione con le associazioni di categoria, la Commissione ha emanato la delibera 14015 che ha operato la revisione delle "Disposizioni concernenti gli obblighi di comunicazione di dati e notizie e la trasmissione di atti e documenti da parte dei soggetti abilitati e degli agenti di cambio", semplificando le incombenze gravanti sugli intermediari anche mediante l'implementazione di un sistema di trasmissione elettronica delle informazioni che consente di eliminare, una volta a regime, l'utilizzo di supporti cartacei nel flusso documentale obbligatorio.

In tema di risparmio gestito, sono da segnalare le modificazioni apportate al Tuf in recepimento della direttiva 2001/107/CE che introducono il cosiddetto "passaporto europeo", ovvero la possibilità per le società che gestiscono (anche) gli Oicr armonizzati di prestare la propria attività in ciascun paese comunitario sulla base dell'autorizzazione ricevuta nel paese d'origine.

A seguito di tale innovazione, analoga a quella introdotta per le imprese d'investimento in attuazione della Isd, alle società di gestione italiane si affiancano le società di gestione cosiddette armonizzate, le quali possono operare in Italia sia tramite lo stabilimento di succursali, sia in regime di libera prestazione del servizio. Analogamente, la licenza unica è fruibile alle medesime condizioni dalle Sgr nazionali che vogliono accedere a mercati esteri.

Seppure il riconoscimento dell'autorizzazione rilasciata nell'home country rappresenti un passaggio necessario nell'ambito del processo di integrazione dei mercati, esso non è però da solo sufficiente a garantire una completa omogeneità sul territorio comunitario, così da neutralizzare i possibili tentativi di arbitraggio normativo. Un simile obiettivo può raggiungersi soltanto compiendo l'ulteriore passaggio consistente nell'armonizzazione delle regole di condotta. In questo senso sono infatti diretti i principi fissati

dal Cesr in materia di servizi d'investimento (inclusa la gestione individuale) e recepiti nella proposta di modifica del Regolamento Intermediari attualmente in fase di consultazione.

Ancora da venire è invece l'armonizzazione delle norme comportamentali nella prestazione del servizio di gestione collettiva, sebbene il tema sia tra quelli che il Cesr si è prefisso di affrontare prossimamente. Resta quindi da valutare il rischio che la licenza unica possa indurre fenomeni di concentrazione degli operatori nei paesi con gli standard di regolamentazione e vigilanza comportamentale più bassi, a discapito di paesi in cui l'attenzione delle Autorità sul rispetto delle regole di condotta è più forte. Al riguardo, deve rilevarsi come il legislatore italiano abbia optato per l'assoluta equiparazione tra le Sgr nazionali e le società comunitarie: queste ultime, sia nel caso di stabilimento in Italia di succursali che in quello di libera prestazione del servizio, sono infatti tenute al rispetto delle regole di condotta fissate dall'art. 40 del Tuf. Di contro, rimangono ancora da verificare le determinazioni degli altri Paesi europei in punto di estensione delle norme di condotta nazionali, ancora non armonizzate tra i vari paesi, agli operatori esteri.

Le differenze negli standard di *disclosure* derivanti dalla disomogeneità delle regole di redazione del prospetto informativo verranno presto superate con il recepimento della nuova disciplina comunitaria sul prospetto. Al riguardo, il legislatore comunitario ha dimostrato di tenere in conto la multiforme composizione della domanda, costituita da investitori con diversi gradi di competenza tecnica, nonché degli effetti negativi derivanti dal fenomeno di cosiddetto *overflow of information*. Sono stati infatti distinti due prospetti informativi, il *simplified* e il *full prospectus*, allo scopo di calibrare il tipo, la quantità e la tecnica di comunicazione delle informazioni rispetto al tipo di investitore cui sono rivolte.

I limitati contenuti informativi del simplified prospectus sono specificamente identificati nella direttiva (Allegato C) e per tale documento il grado di armonizzazione è totale; non è consentito introdurre informazioni ulteriori o diverse rispetto a quelle fissate dal legislatore comunitario. Un approccio opposto è invece adottato con riguardo al full prospectus: le informazioni che esso dovrà contenere potranno essere implementate dai legislatori nazionali, in aggiunta a quelle fissate dalla direttiva. Un'ulteriore differenza tra i due documenti informativi è rinvenibile nella circostanza, non di poco conto, che la consegna del prospetto semplificato, al quale non devono essere allegati altri documenti, è obbligatoria; mentre il prospetto completo è consegnato solo su richiesta dell'investitore e deve essere accompagnato dal regolamento di gestione o dai documenti costitutivi dell'Oicvm.

In conclusione, il simplified prospectus, autorizzato dalle competenti Autorità nazionali, costituirà uno strumento di commercializzazione unico ed esclusivo in tutto l'ambito comunitario, così eliminando in radice la possibilità, già concretamente verificatasi, di concentrazione dell'offerta nei paesi con regole di disclosure meno stringenti.

Sul fronte della normativa secondaria domestica, assumono particolare rilievo alcune novità in tema di gestione del risparmio contenute nelle proposte di modifica del Regolamento Intermediari.

In particolare, è stata prevista una più dettagliata definizione della prestazione richiesta al gestore, cioè l'esplicitazione degli obiettivi d'investimento, del parametro oggettivo di riferimento (benchmark), dello stile di gestione e del grado di rischio. Con ciò si è inteso individuare in maniera dettagliata il perimetro operativo entro il quale i gestori devono attuare il processo di allocazione degli assets gestiti, nel presupposto che gli spazi di discrezionalità connaturati al mandato gestorio debbano essere vincolati agli impegni assunti nei documenti contrattuali o d'offerta. Sono state esplicitate le "fasi" essenziali in cui si estrinseca l'attività di asset management, quali la ricerca ed elaborazione delle informazioni micro e macro economiche, la definizione delle strategie generali di investimento e la traduzione di tali strategie in conseguenti scelte operative. In sostanza, si è voluto affermare con chiarezza come ogni decisione d'investimento debba essere assunta nell'ambito di una strategia previamente deliberata dagli organi della società di gestione del risparmio a ciò preposti e in conformità a un processo decisionale preventivamente definito. Si è altresì introdotto l'obbligo di monitorare ex post gli investimenti effettuati mediante una procedura idonea a valutare su base continuativa il rischio delle singole posizioni e la coerenza di queste al profilo di rischio/rendimento dell'intera gestione, così da assicurare la rispondenza alle specifiche esigenze dei singoli investitori, nel caso di gestione su base individuale, e agli obiettivi d'investimento dell'Oicr, nel caso di gestione collettiva.

In relazione alla problematica dei conflitti d'interesse, è stato introdotto l'obbligo di gestire le situazioni di conflitto, previamente identificate, in modo tale da non recare danno agli investitori. Particolare attenzione è stata posta sui compensation del gestore, considerati una particolare manifestazione di potenziali conflitti d'interesse; al riguardo è stata introdotta una differenziazione tra quei meccanismi retributivi dai quali possa derivare un vantaggio per gli investitori (cosiddette soft commissions) e quelli che, invece, risultano a esclusivo beneficio del gestore (cosiddette hard commissions). Mentre i primi sono generalmente ammissibili purché sia rispettato l'obbligo di disclosure, i secondi richiedono un atteggiamento più severo, tale da incidere direttamente sulla correttezza comportamentale, ovvero un divieto alle retrocessioni commissionali da cui non derivi beneficio alcuno per il patrimonio in gestione.

IX. LE RELAZIONI INTERNAZIONALI

La cooperazione internazionale

Nel 2003 la Commissione ha proseguito l'intensa attività di collaborazione con Autorità di vigilanza estere, alle quali ha inoltrato 51 richieste; l'Istituto ha inoltre ricevuto richieste di cooperazione in relazione a 94 indagini (Tav. IX.1). Per quanto riguarda l'attività internazionale relativa a sospetti casi di *insider trading*, si rileva una diminuzione delle richieste inoltrate dall'Istituto (passate da 24 nel 2002 a 11 nel 2003) e una lieve crescita del numero delle richieste da parte di Autorità estere (da 13 a 17). Le 6 richieste di cooperazione inoltrate dalla Consob relativamente all'informativa societaria sono collegate ai casi Cirio e Parmalat, in relazione ai quali la Commissione è stata fortemente impegnata nell'ultima parte del 2003. Sempre elevato si mantiene il numero di richieste relative allo scambio di informazioni tra l'Istituto e le Autorità estere relativamente ai requisiti di professionalità e onorabilità dei dirigenti delle imprese di investimento (21 richieste formulate e 70 ricevute).

L'analisi della distribuzione regionale delle richieste di cooperazione inoltrate dalla Consob ad Autorità estere rivela come tali richieste siano indirizzate in prevalenza ad Autorità dei paesi dell'Unione Europea (40 richieste su 51; Tav. aIX.1). Un fenomeno analogo si riscontra, peraltro, per ciò che riguarda le richieste di cooperazione ricevute dalla Commissione (provenienti in 81 casi su 94 da Autorità di paesi dell'Unione Europea).

L'attività internazionale dell'Istituto è coincisa, nel secondo semestre del 2003, con la presidenza di turno italiana del Consiglio dell'Unione Europea. Per il settore dei servizi finanziari, il calendario includeva una serie di interventi di particolare rilevanza concernenti le offerte pubbliche di acquisto, la trasparenza degli emittenti quotati, i servizi di investimento e i mercati regolamentati sui quali si sono registrati progressi significativi.

In particolare, è stato adottato un orientamento generale sulla proposta di direttiva in materia di trasparenza degli emittenti quotati (25 novembre 2003); il Consiglio è pervenuto a una posizione comune sulla proposta di direttiva sui mercati di strumenti finanziari (8 dicembre 2003); è stato raggiunto, infine, l'accordo politico sulla proposta di direttiva concernente le offerte pubbliche di acquisto (22 dicembre 2003).

Le iniziative normative indicate si iscrivono nel quadro di completamento del programma contenuto nella Comunicazione della Commissione Europea per il Piano d'Azione per i servizi finanziari.

TAV. IX.1

COOPERAZIONE INTERNAZIONALE
(RICHIESTE DI COLLABORAZIONE)

OGGETTO	1998	1999	2000	2001	2002	2003
DALLA CONSOB AD AUTORITÀ ESTERE						
INSIDER TRADING	17	43	32	24	24	11
MANIPOLAZIONE DEI PREZZI DI VALORI MOBILIARI	2	--	1	4	--	4
SOLLECITAZIONE E ATTIVITÀ DI INTERMEDIAZIONE ABUSIVE	7	4	3	10	9	5
TRASPARENZA E INFORMATIVA SOCIETARIA	--	--	1	--	--	6
PARTECIPAZIONI RILEVANTI AL CAPITALE DI SOCIETÀ QUOTATE E DI INTERMEDIARI AUTORIZZATI	--	--	--	1	1	3
REQUISITI DI ONORABILITÀ E PROFESSIONALITÀ	12	10	19	14	34	21
VIOLAZIONE REGOLE DI CONDOTTA	--	--	2	--	--	1
<i>TOTALE</i>	<i>38</i>	<i>57</i>	<i>58</i>	<i>53</i>	<i>68</i>	<i>51</i>
DA AUTORITÀ ESTERE ALLA CONSOB						
INSIDER TRADING	2	3	5	20	13	17
MANIPOLAZIONE DEI PREZZI DI VALORI MOBILIARI	1	3	--	1	1	2
SOLLECITAZIONE E ATTIVITÀ DI INTERMEDIAZIONE ABUSIVE	3	3	1	2	7	4
TRASPARENZA E INFORMATIVA SOCIETARIA	1	--	2	--	--	--
PARTECIPAZIONI RILEVANTI AL CAPITALE DI SOCIETÀ QUOTATE E DI INTERMEDIARI AUTORIZZATI	--	--	--	--	2	1
REQUISITI DI ONORABILITÀ E PROFESSIONALITÀ	30	44	53	49	80	70
VIOLAZIONE REGOLE DI CONDOTTA	--	--	--	--	--	--
<i>TOTALE</i>	<i>37</i>	<i>53</i>	<i>61</i>	<i>72</i>	<i>103</i>	<i>94</i>

L'obiettivo del Piano d'Azione è quello di favorire la creazione di un mercato interno pienamente integrato fondato sul principio del controllo del paese di origine; uno dei presupposti è l'esistenza di Autorità di controllo in grado di assicurare, da parte dei soggetti vigilati, il rispetto della normativa nonché di fornire la cooperazione alle controparti degli altri Stati membri.

Nel quadro delle direttive redatte secondo il modello *Lamfalussy*, e in particolare delle iniziative normative portate a conclusione nel semestre di Presidenza italiana, assume notevole rilievo la tematica dei poteri delle Autorità competenti.

In particolare, la direttiva sugli abusi di mercato 2003/6/CE, già in vigore e da recepirsi entro ottobre 2004, prevede una lista di poteri minimi di cui le Autorità competenti devono essere dotate dagli Stati membri.

La posizione comune sulla proposta di direttiva concernente i mercati di strumenti finanziari si allinea alla direttiva 2003/6/CE, stabilendo una lista dei poteri minimi da attribuirsi all'Autorità amministrativa.

Nel dettaglio, con riferimento all'abusivismo nella prestazione di servizi di investimento, si prevede che l'Autorità competente sia dotata di penetranti poteri di indagine nonché di attivazione di misure cautelari sia nei confronti dei soggetti vigilati sia nei confronti dei soggetti non sottoposti a vigilanza. Le innovazioni rispetto ai poteri conferiti alla Consob dall'ordinamento vigente sono significative. Si fa riferimento, in particolare, al potere di acquisire qualsiasi documento e riceverne copia, di chiedere informazioni a chiunque prevedendo, se necessario, convocazioni e specifiche audizioni, di eseguire ispezioni, di chiedere le registrazioni riguardanti le comunicazioni telefoniche e la documentazione relativa ai dati scambiati per via telematica. Si definiscono anche i poteri di natura inibitoria, cautelare e ingiuntiva, con particolare riguardo al potere di far cessare qualsiasi pratica contraria alle disposizioni adottate in attuazione della direttiva, di richiedere il blocco e/o il sequestro dei beni e, infine, di richiedere la temporanea interdizione dall'esercizio dell'attività professionale.

Il tema dei poteri delle Autorità competenti è stato, altresì, affrontato anche nel più ampio contesto delle relazioni multilaterali. Al riguardo, assume importanza l'Accordo di Cooperazione Multilaterale in ambito Iosco, soprattutto per le previsioni relative ai poteri di vigilanza e di indagine che devono essere attivati a fronte di richiesta di cooperazione delle Autorità, e al regime di utilizzo delle informazioni e di riservatezza al quale le predette informazioni scambiate devono essere soggette.

Il contenuto dell'Accordo si discosta dai testi normalmente utilizzati nel caso di accordi bilaterali, in quanto prevede una valutazione sui poteri di cooperazione e pone l'accento sulle informazioni necessarie all'identificazione del beneficiario finale nelle transazioni finanziarie o nelle partecipazioni in società ed enti. Detto Accordo è stato utilizzato in occasione delle indagini relative al caso Parmalat.

L'ambito di applicabilità dell'Accordo include l'enforcement riguardante l'insider dealing e la manipolazione, l'omissione o non esatta indicazione di informazioni rilevanti e tutte le altre pratiche fraudolente relative a valori mobiliari o prodotti derivati, la registrazione, l'emissione, l'offerta o la vendita di valori mobiliari o prodotti derivati e gli obblighi di informazione a essi connessi, gli intermediari, gli organismi di investimento collettivo del risparmio, i mediatori, i raccoglitori di ordini, i mercati, le borse valori e gli organismi di clearing e settlement.

Con l'Accordo viene stabilito il contenuto minimo degli obblighi di cooperazione per i firmatari e viene introdotto, per la prima volta, un meccanismo di controllo sulla capacità degli aderenti di far fronte agli adempimenti assunti. Si passa, in sostanza, da mere dichiarazioni di intenti a un vero e proprio impegno a prestare un'effettiva cooperazione. Questo aspetto assume particolare

rilevanza in quanto, per corrispondere pienamente alle previsioni dell'Accordo, i poteri attribuiti alla Commissione dalla legislazione vigente devono essere incrementati.

L'obiettivo di dotare la Consob di maggiori poteri di indagine potrebbe essere raggiunto non solo in sede di recepimento della direttiva sugli abusi di mercato, che attribuisce alle Autorità competenti penetranti poteri di indagine nonché stringenti obblighi di cooperazione, ma anche in sede di recepimento delle altre iniziative normative comunitarie che sanciscono poteri minimi di intervento da parte delle Autorità competenti.

È proseguita nel corso del 2003 l'attività dell'Istituto tesa ad ampliare i contatti a livello bilaterale con altre Autorità di vigilanza. In particolare, sono stati stipulati i *Memoranda of Understanding* (MoU) con le Autorità di Jersey, della Malesia, del Principato di Monaco, della Repubblica di San Marino, della Repubblica Slovacca e della Romania.

A tutt'oggi la Consob ha sottoscritto trenta accordi bilaterali di cooperazione e un'intesa per il mantenimento della confidenzialità delle informazioni scambiate, oltre al Memorandum multilaterale tra i paesi dello Spazio Economico Europeo che aderiscono al Cesr e al MoU siglato in sede Iosco. Sono in corso, peraltro, trattative con le Autorità di altri Stati per addivenire alla stipula di analoghi accordi.

È proseguita anche l'attività di cooperazione fornita dalla Commissione nell'ambito dei programmi di gemellaggio *Phare*. Il 25 novembre si è concluso, in particolare, il programma di gemellaggio con la Commissione Nazionale di Valori Mobiliari rumena (Cnvm).

La suddetta iniziativa, che si è svolta con la collaborazione della Banca d'Italia, della Borsa Italiana spa e della Montetitol spa, è stata realizzata nel quadro dei programmi previsti dall'Unione Europea al fine di fornire supporto ai paesi candidati all'ingresso nell'Unione Europea. Il gemellaggio ha avuto come finalità quella di favorire il recepimento nella normativa rumena dell'acquis comunitario in materia di valori mobiliari, il rafforzamento delle capacità amministrative della Commissione di valori rumena, la predisposizione di un piano d'azione a medio termine per lo sviluppo dei mercati finanziari rumeni e il controllo in tempo reale dei mercati. Un funzionario della Consob è stato distaccato per un periodo di un anno presso la Commissione rumena e numerose attività seminariali e di formazione, sia in Romania che in Italia, sono state svolte da un consistente numero di funzionari della Consob.

Il gemellaggio ha raggiunto gli obiettivi prefissati nel programma, ossia la predisposizione di un progetto di legge sul mercato mobiliare, in linea con l'acquis comunitario e attualmente all'esame del Parlamento rumeno, nonché la costituzione di un sistema elettronico di monitoraggio delle transazioni sui mercati di borsa rumeni.

A partire dal mese di settembre, l'Istituto ha cominciato a prestare la propria cooperazione in un analogo programma di gemellaggio tra la Commissione di Valori della Repubblica Ceca e il Ministero dell'economia e delle finanze.

Anche in questo caso gli obiettivi del progetto sono il pieno recepimento dell'acquis comunitario in materia di mercati di capitali e il rafforzamento delle capacità amministrative delle Autorità ceche coinvolte (Commissione di vigilanza sul mercato di valori mobiliari e Ministero delle finanze). La cooperazione della

Consob si sta realizzando mediante l'invio di funzionari nella Repubblica Ceca al fine di svolgere attività seminariali e/o di formazione e mediante l'accoglimento di funzionari della Commissione di valori ceca per brevi stages presso la Consob.

L'attività dell'Unione Europea

Nel 2003 è proseguita l'attività della Commissione Europea, del Consiglio Europeo e del Parlamento Europeo volta a dare attuazione agli obiettivi indicati nel Piano d'Azione relativi alla realizzazione di un mercato di servizi finanziari pienamente integrato entro il 2005.

Tra le iniziative normative oggetto dell'attività dell'Unione Europea si segnala la direttiva sul prospetto di offerta che introduce il passaporto europeo per gli emittenti. È previsto un meccanismo per il quale il prospetto, approvato dall'Autorità dello Stato membro di origine, è valido per l'offerta al pubblico e/o l'ammissione alle negoziazioni su mercati regolamentati in tutto il territorio dell'Unione Europea.

Il passaporto europeo per gli emittenti accentuerà verosimilmente la delocalizzazione delle emissioni di titoli diversi dai titoli partecipativi (non-equity securities) di valore nominale superiore ai 1000 euro nei paesi con minori controlli. Questo sarà possibile dal momento che la direttiva consente all'emittente di scegliere il paese di origine tra quello in cui l'emittente ha la propria sede sociale e il paese in cui il titolo viene offerto al pubblico e/o ammesso alle negoziazioni su mercati regolamentati. Una volta ottenuta l'approvazione del prospetto da parte dell'Autorità del paese prescelto, i titoli potranno essere collocati su tutto il territorio dell'Unione senza che l'Autorità del paese ospitante possa chiedere ulteriori informazioni o imporre condizioni specifiche. La direttiva, diversamente dal passato, prevede l'obbligo di pubblicazione del prospetto da parte degli emittenti creditizi nell'effettuazione delle operazioni di raccolta; l'obbligo del prospetto vige per tutti i tipi di offerta di titoli di capitale e/o di debito collocati presso il pubblico dei risparmiatori, con l'eccezione di quelli emessi da Stati sovrani e dalle banche centrali. Il collocamento presso investitori istituzionali o investitori qualificati come professionali non è soggetto agli obblighi di predisposizione del prospetto. Tuttavia, in casi di rivendita a investitori diversi da quelli qualificati (in particolare ai clienti degli intermediari), è richiesta la predisposizione del prospetto.

Il Cesr ha fornito, nel corso dell'anno, un parere alla Commissione Europea sugli schemi (semplificati per ciò che riguarda le emissioni da parte di istituti di credito di strumenti finanziari non di capitale) e i meccanismi di pubblicità del prospetto. Sulla base di detto parere, la Commissione Europea ha predisposto una bozza di regolamento attualmente oggetto di consultazione; una volta adottato, esso diventerà immediatamente applicabile senza necessità di recepimento sostituendo la disciplina regolamentare della Consob attualmente in vigore.

La direttiva sul prospetto va considerata congiuntamente a quella sulla trasparenza che prevede obblighi di informativa continua. La proposta di direttiva sulla trasparenza degli emittenti quotati ha come obiettivo la modernizzazione della disciplina vigente per le società quotate sui

mercati di borsa. Il nucleo principale della direttiva è costituito dagli obblighi di informativa periodica imposti agli emittenti nel corso dell'esercizio finanziario.

In particolare essi consistono, secondo il testo attuale dell'orientamento generale del Consiglio, nella pubblicazione di una relazione finanziaria annuale, comprendente attestazioni da parte delle persone responsabili presso l'emittente certificanti che le informazioni contenute nella relazione annuale rappresentano in modo veritiero e corretto la posizione finanziaria, i profitti o le perdite dell'emittente; nella pubblicazione di una relazione semestrale redatta secondo i criteri previsti nello standard Ias 34, e infine nella pubblicazione di una relazione infrasemestrale dei membri del consiglio di amministrazione, in un periodo compreso tra dieci settimane dopo l'inizio e sei settimane prima della fine del semestre di riferimento. Tale relazione comprende, in particolare, una descrizione dei fatti e delle transazioni che hanno avuto luogo durante il periodo di riferimento e del loro impatto sulla posizione finanziaria dell'emittente e delle sue controllate, nonché una generale descrizione della posizione finanziaria e dell'andamento dell'emittente e delle sue controllate durante il periodo di riferimento.

Una parte importante della disciplina riguarda le modalità di diffusione dell'informazione. Gli Stati membri devono prevedere almeno un *officially appointed mechanism* per la raccolta centralizzata delle informazioni regolamentate; deve essere inoltre garantita la diffusione delle informazioni in tutto il territorio dell'Unione Europea.

Sono previste altresì disposizioni in materia di trasparenza degli assetti proprietari, che innovano la disciplina vigente ai sensi della direttiva 2001/34/CE.

In primo luogo è differente la percentuale dei diritti di voto raggiunta la quale interviene l'obbligo di comunicazione iniziale (5 e non più 10 per cento); in secondo luogo è sancito l'obbligo di comunicare le partecipazioni potenziali, cioè quelle partecipazioni che danno titolo ad acquistare azioni, nonché quello di dichiarare il superamento passivo della soglia per fatti indipendenti dalla volontà del possessore di titoli.

Una delle novità della proposta di direttiva riguarda il controllo che le Autorità competenti (che possono essere diverse dalle Autorità che approvano il prospetto) devono svolgere sull'informativa periodica incentrata sui dati contabili.

A tal fine, dette Autorità devono essere dotate di rilevanti poteri quali quello di richiedere informazioni e documenti ai revisori, agli emittenti, ai possessori di azioni o altri strumenti finanziari; di richiedere all'emittente di fornire informazioni al pubblico; di richiedere agli amministratori degli emittenti di notificare le informazioni previste dalla direttiva; di sospendere la negoziazione dei titoli se vi è sospetto che le previsioni della direttiva siano state violate dall'emittente; di vietare detta negoziazione se vi è la prova che le norme della direttiva siano state violate; di effettuare ispezioni sul proprio territorio. Si tratta di disposizioni largamente già recepite a livello nazionale ma non armonizzate in precedenza a livello comunitario.

La proposta di direttiva sui mercati di strumenti finanziari, come risulta dalla posizione comune del Consiglio, presenta significative novità rispetto al quadro normativo vigente nel nostro ordinamento.

Viene rimosso il principio della concentrazione degli scambi nei mercati regolamentati così da favorire la competizione tra sistemi di negoziazione (mercati regolamentati, sistemi di scambi organizzati multilaterali e intermediari internalizzatori). Viene, poi, introdotto un regime armonizzato di regole di condotta (best execution e disciplina dei conflitti di interesse), al fine di consentire il passaggio delle responsabilità di vigilanza al paese di origine dell'intermediario. I servizi di consulenza (oggi compresi tra i servizi accessori) e i servizi aventi ad oggetto strumenti finanziari derivati su merci vengono specificamente disciplinati e a essi è esteso il passaporto europeo. Infine, è istituzionalizzata la figura dell'agente collegato (tied agent) operante in regime di monomandato e si prevede un regime speciale per i servizi di execution only.

Per quanto riguarda la proposta di direttiva sulle offerte pubbliche di acquisto, si prefigura l'obbligo di lanciare un'offerta pubblica di acquisto sulla totalità dei titoli muniti dei diritti di voto al superamento di una determinata soglia, che deve essere determinata dai singoli Stati membri.

Sono previsti specifici obblighi informativi. Le offerte devono essere rese pubbliche senza indugio e le Autorità di vigilanza devono essere immediatamente informate. Gli offerenti devono redigere e rendere pubblico un documento contenente le informazioni necessarie alla formazione di un'opinione circostanziata in merito all'offerta. Si prospetta, inoltre, l'obbligo di autorizzazione assembleare preventiva per gli atti o le operazioni che possano contrastare l'offerente, dal momento in cui l'organo di amministrazione della società emittente riceve le informazioni sull'offerta e finché il risultato dell'offerta non sia stato reso pubblico ovvero l'offerta stessa decada (su tali questioni si veda anche il paragrafo "La disciplina dell'appello al pubblico risparmio" del capitolo VIII).

Per ciò che riguarda le iniziative normative di recente presentazione, si segnala la proposta di regolamento della Commissione Europea sulla cooperazione tra Autorità amministrative, a tutela dei consumatori, che richiede alle Autorità competenti (incluse quelle competenti per la vendita dei servizi e prodotti finanziari a distanza) di cooperare nei casi in cui un consumatore abbia presentato un reclamo in un altro Stato membro.

Le Autorità devono cooperare avvalendosi dei propri poteri (individuati a livello minimo nel testo del Consiglio) che corrispondono largamente a quelli previsti nella direttiva sugli abusi di mercato (inclusa la possibilità di adottare misure cautelari sui beni).

Sono state adottate le decisioni istitutive dei Comitati di Autorità di Vigilanza per il settore banche e assicurazioni (omologhi del Cesr) e dei Comitati dei Rappresentanti dei Ministri Finanziari (che svolgeranno compiti analoghi a quello assicurato dal *Securities Committee*). Con una proposta di direttiva della Commissione Europea, ai nuovi Comitati vengono trasferite le competenze precedentemente attribuite ai Comitati di Contatto Banche e Assicurazioni, nonché quelle attribuite al Comitato di Contatto fondi comuni. I Comitati diverranno pienamente operanti una volta adottata la proposta di direttiva.

L'attività in sede europea, nel corso del 2004, dovrebbe continuare a ritmi sostenuti al fine di consentire la conclusione delle proposte attualmente allo stadio di posizione comune o di accordo politico e per le quali si attende che il Parlamento si pronunci prima della scadenza del mandato.

Nel caso in cui non fosse possibile completare la procedura di decisione comune, lo scioglimento del Parlamento avrà come effetto l'obbligo di iniziare *ex novo*, con una nuova proposta di direttiva della Commissione, l'iter dei provvedimenti legislativi sopra menzionati.

A seguito della vicenda Parmalat, la Commissione Europea ha annunciato l'intenzione di procedere in tempi rapidi alla presentazione di misure di armonizzazione atte a evitare che casi simili si verifichino in futuro sul mercato europeo, ridefinendo le priorità già concordate dalla Commissione medesima.

Nel corso del 2003, la Commissione Europea ha pubblicato un "Piano d'Azione per il Diritto Societario". Il piano prevede una serie di iniziative da realizzarsi a breve termine (entro il periodo 2003-2005), a medio termine (entro il periodo 2006-2008) e a lungo termine (dal 2009 in poi).

Accanto alla già preannunciata proposta di direttiva sulla revisione legale dei conti, la Commissione Europea ha dichiarato di voler procedere quanto prima all'adozione di misure in materia di "*corporate governance*" (con particolare riguardo agli amministratori indipendenti e alle responsabilità degli amministratori) e di utilizzo dei cosiddetti "*off-shore Special Purpose Vehicles*".

La Commissione Europea ha, altresì, annunciato l'intenzione di adottare rapidamente misure sui conflitti di interesse degli analisti finanziari e di voler riconsiderare gli orientamenti precedentemente assunti in materia di agenzie di "*rating*". Infine, verrà presentata una proposta di terza direttiva in materia di anti-riciclaggio che conterrà norme speciali per quanto attiene ai centri finanziari "*off-shore*".

Dovrebbero essere presentate formalmente, nel corso del 2004, la proposta di direttiva di modifica della seconda direttiva sul capitale sociale, quella sui trasferimenti transfrontalieri di sede, nonché quella di modifica dell'ottava direttiva in materia di controllo legale dei conti. Inoltre, potrebbe essere presentata una proposta di direttiva in materia di *clearing* e *settlement*.

L'attività dell'International Organization of Securities Commissions (Iosco)

La Consob è stata particolarmente attiva nell'ambito della Iosco *Implementation Task Force*, che nel corso dell'anno ha lavorato per la predisposizione del documento "*Assessment Methodology*" da utilizzare per valutare la rispondenza di ciascun paese agli Iosco *Objectives and Principles for Securities Supervision* adottati nel 1998. Detti Principi, come noto, costituiscono un *benchmark* utilizzato da parte delle IFIs (Fondo Monetario Internazionale e Banca Mondiale) per il settore dei valori mobiliari. Essi verranno impiegati dal Fondo Monetario Internazionale nell'ambito del Programma FSAP (*Financial Sector Assessment Program*), cui l'Italia sarà sottoposta analogamente a quanto già avvenuto per i principali paesi europei (Regno Unito, Francia, Germania), che rivestirà particolare importanza alla luce degli eventi verificatisi nel corso del 2003

sul mercato dei valori mobiliari. La Commissione ha inoltre risposto ai sei questionari di “*self-assessment*” approvati dalla Iosco al fine di valutare il grado di adesione ai predetti principi da parte dell’ordinamento interno.

Nel corso della Conferenza Annuale di Seoul, tenutasi nel mese di ottobre 2003, il Comitato dei Presidenti ha formalmente approvato i documenti relativi alla metodologia per la valutazione della rispondenza della regolamentazione nazionale ai Principi e Obiettivi per la regolamentazione dei mercati mobiliari e ai principi in materia di supervisione sugli *auditors* e sull’indipendenza degli *auditors*, già approvati dal Comitato Tecnico nell’ottobre 2002 e predisposti da un gruppo di lavoro cui partecipava la Consob.

La Iosco ha già iniziato, tramite il Comitato Tecnico, un’attività di indagine circa l’attuazione dei predetti principi ed è attivamente coinvolta nel processo di istituzione, da parte dell’International Federation of Accountants (Ifac), del Public Interest Oversight Board (Piob) che avrà il compito di controllare il funzionamento dell’Ifac sia per l’attività di emanazione dei principi di revisione sia per l’elaborazione di norme (cosiddette “etiche”) e per quanto attiene all’indipendenza dei revisori.

Il Comitato dei Presidenti ha, inoltre, approvato i documenti relativi ai principi in materia di obblighi di trasparenza di eventi rilevanti da parte di società quotate (*Statements of Principles on Ongoing Disclosure and Material Development Reporting by Listed Entities*), anch’essi redatti dalla speciale *task force* e approvati dal Comitato Tecnico nell’ottobre 2002.

Il Comitato Tecnico ha approvato due importanti documenti recanti principi in materia di analisti finanziari e società di *rating*. Per quanto attiene agli analisti finanziari, particolare rilevanza assume la problematica dei conflitti di interesse in considerazione del fatto che la maggior parte di essi opera nell’ambito di gruppi finanziari polifunzionali (*sell-side analysts*). Accanto ai conflitti di interesse, due sono le principali aree di intervento individuate dalla Iosco: l’integrità, competenza e correttezza degli analisti, da un lato, l’attività di *investor education*, volta a rendere gli investitori consapevoli dei rischi e dell’esistenza di potenziali conflitti di interesse, dall’altro.

In materia di società di rating grande importanza è stata data all’esigenza di garantire agli investitori la possibilità di avvalersi delle indicazioni contenute nei giudizi e nelle opinioni delle rating agencies. Viene, pertanto, sottolineata l’importanza di assicurare la fondatezza dell’attività di analisi e la trasparenza delle metodologie adottate e delle modalità e procedure di informazione del mercato. I principi considerano (sebbene con rilievo minore rispetto a quanto previsto per gli analisti) i profili attinenti ai potenziali conflitti di interesse che possono influenzare l’indipendenza di giudizio della società di rating.

Recentemente, a seguito del caso Parmalat, è stato costituito dal Comitato Tecnico della Iosco un’apposita *Task Force*, co-presieduta dalla Consob e dalla Sec, per studiare eventuali misure da adottare al fine di impedire il verificarsi di situazioni analoghe in futuro.

X. I CONTROLLI GIURISDIZIONALI SULL'ATTIVITÀ DELLA CONSOB

Il contenzioso sui provvedimenti in materia di vigilanza

Nel corso del 2003, sono stati instaurati 33 giudizi avanti al giudice amministrativo per l'annullamento di provvedimenti adottati dalla Commissione nell'esercizio delle proprie potestà di vigilanza e sanzionatorie (40 nel 2002); le opposizioni al giudice ordinario hanno avuto un incremento passando da 40 nel 2002 a 61 nel 2003 (Tav. X.1). Pressoché tutte le impugnazioni di tal specie sono state presentate (ai sensi dell'art. 195 del Tuf) avanti alle competenti Corti d'Appello e hanno avuto ad oggetto sanzioni amministrative pecuniarie adottate dal Ministero dell'economia e delle finanze su proposta dell'Istituto (Tav. aX.1)

TAV. X.1

RICORSI CONTRO ATTI PROPOSTI O ADOTTATI DALL'ISTITUTO¹ (ESITI AL 31 DICEMBRE 2003)

	GIUDICE AMMINISTRATIVO ²			GIUDICE ORDINARIO ³		
	2001	2002	2003	2001	2002	2003
ACCOLTI ⁴	7	1	--	13	10	35
RESPINTI	3	5	--	26	25	12
IN CORSO	24	34	33	1	5	14
DI CUI ⁵ :						
- ACCOLTA SOSPENSIVA	2	1	1	--	--	--
- RESPINTA SOSPENSIVA	12	14	13	--	--	--
<i>TOTALE RICORSI</i>	<i>34</i>	<i>40</i>	<i>33</i>	<i>40</i>	<i>40</i>	<i>61</i>

¹ I ricorsi sono riportati per anno di presentazione. ² La voce comprende i ricorsi al Tar e al Consiglio di Stato, nonché ricorsi straordinari al Capo dello Stato. ³ Tribunali e Corti d'Appello. ⁴ Anche parzialmente. ⁵ Comprende i soli ricorsi per i quali è stata presentata l'istanza di sospensiva.

Tra le più significative decisioni giurisprudenziali adottate nel corso del 2003 si segnala, innanzitutto, la sentenza della Prima Sezione della Corte di Cassazione n. 16608, pubblicata il 2 luglio 2003, nella quale la Suprema Corte è nuovamente intervenuta sul tema della decorrenza del termine per la contestazione degli estremi della violazione al trasgressore fissato, dall'art. 14 della

legge 689/1981, in novanta giorni “dall'accertamento”. La Suprema Corte ha inoltre sottolineato la responsabilità del collegio sindacale nel caso di irregolarità organizzative e procedurali commesse da intermediari mobiliari.

La Suprema Corte, sul punto, ha ribadito che “l'attività di accertamento deve essere ritenuta comprensiva anche del tempo necessario alla valutazione degli elementi acquisiti, al fine del riscontro della loro idoneità a integrare gli estremi (oggettivi e soggettivi) di comportamenti sanzionati come illeciti amministrativi dalle norme che regolano l'attività degli intermediari”; tutto ciò con la conseguenza che il termine di cui all'art. 14 della legge 689/1981 non può iniziare a decorrere prima che la Commissione, in composizione collegiale, sia investita del risultato delle indagini e sia chiamata a decidere sulla ravvisabilità di illeciti amministrativi da contestare.

La medesima decisione si apprezza anche per aver specificato come, nelle carenze di carattere generale nell'assetto organizzativo e procedurale degli intermediari mobiliari, possano essere chiamati a rispondere i componenti del collegio sindacale degli intermediari medesimi. Secondo la Suprema Corte, il collegio sindacale, “quale organo istituzionalmente tenuto a vigilare (anche nell'interesse di terzi) sull'osservanza della legge nell'amministrazione della società e nello svolgimento dell'attività sociale (...)”, non può non essere responsabile di siffatte irregolarità “quando si riflettano (...) sulla puntuale osservanza delle norme dirette a disciplinare l'attività di intermediazione”.

Anche la Corte d'Appello di Milano, nel decreto 15-23.10.2003, ha parlato del collegio sindacale quale “organo interno che è tenuto a vigilare - precipuamente secondo i parametri procedurali dettati dalla normativa regolamentare Consob, posta a garanzia degli investitori - dell'operare della Sim, quale intermediatrice finanziaria”.

La Corte milanese, respingendo l'opposizione presentata dai sindaci di una Sim avverso un decreto ministeriale irrogativo di sanzioni per violazione delle disposizioni in materia di sistemi di scambi organizzati (art. 78 del Tuf), ha affermato che gli obblighi di trasparenza sui quantitativi e i prezzi degli strumenti finanziari scambiati nel sistema, in quanto necessari alla valutazione della corretta formazione dei prezzi dei titoli, sono “indispensabili per la tutela degli investitori”, di talché della loro inosservanza possono essere responsabili anche i componenti l'organo di controllo.

Gli amministratori delle Sim sono altresì titolari di un generale obbligo di supervisione sull'andamento societario, come ha statuito la medesima Corte d'Appello di Milano in altro decreto.

In particolare, la Corte ha giudicato non condivisibile l'assunto per cui solo l'amministratore delegato, preposto alla struttura organizzativa deputata alla prestazione di servizi di investimento, può considerarsi responsabile dell'inosservanza della disciplina di settore, correlandosi la responsabilità degli amministratori “non solo a specifici fatti commissivi direttamente posti in essere, ma anche alla violazione di un dovere di vigilanza sul generale andamento della società, e ciò a prescindere dalla sussistenza di specifiche deleghe”.

In una ulteriore pronuncia, la Corte di Cassazione è intervenuta nella dibattuta questione della conformità alle disposizioni comunitarie della nozione di gestione patrimoniale contenuta nel Tuf;

sulla questione era intervenuta la Corte di Giustizia delle Comunità Europee con la sentenza 21 novembre 2002.

La Corte di Cassazione, pur negando che nella fattispecie concreta taluni promotori finanziari avessero effettivamente svolto un'attività di gestione patrimoniale, ha tuttavia ritenuto insussistente qualsivoglia difformità tra la nozione "interna" ("Gestione su base individuale di portafogli di investimento per conto terzi") e quella comunitaria ("Gestione, su base discrezionale e individualizzata, di portafogli di investimento nell'ambito di un mandato conferito dagli investitori") di gestione; ciò in base all'assunto per cui "non può esservi dubbio sulla presenza nel concetto stesso di gestione di patrimoni dell'elemento del mandato e del carattere della discrezionalità, essendo l'uno e l'altro 'l'in sé' della gestione".

In materia di emittenti, una rilevante pronuncia in tema di controlli della Commissione sull'operato dei collegi sindacali è stata emessa dalla Corte d'Appello di Milano lo scorso giugno, nell'ambito dei giudizi di opposizione instaurati dai sindaci di una società con azioni quotate avverso le sanzioni pecuniarie irrogate dal Ministero dell'economia e delle finanze per la violazione dell'art. 149, comma 3, del Tuf (norma che impone ai collegi sindacali di comunicare "senza indugio alla Consob le irregolarità riscontrate nell'attività di vigilanza" e di trasmettere alla stessa "i relativi verbali delle riunioni e degli accertamenti svolti e ogni altra utile documentazione").

La questione interpretativa dedotta in giudizio verteva sulla portata dell'obbligo di segnalare le irregolarità riscontrate dai sindaci. La Commissione aveva assegnato una valenza sostanziale a tale obbligo, ritenendo che fra le "irregolarità riscontrate" non rientrassero solo quelle che i sindaci abbiano effettivamente rilevato, ma anche quelle che, facendo uso della diligenza a essi richiesta, avrebbero dovuto riscontrare nell'attuazione dei compiti loro istituzionalmente demandati.

Tale ricostruzione non è stata accolta dalla Corte, che - prendendo le mosse dai principi generali in materia di diritto punitivo contenuti in diverse norme dell'ordinamento - ha evidenziato come "sotto il profilo della condotta e dell'evento sia del tutto diversa la omessa vigilanza rispetto alla omessa comunicazione delle irregolarità riscontrate nell'esercizio di tale attività di controllo" e che, pur riconoscendo l'idoneità della previsione a colpire anche comportamenti di tipo "elusivo" con i quali i sindaci "pur resisi edotti delle irregolarità (da essi conosciute e apprezzate come tali), cerchino di non apparire all'esterno consapevoli, onde poter così giustificare l'omessa violazione", spetta alla Consob l'onere di provare la malafede dei sindaci medesimi.

Nei confronti del decreto emesso dai giudici di Milano la Commissione ha deliberato di presentare ricorso per Cassazione.

Nel corso del 2003 si è chiusa la vicenda originata, l'anno precedente, dal ricorso al Tar del Lazio di un fondo di investimento estero, azionista di una società quotata, per l'annullamento della determinazione con cui la Commissione, nel maggio 2002, aveva ritenuto non più sussistente il patto parasociale ravvisato nell'agosto del 2001 sulle azioni della quotata (con il conseguente venir meno dell'obbligo di Opa solidale a carico di entrambi i paciscenti) e per il risarcimento dei danni subiti dal fondo per effetto della pronuncia della Commissione (Tav. aX.2).

Il Consiglio di Stato, chiamato a pronunciarsi sulla sentenza con cui il Tar nel 2002 (pur negando l'esistenza dei presupposti per il risarcimento) aveva annullato la decisione della Consob, nel maggio del 2003 ha respinto il ricorso proposto in appello dal fondo estero (confermando l'insussistenza dei presupposti per il risarcimento). Ha inoltre dichiarato l'improcedibilità, per sopravvenuta carenza d'interesse, degli ulteriori ricorsi proposti avverso la pronuncia di primo grado (ivi incluso quello presentato in via incidentale dalla stessa Consob), anche in considerazione delle determinazioni assunte dalla Commissione nella seduta del 18 dicembre 2002, che superavano, in base a nuove evidenze, quelle risalenti al mese di maggio, ravvisando tra l'altro la persistenza del patto già rilevato nell'agosto del 2001.

In numerosi giudizi, instaurati ai sensi dell'art. 195 del Tuf, è stata dedotta l'illegittimità del provvedimento sanzionatorio impugnato per inosservanza del termine, decorrente dalla notifica delle contestazioni, entro il quale l'Amministrazione deve formulare l'eventuale proposta sanzionatoria: termine fissato dal Regolamento Consob 12697/2000 (attuativo della legge 241/1990) in 180 giorni. Le decisioni delle varie Corti d'Appello, investite di siffatta questione, non sono uniformi.

Sulla posizione più rigida è attestata la Corte d'Appello di Milano che, in sette decisioni adottate nel corso del 2003, ha giudicato illegittimi altrettanti decreti ministeriali applicativi di sanzioni pecuniarie avendo riscontrato il superamento del riferito termine di 180 giorni. La Corte milanese ha infatti riconosciuto che "l'intempestività (...) determina la mancanza di un requisito di legittimità della fattispecie tipica prefigurata dalla legge (...) ciò comporta che il provvedimento intempestivamente emesso non è inesistente, ma illegittimo, in quanto viziato da violazione di legge e, pertanto, invalido e annullabile" (così il decreto 25.6/2.7.2003).

Siffatto orientamento è stato affermato dalla Corte d'Appello di Milano anche in casi nei quali il termine di 180 giorni è stato superato solo per pochi giorni; analogamente ha operato la Corte anche in fattispecie nelle quali la fase procedimentale da concludersi entro il termine di 180 giorni ha avuto inizio, con la notifica delle contestazioni agli interessati, prima dell'entrata in vigore del citato Regolamento n. 12697; secondo i giudici milanesi, infatti, "quando nel corso di una procedura amministrativa intervenga una qualche innovazione normativa, questa deve trovare applicazione nella fase procedimentale in corso".

Avverso le riferite pronunce, la Commissione ha deliberato la proposizione di ricorso per Cassazione.

Altre Corti d'Appello investite della medesima questione hanno, diversamente da quella milanese, respinto l'eccezione di illegittimità dei decreti sanzionatori adottati a seguito di proposte dell'Istituto intervenute successivamente al 180° giorno dalla notifica delle contestazioni agli interessati. In due decisioni, la Corte d'Appello di Roma ha negato efficacia invalidante al superamento di tale termine, osservando "come la non perentorietà dei termini sia ispirata proprio all'esigenza del buon andamento e della celerità dell'attività amministrativa: diversamente il decorso del termine porrebbe automaticamente nel nulla (per motivi meramente formali) l'azione della pubblica amministrazione, sostanzialmente legittima" (così il decreto 17.3/15.4.2003).

Parimenti, la Corte d'Appello di Genova (decreto 2.7/26.9.2003), in base alla giurisprudenza della Corte di Cassazione e dei giudici amministrativi che ha riconosciuto la natura acceleratoria dei termini per

la definizione dei provvedimenti amministrativi, ha affermato che “nessuna decadenza dalla potestà amministrativa od illegittimità del provvedimento sanzionatorio possono scaturire dalla (...) violazione” del termine di 180 giorni in parola.

Ugualmente, la Corte d'Appello di Torino (decreto 21/27.2.2003) ha precisato che i termini in questione “devono ritenersi (...) di carattere puramente ordinatorio, sicché la loro eventuale violazione non comporta decadenza dalla potestà sanzionatoria né si riflette sulla validità dell'atto emesso”.

Inoltre, tre diverse Corti d'Appello (Lecce, Roma e L'Aquila) hanno accolto, contrariamente all'orientamento espresso, anche recentemente, dalla Corte d'Appello di Milano, l'eccezione di carenza di legittimazione degli esponenti aziendali, sollevata dalla Consob nell'ambito di opposizioni avverso provvedimenti di irrogazione di sanzioni amministrative pecuniarie relative a emittenti o a loro esponenti, emanati dal Ministero dell'economia su proposta della Commissione.

In tutti e tre i casi (rispettivamente, decreti 6.12/22.2.2003, 11.9.2003 e 14/28.2.2003), le Corti d'Appello hanno osservato che il provvedimento sanzionatorio del Ministero, stante la sua formulazione, non conteneva alcuna ingiunzione di pagamento nei confronti degli esponenti aziendali, bensì nei confronti della sola persona giuridica o le altre società a cui gli stessi appartengono, coobbligate solidali per il pagamento. Ad esempio, la Corte d'Appello di Lecce ha conseguentemente rilevato che “è insegnamento costante della Suprema Corte che la legittimazione a proporre opposizione contro l'ordinanza-ingiunzione, irrogativa di sanzione amministrativa deriva non già dall'interesse di fatto che il soggetto ricorrente può avere alla rimozione del provvedimento (quale quello di sottrarsi all'esercizio dell'eventuale azione di regresso), bensì dall'interesse giuridico all'eliminazione di un provvedimento di cui egli sia destinatario. Né il vincolo di solidarietà che esiste tra la persona giuridica e il proprio rappresentante comporta che quest'ultimo possa considerarsi “interessato” a proporre opposizione avverso l'ordinanza-ingiunzione emessa a carico della sola persona giuridica (...): ciò stante l'autonomia delle posizioni dei soggetti obbligati in solido sulla base di diversi titoli di responsabilità e nei confronti dei quali non sussiste litisconsorzio necessario”.

La verifica in sede giurisdizionale dell'attività dell'Istituto

Nel 2003, degna di nota è stata l'ordinanza n. 6719 del 16 gennaio 2003, depositata l'1 maggio, con cui le Sezioni Unite della Corte di Cassazione si sono pronunciate, in sede di regolamento preventivo di giurisdizione, nell'ambito di un giudizio promosso avanti il Tar nei confronti, tra gli altri, della Commissione da taluni risparmiatori che avevano chiesto la condanna dell'Istituto al risarcimento dei danni per negligente esercizio dell'attività di vigilanza su un agente di cambio e una società di intermediazione mobiliare (Tav. aX.3). La questione prospettata è stata risolta dalla Suprema Corte facendo applicazione degli artt. 33 e 35 del d.lgs. 80/1998, nel testo modificato dall'art. 7 della legge 205/2000, che hanno devoluto alla giurisdizione esclusiva del giudice amministrativo “tutte le controversie in materia di pubblici servizi, ivi compresi quelli afferenti alla vigilanza sul credito, sulle assicurazioni e sul mercato mobiliare” e le cause di risarcimento del danno ingiusto.

La Suprema Corte, pur avendo ritenuto che al complesso delle funzioni attribuite alla Consob e alla Banca d'Italia a fini di vigilanza sul mercato mobiliare e sul credito debba essere riferita la qualificazione di pubblico servizio, ha tuttavia rilevato che tra le controversie espressamente escluse dalla cognizione del giudice amministrativo dalla lettera del citato art. 33, comma 2, lett. e), figurano le “controversie meramente risarcitorie che riguardano il danno alla persona o a cose”. Ha perciò statuito che, in applicazione di tale ultima previsione, le cause risarcitorie proposte dai risparmiatori nei confronti dell'Istituto per omesso e/o negligente esercizio dell'attività di vigilanza rimangono devolute alla giurisdizione del giudice ordinario.

La Corte di Appello di Milano con la sentenza n. 2841 del 24 settembre 2003, depositata il 21 ottobre 2003, ha condannato la Consob, in solido con il Ministero dell'economia e altri soggetti, ex componenti della Commissione, al pagamento a favore degli appellanti di una somma di denaro a titolo di risarcimento del danno.

La sentenza è stata emessa a conclusione del giudizio di rinvio instaurato a seguito della nota pronuncia della Corte di Cassazione n. 3132/2002 da taluni risparmiatori, che hanno fatto valere la responsabilità della Consob per omesso controllo su un prospetto informativo concernente un'operazione di offerta al pubblico di valori mobiliari posta in essere nel 1983. La medesima sentenza verrà impugnata con ricorso per cassazione, attesa la ritenuta errata applicazione da parte del giudice di rinvio di taluno dei principi di diritto enunciati dalla Suprema Corte nella precitata pronuncia.

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

La gestione organizzativa

Nel corso del 2003 sono stati ulteriormente affinati gli strumenti di controllo della gestione e di pianificazione delle attività. Tali strumenti assumono rilevanza sempre maggiore anche in funzione della rapida evoluzione del quadro esterno di riferimento.

Relativamente agli aspetti logistici sulla piazza di Milano, i lavori di restauro e risanamento conservativo di palazzo Carmagnola, in via Broletto n. 7, presso il quale è previsto il trasferimento degli uffici milanesi dell'Istituto, hanno subito negli ultimi mesi dell'anno un rallentamento rispetto ai tempi programmati in conseguenza della necessità di effettuare, su disposizione della Soprintendenza per i Beni Archeologici di Milano, scavi di tipo archeologico.

Nel settore informatico dell'Istituto, nel corso del 2003 è continuata l'attività di adeguamento alla nuova piattaforma *hardware/software*, introdotta nell'anno 2002, dell'insieme delle applicazioni sia prodotte internamente, sia acquisite dall'esterno. Si è inoltre avviata l'attività di consolidamento degli apparati *hardware*.

Si è provveduto al potenziamento del hardware necessario alla Intranet dell'Istituto, acquisendo un elaboratore dotato di componenti principali per realizzare un certo livello di fault tolerance e di capacità di calcolo circa 10 volte superiori a quelle dell'attuale server.

In materia di telecomunicazioni, si è provveduto a ristrutturare il collegamento interno fra le sedi di Roma e di Milano, utilizzando a tal fine la convenzione stipulata tra Consip e Telecom-Italia per la telefonia fissa per la Pubblica Amministrazione. Tramite tale convenzione si è provveduto alla realizzazione di un nuovo collegamento fra le due sedi, interamente dedicato alla trasmissione dei dati (a circa 8 Mbit/sec), separando così il flusso telefonico e di videoconferenza (rimasto sulla rete RUPA-Rete Unitaria Pubblica Amministrazione- a 2 Mbit/sec) da quello dati.

Inoltre, si è cominciato a utilizzare Internet come veicolo di trasmissione delle informazioni che i soggetti vigilati sono tenuti a inoltrare.

In quest'ambito si è provveduto a realizzare, utilizzando la Java Two Platform Enterprise Edition (J2EE), un apposito software denominato "Nuova Teleraccolta".

Tra le applicazioni di maggior rilievo, rese operative nel corso del 2003, si segnala quella dedicata alla segnalazione di eventuali casi di *market abuse*; infatti, il Sistema Integrato di Vigilanza sui Mercati (Saivim) individua giornalmente i titoli sui quali potrebbero essere state effettuate illecite operazioni di compra-vendita (si veda il capitolo V "La vigilanza sui mercati").

Per la gestione delle dichiarazioni rilasciate in base all'art. 120 del Tuf (possessi azionari relativi alle società quotate) è stata prodotta una nuova versione di *software* rispondente agli attuali *standard* di sviluppo delle applicazioni. Il nuovo sistema si caratterizza per la produzione di tutta la documentazione in formato XML, che rende i risultati dell'elaborazione immediatamente pubblicabili sul sito Internet dell'Istituto.

È stata, inoltre, migliorata la fruibilità, da parte degli utenti, dei modelli di analisi di vigilanza sugli intermediari finanziari ed è stato altresì realizzato il primo prototipo dei modelli di analisi degli Oicr.

La gestione finanziaria

Nell'esercizio 2003, le entrate sono risultate nel complesso pari a 79,7 milioni di euro (Tav. XI.1), di cui 40,8 relative a entrate contributive (pari al 51,2 per cento del totale). La quota maggiore delle entrate contributive è riferita ai contributi da emittenti, intermediari e promotori finanziari (Tav. aXI.1).

Dal lato delle spese, si è registrato un aumento nelle spese correnti correlato essenzialmente alla spesa per il personale e per l'acquisizione di beni di consumo e servizi. Le spese in conto capitale 2003 (4,3 milioni di euro in complesso) registrano anch'esse un aumento dovuto essenzialmente agli stanziamenti relativi alla realizzazione di una nuova biblioteca presso la sede romana dell'Istituto e a oneri afferenti la ristrutturazione dell'immobile dato in concessione dal Comune di Milano nel 1999, da destinare alla sede milanese dell'Istituto.

Nel mese di dicembre è stato approvato il bilancio di previsione per il 2004. Le entrate previste per l'esercizio assommano in complesso a 76,4 milioni di euro e derivano per 27,7 milioni dal «Trasferimento da parte dello Stato» per tale anno, per 46 milioni dalle «Entrate contributive» e per 2,7 milioni da «Altre Entrate» dell'Istituto. Si aggiunge per 10,2 milioni di euro il complessivo «Avanzo di amministrazione presunto dell'esercizio 2003»; quest'ultimo è ripartito nelle separate componenti di «Avanzo di amministrazione disponibile» per la copertura finanziaria di spese programmate per l'esercizio 2004 (9,2 milioni di euro) e «Avanzo di amministrazione generato da prenotazioni di impegno 2003 trasferite all'esercizio 2004 ai sensi dell'art. 19 del Regolamento di contabilità» (1 milione di euro) riconnesso per intero al differimento della citata realizzazione di una nuova biblioteca presso la sede romana.

La previsione effettiva della spesa complessiva per l'esercizio 2004 (considerata al netto delle suddette prenotazioni di impegno trasferite dall'esercizio 2003 ricomprese nelle spese in conto capitale) assomma a 85,6 milioni di euro, di cui 81,8 per «Spese correnti» e 3,8 per «Spese in conto capitale». La previsione di spesa corrente per il 2004 registra un incremento rispetto all'omologo dato di previsione definitiva 2003 pari a 6,4 milioni di euro per effetto essenzialmente della crescita prevista della spesa per il personale. La previsione di spesa 2004 in conto capitale riflette essenzialmente la prosecuzione del programma di ammodernamento del sistema informatico, il programmato allestimento di una nuova

biblioteca nella sede romana dell'Istituto, di cui si è già detto sopra, e lo stanziamento correlato all'acquisto di mobili e arredi per la nuova sede di via Broletto in Milano.

TAV. XI.1

SCHEMA RIASSUNTIVO ENTRATE E SPESE
(MILIONI DI EURO)

VOCI	1997 ¹	1998 ¹	1999 ¹	2000 ¹	2001 ¹	2002 ¹	2003 ²
ENTRATE							
AVANZO DI AMMINISTRAZIONE ³	4,4	16,7	18,9	50,7	74	12,3	11,6
FONDO A CARICO DELLO STATO	30,2	25,8	28,4	31,0	31	23,7	23,3
ENTRATE PROPRIE:							
- ENTRATE DA CORRISPETTIVI ISTRUTTORI	1,3	2,5	3,7	3,0	1,5	0,0	—
- ENTRATE DA CORRISPETTIVI PER PARTECIPAZIONE A ESAMI	0,6	1,4	2,1	3,0	1,5	0,0	—
- ENTRATE DA CONTRIBUTI DI VIGILANZA	21,7	20,3	39,8	31,8	27,4	39,9	40,8
- ENTRATE DA CONTRIBUTI SULLE NEGOZIAZIONI	—	—	3,9	5,2	3,6	0,0	—
- ENTRATE DIVERSE	2,4	2,0	2,6	4,2	11,6	3,8	4,0
<i>TOTALE ENTRATE</i>	<i>60,6</i>	<i>68,7</i>	<i>99,4</i>	<i>128,9</i>	<i>150,6</i>	<i>79,7</i>	<i>79,7</i>
SPESE							
SPESE CORRENTI:							
- SPESE PER I COMPONENTI LA COMMISSIONE	1,2	1,2	1,2	1,2	1,4	1,4	1,4
- SPESE PER IL PERSONALE	33,4	32,6	31,1	33,7	45,8	42,2	45,9
- SPESE PER ACQUISIZIONE DI BENI E SERVIZI	10,9	12,5	12,1	14,2	16,4	18,7	22,2
- ONERI PER RIPRISTINO E AMPLIAMENTO IMMOBILIZZAZIONI	1,0	1,2	1,8	2,4	3,8	4,7	5,0
- SPESE NON CLASSIFICABILI	1,5	0,2	0,8	0,1	4,9	1,1	0,9
<i>TOTALE SPESE CORRENTI</i>	<i>48,0</i>	<i>47,7</i>	<i>47,0</i>	<i>51,6</i>	<i>72,3</i>	<i>68,1</i>	<i>75,4</i>
SPESE IN CONTO CAPITALE	0,5	2,4	2,4	3,6	66,8	2,8	4,3
<i>TOTALE SPESE</i>	<i>48,5</i>	<i>50,1</i>	<i>49,4</i>	<i>55,2</i>	<i>139,1</i>	<i>70,9</i>	<i>79,7</i>

¹ Dati consuntivi. ² Dati di preventivo definitivo. ³ L'avanzo è dato dalla differenza tra il totale delle entrate e il totale delle spese, e dalle differenze derivanti dalla gestione dei residui e dalle rettifiche di valore delle disponibilità investite, non indicate nella tavola. L'avanzo 2002 è riportato tra le entrate 2003.

A dicembre 2003, la Commissione ha definito il regime contributivo valevole per l'anno 2004 individuando, in base a quanto previsto dall'art. 40 della legge 724/1994, le categorie di soggetti vigilati tenuti al pagamento della contribuzione e la misura dei contributi medesimi.

I relativi provvedimenti riflettono l'invarianza del quadro normativo di riferimento; essi di conseguenza prevedono un contributo di vigilanza annuale a carico delle medesime categorie di soggetti vigilati contemplate nel regime contributivo 2003 e contengono, quale unica modifica,

l'assoggettamento a contribuzione di Tlx spa, società autorizzata nel corso del 2003 alla gestione di mercati regolamentati.

La gestione delle risorse umane

Nel 2003 sono state assunte a ruolo 19 risorse (di cui 2 già dipendenti dell'Istituto e risultati vincitori di un concorso pubblico) e 3 risorse con contratto di lavoro a tempo determinato, generando così l'entrata nell'organico di 20 nuovi dipendenti. Nello stesso anno sono cessati dal servizio 19 dipendenti di ruolo (17 dei quali per dimissioni volontarie, 1 per collocamento a riposo e 1 per decesso) e 1 dipendente per risoluzione del contratto di lavoro a tempo determinato. La pianta organica dell'Istituto, pari a 408 unità, è rimasta quindi invariata (Tavv. XI.2 e aXI.2).

TAV. XI.2

IL PERSONALE¹

ANNI	DIPENDENTI DI RUOLO				DIPENDENTI A TEMPO DETERMINATO	TOTALE
	CARRIERA DIRETTIVA	CARRIERA OPERATIVA	CARRIERA DEI SERVIZI GENERALI	TOTALE		
1990	91	63	16	170	67	237
1993	134	72	16	222	96	318
1996	128	152	16	296	108	404
1997	125	161	21	307	96	403
1998	122	156	17	295	88	383
1999	116	205	19	340	24	364
2000	110	246	20	376	13	389
2001	110	241	19	370	15	385
2002	126	250	15	391	17	408
2003	129	245	15	389	19	408

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

Nel corso dell'anno sono state portate a termine alcune procedure concorsuali.

In particolare è stato espletato un concorso pubblico a 1 posto di funzionario di 2^a, per la sede di Roma da destinarsi all'Ufficio Amministrazione del Personale, e un concorso interno a 5 posti di funzionario di 2^a, che ha consentito il passaggio alla carriera direttiva di cinque dipendenti con la qualifica di coadiutore.

Nel corso del 2003, sono state effettuate assunzioni di personale a ruolo utilizzando graduatorie di concorsi pubblici svoltesi nel 2002.

Sono stati assunti 1 funzionario di 2^a per la sede di Roma (Ufficio Amministrazione), 8 coadiutori per la sede di Milano, 3 coadiutori per la sede di Roma, 5 vice assistenti per la sede di Milano e 2 vice assistenti per la sede di Roma.

Utilizzando la facoltà prevista dall'art. 3, comma 2, della Normativa generale dei contratti di lavoro subordinato a tempo determinato, approvata con delibera n. 11412/1998, sono state altresì effettuate assunzioni di personale a contratto per la sede di Roma.

In particolare sono state assunte 3 risorse equiparate, rispettivamente, alla qualifica di coadiutore, di assistente e di operatore.

Nell'anno 2003 è entrato in vigore il nuovo Regolamento del personale Consob, adottato dalla Commissione con delibera 13859 del 4 dicembre 2002 e reso esecutivo con decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri del 30 dicembre 2002; sono stati sottoscritti gli accordi negoziali concernenti la «Copertura delle spese sanitarie del personale» e l'accordo quadro finalizzato all'istituzione di un fondo complementare per il personale assunto a far data dal 28 aprile 1993.

Per quanto riguarda le attività di formazione e addestramento del personale le ore erogate nel corso dell'anno sono state complessivamente 16.775 (27.407 nel 2002), per una media *pro-capite* di circa 41 ore (67 nel 2002).

In termini di contenuti, notevole impulso è stato dato alle attività riconducibili ai corsi di tipo tecnico-professionale; tale segmento di attività, infatti, ha assorbito il 24 per cento delle ore-uomo erogate. Inoltre, allo scopo di accrescere il livello della produttività individuale mediante l'utilizzo di nuovi prodotti informatici, è proseguita la formazione attraverso un corso di addestramento all'uso del wordprocessor e del foglio elettronico.

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

Nel corso del 2003, la Consob ha profuso il consueto impegno nell'attività di comunicazione verso l'esterno e, in particolare, verso gli investitori e gli operatori del mercato.

Relativamente agli investitori, l'Istituto ha mantenuto alta l'attenzione verso i temi dell'*investor education*. È un'attività, questa, il cui sviluppo da tempo rientra fra gli obiettivi strategici della Consob, nella convinzione che la tutela del risparmiatore sia efficacemente perseguita non solo con i tradizionali compiti di vigilanza, ma anche con lo sviluppo di attività finalizzate ad aumentare la capacità del singolo di autotutelarsi attraverso l'acquisizione, da un lato, di più ampie conoscenze e, dall'altro, di indicazioni e metodi per sfruttare al meglio queste conoscenze.

Di rilievo, nell'anno, è stato lo sviluppo dell'attività dedicata ai fondi comuni di investimento. La materia era stata già affrontata nel corso del 2002 con la pubblicazione, sia attraverso il sito istituzionale che attraverso la stampa di opuscoli, di una guida all'investimento in fondi comuni. L'iniziativa è stata ora integrata con altre due guide, dedicate al prospetto informativo e ai documenti contabili dei fondi. L'obiettivo delle guide è duplice: attirare l'attenzione dei risparmiatori su questi documenti fornendo, al contempo, delle "chiavi di lettura" dei dati e delle informazioni in essi contenute utili per una loro lettura ragionata. Una lettura attenta di questi documenti, infatti, può sicuramente fornire al risparmiatore elementi indispensabili per effettuare investimenti adatti alle proprie caratteristiche di rischio/rendimento.

Di rilievo è stata anche la pubblicazione integrale, attraverso il sito, dei documenti (prospetti, supplementi e avvisi) relativi alle operazioni di ammissione a quotazione e di sollecitazione all'investimento (con riguardo a queste ultime, non sono stati pubblicati i documenti relativi alle offerte che rientrano nella disciplina cosiddetta di "esenzione parziale" o che riguardano quote di Oicr). Con questa iniziativa i risparmiatori possono disporre, agevolmente e in ogni momento, di tutte le informazioni necessarie per le proprie decisioni di investimento.

Anche gli operatori possono trarre vantaggi, in termini di conoscenza del mercato, dalla disponibilità di dati e informazioni sulle operazioni di sollecitazione e sui titoli quotati nei mercati finanziari. Infatti, obiettivo costante della Consob è rendere disponibili agli operatori del mercato strumenti di lavoro affidabili e tempestivi nel fornire le informazioni e i riferimenti normativi necessari per operare nel rispetto dei principi e delle disposizioni fissati dall'ordinamento.

In quest'ottica, è tutt'ora in corso un progetto di riordino di tutti gli atti dell'Istituto (comunicazioni, raccomandazioni e risposte a quesiti), non aventi natura regolamentare e in massima parte emanati su richiesta degli operatori; si tratta infatti di atti volti a offrire un'interpretazione delle norme primarie e secondarie, o a indicare i criteri che verranno seguiti nell'ambito dell'attività di vigilanza, ovvero a segnalare l'opportunità di determinati comportamenti o di iniziative di autoregolamentazione. Nell'ambito di questo progetto, nel corso del 2003, sono state pubblicate via internet alcune raccolte di massime che sintetizzano i contenuti degli atti relativi ad alcune materie di rilevante interesse per gli utenti del sito ("Soggetti abilitati all'esercizio dei servizi di investimento", "Servizi di investimento" e "Promotori finanziari"), ferma restando la possibilità di accedere all'atto nella sua interezza per una completa conoscenza. Scopo dell'iniziativa, che verrà progressivamente estesa agli atti relativi a tutte le materie di competenza della Consob, è quello di fornire un mezzo rapido di conoscenza e di consultazione degli orientamenti diffusi dalla Consob nello svolgimento dei suoi compiti istituzionali.

L'attenzione nei confronti degli operatori è testimoniata anche dalla creazione di un'apposita sezione del sito, a loro dedicata, intesa a facilitare i rapporti con la Consob attraverso la diffusione di informazioni e la predisposizione di canali di comunicazione on-line per l'adempimento di obblighi informativi verso l'Istituto.

In considerazione della centralità che il sito web va assumendo come strumento di comunicazione e di dialogo con la Consob, nel corso del 2003, si è dato avvio anche a un progetto, che verrà completato nel 2004, di ridefinizione della sua struttura e della sua veste grafica onde migliorarne l'utilizzo presso il pubblico in vista delle esigenze non solo degli operatori professionali

ma anche dei risparmiatori. Nella Tav. XI.3 sono riportati i dati relativi agli accessi registrati nel 2003, che confermano un trend crescente nell'uso del sito.

TAV. XI.3

ACCESSI ALLE PAGINE DEL SITO INTERNET

PAGINE	2002	2003
HOME PAGE (NOVITÀ)	829.385	953.900
PER I RISPARMIATORI	102.159	144.333
PER GLI OPERATORI ¹	—	70.573
LA CONSOB	121.688	118.407
SOCIETÀ	1.014.943	2.214.855
INTERMEDIARI E MERCATI	262.218	189.417
DECISIONI DELLA CONSOB	416.423	387.879
REGOLAMENTAZIONE	555.583	430.937
PUBBLICAZIONI E COMUNICATI	438.993	451.318
ALTRI SITI	30.148	27.122
MOTORE DI RICERCA UNICO	242.315	223.459
AIUTO E MAPPA DEL SITO	63.927	64.543
VERSIONE IN LINGUA INGLESE	200.237	132.605

¹ Sezione inserita nel corso dell'anno 2003.

Ovviamente, l'attività di comunicazione della Consob si è avvalsa anche di strumenti più tradizionali, quali il Bollettino ufficiale e il periodico Consob Informa.

Fra le altre iniziative assunte nel corso del 2003, si evidenzia la rinnovata partecipazione al Forum della Pubblica Amministrazione. Anche quest'anno la manifestazione ha rappresentato un'occasione di contatto diretto con i risparmiatori, utile sia per far conoscere le funzioni svolte dall'Istituto e i relativi strumenti utilizzati, sia per acquisire indicazioni sulle aspettative e sui bisogni informativi del pubblico.

È proseguita, infine, la consueta attività di risposta alle richieste che quotidianamente pervengono all'Istituto (Tav. aXI.3).

A fronte di una sostanziale stabilità delle richieste di informazioni e dati, vi è stata una rilevante diminuzione delle richieste di documenti (leggi, regolamenti, delibere, comunicazioni, ecc.). Si tratta di un

trend da mettere in relazione al crescente numero di accessi al sito internet istituzionale il quale, con la gran mole di informazioni e documenti offerti e “scaricabili”, si dimostra, sempre di più, uno strumento capace di soddisfare le esigenze informative degli utenti.

Occorre, infine, segnalare un'intensa attività svolta dallo “sportello telefonico”, quotidianamente impegnato a soddisfare le esigenze più diverse del pubblico dei risparmiatori e degli operatori del mercato.