



CONSOB
COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETA' E LA BORSA

RELAZIONE PER L'ANNO 1999

ROMA, 31 MARZO 2000

COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

Presidente
Luigi SPAVENTA

Componenti
Salvatore BRAGANTINI
Lamberto CARDIA
Renato RORDORF
Filippo CAVAZZUTI

Direttore Generale (facente funzioni)
Massimo TEZZON

RELAZIONE PER L'ANNO 1999

PARTE PRIMA

<i>RELAZIONE AL MINISTRO DEL TESORO, DEL BILANCIO E DELLA PROGRAMMAZIONE ECONOMICA</i>	7
<i>DISCORSO DEL PRESIDENTE DELLA CONSOB AL MERCATO FINANZIARIO</i>	23

PARTE SECONDA

<i>DATI E ANALISI SULL'ATTIVITÀ DELLA CONSOB E SULL'EVOLUZIONE DEL QUADRO DI RIFERIMENTO</i>	43
<i>LA PROPRIETÀ DELLE SOCIETÀ QUOTATE</i>	45
<i>I CONTROLLI SULLE SOCIETÀ QUOTATE</i>	56
<i>LA SOLLECITAZIONE ALL'INVESTIMENTO E LE OPERAZIONI DI FINANZA STRAORDINARIA</i>	74
<i>I MERCATI REGOLAMENTATI</i>	87
<i>L'ABUSO DI INFORMAZIONI PRIVILEGIATE E L'AGGIOTAGGIO</i>	98
<i>GLI INTERMEDIARI MOBILIARI</i>	106
<i>L'ATTIVITÀ IN SEDE GIURISDIZIONALE</i>	123
<i>LE RELAZIONI INTERNAZIONALI</i>	130
<i>LA GESTIONE FINANZIARIA, IL PERSONALE E LE RELAZIONI CON L'ESTERNO</i>	137
<i>APPENDICE</i>	143
<i>INDICE DEI RIQUADRI</i>	214
INDICE	215

PARTE PRIMA

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

La relazione che segue, riferita all'anno 1999, è stata predisposta dalla Commissione ai sensi dell'art. 1/1, comma 13, della legge 7 giugno 1974, n. 216, che prevede la trasmissione al Ministro del tesoro, entro il 31 marzo di ciascun anno, di una relazione sull'attività svolta dall'Istituto, sulle questioni in corso e sugli indirizzi e le linee programmatiche che intende seguire.

Una più ampia illustrazione dell'attività svolta nel 1999 è contenuta nella parte seconda del volume.

I. L'ATTIVITÀ DELLA CONSOB E IL MERCATO

L'andamento dei settori vigilati dall'Istituto

Nel 1999 il mercato borsistico ha confermato la fase di crescita oramai in atto dal 1996; tale crescita ha interessato tanto gli scambi quanto la capitalizzazione. In particolare, il controvalore degli scambi si è attestato alla fine dell'anno a oltre 500 miliardi di euro (423 nel 1998) e l'indice di borsa Mib ha fatto registrare un progresso di oltre il 20 per cento. Il peso degli scambi in borsa di azioni su quello di titoli di Stato è passato dal 2 per cento circa nel 1995 al 22 per cento nel 1999. Alla crescita complessiva del mercato in termini di capitalizzazione (arrivata, con un aumento di oltre il 48 per cento, a 714 miliardi di euro) ha contribuito anche l'allargamento del listino, che ha visto 31 nuove ammissioni a quotazione a fronte di 7 revoche, con un numero di società con titoli quotati passato da 223 di fine 1998 a 247 dello scorso dicembre. Il fenomeno dell'aumento delle quotazioni è continuato nei primi mesi dell'anno in corso.

L'andamento della raccolta di capitale di rischio è stato altrettanto positivo: le 84 operazioni di aumento di capitale hanno consentito a società quotate o quotande di acquisire circa 23 miliardi di euro di nuovi mezzi finanziari.

Il Nuovo Mercato, operativo a partire dal mese di giugno, ha subito fatto registrare un notevole successo; gli scambi, pur interessando solo 6 titoli, rappresentano poco meno dell'1 per cento degli scambi del totale del mercato azionario. Grazie anche alle eccezionali performance di alcuni titoli, la capitalizzazione del Nuovo Mercato ha raggiunto a fine anno i 7 miliardi di euro, superando quella del Mercato ristretto (sul quale sono trattati i titoli azionari di 17 società).

Nel 1999 si è verificata una notevole crescita del segmento del mercato azionario dedicato ai *covered warrants* (negoziati a partire dal giugno del 1998). Le nuove ammissioni sono state 1.659; tenuto conto delle 216 revoche e dei 122 *covered warrants* esistenti a fine 1998, il numero totale dei *covered warrants* quotati a fine anno risultava pari a 1.565. Gli scambi hanno raggiunto un volume complessivo di 14,2 miliardi di euro, cifra che rappresenta circa il 3 per cento degli scambi complessivi operati sul mercato azionario.

Le negoziazioni di strumenti derivati sull'Idem si sono mantenute stabili, consolidando sostanzialmente i ragguardevoli risultati raggiunti lo scorso anno; in crescita sono risultati gli scambi aventi ad oggetto opzioni su singoli titoli, in termini sia di numero di contratti conclusi che di valori nozionali scambiati.

L'andamento degli scambi registrato sul Mercato Telematico delle obbligazioni e dei titoli di Stato (Mot) è stato in leggera flessione, con un controvalore risultato pari a 166 miliardi di euro contro i 175 del 1998.

Nel 1999 è continuata la crescita della domanda dei prodotti del risparmio gestito, sia pure a tassi inferiori a quelli eccezionali del 1998. Risulta confermata la tendenza verso una maggiore specializzazione dei prodotti offerti, sintomatica della maggiore maturità raggiunta dal settore. Nel complesso il mercato si è arricchito di 113 nuovi fondi comuni mobiliari e 47 fondi pensione.

La raccolta netta dei fondi comuni di investimento mobiliare aperti, nonostante l'andamento negativo degli ultimi quattro mesi dell'anno, è stata pari a circa 61 miliardi di euro e il patrimonio gestito ha superato i 475 miliardi di euro (più 28 per cento); per la prima volta dopo vari anni, la raccolta netta dei fondi azionari e bilanciati è risultata superiore a quella dei fondi obbligazionari. Cresce anche (21 per cento circa) il patrimonio complessivamente gestito da Sim e banche, che ha superato i 300 milioni di euro.

Il fenomeno delle transazioni finanziarie via Internet (*trading on-line*), già noto nei paesi finanziariamente più evoluti, ha iniziato a diffondersi in modo rilevante anche nel nostro paese. Tale modalità operativa rappresenta un'opportunità per i risparmiatori, che possono beneficiare della riduzione delle commissioni generata dall'abbattimento dei costi operativi degli intermediari. Al tempo stesso, tuttavia, si pongono problemi di tutela degli investitori, poiché lo strumento può essere egualmente utilizzato da soggetti non autorizzati, anche non residenti.

La tendenza alla diffusione della proprietà azionaria che aveva caratterizzato gli scorsi anni sembra essersi interrotta. Le società controllate da un unico soggetto a fine anno pesano in termini di capitalizzazione per il 72 per cento contro il 54 per cento del 1998; tale dato riflette l'aumento delle offerte pubbliche di acquisto, passate da 14 a 22, e le iniziative di ristrutturazione e aggregazione nel settore bancario che hanno prodotto un consolidamento del controllo. Tramite le offerte pubbliche di acquisto sono stati restituiti al mercato circa 55 miliardi di euro (inclusi i titoli offerti in scambio), un valore superiore all'insieme di tutte le offerte pubbliche realizzate tra il 1992 e il 1998; a tale risultato ha peraltro contribuito in misura preponderante l'Opa su Telecom Italia.

Il controllo sull'informativa e gli emittenti quotati

Nel 1999 sono state effettuate e rese note al mercato circa 1.000 dichiarazioni relative a partecipazioni rilevanti in società quotate contro le 1.700 circa del 1998. Gli annunci relativi a costituzioni o modifiche di patti di sindacato sono risultati oltre 100 e hanno riguardato 47 società quotate; considerando anche i patti pubblicati precedentemente, il fenomeno ha interessato 70 società che rappresentano il 32 per cento del listino in termini di capitalizzazione.

I prospetti informativi depositati presso l'Archivio Consob, relativi a offerte pubbliche di acquisto o vendita di titoli non quotati ovvero di collocamento finalizzate alla quotazione, sono nel complesso risultati pari a 250, cui vanno aggiunti ulteriori 196 prospetti concernenti l'offerta di parti di organismi di investimento collettivo.

Nei confronti degli esponenti aziendali di 7 società la Commissione ha proposto l'applicazione di sanzioni amministrative pecuniarie per un controvalore complessivo di 280 milioni di lire. In un caso sono stati attivati i poteri di impugnativa delle delibere assembleari di approvazione del bilancio di esercizio e in 16 casi l'Istituto ha richiesto la divulgazione al pubblico di dati e notizie ritenuti necessari per garantire l'adeguata informazione al mercato.

Nell'ambito dei controlli sulle società di revisione sono state eseguite 2 ispezioni le cui risultanze stanno tuttora formando oggetto di valutazione.

L'Istituto è più volte intervenuto con chiarimenti e raccomandazioni in materia di informazione contabile. In particolare, con riferimento alla contabilizzazione degli effetti delle variazioni dei criteri contabili utilizzati, la Commissione ha chiarito che nell'ordinamento nazionale (e fatti salvi gli specifici casi previsti dalla legge) può trovare applicazione unicamente l'*allowed treatment* dettato dallo *International Accounting Standard* (Ias) n. 8, secondo il quale tali effetti devono essere imputati al conto economico dell'esercizio in cui si registra la variazione del criterio. Per i casi in cui gli effetti del cambiamento dei criteri contabili sul risultato di esercizio siano particolarmente rilevanti, la Commissione ha altresì raccomandato agli emittenti di provvedere alla redazione di una situazione economico patrimoniale pro forma, finalizzata a garantire il rispetto del principio di chiarezza e comparabilità delle informazioni rese in bilancio.

La vigilanza sui mercati

Nell'esercizio dei poteri a essa assegnati dal Testo unico, la Commissione ha autorizzato la Borsa Italiana spa all'esercizio del Nuovo Mercato e del Mercato telematico delle euro-obbligazioni e delle *asset backed securities* (Euromot) e la Mts spa all'esercizio del mercato all'ingrosso delle obbligazioni non governative e dei titoli emessi da organismi internazionali partecipati da Stati.

A seguito della fusione per incorporazione del Mif spa nella Borsa Italiana spa, quest'ultima è stata altresì autorizzata all'esercizio del mercato dei contratti uniformi a termine su titoli di Stato.

Con tale fusione, i mercati regolamentati nazionali risultano far capo a 2 sole società di gestione, la Borsa Italiana spa e la Mts spa, ciascuna delle quali attiva in un separato comparto. Alla sostanziale assenza di competizione tra società-mercato nazionali, si affiancano le iniziative (avviate nel corso dell'anno e tuttora in via di consolidamento) assunte da intermediari che gestiscono scambi organizzati. Ancorché la maggior parte delle segnalazioni di scambi organizzati ricevute dalla Commissione riguardino titoli di Stato e azioni proprie, a partire dalla fine del 1999 hanno iniziato a operare circuiti attivi su di una vasta gamma di strumenti quotati.

Nel corso dell'anno le procedure organizzative, informatiche e di controllo utilizzate dalla Borsa Italiana spa per il calcolo degli indici di mercato hanno formato oggetto di verifica da parte dell'Istituto; all'esito dei controlli svolti sono emersi profili di criticità per la risoluzione dei quali la Commissione ha formulato specifiche raccomandazioni.

Il rapidissimo sviluppo del segmento dei *covered warrants*, la circostanza che tutti i *covered warrants* quotati risultano emessi da solo 8 soggetti e l'assenza dell'obbligo di predisporre un prospetto di sollecitazione per l'offerta al pubblico hanno indotto la Commissione a esaminare con particolare attenzione il fenomeno, anche al fine di valutare l'opportunità di sollecitare alla Borsa Italiana spa modifiche del proprio regolamento. In particolare, nel mese di marzo del corrente anno la Commissione ha concordato con la Borsa Italiana spa la diffusione giornaliera delle volatilità implicite nei prezzi, l'introduzione di un obbligo periodico di comunicazione al pubblico delle consistenze in circolazione e la standardizzazione delle caratteristiche degli strumenti.

Sotto un profilo generale, l'esperienza maturata in questi primi due anni di operatività delle società di gestione dei mercati ha sollecitato una riflessione sulla compatibilità tra funzioni di proprietà e gestione del mercato e funzioni di regolamentazione e sulla difficoltà a conciliare, in circostanziate situazioni, gli interessi pubblici con quelli degli azionisti della società-mercato. In altri ordinamenti, questi problemi sono stati esplicitamente affrontati nel momento in cui i mercati hanno abbandonato la tradizionale forma associativa per trasformarsi in società di capitali; sovente sono stati risolti trasferendo alle Autorità di regolazione i poteri che toccavano gli interessi generali.

In materia di abuso di informazioni privilegiate e aggio, l'Istituto ha concluso 38 istruttorie e inviato all'Autorità Giudiziaria 30 segnalazioni di ipotesi di reato, 22 delle quali relative a casi di *insider trading* (17 nel 1998) e le rimanenti 8 a casi di manipolazione (4 nel 1998). All'aumento del numero delle segnalazioni si è accompagnato un sostanziale incremento delle richieste di dati e notizie inviate a operatori e società quotate (passate da 415 a 507); in 21 casi ci si è avvalsi della collaborazione di Autorità estere. I dati sottolineano la crescente complessità delle indagini svolte per ricostruire operazioni sempre più articolate.

Delle 22 segnalazioni relative a casi di *insider trading*, 13 hanno riguardato operazioni di scalata o acquisizione del controllo societario. In 4 di queste operazioni (Telecom Italia, Zucchini, Banca Nazionale dell'Agricoltura, Investimenti Immobiliari Lombardi), l'annuncio ufficiale dato al mercato in occasione della delibera del consiglio di amministrazione della società offerente è stato preceduto da numerosi *rumors* e indiscrezioni riportate dalle principali agenzie di stampa e quotidiani. Le analisi condotte dalla Commissione hanno messo in luce come vi sia stata una crescita dei prezzi dei titoli delle società oggetto di acquisizione già circa 10-15 giorni prima della data di diffusione delle prime indiscrezioni, e che tali rialzi sono stati pari, in media, all'8-10 per cento circa (tenuto conto della variazione dell'indice di mercato).

La vigilanza sugli intermediari

Nel corso del 1999 sono stati avviati accertamenti ispettivi nei confronti di 8 Sim, 3 agenti di cambio e 11 promotori finanziari. Le ispezioni, unitamente all'esame delle segnalazioni di vigilanza e agli esposti dei risparmiatori (348 quelli analizzati nel corso dell'anno), hanno dato luogo alla formulazione di proposte di applicazione di sanzioni amministrative pecuniarie ai sensi

degli artt. 190 e 195 del Testo unico nei confronti di esponenti aziendali e dipendenti di 7 Sim e 5 banche per un totale di 142 soggetti; l'ammontare delle sanzioni proposte assomma a circa 2,3 miliardi di lire, cui vanno aggiunte sanzioni per 233 milioni di lire proposte nei confronti di agenti di cambio. L'Istituto ha inoltre provveduto a riformulare o a formulare *ex novo* proposte sanzionatorie nei confronti di 18 Sim e 18 banche per fatti dalle stesse commessi nel vigore della legge n. 1 del 1991.

Sotto il profilo dei provvedimenti cautelari e di gestione delle crisi, sono stati adottati un provvedimento ingiuntivo, un provvedimento di sospensione di urgenza degli organi amministrativi di una Sim, un provvedimento di sospensione cautelare di un agente di cambio ed è stata proposta l'adozione di un provvedimento di amministrazione straordinaria (nei confronti di una Sim).

Sempre intensa è risultata, infine, la vigilanza nei confronti di promotori finanziari che ha motivato 127 provvedimenti sanzionatori, 74 provvedimenti cautelari e 106 segnalazioni di ipotesi di reato alla magistratura.

La gestione e l'amministrazione dell'Istituto

Nel mese di dicembre la Commissione ha definito il regime contributivo valevole per l'anno 2000, individuando, secondo quanto previsto dall'art. 40 della legge 724/1994, le attività a fronte delle quali esigere contribuzioni, i soggetti tenuti al loro pagamento, la misura delle singole contribuzioni dovute. I relativi provvedimenti riflettono l'invarianza del quadro normativo di riferimento e rispetto a quelli valevoli per il 1999 presentano, di conseguenza, solo limitate modifiche indotte dall'esperienza applicativa, ovvero dai processi di integrazione e innovazione che hanno interessato i mercati.

Nel corso dell'anno sono state avviate le opportune iniziative finalizzate all'avvio dei lavori di ristrutturazione dell'immobile ottenuto in concessione per 60 anni dal Comune di Milano e destinato a nuova sede milanese dell'Istituto e all'acquisizione di una nuova sede in Roma. L'acquisto di un nuovo immobile in Roma consentirà di migliorare l'attuale situazione logistica che vede gli uffici allocati in due immobili (uno di proprietà e uno in locazione) tra loro distanti e non più sufficienti. Con la riunificazione degli uffici in un unico immobile si supereranno le disfunzioni operative e si realizzerà il consistente risparmio del canone di locazione.

II. LINEE DI INDIRIZZO E QUESTIONI APERTE

La regolamentazione dei mercati finanziari nelle sedi sovranazionali

Nell'anno trascorso l'attività della Commissione Europea si è incentrata nell'individuazione degli interventi necessari per una completa realizzazione del mercato interno nel campo dei servizi finanziari. In questo ambito, essa ha, tra l'altro, individuato nella revisione della direttiva 93/22/CEE uno degli strumenti da utilizzare; la revisione dovrebbe consentire agli intermediari comunitari di operare con maggiore libertà all'interno dell'Unione Europea, senza formalità di natura legale e amministrativa. La Consob condivide l'opportunità di ridurre al minimo i vincoli operativi delle imprese di investimento attive su base transnazionale, purché ciò non si traduca in una riduzione della tutela accordata agli investitori.

Alla fine del febbraio scorso è stato raggiunto un accordo in sede di Consiglio dell'Unione Europea sulla proposta di direttiva sul commercio elettronico. Secondo uno dei principi cardine della proposta, ai servizi prestati via Internet si applicano le disposizioni vigenti nel paese ove è stabilito colui che presta il servizio (*home country control*). Il principio presenta rischi potenziali per la tutela degli investitori non professionali, perché offre l'opportunità di arbitraggi regolamentari e può produrre una competizione al ribasso dei sistemi di regolamentazione e controllo all'interno della UE. L'emananda direttiva sulla vendita dei servizi finanziari a distanza rappresenta la sede dove tali rischi potranno essere contenuti; si ritiene opportuna una iniziativa del Governo in questa direzione.

Anche nel 1999 l'Istituto ha attivamente partecipato ai lavori degli organismi internazionali in cui si affrontano le questioni della regolamentazione dei mercati e degli intermediari finanziari. Nel contesto di maggiore integrazione dei mercati finanziari, il rilievo di tali sedi è negli ultimi anni divenuto crescente.

Il Presidente della Commissione partecipa ai lavori del *Financial Stability Forum* costituito dal G7 nel mese di febbraio, sulla base del Rapporto Tietmeyer, con lo specifico compito di coordinare l'attività delle Autorità di vigilanza, valutare le carenze nella regolamentazione e nei controlli, nonché sovrintendere alle iniziative necessarie per far fronte a tali problematiche.

Il contributo fornito dalla Consob ai lavori della *International Organization of Securities Commissions* ha trovato riconoscimento nell'assegnazione a personale dell'Istituto dell'incarico di presidente del Gruppo di lavoro n. 2 (nel cui ambito vengono elaborate le raccomandazioni in materia di mercati mobiliari) e di coordinatore europeo dei partecipanti al Gruppo di lavoro n. 1 (che si occupa di principi contabili).

Nel corso dell'anno la Commissione ha, infine, stipulato un *Memorandum of Understanding* con la *China Securities Regulatory Commission* e ha sottoscritto l'accordo multilaterale del *Forum*

of European Securities Commissions (Fesco), portando in tal modo a 21 il numero totale di accordi di cui è parte.

L'opera di revisione dei regolamenti

Come era prevedibile, già nel corso del 1999 si è manifestata la necessità di apportare alcune modifiche e integrazioni alla disciplina regolamentare emanata in attuazione del Testo unico. Questa opera di manutenzione della normativa ha riguardato, sia pure in misura diversa, tutti i settori affidati alle cure della Commissione che si è avvalsa, come per il passato, della collaborazione delle categorie interessate.

In particolare, dopo una fase di consultazione delle Associazioni degli operatori iniziata nel 1999, all'inizio del 2000 sono state varate le modifiche al Regolamento intermediari. Si tratta di modifiche limitate, dato che la normativa è già sufficientemente consolidata, dirette essenzialmente a puntualizzare taluni aspetti delle procedure in attuazione delle norme di semplificazione amministrativa ovvero a specificare ulteriormente obblighi di comportamento degli intermediari.

Di più vasta portata sono le integrazioni che, già elaborate, saranno apportate alla normativa secondaria sugli emittenti. Alcune di esse traggono origine da recenti innovazioni legislative: in attuazione della legge n. 130 del 1999 in materia di cartolarizzazione dei crediti, è stato definito lo schema di prospetto informativo da utilizzare per il collocamento presso il pubblico di titoli rivincenti da operazioni della specie. Il Regolamento sugli emittenti sarà inoltre integrato con nuove disposizioni in materia di relazione semestrale delle società quotate; la normativa in materia conterrà opportune differenziazioni in ragione della natura degli emittenti interessati, in modo da evitare alle banche e alle imprese di assicurazione oneri informativi aggiuntivi rispetto a quelli previsti dalla normativa di settore.

Infine, le note decisioni dei tribunali amministrativi del Lazio in merito all'operazione di offerta pubblica di acquisto proposta dalle Generali sulle azioni dell'Ina hanno imposto una revisione della disciplina regolamentare sulle Offerte pubbliche di acquisto. Anche se tale ripensamento non era obbligato, la Commissione ha preferito aderire a una interpretazione letterale delle disposizioni del Testo unico concernenti la definizione temporale della procedura di offerta, al fine di prevenire ulteriori casi di ricorso alla giustizia amministrativa, con pregiudizio delle regole su cui gli operatori devono poter contare.

Le scelte legislative operate nel Testo unico andranno peraltro riviste in occasione dell'adozione della direttiva comunitaria sulle offerte pubbliche; il legislatore dovrà, in tale occasione, colmare le lacune normative circa la procedura di Opa e il momento a decorrere dal quale trovano applicazione gli obblighi di passività.

L'intermediazione attraverso Internet

La tutela degli investitori dipende, oltre che dall'efficacia della vigilanza, dalla loro capacità di comprendere i meccanismi di funzionamento del mercato e di proteggersi autonomamente dagli illeciti. La Consob ritiene di estrema importanza il contributo che essa stessa può dare in tale direzione.

Proprio a tal fine, la Commissione arricchirà, a partire dal prossimo mese di aprile, il proprio sito Internet per rafforzarne la natura di strumento informativo con particolare riguardo alla finanza *on-line*: in particolare, la sezione del sito "Per il risparmiatore" verrà integrata con avvertimenti sui relativi rischi. Inoltre, verrà introdotto nel sito un modello standard di segnalazione alla Consob per i casi di sospetto utilizzo della rete a fini illeciti. Sarà anche ampliata la sezione "Albi e elenchi" per consentire di verificare, in tempo reale, se chi propone un investimento via Internet sia effettivamente un soggetto autorizzato.

Da un punto di vista interpretativo, sono stati chiariti alcuni dei profili di maggior rilevanza giuridica conseguenti all'uso di Internet quale veicolo di promozione e collocamento di servizi di investimento e di prodotti finanziari. È stato infatti chiarito che un sito *web*, in quanto contenente strumenti di interazione rapida, ovvero documenti e messaggi aventi contenuto promozionale o negoziale, è assimilabile alle altre tecniche di comunicazione a distanza regolate. Sono stati inoltre enucleati gli indicatori presuntivi idonei a stabilire, nei singoli casi concreti, quando l'utilizzo di Internet da parte di soggetti italiani e stranieri configuri attività di promozione e collocamento di prodotti finanziari e servizi di investimento e, quindi, le fattispecie rilevanti ai fini dell'applicabilità della normativa italiana di settore; il principale di essi è stato individuato nella "residenza" dell'investitore.

La Commissione ha anche precisato le modalità che devono essere rispettate in ordine al collocamento tramite Internet di quote di fondi comuni di investimento. In particolare, la Consob ha affermato che nulla osta alla pubblicazione sul sito *web* del prospetto informativo e del modulo di sottoscrizione relativi ai fondi comuni collocati, purché l'investitore possa ottenerne una stampa e sia messo in condizione di acquisire una puntuale informazione sui rischi connessi all'operazione di investimento.

Più in generale, la Commissione riesaminerà tutto il proprio apparato regolamentare per valutarne la compatibilità con le nuove forme di comunicazione e di conclusione dei contratti proprie della finanza *on-line*. In tale rilettura delle proprie norme, la Commissione si atterrà al principio, indicato anche dalla Iosco, che le regole fondamentali della disciplina del mercato finanziario non debbano cambiare in relazione ai mezzi utilizzati. L'Istituto ritiene, inoltre, che la finanza via Internet, rappresentando un'opportunità per i risparmiatori di fruire di servizi migliori a costi più contenuti, non debba essere osteggiata dalla regolamentazione.

Il governo societario

Il progetto elaborato dalla Commissione Ministeriale di studio per la riforma del diritto societario, che ha avuto il supporto di esperienze e conoscenza di due Commissari della Consob, interviene in molteplici direzioni per completare la riforma del diritto societario avviata con il Testo unico. Per numerosi profili - tra gli altri la raccolta di risorse finanziarie, le modalità di aumento e riduzione del capitale, l'estensione delle regole di protezione previste nel Testo unico, l'intervento sull'organizzazione della giustizia - il progetto delinea le soluzioni, ponendo le premesse perché il legislatore possa compiutamente disciplinare. In altri casi il progetto presenta risposte di massima. Ci si riferisce, in particolare, alla disciplina dei conflitti di interessi degli amministratori - su cui anche in altri ordinamenti si sta intervenendo (Francia e Regno Unito) - e dei gruppi societari. Si tratta di materie non toccate dal Testo unico e per le quali forte si avverte l'esigenza di un intervento normativo.

La Consob ha accolto con interesse l'iniziativa di autoregolamentazione assunta dalla Borsa Italiana spa con il codice italiano di *corporate governance*, ritenendo, in linea di principio, essenziale per la maturità del mercato e per la sua capacità di attrarre investitori stranieri che i soggetti che vi fanno parte si allineino alla *best practice* internazionale. Si auspica che in futuro possano essere disciplinati in modo più puntuale i conflitti di interessi e le operazioni con le parti correlate, il ricorso alle strutture piramidali (scatole cinesi), la figura e il ruolo degli amministratori indipendenti e, infine, le procedure per verificare e sanzionare i comportamenti devianti, di cui occorre dare tempestiva e compiuta informazione al pubblico.

L'apparato sanzionatorio del Testo unico

Alla prova pratica di due anni di applicazione, l'apparato delle sanzioni amministrative e penali delineato dal Testo unico della finanza richiede una rimeditazione. Le norme in vigore non sembrano, infatti, riuscire a combinare adeguatamente i fattori che determinano il livello di deterrenza di un sistema sanzionatorio.

L'efficienza di un sistema di repressione degli illeciti si misura sulla capacità delle sanzioni di costituire un deterrente. La deterrenza di una sanzione è funzione non solo del rischio che il comportamento illecito venga scoperto, ma anche della gravità della misura punitiva prevista. In tal senso il legislatore deve provvedere una graduazione delle misure sanzionatorie che sia tale da scoraggiare effettivamente le violazioni.

A livello amministrativo, la sanzione massima prevista nel caso di comportamenti in grado di compromettere gravemente il regolare funzionamento del mercato finanziario e la sua stessa integrità - quali ad esempio l'effettuazione di sollecitazioni del pubblico risparmio non preventivamente autorizzate dalla Consob, la violazione degli obblighi di offerta pubblica di acquisto o la mancata comunicazione al pubblico di eventi *price sensitive* - è pari a solo 200 milioni

di lire (Tav. 1). È appena il caso di rilevare che al rischio di essere oggetto di una tale sanzione si contrappongono interessi economici di ben più rilevanti dimensioni. A ciò si aggiunge la presenza nel Testo unico di un regime di pubblicità delle sanzioni non automatico e di complessa applicazione che non consente di aumentare, con un danno alla reputazione, la scarsa afflittività delle sanzioni amministrative.

TAV. 1

LE PRINCIPALI MISURE SANZIONATORIE DI INTERESSE CONSOb NEL TESTO UNICO

SANZIONI	INTERMEDIARI	EMITTENTI	OFFERENTI (OPV-OPA)
AMMINISTRATIVE	La violazione delle regole di comportamento e trasparenza è punita con la sanzione pecuniaria da L. 1 a L. 50 milioni (art. 190)	La violazione degli obblighi di comunicazione alla Consob e al mercato previsti dagli artt. 113, 114 e 115 è punita con la sanzione pecuniaria da L. 10 a L. 200 milioni (art. 193)	L'effettuazione di sollecitazioni in violazione degli obblighi di comunicazione preventiva alla Consob o in mancanza dell'autorizzazione della Consob e la violazione dei provvedimenti interdittivi adottati dalla Consob sono punite con la sanzione pecuniaria da L.10 a L. 200 milioni (art. 191). La stessa sanzione si applica alla violazione dell'obbligo di promuovere Opa (art. 192)
PENALI	<p>L'esercizio abusivo dei servizi di investimento è punito con la reclusione da 6 mesi a 4 anni e con la multa da 4 a 20 milioni (art. 166)</p> <p>La gestione infedele e la confusione di patrimoni sono punite con l'arresto da 6 mesi a 3 anni e con l'ammenda da 10 a 200 milioni (artt. 167 e 168)</p> <p>La comunicazione alla Consob di fatti non rispondenti al vero è punita con la reclusione da 1 a 5 anni e con la multa da 2 a 20 milioni (art. 171)</p>	La comunicazione alla Consob di fatti non rispondenti al vero è punita con l'arresto da 6 mesi a 3 anni e con l'ammenda da 10 a 100 milioni (art. 174)	La comunicazione alla Consob di fatti non rispondenti al vero è punita con l'arresto da 6 mesi a 3 anni e con l'ammenda da 10 a 100 milioni (art. 174)

Il problema generale della scarsa afflittività del sistema sanzionatorio risulta aggravato dalla circostanza che agli autori delle violazioni delle disposizioni in materia di emittenti è data la possibilità di effettuare il pagamento in misura ridotta ai sensi dell'art. 16 della legge 24 novembre 1981, n. 689. Ne deriva, altresì, un effetto di ulteriore opacità delle violazioni riscontrate, in quanto

a seguito dell'oblazione non si dà luogo all'adozione di alcun provvedimento sanzionatorio nei confronti dei responsabili dell'illecito.

L'applicazione dell'istituto dell'oblazione è espressamente esclusa dal Testo unico per le sanzioni riguardanti le violazioni in materia di intermediari e mercati ma non per quelle concernenti gli emittenti; tale circostanza induce a ritenere che il disallineamento delle norme in materia (e la disparità di trattamento che ne consegue) sia da ascrivere, più che alla precisa volontà del legislatore, a un mero difetto di coordinamento delle norme.

A differenza di altre autorità indipendenti (Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato, Garante per la tutela delle persone e di altri soggetti rispetto al trattamento dei dati personali, Autorità per l'Energia Elettrica e il Gas, Autorità per le Garanzie nelle Comunicazioni e Istituto per la Vigilanza sulle Assicurazioni Private e di Interesse Collettivo) e di molte autorità estere (Sec, Cob, Fsa, Cnms, BAWe), la Consob non dispone del potere di irrogare direttamente sanzioni pecuniarie (salvo il caso delle sanzioni applicate nei confronti di promotori finanziari), dovendosi limitare a proporle l'applicazione al Ministero del tesoro. Per perseguire i fini assegnati alla Consob dalla legge, la possibilità di sanzionare direttamente i comportamenti scorretti appare più efficiente, rispetto alla mera possibilità di proposta, poiché accorcia i tempi del procedimento; conferisce piena responsabilità all'azione di vigilanza; evita che il soggetto sanzionato intrattenga contemporaneamente rapporti con più istituzioni (Autorità proponente, Autorità irrogante); semplifica l'instaurazione del contenzioso nelle sedi giurisdizionali competenti. Si possono ipotizzare diverse soluzioni per mantenere all'interno della stessa istituzione la terzietà dell'organo giudicante rispetto all'organo istruttorio. Viceversa, alla previsione per legge di una separazione di compiti tra Autorità proponente e Autorità irrogante non sempre consegue, nei fatti, una separazione chiara di responsabilità sul contenuto finale del decreto di applicazione della sanzione, sulla durata della procedura sanzionatoria, sulla sua regolarità amministrativa, sulle scelte in materia di diritto di accesso.

Con riferimento agli illeciti penalmente sanzionati, l'esercizio abusivo dei servizi di investimento (reato di sempre più difficile accertamento nell'attuale contesto di evoluzione tecnologica) è punito nel massimo con 4 anni di reclusione e la multa di 20 milioni di lire. Per la comunicazione da parte di intermediari alla Consob di fatti non rispondenti al vero al fine di ostacolare l'attività di vigilanza la sanzione minima è la reclusione di un anno e la multa di 2 milioni di lire (Tav. 1). Per l'analogo caso di false informazioni rese alla Consob da emittenti e offerenti, il Testo unico prevede l'applicazione di misure detentive e pecuniarie diverse, per tipologia e dimensione. L'istituto del patteggiamento riduce ulteriormente un sistema di per sé già scarsamente afflittivo.

Nel caso dei reati di *insider trading* e aggio, non sembra esser stata adeguatamente valutata l'importanza che rivestono, in queste specifiche fattispecie e in aggiunta alle pene detentive, le sanzioni pecuniarie. A fronte dei 50 milioni di lire previsti nel massimo per il reato di

aggiotaggio vi sono proventi di ben altra dimensione e il rischio di compromettere gravemente la fiducia nel mercato da parte dell'intera comunità finanziaria internazionale.

Alla lievitazione delle misure penali si accompagna inoltre l'assenza di misure di intervento sul piano amministrativo che consentano alla Consob di assumere tempestive iniziative nei confronti degli intermediari che abbiano consapevolmente partecipato all'azione criminosa. Leve di cui le Autorità di controllo di altri paesi evoluti dispongono (Tav. 2).

Nonostante il Testo unico abbia rafforzato le capacità di intervento della Commissione nei casi di violazioni compiute da operatori ordinariamente sottoposti al suo controllo, permane l'impossibilità di agire con un'adeguata strumentazione di poteri nei confronti degli altri soggetti coinvolti in un caso di *insider trading* o manipolazione.

TAV. 2

**SANZIONI APPLICABILI IN CASI DI *INSIDER TRADING*:
UN CONFRONTO INTERNAZIONALE**

	AMMINISTRATIVE	PENALI
ITALIA	--	Pena detentiva fino a un massimo di 2 anni; sanzione pecuniaria in misura variabile da 20 a 600 milioni di lire (aumentabile sino a 1,8 mld se, tenuto conto dell'offensività del fatto e dell'entità del profitto, quella massima risulta inadeguata)
USA	Possibilità di sospendere e revocare le autorizzazioni rilasciate agli intermediari coinvolti in casi di <i>insider trading</i>	Pena detentiva sino a un massimo di 10 anni; sanzione pecuniaria in misura variabile da 2 a 5 mld di lire
UK	Sanzioni pecuniarie commisurate alla gravità della violazione e alle condizioni economiche dell' <i>insider</i> . Sospensione e revoca delle autorizzazioni rilasciate agli intermediari coinvolti	Pena detentiva sino a un massimo di 7 anni
FRANCIA	Sanzione amministrativa pecuniaria applicata in misura variabile sino a un massimo di 10 volte il profitto illecitamente conseguito (fino a 3 mld. di lire se inferiore)	Pena detentiva sino a un massimo di 2 anni; sanzione pecuniaria sino a un massimo di 10 volte il profitto illecitamente conseguito (fino a 3 mld. di lire se inferiore)

Il personale e l'organizzazione

Il fenomeno della fuoriuscita di personale che trova sul mercato alternative professionali più appetibili ha assunto dimensioni di rilievo; il saldo tra il numero di nuove assunzioni e il numero di dipendenti che hanno rassegnato le dimissioni (25) a fine 1999 ha ridotto le disponibilità totali

di risorse a 364 unità contro le 383 di inizio anno. Stanti le attuali modalità di reclutamento del personale (concorsi o selezioni pubbliche), non è agevole far fronte tempestivamente a tali fuoriuscite, e ciò è causa di rilevanti problemi di funzionalità dell'Istituto.

È intenzione della Commissione procedere alla definizione di una nuova struttura salariale e di progressione in carriera che tenga meglio presenti le retribuzioni offerte dal mercato del lavoro esterno e che consenta di contenere il *turnover* del personale a livelli fisiologici. Si confida sin da ora nella favorevole valutazione dell'iniziativa da parte della Presidenza del Consiglio dei Ministri deputata, ai sensi di legge, al controllo di legittimità delle disposizioni regolamentari Consob in materia di personale.

Nel corso del 1999 sono stati immessi in ruolo, espletata la procedura concorsuale interna prevista dall'art. 62 della legge 27 dicembre 1997, n. 449, 60 dipendenti già titolari di contratto di lavoro subordinato a tempo determinato. A seguito di una pubblica selezione, 5 dipendenti a contratto sono stati assunti presso la sede di Milano.

Nei primi mesi del 2000, in esito ai risultati delle relative procedure concorsuali espletate nel corso del 1999, sono stati infine immessi in servizio 31 coadiutori di ruolo presso la sede di Milano e 2 funzionari di 2^a a contratto presso quella di Roma.

Per quanto riguarda l'organizzazione, l'emanazione del Testo unico e le conseguenti modificazioni nelle competenze di controllo attribuite alla Consob hanno fornito motivo per l'avvio, a partire dal 1998, di un riesame della struttura organizzativa dell'Istituto. La riorganizzazione, che nel corso del 1999 ha richiesto un approfondimento circa il dimensionamento ottimale degli uffici e l'applicazione della legge n. 241/1990, troverà completamente nell'anno in corso. Gli interventi organizzativi previsti, oltre a ridefinire in modo compiuto l'articolazione delle funzioni tra la sede di Roma e quella di Milano, si propongono di migliorare l'efficienza dell'azione amministrativa e razionalizzare i procedimenti istruttori.

*DISCORSO DEL PRESIDENTE DELLA
CONSOB AL MERCATO FINANZIARIO*

*Il testo che segue è stato letto il 10 aprile
2000 dal Presidente della Consob presso
Palazzo Marino in Milano.*

Signor Ministro, Signor Sindaco, Autorità, Signore e Signori,

torniamo quest'anno a Palazzo Marino, nuovamente ospiti del Comune di Milano, per la presentazione dell'annuale relazione al mercato alternando questa sede istituzionale ad altre, in cui si esprime la vita economica e culturale della città. Ringraziamo il Comune nella persona del suo Sindaco.

La nuova collocazione della sede milanese della Consob ha compiuto un altro passo con l'aggiudicazione, dopo pubblica gara, del lavoro di progettazione per l'adattamento del palazzo di via Broletto, generosamente concesso dal Comune.

Con i divisati interventi organizzativi si introduce una diversa articolazione delle funzioni tra le sedi di Roma e di Milano, finalizzata alla razionalizzazione dei procedimenti istruttori e delle competenze di vigilanza. È anche prevista l'istituzione presso la sede di Milano di unità per il controllo sull'informativa degli emittenti quotati e la vigilanza sui comportamenti e la trasparenza dei gestori collettivi. Il potenziamento funzionale della sede di Milano sarà accompagnato da un rafforzamento nelle dotazioni di personale.

A partire dal 1996 il finanziamento della Consob è assicurato in parte a carico del bilancio statale, in parte da contribuzioni provenienti dal mercato. La struttura del finanziamento privato prevista dalla legge n. 724 del 1994, secondo cui i corrispettivi richiesti al mercato vanno commisurati ai costi dei servizi resi, ha posto alcuni problemi applicativi. La Commissione chiede una modifica della norma: un legame tra contribuzioni e attività complessiva di vigilanza su ciascuna categoria di soggetti consentirebbe semplificazioni di rilievo tanto nei rapporti con i soggetti finanziatori, quanto nella gestione.

Nel dicembre dello scorso anno la dottoressa Giurgola Trazza ha lasciato la Consob per il raggiungimento dei limiti di età: entrata nell'Istituto sin dal 1975, è stata funzionario generale svolgendo per quasi un anno le funzioni di direttore generale. La Commissione è grata alla dottoressa Giurgola Trazza per quanto ella ha fatto per l'Istituto. Al dottor Massimo Tezzon, nominato funzionario generale, sono state affidate le funzioni di direttore generale.

Ringrazio vivamente il personale della Commissione per l'impegno di cui dà prova e per l'alto livello di competenza, che è vanto per l'Istituto e garanzia per il mercato.

Il mercato globale e i problemi della regolamentazione

1. I timori per la stabilità del sistema finanziario internazionale suscitati dalle crisi del 1998 si sono dissipati. Il contagio si è subito arrestato e comunque non ha provocato danni alle banche o alle istituzioni finanziarie dei paesi sviluppati. È ripresa la crescita delle economie dei paesi emergenti e sono ripresi i flussi di capitale a essi indirizzati. Tuttavia molti dei problemi di carenza

di controlli, di inadeguatezza di istituzioni, di insufficienza di informazione e trasparenza che si manifestarono in quelle crisi restano tuttora irrisolti. Ne sono prova le molteplici iniziative di analisi e di proposte assunte internazionalmente in sedi multilaterali.

Il gruppo dei sette ha istituito un foro per la stabilità finanziaria (*Financial Stability Forum*) a cui partecipano rappresentanti dei governi, banchieri centrali e regolatori (tra cui la Consob), nonché istituzioni e organizzazioni internazionali. In questa nuova sede si sono affrontati temi di grande rilievo: come contenere i rischi sistemici derivanti dall'operatività di soggetti con elevatissimo grado di indebitamento rispetto al capitale, quali gli *hedge funds*; come ridurre il potenziale di destabilizzazione dei flussi di capitale a breve; come evitare che le regole prudenziali e di trasparenza, gli obblighi tributari, le leggi penali vengano elusi con il domicilio in quei punti franchi che sono detti *off-shore*; come accertare e assicurare l'osservanza dei criteri stabiliti internazionalmente per garantire la stabilità, la trasparenza e l'integrità dei mercati, la corretta informazione contabile.

Questi lavori hanno prodotto risultati interessanti e proposte valide. La bontà delle proposte non garantisce tuttavia che esse divengano operative, a motivo della contraddizione fra la globalità del mercato e la frammentazione nazionale delle giurisdizioni.

2. L'euro, la moneta unica europea, ha prodotto benefici di grande rilievo per i mercati dei capitali del continente. L'eliminazione dei rischi di cambio, consentendo una piena integrazione dei mercati, ha stimolato una domanda di attività finanziarie diversificata e non costretta entro i confini nazionali e ha pertanto agevolato l'accesso al capitale. Ne è prova la crescita impetuosa del mercato delle euro-obbligazioni, quasi tutte denominate in euro, le cui emissioni sono aumentate di 2,7 volte nel complesso e di quasi 5 volte per le emissioni delle imprese non finanziarie.

Questi sviluppi produrranno conseguenze positive sulla crescita delle imprese: favoriscono già oggi una più intensa attività di fusioni e di acquisizioni; riducono il costo del capitale; espongono più direttamente le imprese alla valutazione del mercato, e ne stimolano pertanto l'efficienza.

3. I mercati si sono adeguati all'euro. A un mercato unico con moneta unica non si sono invece adattati le istituzioni e gli assetti regolamentari dell'Europa.

La Commissione europea, nel suo "Piano d'azione" del maggio scorso, ha indicato i molti passi che ancora si devono compiere per situare il mercato unico entro un quadro regolamentare più uniforme. In molti casi occorre adottare nuove direttive o modificare quelle esistenti. Sarà un processo lento, a motivo sia dei passaggi fra Commissione, Consiglio e Parlamento Europeo, sia della difficoltà di conciliare gli interessi particolari dei diversi Paesi: ben più lento dei tempi di innovazione dei mercati.

Si sostiene sovente che il processo di armonizzazione non necessita di un impulso dall'alto, poiché esso sarà comunque forzato dalla concorrenza fra sistemi: il cosiddetto arbitraggio regolamentare obbligherà alla convergenza. La concorrenza fra sistemi può certo stimolare una benefica riduzione di alcuni eccessi di regolamentazione; ma vi è anche il rischio notevole che, affidando solo a essa l'armonizzazione, l'effetto sia una tendenza a convergere verso livelli più bassi di protezione degli investitori non professionali.

Non sempre le direttive comunitarie impediscono che ciò avvenga. La posizione comune del Consiglio sulla proposta di direttiva sul commercio elettronico prevede che anche nel caso dei servizi finanziari valgano la legislazione e le regole del paese di origine dell'offerta del servizio. Ma sin quando legislazioni e regole sono diverse e offrono gradi diversi di protezione, un'applicazione indiscriminata del principio del paese d'origine, ammissibile nel caso di investitori all'ingrosso o comunque professionalmente qualificati, impedisce un'adeguata tutela dei piccoli investitori, soprattutto in paesi come l'Italia che sono importatori netti di servizi finanziari.

Il Fesco, il *Forum* delle Commissioni di borsa dello Spazio Economico Europeo a cui la Consob offre valido contributo, si adopera per contribuire all'armonizzazione, sia in sede di proposta sia con l'elaborazione di norme tecniche su delega delle Commissioni.

Mancando un'armonizzazione legislativa e regolamentare, è difficile ipotizzare la possibilità di una autorità di controllo europea. Un'accelerazione del processo di unificazione dei mercati mobiliari, o di alcuni loro segmenti, in piattaforme comuni di contrattazione, potrà offrire l'occasione per affrontare il problema rendendo più acute le contraddizioni insite nell'assetto attuale.

Lo sviluppo dei mercati in Italia

4. Nel periodo recente si è accentuato un salutare processo di diversificazione delle attività finanziarie detenute dalle famiglie italiane. Vi concorrono fattori diversi. Il risanamento della finanza pubblica ha ridotto l'offerta dei titoli pubblici. Per lungo tempo quei titoli avevano consentito al risparmiatore in lire il beneficio di una singolare combinazione di alto rendimento con assenza di rischio. Grazie alla riduzione di offerta e all'ammissione alla moneta unica, il rendimento si è oggi fortemente abbassato, soprattutto in termini nominali, ma anche in termini reali. Le famiglie hanno in conseguenza ridotto la consistenza dei titoli pubblici nel loro portafoglio. Lo sviluppo e l'integrazione dei mercati hanno, al contempo, offerto nuove opportunità di investimento. Anche grazie a queste opportunità, l'investitore italiano ha manifestato una maggiore disposizione all'assunzione di rischi.

Il risparmio finanziario liberato, per così dire, dall'impiego in titoli pubblici si è indirizzato, direttamente o in forma gestita, verso attività finanziarie sull'estero, più che raddoppiate in due anni per il complesso dei residenti, e verso le azioni emesse da imprese italiane, anche attraverso

strumenti derivati. Alla fine del 1999 la somma di attività sull'estero e azioni ha toccato circa il 50 per cento della ricchezza finanziaria del settore privato diversa dalla moneta.

La maggiore propensione all'investimento in capitale di rischio è stata allo stesso tempo condizione ed effetto della crescita quantitativa e qualitativa della borsa italiana.

La capitalizzazione di borsa sul mercato ufficiale è aumentata da 310 miliardi di euro a fine 1997 a 481 miliardi a fine 1998, a 714 miliardi alla fine dello scorso anno, a 849 miliardi a febbraio. Fra il 1997 e il 1999 il tasso di crescita annuo è stato di quasi il 52 per cento. La capitalizzazione del Nuovo Mercato è passata da 7 miliardi di euro a fine 1999 a 15,5 miliardi nel febbraio scorso.

5. I dati più importanti sulle nuove quotazioni danno evidenza di un progresso qualitativo, e non solo quantitativo, del mercato. Nel 1998 sono entrate in borsa 15 nuove società italiane; 27 nel 1999 (di cui 6 al Nuovo Mercato). Tre nuove società sono state ammesse a quotazione sul Nuovo Mercato nei primi mesi del 2000; altre 17, tra mercato ufficiale e Nuovo Mercato, hanno presentato domanda alla Consob per il rilascio del nulla osta alla pubblicazione del prospetto informativo. La capitalizzazione delle società neoquotate è passata dall'uno per cento della capitalizzazione complessiva nel 1997 al 2,4 per cento nel 1999, escludendo l'Enel.

Si tratta nella maggior parte dei casi di società industriali "indipendenti", in quanto non appartenenti a gruppi già presenti nel listino; di piccole e medie dimensioni; relativamente giovani. Delle 74 società neoquotate tramite offerta nel periodo 1995-1999, quelle indipendenti sono 56 e 46 avevano una capitalizzazione inferiore ai 200 milioni di euro alla data di quotazione. L'età media delle neoquotate si è ridotta, soprattutto per quelle del Nuovo Mercato. La raccolta di capitale sul mercato avviene in misura crescente per finanziare nuovi investimenti con aumenti di capitale e non solo per consentire ai proprietari di far cassa mantenendo il controllo.

Sei delle società neoquotate lo scorso anno operano in settori ad alta tecnologia. Grazie alla liberalizzazione del settore, alcune di esse offrono servizi di telecomunicazioni o servizi che utilizzano le telecomunicazioni come *input* rilevante del processo produttivo. Considerate le potenzialità della rete di trasmissione, la privatizzazione e la liberalizzazione del settore dell'energia elettrica opereranno nella stessa direzione.

6. Gli sviluppi descritti sono importanti perché possono essere il segno di mutamenti positivi nella struttura del sistema delle imprese. In Italia, come ho ricordato lo scorso anno, molte piccole imprese nascono, ma pochissime poi crescono e pochissime ricorrono al mercato dei capitali: vi è relazione fra questo nanismo, anomalo rispetto al resto dell'Europa, e una specializzazione produttiva insufficiente nei settori di più elevata tecnologia, che ci lascia esposti alla concorrenza dei paesi emergenti nei settori tradizionali. La quotazione in borsa di un sempre maggior numero

di imprese è condizione, e auspicabilmente sintomo, di un rinnovato impulso alla crescita degli investimenti e della dimensione.

7. Ma, ci si chiede sovente, è tutto oro quello che riluce? La capitalizzazione delle imprese neoquotate a livelli multipli dei prezzi di emissione riflette attese ragionevoli di profitti futuri o non è piuttosto l'effetto della "esuberanza irrazionale" che il nuovo, purché sia nuovo, suscita nell'investitore?

Il mercato dà a volte risposte brutali. Non spetta alla Consob esprimersi sulla congruità dei livelli di quotazione. Né può la Consob, che non ha competenza sull'ammissione a quotazione, valutare il merito delle proposte di investimento che le società sottopongono agli investitori nelle loro offerte pubbliche iniziali. Tocca alla Consob accertare che il prospetto di quotazione contenga tutte le informazioni rilevanti; che in quel prospetto, e in particolare nelle avvertenze, si mettano in evidenza le incertezze, i rischi, le criticità, i conflitti di interesse, quali si possono evincere dalle informazioni ottenute dall'emittente e asseverate dai suoi *sponsor*. I prospetti sono documenti pubblici, a cui si può avere agevole accesso, sovente anche sulla rete di Internet: si vorrebbe essere certi che l'investitore individuale ne valuti i contenuti e ne tenga conto nell'assumere le sue decisioni.

Dai prospetti pubblicati si evince che, delle 10 società ammesse a quotazione sul Nuovo Mercato sino ai primi mesi di quest'anno, 4 non avevano mai pubblicato un bilancio annuale e non prevedevano di ottenere utili prima del 2001: l'ammissione alle negoziazioni è stata in questi casi disposta dalla società di borsa utilizzando la facoltà di deroga, prevista dal regolamento, al requisito di disporre di almeno un bilancio di esercizio.

8. Naturalmente un'impresa che si voglia subito quotare non può esibire bilanci passati; né ci si può attendere che un nuovo progetto industriale offra frutti immediati. Deve tuttavia notarsi che in altri paesi, e soprattutto negli Stati Uniti, i *venture capitalists* compiono una valutazione professionale del rischio e del rendimento delle nuove iniziative prima dell'eventuale collocamento pubblico e svolgono una funzione di filtro. Nel nostro paese, in cui il *venture capital* ancora scarseggia, si è passati con discontinuità da una situazione in cui le nuove iniziative non riuscivano a reperire capitale di rischio a una in cui i fondi sono direttamente, e agevolmente, reperiti sul mercato.

Si confida che gli intermediari a vario titolo coinvolti nella promozione delle offerte (*sponsor* e coordinatori) siano consapevoli del ruolo di implicita certificazione che essi sono chiamati a svolgere. Il successo di un'emissione e l'affidabilità del collocatore non si misurano sulla coda di richieste o sui prezzi nei pochi giorni successivi al collocamento, né sull'entità delle commissioni percepite; si misurano sulla sostenibilità di medio periodo delle quotazioni.

Gli analisti che redigono studi sui titoli, e gli stessi emittenti nel momento in cui diffondono previsioni sulla gestione, condizionano la formazione delle opinioni degli investitori. Il 60 per cento degli studi diffusi nel 1999 portava la raccomandazione “*buy*”, e solo il 6 per cento quella “*sell*”; negli studi prodotti da intermediari coinvolti professionalmente in una operazione societaria manca solitamente qual si voglia segnalazione di criticità sul titolo. È auspicabile che le posizioni di esplicito o implicito conflitto di interessi degli intermediari a cui sono attribuite le analisi siano rese manifeste, al fine di consentire un migliore apprezzamento del giudizio dell’analista. Anche per stimolare un’iniziativa di autoregolamentazione, la Consob ha promosso una consultazione con emittenti e investitori professionali sul tema degli studi monografici sui titoli.

9. Nel corso del 1999 è divenuta operativa l’indicazione di un parametro oggettivo di riferimento (*benchmark*) nei prospetti dei fondi comuni di investimento come prevedono i regolamenti Consob. L’introduzione del *benchmark* consente all’investitore di ottenere maggiore informazione sulla politica di investimento e sulla performance del fondo.

Anche se il livello delle commissioni è diminuito nel corso degli ultimi anni, vi può essere spazio per ulteriori riduzioni, grazie sia a economie di scala (il patrimonio medio gestito per società di gestione è passato da 1,9 a 8,8 miliardi di euro negli ultimi 4 anni), sia alla diffusione del collocamento tramite Internet.

Il grado di trasparenza delle commissioni è già elevato, soprattutto se si confrontano i fondi comuni con altre forme di investimento. Per migliorarlo si sono previste indicazioni più puntuali ed esaurienti all’interno del prospetto. Inoltre, la Consob ha recentemente messo a disposizione nel proprio sito Internet un programma che consente di calcolare il livello delle commissioni sulla base di alcune ipotesi e delle informazioni contenute nei prospetti.

10. La Consob ha approvato le modifiche al regolamento di Borsa Italiana, che consentono di mantenere aperte le contrattazioni dopo la chiusura dell’orario ufficiale e sino alle 22 in un segmento del mercato regolamentato. Con modifica del proprio regolamento dei mercati, in corso di pubblicazione, la Consob non ha ritenuto di estendere al nuovo segmento l’obbligo di concentrazione: le contrattazioni potranno avvenire sia sul mercato di borsa, sia su sistemi alternativi di scambi organizzati. Le istruzioni di Borsa Italiana sui limiti di prezzo in proposta e in contrattazione sono coerenti con questa decisione. Con altra modifica del regolamento intermediari, adottata con il parere favorevole della Banca d’Italia, si è disposto in conseguenza che dopo l’orario ufficiale la presunzione di *best execution* valga anche per gli scambi sui sistemi organizzati.

L’obbligo di concentrazione sul mercato ufficiale rappresentò un indubbio progresso rispetto alla situazione precedente. Questa era caratterizzata non già da concorrenza fra sistemi di scambio

alternativi, ma dalla prevalente pratica della compensazione presso i singoli intermediari, con pregiudizio della trasparenza dei prezzi e della liquidità e con il rischio di conflitti di interessi nel rapporto fra il cliente e un intermediario con duplice funzione di *broker* e di *dealer*. La situazione è ben diversa oggi, in specie nel caso delle contrattazioni dopo orario. In questo segmento si manifestano segni di concorrenza fra sistemi alternativi, che non pare opportuno impedire. Le modifiche adottate, d'altra parte, evitano che si torni alla situazione precedente.

Più in generale esiste un problema delicato di assegnazione di esclusive e di attribuzione di poteri con connotati pubblicistici a organismi costituiti in forma privatistica e con fini di lucro. In altri ordinamenti questo problema è stato esplicitamente posto nel momento in cui le società di mercato hanno abbandonato la tradizionale forma associativa, per trasformarsi in società per azioni, a volte quotate; è stato sovente risolto trasferendo alle autorità di regolazione i poteri che toccavano gli interessi generali. Nel regime normativo vigente è compito della Consob verificare l'esistenza di procedure organizzative in grado di evitare potenziali conflitti di interessi.

11. Dopo lunga ponderazione e dopo frequenti ripensamenti, pare risolta la questione della cosiddetta architettura della nostra piazza finanziaria: in chiaro, della definizione dei rapporti fra le società di mercato e l'arcipelago delle società di servizi, al fine di ottenere un assetto più efficiente e soprattutto meno lontano da quello che altre piazze finanziarie estere hanno rapidamente organizzato per migliorare la loro capacità competitiva e aumentare il loro peso nelle progettate aggregazioni. La Consob non ha competenza istituzionale per esprimere assenso o dissenso sulle soluzioni alternative che si sono succedute, dovendo solo valutare alcune modifiche introdotte in statuti e regolamenti. Noto tuttavia che la ragione dei ritardi (un comitato per la piazza finanziaria fu istituito all'inizio dell'estate del 1998) deve rinvenirsi non solo, e forse non tanto, nella difficoltà di disegnare un ottimo progetto industriale, quanto nella difficoltà di conciliare quel progetto con interessi divergenti dei vari soggetti circa gli assetti di proprietà e di controllo: almeno in questo caso, la responsabilità non può essere attribuita ai "tempi della politica". Ci si deve comunque compiacere che una soluzione sia stata infine raggiunta. L'aggregazione fra mercati e strutture di supporto è condizione necessaria per aspirare a essere parte del processo di concentrazione delle borse europee, già avviato, per ora, senza la nostra partecipazione.

La tutela del mercato e degli investitori e la vigilanza della Consob

12. Un regolare funzionamento del mercato può essere pregiudicato dal succedersi di voci che influenzano i prezzi. Nello scorso mese di giugno la Commissione ha ricevuto una lettera dal Presidente del Consiglio dell'Ordine dei Giornalisti della Lombardia, il quale esprimeva preoccupazione sulla frequente pubblicazione nelle cronache finanziarie di articoli non rispondenti ai canoni deontologici della professione.

I giornalisti finanziari operano in uno spazio angusto, tra l'informazione ufficiale, spesso reticente, e quella di fonti riservate, la cui attendibilità non è sempre facile verificare. La sensibilità del Consiglio dell'Ordine della Lombardia sul tema della corretta informazione finanziaria dovrebbe essere condivisa dal mondo dell'informazione nel suo complesso e dal mercato.

13. L'integrità del processo di formazione dei prezzi è condizione necessaria per un sano sviluppo del mercato finanziario.

Nel nostro mercato le anomalie di prezzo restano un fenomeno diffuso. Un'analisi condotta sulle società che nel 1999 sono state oggetto di offerte pubbliche di acquisto o di cessioni di pacchetti di controllo mostra che nei giorni che precedono la prima voce sull'operazione i corsi hanno registrato un incremento mediamente pari all'8 per cento nel caso di Opa e al 10 per cento nel caso di cessione di pacchetti.

L'abuso di informazioni privilegiate e l'aggiotaggio sono reati nel nostro ordinamento. Affinché le norme abbiano efficacia di repressione e, ancor prima, di deterrenza, l'autorità di controllo deve possedere adeguati poteri di accertamento, e deve essere parimenti adeguato l'apparato sanzionatorio. I poteri di accertamento della Consob sono limitati: meno incisivi di quelli di cui dispongono altri organi di controllo, anche in Europa. La legge infatti dà alla Commissione la facoltà di richiedere dati e notizie, ovvero di procedere all'audizione di chiunque appaia informato dei fatti, ma non prevede alcuna misura coercitiva nei confronti dei soggetti non vigilati che rifiutino di collaborare.

Ribadisco che l'effetto deterrente del regime sanzionatorio in materia di *insider trading* e manipolazione è modesto: l'entità delle sanzioni, ponderate per la bassa probabilità di accertamento e condanna del reato, non compensa il profitto che si può trarre dal reato medesimo. Il nostro ordinamento non consente l'applicazione di sanzioni amministrative.

Si è a lungo discusso sull'efficacia relativa della sanzione amministrativa e di quella penale o della possibilità di aggiungere la seconda alla prima in casi di particolare gravità. La sanzione amministrativa pare più efficace, quanto meno in termini di speditezza, sempre che essa sia adeguata nell'entità e sempre che l'organo che la deve proporre sia dotato di poteri d'indagine maggiori di quelli oggi previsti. Siamo consapevoli dei delicati problemi di opportuna separatezza soggettiva fra il momento di accertamento dell'illecito e di proposta della sanzione e quello in cui la sanzione viene irrogata: non sono problemi insolubili. In questa prospettiva, ma anche nel sistema attuale, le sanzioni pecuniarie dovrebbero essere aumentate. La multa prevista per l'abuso di informazioni privilegiate è oggi compresa fra 20 e 600 milioni (con possibilità di aumento fino al triplo). Quella per l'aggiotaggio, è singolarmente assai minore (fra uno e 50 milioni, con possibilità di raddoppio), anche se la manipolazione è un reato assai più difficile da provare e tale da arrecare certamente danni maggiori all'integrità del mercato che non l'abuso di informazioni privilegiate.

Nel sistema vigente la Consob collabora attivamente con la magistratura, sia segnalando a essa i casi in cui le indagini autonomamente esperite consentono di ravvisare ipotesi di *insider trading* e di manipolazione, sia, quando l'iniziativa è delle procure, compiendo accertamenti per conto di esse. Questa collaborazione ha ricevuto nuovo impulso con il coordinamento delle indagini su alcuni casi verificatisi di recente.

14. La scarsa afflittività del sistema sanzionatorio è un problema che non riguarda solo i reati di *insider trading* e di agiotaggio. La sanzione pecuniaria per violazioni delle disposizioni del Testo unico della finanza non può mai eccedere 200 milioni (con un minimo a seconda dei casi di uno o 10 milioni), anche in caso di comportamenti lesivi del regolare funzionamento del mercato finanziario e della sua stessa integrità, quali ad esempio le sollecitazioni del pubblico risparmio non preventivamente autorizzate dalla Consob o la violazione degli obblighi di offerta pubblica.

Lo scorso anno l'ammontare di sanzioni pecuniarie per abusi di mercato imposte dalla Commissione dei valori spagnola, omologa alla Consob, è stato di 129 milioni di euro, con una media di quasi 2,5 milioni di euro per caso sanzionato.

Nel caso di violazioni delle disposizioni in materia di società l'insufficienza delle sanzioni è aggravata dalla possibilità di effettuare il pagamento in misura ridotta: ne deriva un effetto di ulteriore opacità delle violazioni riscontrate, in quanto, a seguito dell'oblazione, non si dà luogo all'adozione di alcun provvedimento interdittivo nei confronti dei responsabili dell'illecito.

Una esplicita previsione dei rimedi civilistici "potrebbe efficacemente contribuire al rafforzamento della risposta sanzionatoria".

15. Una parte significativa dei controlli della Consob si indirizza nel settore della distribuzione dei prodotti finanziari.

Il numero dei soggetti iscritti all'albo dei promotori è passato da 26 mila unità di fine 1995 a circa 43 mila. Nel 1999 la Commissione ha adottato nei confronti di promotori 127 provvedimenti sanzionatori, 74 provvedimenti cautelari e oltre 100 segnalazioni di ipotesi di reato alla magistratura.

La dimensione raggiunta dal settore e la sua continua crescita sollecitano una riflessione sulla funzionalità di un sistema incentrato prevalentemente sull'intervento della Consob. Può essere opportuno che siano gli intermediari a esercitare in primo luogo il controllo sull'operato dei soggetti di cui si avvalgono per collocare i loro prodotti finanziari. La normativa vigente consente questa soluzione: i regolamenti della Consob prevedono l'istituzione, presso gli intermediari, di apposite unità organizzative di controllo interno, l'adozione di codici aziendali di comportamento, nonché il rispetto dei codici di autodisciplina elaborati dalle Associazioni di categoria. È nell'interesse

stesso degli operatori dare un contenuto concreto alle previsioni di autonomia organizzativa e regolamentare. Il buon andamento del settore si valuta, oltre che sui dati di controvalore collocato al pubblico, anche sulla qualità del rapporto con i risparmiatori e sulla fiducia che questi ripongono nelle loro controparti.

16. La tutela degli investitori dipende non solo dall'efficacia della vigilanza, ma anche dalla loro capacità di comprendere i meccanismi di funzionamento del mercato e di proteggersi autonomamente dagli illeciti. Rientra tra i compiti non scritti di un'autorità come la Consob diffondere cultura finanziaria tra il pubblico, che vuol dire prima di tutto conoscenza degli strumenti e delle regole.

La Commissione ha proprio in questi giorni arricchito il proprio sito Internet, rafforzandone la funzione di strumento informativo rivolto, oltre che agli operatori specializzati, al grande pubblico. È possibile consultare *on line* gli albi dei soggetti autorizzati a prestare servizi di investimento. Sono disponibili in esso specifiche avvertenze per i risparmiatori sull'uso di Internet nelle operazioni finanziarie, con l'esemplificazione dei casi di frode più ricorrenti.

La Consob non intende ostacolare l'uso legittimo di Internet nella distribuzione dei prodotti finanziari e nella prestazione dei servizi finanziari: resta fermo che tutta la normativa sulla correttezza e sulla trasparenza si applica anche alle attività effettuate tramite Internet. L'intervento di completamento e di adattamento delle norme esistenti dovrà assicurare l'esigenza di tutela degli interessi generali degli investitori senza comprimere il nuovo spazio di libertà offerto da Internet.

L'attività di regolamentazione della Consob

17. Come era prevedibile, si è manifestata la necessità di apportare alcune modifiche e integrazioni alla disciplina regolamentare emanata in attuazione del Testo unico della finanza. Questa opera di manutenzione della normativa ha riguardato, sia pure in misura diversa, tutti i settori affidati alle cure della Commissione.

Le limitate modifiche del regolamento intermediari sono dirette essenzialmente a puntualizzare taluni aspetti delle procedure.

Di più vasta portata sono le integrazioni apportate alla normativa secondaria sugli emittenti. In particolare si è intervenuti sulla disciplina secondaria dell'Opa per ragioni su cui conviene soffermarsi.

Come fu ricordato lo scorso anno, le offerte pubbliche non concordate pongono al legislatore primario e al regolatore un difficile problema di temperamento fra tre diversi obiettivi non complementari fra loro: la tempestiva informazione al mercato, onde impedire un'asimmetria informativa a favore di molti soggetti per troppo tempo; la contendibilità delle società, che è uno

stimolo per la creazione di valore a vantaggio degli azionisti; la tutela dei legittimi interessi delle società bersaglio dell'offerta.

Non esiste un criterio generale per definire quale obiettivo debba essere privilegiato. Oltre confine, il mondo anglosassone presenta due casi polari. Negli Stati Uniti, pur con alcune differenziazioni tra Stati, la società bersaglio può sempre e comunque compiere atti e operazioni volti a contrastare l'offerta. All'altro estremo, il *City Code* inglese privilegia l'informazione al mercato e la contendibilità: all'obbligo di immediata comunicazione dell'intenzione di offerta collega l'affievolimento dei poteri di difesa delle società bersaglio.

A prima vista, il legislatore italiano sembra essersi ispirato più al *City Code* che al modello americano: l'art. 104 del Testo unico della finanza impone che l'autorizzazione assembleare sia assunta con maggioranza qualificata. D'altra parte il Testo unico della finanza è silente, o lacunoso, sulla definizione del momento dal quale devono operare i vincoli posti dall'art. 104.

Per colmare quella lacuna, la Consob in via regolamentare e di interpretazione aveva stabilito l'obbligo di immediata comunicazione degli elementi essenziali dell'offerta, a far data almeno dalla decisione degli amministratori della società offerente e prima della presentazione del documento d'offerta, e la decorrenza da quel momento della regola di passività. Questa costruzione, impiegata nel caso Olivetti-Telecom, è stata travolta, in occasione dell'offerta di Assicurazioni Generali su INA, da due pronunce di primo e secondo grado della giustizia amministrativa con cui, in modi diversi ma con identità di risultato, si è disposta la sospensione dell'applicazione della regola di passività in pendenza della presentazione del prospetto.

Pur se le due pronunce riguardavano il singolo caso, la Consob ha preferito modificare il regolamento, per prevenire casi ulteriori di affidamento della definizione della procedura di offerta a pronunce della giustizia amministrativa e assicurare certezza di regole agli operatori.

Con questo intento, la modifica regolamentare approvata aderisce a un'interpretazione letterale dell'art. 102 del Testo unico della finanza. Si è soppresso l'obbligo specifico di prima comunicazione (fermi restando i normali obblighi informativi per le società quotate). Il momento rilevante diviene quello della presentazione alla Consob del documento di offerta, di cui tuttavia si consente la pubblicazione anche in pendenza di concessione delle autorizzazioni prescritte e delle delibere assembleari richieste in caso di offerte di scambio: da quel momento, si deve intendere, la società oggetto dell'offerta è vincolata alla regola di passività.

Questa soluzione, necessitata, riduce la trasparenza informativa e la contendibilità. Essa inoltre, diversamente da quella adottata in precedenza, non è conforme alle prescrizioni della posizione comune del Consiglio sulla proposta di direttiva sulle offerte pubbliche di acquisto. Quando quella direttiva verrà emanata, il legislatore italiano dovrà adeguarvisi, colmando le lacune del Testo unico della finanza e offrendo solida base di legislazione primaria alla previsione di una prima comunicazione, alla decorrenza, da quel momento, della regola di passività, alla definizione precisa dei termini entro cui deve essere presentato il documento di offerta.

18. I richiamati interventi della magistratura amministrativa sull'efficacia di norme regolamentari emanate dalla Consob investono il delicato tema dei pur necessari controlli giurisdizionali sugli atti delle autorità amministrative indipendenti.

Nel sistema vigente i regolamenti emanati da un'autorità amministrativa sono soggetti a impugnazione e ad annullamento per vizio di legittimità dinanzi al giudice amministrativo, il quale potrà sospendere l'efficacia, ove dall'immediata esecuzione dell'atto impugnato possa derivare grave danno per il ricorrente. Ma questo sistema, essenzialmente concepito per garantire il privato contro gli eccessi di potere di una pubblica amministrazione, si adatta con maggiore difficoltà a situazioni in cui l'atto amministrativo con contenuto regolamentare sia volto a disciplinare non già l'esercizio del potere dell'amministrazione verso il privato, ma una serie generale e astratta di rapporti tra privati.

Le controversie di diritto privato, anche se generate dall'interpretazione o dall'applicazione di norme secondarie emanate da un'autorità amministrativa, rientrano naturalmente nella competenza del giudice ordinario, il quale, tutt'al più, potrà avvalersi del potere di disapplicare, nel singolo caso, l'atto amministrativo reputato illegittimo. D'altronde, l'art. 195 del Testo unico della finanza affida al giudice ordinario anche il compito di pronunciarsi sulle opposizioni proposte da coloro che siano stati sanzionati dal Ministero del Tesoro su proposta della Consob. La possibilità di impugnare le disposizioni regolamentari direttamente dinanzi al giudice amministrativo, anche quando la Consob risponda a un quesito interpretativo in merito a esse, produce il risultato che, in caso di annullamento (previa eventuale sospensione), l'area presidiata dalla norma regolamentare impugnata rischia di restare del tutto scoperta.

Questa potenziale sovrapposizione di competenze tra giudice ordinario e giudice amministrativo produce rischi di instabilità del sistema normativo. Pare perciò auspicabile un intervento del legislatore che risolva tali nodi e individui le forme e i tempi dei controlli giurisdizionali sugli atti della Consob, anche per dare maggiore certezza al mercato.

Il governo delle società e i diritti degli azionisti

19. Nel 1999 la diffusione della proprietà azionaria si è ridotta, con l'inversione di una tendenza in atto da alcuni anni. Al 31 dicembre la quota di capitalizzazione detenuta dal mercato, che per convenzione si fa coincidere con quote di possesso inferiori al 2 per cento del capitale sociale, è passata dal 56,5 al 47,6 per cento della capitalizzazione. La riduzione di 9 punti è per oltre la metà riconducibile alle Opa su Telecom e su Comit. Le acquisizioni di Ina e di Unim, conclusesi nei primi mesi di quest'anno, hanno aumentato ulteriormente il livello di concentrazione del possesso. Al momento della privatizzazione delle imprese citate si era sostanzialmente optato per un modello di proprietà diffusa. Il mercato ha ritenuto poco efficiente quel modello e ha promosso iniziative di accentramento del controllo.

I fattori che hanno spinto verso la concentrazione della proprietà sono in parte legati all'evoluzione della struttura concorrenziale dei settori economici cui appartengono le società interessate. Nelle telecomunicazioni, ha operato verosimilmente la ricerca di un assetto in grado di assicurare efficacia nella definizione e nella realizzazione delle strategie industriali necessarie per far fronte ai cambiamenti strutturali e tecnologici e alla progressiva liberalizzazione del settore; nei settori bancario, assicurativo e immobiliare, la pressione concorrenziale ha sollecitato la crescita dimensionale.

Le principali operazioni di riallocazione del controllo realizzate nel 1999 sono state promosse da gruppi che già comprendevano altre società quotate: è aumentata la concentrazione del listino e si sono infittiti i legami proprietari tra società quotate. Il peso dei due gruppi privati più grandi (Olivetti e Generali) sulla capitalizzazione complessiva è attualmente pari a circa il 35 per cento. Poco meno della metà della capitalizzazione dei due gruppi riflette il valore delle partecipazioni di controllo detenute nelle società quotate del gruppo.

Nel 1999 la quota della capitalizzazione di borsa posseduta da società quotate è cresciuta passando dal 19 per cento del 1998 a oltre un quarto del 1999: l'incremento è quasi interamente dovuto alla crescita delle partecipazioni di controllo. La diffusione della presenza di modelli di controllo per coalizioni vede spesso le società quotate al centro di reti di partecipazioni circolari.

20. La tendenza alla proprietà concentrata si manifesta maggiormente laddove mancano gli investitori istituzionali. Il modello della *public company* è sostenibile se l'investimento azionario da parte di operatori quali i fondi pensione e le assicurazioni è consistente: quegli operatori, infatti, esercitano sovente un ruolo importante di controllo e di stimolo sul comportamento del *management*. La loro mancanza favorisce sistemi di governo societario dove più difficilmente si rafforza la funzione degli amministratori indipendenti e più frequente è il cumulo di cariche in più consigli. Nelle società quotate a Milano il numero di consiglieri che hanno più di un incarico in imprese non appartenenti allo stesso gruppo è elevato. I consigli interessati dal fenomeno dell'*interlocking* sono 175 e gli amministratori presenti in più società coprono circa un terzo del totale delle cariche di quelle società.

Questo contesto non favorisce politiche aggressive a livello sia commerciale sia di acquisizioni di imprese, anche in presenza di gestioni aziendali che siano lontane dall'efficienza. Il mercato del controllo è meno vivace e il modello di proprietà basato su grandi azionisti si autoalimenta.

21. A fronte di questa situazione e delle carenze della normativa primaria circa la responsabilità degli amministratori, la Consob, nel 1997 e nel 1998, ha pubblicato due raccomandazioni. In esse si indicano le regole di trasparenza che gli amministratori e i sindaci dovrebbero osservare, al fine

di consentire agli investitori di meglio valutarne i comportamenti in relazione agli interessi della società.

Un esame condotto su un campione significativo (per qualità e quantità) di emittenti quotati ha rivelato come tali disposizioni siano talvolta disattese dagli amministratori, e sovente disattese dai collegi sindacali con il ricorso a formulazioni sintetiche o di stile che non danno uno specifico contributo di informazione. In particolare, la genericità delle formule utilizzate dai collegi sindacali per asseverare l'interesse della società al compimento delle operazioni infragruppo o con parti correlate induce a ritenere che i collegi non abbiano compiuto specifici e autonomi accertamenti: non di rado i sindaci si limitano a rinviare a quanto riferito dagli amministratori nella loro relazione.

Questi comportamenti mal si conciliano con la rilevanza che il Testo unico della finanza attribuisce all'opera del collegio sindacale. Per impedire che le finalità della legge vengano di fatto disattese e per obbligare a un'informazione trasparente ed esauriente sui conflitti di interessi, la Consob impiegherà tutti i mezzi che la normativa vigente mette a sua disposizione. Questo indirizzo ha già trovato sostanza nelle iniziative assunte di recente nei confronti dei collegi sindacali di alcuni emittenti quotati.

22. Promosso da Borsa Italiana, è stato redatto un codice di governo societario. Ribadisco l'apprezzamento della Consob per questa iniziativa di autoregolamentazione, senza carattere di obbligatorietà: essa rappresenta certamente un passo avanti che ci avvicina, anche se ancora non ci adegua, alla *best practice* internazionale. Passi ulteriori sarebbero opportuni in almeno due direzioni: la definizione di regole nel caso di gruppi e di società partecipate da altre società; le caratteristiche e i doveri degli amministratori indipendenti.

L'adesione di una società quotata al codice, presumibilmente resa pubblica, dovrebbe rappresentare per essa una sorta di marchio di qualità agli occhi degli investitori. In quanto un miglior governo societario rappresenti garanzia di maggior creazione di valore per gli azionisti che non siano in posizione di controllo, quel marchio potrebbe consentire un minor costo del capitale. Proprio per questa ragione acquista rilievo il problema di come garantire che il codice venga osservato da parte di chi si sia liberamente impegnato ad adottarlo. Non si tratta evidentemente di pensare, in caso di mancata osservanza, a sanzioni amministrative, che sarebbero impraticabili e soprattutto incompatibili con un'iniziativa di autoregolamentazione. La sola sanzione efficace è la perdita di reputazione sul mercato, che sarebbe inflitta quando il marchio di qualità venga pubblicamente ritirato da chi lo ha concesso (*name, shame*). Mi pare pertanto che il compito di sorvegliare l'osservanza delle prescrizioni e di rendere pubbliche le eventuali violazioni rilevate possa e debba toccare a chi ha meritoriamente proposto l'iniziativa: a Borsa Italiana dunque, a cui Consob offrirà, anche su questa materia, ogni collaborazione.

23. La Consob, così come la Banca d'Italia, ha attivamente contribuito, con la partecipazione di due commissari e con l'opera dei suoi uffici, ai lavori della commissione per la riforma del diritto societario istituita presso il Ministero di Grazia e Giustizia. Dopo venti mesi di lavoro, la commissione ha presentato la sua relazione e un progetto di legge di delega.

Una riforma del diritto societario è necessaria per introdurre elementi di maggiore flessibilità e di semplificazione nell'ordinamento, soprattutto a vantaggio delle imprese minori; per agevolare il ricorso al pubblico risparmio e al mercato finanziario, stimolando così la crescita dimensionale e la maggiore efficienza delle imprese; per apprestare strumenti di tutela giudiziaria in materia economica più efficaci e di efficacia più immediata di quelli oggi esistenti.

Il progetto della commissione pone le condizioni perché questi obiettivi possano essere raggiunti. La possibilità di raccogliere capitali viene allargata, anche grazie alla previsione di attenuazione dei limiti all'emissione di obbligazioni e di semplificazione delle modalità di aumento e riduzione del capitale, oggi più rigide di quanto previsto dalla normativa comunitaria in materia. Le regole di protezione degli investitori presenti nel Testo unico della finanza vengono estese a tutte le società per azioni che si rivolgono al mercato dei capitali, anche per ridurre lo scalino normativo tra società quotate e non quotate. L'intervento sulla giustizia si concreta nella proposta creazione di sezioni specializzate e in norme di procedura destinate a rendere più rapida la definizione delle controversie in materia commerciale.

Si adeguano inoltre i profili penali alle nuove esigenze, con il preciso intento di assegnare all'intervento penale funzioni il più possibile residuali, entro confini certi e ben definiti. In coerenza con tali finalità, il reato di false comunicazioni sociali dovrebbe presupporre uno specifico intento doloso e ingannatorio. Ove questo intento sia provato, l'introduzione di una discriminazione di rilevanza in termini quantitativi potrebbe essere pregiudizievole per la certezza del diritto, poiché aprirebbe uno spazio troppo ampio di discrezionalità.

Il Governo si accinge a tradurre il progetto della commissione in un disegno di legge, che sarà discusso in Parlamento unitamente ad altro strumento di iniziativa parlamentare sulla stessa materia. Tenendo presente le scadenze della legislatura, i tempi per l'approvazione e poi per l'esercizio della delega sono assai stretti. Confidiamo che vi sia piena e diffusa consapevolezza dell'urgenza di una riforma.

* * *

Esistono oggi molte condizioni perché in Italia si avvii una nuova fase di intenso sviluppo. Ci siamo liberati dai vincoli dell'instabilità macroeconomica. L'integrazione dei mercati, la riduzione dei disavanzi pubblici, le innovazioni finanziarie, una maggior disponibilità degli investitori ad affrontare il rischio favoriscono l'accesso al capitale. Il recupero del ritardo

nell'adozione delle nuove tecnologie informatiche e la diffusione di esse ai settori della cosiddetta vecchia economia offrono le occasioni di investimento. Con la fine di antichi monopoli, la concorrenza obbliga a cogliere quelle occasioni, in un processo che Schumpeter avrebbe chiamato di distruzione creatrice.

Queste opportunità di sviluppo sostenuto e sostenibile potranno essere meglio colte se l'infrastruttura istituzionale sarà adeguata alla nuova realtà. La qualità di quell'infrastruttura è diseguale nel nostro paese. Il Testo unico della finanza ha creato le condizioni per un assetto moderno dei mercati finanziari e per il loro sviluppo. Alcuni problemi che ho prima richiamato possono essere agevolmente risolti. Il diritto delle società, invece, è rimasto quale era, e perciò inadatto alle nuove esigenze: vi è oggi la possibilità di riformarlo. Sarà meno facile rimuovere gli ulteriori ostacoli, che possono impedirci di stare al passo con altri paesi e indebolire la nostra capacità di competere: l'intricato reticolo di adempimenti amministrativi, l'incertezza normativa, i tempi lunghi dell'amministrazione e della giustizia.

Si dibatte molto di forme di governo e di rappresentanza. Sono grandi temi e importanti: ma non solo in essi può esaurirsi l'innovazione necessaria per ammodernare l'ambiente istituzionale.

PARTE SECONDA

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

Questa parte del volume raccoglie dati e analisi sull'attività svolta dall'Istituto e sull'evoluzione del quadro di riferimento. Tale sezione costituisce il supporto alla relazione presentata al Ministro del tesoro, ai sensi di quanto disposto dall'art. 1/1, comma 13, della legge 7 giugno 1974, n. 216, e al discorso del Presidente dell'Istituto nell'incontro con il mercato tenutosi il 10 aprile 2000.

I. LA PROPRIETÀ DELLE SOCIETÀ QUOTATE

La struttura proprietaria e il controllo nelle società quotate

Nel 1999 si è arrestata la tendenza, rilevata negli ultimi 3 anni, alla progressiva riduzione della concentrazione proprietaria. La quota di capitale detenuta dal mercato, cioè da azionisti con quote inferiori al 2 per cento, è scesa dal 56,5 per cento del 1998 al 47,6 per cento del 1999 ed è parallelamente aumentata la quota media del primo azionista, passata dal 33,8 per cento al 44,2 per cento (Tav. I.1).

TAV. I.1

STRUTTURA PROPRIETARIA DELLE SOCIETÀ QUOTATE¹ (SITUAZIONE AL 31 DICEMBRE)

	1996	1997	1998	1999
<i>MODELLI DI CONTROLLO</i>				
DI DIRITTO	66,8	49,1	32,3	55,0
DI FATTO	12,2	12,9	21,7	16,7
PATTO DI SINDACATO	4,8	6,3	7,4	10,8
<i>TOTALE</i>	83,8	68,3	61,4	82,5
<i>CONCENTRAZIONE</i>				
PRIMO AZIONISTA	50,4	38,7	33,8	44,2
PRIMI TRE AZIONISTI	59,6	44,8	40,8	50,1
MERCATO	38,9	52,9	56,5	47,6

Fonte: Archivio Consob sulla trasparenza proprietaria. Si veda la sezione Note metodologiche. ¹ In percentuale sulla capitalizzazione del capitale ordinario di tutte le società quotate in borsa.

L'aumento della concentrazione proprietaria nel 1999 (Tav. aI.1), così come la sua riduzione negli anni precedenti, riflette soprattutto gli eventi che hanno interessato alcune società di grandi dimensioni coinvolte nel processo di privatizzazione.

Negli anni 1997 e 1998 la riduzione della concentrazione fu causata in gran parte dalle operazioni di privatizzazione tramite collocamento sul mercato, che hanno generato, per le società interessate, assetti proprietari estremamente diffusi e assetti di controllo contendibili.

Nel 1999 l'aumento della concentrazione è stato indotto da un processo inverso che ha visto l'acquisizione del controllo da parte di un singolo azionista di alcune grandi società quali Telecom, Comit

e Ina (completata nel febbraio 2000). D'altro canto, la maggiore operazione di cessione sul mercato da parte dello Stato realizzata nel 1999, riguardante l'Enel, ha visto il collocamento di una quota ridotta di capitale che resta per oltre il 68 per cento nelle mani del Tesoro e che quindi contribuisce all'aumento del grado di concentrazione proprietaria.

Per la maggior parte delle altre società quotate, tra la fine del 1998 e la fine del 1999 la concentrazione proprietaria è rimasta sostanzialmente inalterata: per oltre il 75 per cento delle società quotate, infatti, la quota di flottante è variata in misura inferiore al 5 per cento. Se si considerano le società che si sono quotate nel corso del 1999, il loro grado di concentrazione proprietaria appare in linea con quello medio del mercato.

La dinamica del mercato delle partecipazioni rilevanti evidenzia la prevalenza delle operazioni che hanno comportato un incremento della concentrazione (nel 1998 era prevalsa la tendenza opposta). Il saldo tra operazioni di incremento di partecipazioni rilevanti e operazioni di decremento realizzate nel 1999 è stato positivo, con circa 600 operazioni in acquisto contro 410 operazioni in vendita; la prevalenza è particolarmente accentuata per le operazioni relative a pacchetti superiori al 10 per cento del capitale (105 operazioni di acquisto rispetto a 50 operazioni di vendita).

TAV. I.2

PARTECIPAZIONI RILEVANTI NELLE SOCIETÀ QUOTATE¹
(SITUAZIONE AL 31 DICEMBRE)

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

Fonte: Archivio Consob sulla trasparenza proprietaria. Si veda la sezione Note metodologiche. ¹ Partecipazioni superiori al 2 per cento del capitale votante. ² Rapporto tra valore delle partecipazioni e capitalizzazione ordinaria di borsa. Valori in percentuale.

Le operazioni di riallocazione del controllo hanno avuto l'effetto di ridurre l'influenza della dimensione sui modelli proprietari: a fine anno le società più grandi, in particolare quelle del decimo decile della distribuzione della capitalizzazione di borsa, mostrano una quota del mercato inferiore al 50 per cento, con una sensibile riduzione rispetto all'anno precedente (Tav. aI.2).

Appaiono quindi rafforzate le caratteristiche "storiche" degli assetti proprietari delle società quotate italiane, rappresentate da una elevata concentrazione delle quote di possesso e dal prevalere di modelli di controllo poco contendibili. A fine 1999 148 società quotate, su un totale di 240, sono controllate con una quota superiore al 50 per cento da un unico azionista; altre 31 società sono controllate di fatto da un azionista con una partecipazione pari in media al 40 per cento; per 29 società è presente un patto di sindacato tra azionisti che consente loro di esercitare il controllo in maniera congiunta sulla società con una quota aggregata pari in media a oltre il 50 per cento; solo per 32 società non esiste un azionista o una coalizione di azionisti esplicita, rappresentata cioè da un patto di sindacato, in grado di esercitare il controllo (Tav. aI.3). Il peso delle società non controllate appare più che dimezzato rispetto al 1998 (17,5 per cento a fronte del 38,6).

All'interno della struttura proprietaria delle società quotate si riscontra un forte aumento del peso delle partecipazioni detenute dalle società di capitali, passate dal 12,6 al 19,4 della capitalizzazione complessiva, dovuto al ruolo particolarmente attivo che tali soggetti hanno svolto nelle operazioni di acquisizione del controllo realizzatesi nel 1999. Un incremento si registra anche per il peso delle partecipazioni dello Stato e degli enti locali, dovuto alla quotazione di società per le quali il processo di privatizzazione è stato solo parziale. In aumento rispetto al 1998 è la proprietà dei soggetti esteri, confermando il trend degli ultimi anni. Stabile appare il peso delle partecipazioni delle istituzioni finanziarie, con un lieve incremento di quello delle banche e una riduzione di quello delle assicurazioni e delle fondazioni bancarie (Tavv. I.2 e aI.4).

La proprietà delle istituzioni finanziarie nelle società quotate appare concentrata nelle società appartenenti al settore finanziario: sia le banche che le fondazioni bancarie hanno infatti incrementato la loro quota di possesso in tali società nel corso del 1999, più che compensando la riduzione del peso delle assicurazioni. Le istituzioni finanziarie appaiono invece virtualmente assenti dalla struttura proprietaria delle società industriali e di servizi dove è preponderante il peso delle partecipazioni delle società di capitale e dove rimane elevato quello delle partecipazioni dello Stato. La quota detenuta dai soggetti esteri tende ad aumentare soprattutto nelle società del settore dei servizi mentre si riduce nelle società finanziarie (Tav. I.3).

L'evoluzione degli assetti di controllo evidenzia una crescita del ruolo dei modelli coalizionali; aumenta, in particolare, il ricorso alla creazione di patti di sindacato. Alla fine del 1999 per 70 società quotate, che rappresentano il 32 per cento della capitalizzazione complessiva di borsa, esiste un accordo tra azionisti rilevante ai sensi dell'art. 122 del Tuf. La quota sindacata è pari in media a circa il 50 per cento del capitale ordinario delle società e il suo valore in termini di capitalizzazione rappresenta il 12,9 per cento della capitalizzazione di borsa (Tav. I.4).

TAV. I.3

PARTECIPAZIONI RILEVANTI NELLE SOCIETÀ QUOTATE
- DISTRIBUZIONE PER SETTORE¹ -
 (SITUAZIONE AL 31 DICEMBRE)

	1998			1999		
	FINANZIARIO	INDUSTRIALE	SERVIZI	FINANZIARIO	INDUSTRIALE	SERVIZI
SOGGETTI ESTERI	8,0	5,0	3,2	7,5	6,3	5,0
ASSICURAZIONI	4,8	0,8	0,1	3,6	0,8	0,1
BANCHE	9,9	0,9	--	13,7	0,8	--
FONDAZIONI	10,9	0,1	--	11,8	0,1	--
INVESTITORI ISTITUZIONALI	0,1	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2
SOCIETÀ DI CAPITALI	3,3	13,9	26,4	3,4	22,0	32,8
STATO	2,5	17,4	11,5	1,4	13,6	17,5
PERSONE FISICHE	2,4	5,6	4,5	4,1	5,0	4,6
<i>TOTALE</i>	<i>41,9</i>	<i>43,9</i>	<i>45,8</i>	<i>45,6</i>	<i>48,8</i>	<i>60,2</i>
NUMERO SOCIETÀ	82	102	34	91	110	39
PESO ²	46	25	29	37,6	21,1	41,3

Fonte: Archivio Consob sulla trasparenza proprietaria. Si veda la sezione Note metodologiche. ¹ Peso sulla capitalizzazione ordinaria di borsa del settore, valori percentuali. ² Peso della capitalizzazione ordinaria delle società del settore sul totale della capitalizzazione ordinaria di borsa.

TAV. I.4

PATTI DI SINDACATO IN SOCIETÀ QUOTATE
 (SITUAZIONE AL 31 DICEMBRE)

	NUMERO	CAPITALE SOCIALE SINDACATO ¹
1996	56	15,9
1997	70	14,8
1998	65	12,1
1999	70	12,9

Fonte: Archivio Consob sulla trasparenza proprietaria. Si veda la sezione Note metodologiche. ¹ Percentuale sulla capitalizzazione di borsa.

Nella maggior parte dei casi (51 società) i patti di sindacato costituiscono accordi globali che prevedono clausole riguardanti sia l'esercizio del diritto di voto, sia la trasferibilità delle azioni sindacate; queste ultime clausole si sostanziano per lo più nel riconoscimento di diritti di prelazione a favore degli altri aderenti all'accordo. Le società per le quali il patto di sindacato prevede solo accordi sull'esercizio del diritto di voto sono 8 e riguardano in 6 casi società già controllate di diritto, nelle quali tali clausole hanno prevalentemente la finalità di assicurare uno o più posti nel consiglio di amministrazione agli azionisti minoritari che aderiscono all'accordo. Nelle altre 2 società l'accordo di voto rafforza la posizione di un azionista che controlla di fatto la società. Le società interessate da patti di mero blocco sono 11 (Tavv. aI.5 e aI.6).

Per 49 società con un peso del 26,9 per cento sulla capitalizzazione di borsa, il patto di sindacato svolge o può svolgere un ruolo negli assetti di controllo, in quanto non esiste un azionista in grado di controllare di diritto la società. Le clausole di blocco sono presenti, accanto a clausole di voto, in quasi tutti i patti che interessano tali società; e ciò nonostante che le norme introdotte dal Tuf abbiano limitato la loro funzione di strumento di difesa nei confronti di possibili acquisizioni ostili, prevedendo la possibilità di recesso per gli aderenti che intendano aderire a un'offerta pubblica di acquisto o di scambio.

I trasferimenti di controllo e le Opa su società quotate

Nel corso del 1999 si è assistito a una attività del mercato del controllo societario senza precedenti nella storia degli ultimi decenni della borsa italiana. Il controvalore totale delle operazioni di acquisizione avvenute attraverso offerte pubbliche di acquisto preventive o successive (tenendo conto, per le offerte di scambio, del valore ai prezzi di mercato del corrispettivo in titoli) ha superato i 54 miliardi di euro (Tav. I.5), valore pari a circa 10 volte il controvalore complessivo delle analoghe operazioni condotte nei 7 anni precedenti e pari a circa l'8 per cento della capitalizzazione media di borsa dell'anno.

Il cambiamento dell'assetto di controllo connesso a tali operazioni ha coinvolto 16 società quotate tra cui Telecom, Comit, Ina, Unim e Bna (Tavv. aI.7 e aI.8).

In 8 casi il cambiamento del controllo è avvenuto in seguito a un'acquisizione realizzata attraverso un'offerta preventiva. Il controvalore complessivo di tali operazioni è stato di 53 miliardi di euro, riconducibile, per oltre la metà, all'Opa sulla Telecom. Alcune operazioni hanno riguardato società piccole e di recente quotazione, con un flottante superiore al 51 per cento (in particolare, Zucchini, Deroma Holding e Stayer). Inoltre, per la prima volta dall'operazione Credit-Rolo del 1994, si sono verificati casi di riallocazioni non amichevoli o comunque non concordate del controllo.

In alcuni casi di acquisizioni non concordate (Ina, Unim, Stayer, Deroma Holding e Zucchini), il consiglio di amministrazione della società target ha espresso, fin dalla prima comunicazione al mercato o successivamente, un giudizio positivo sull'offerta. In altri casi, le Opa non concordate non hanno avuto

successo (San Paolo Imi su Banca di Roma, UniCredito su Comit e una società veicolo costituita ad hoc da investitori istituzionali su Riva finanziaria; si veda il Riquadro 1). In 2 casi, al tentativo non amichevole di scalata ha fatto seguito un'Opa non ostile (rispettivamente, di Banca Intesa su Comit e di Intek su Riva finanziaria).

TAV. I.5

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

	NUMERO OPERAZIONI			MILIONI DI EURO ¹		
	1992-97	1998	1999	1992-97	1998	1999
VOLONTARIE	23	2	4	2.222	96	631
PREVENTIVE	10	2	8	2.937	1.658	53.292
INCREMENTALI	2	1	--	57	126	--
SUCCESSIVE	40	6	8	2.369	102	640
RESIDUALI	38	3	2	97	23	5
<i>TOTALE</i>	<i>113</i>	<i>14</i>	<i>22</i>	<i>7.682</i>	<i>2.005</i>	<i>54.568</i>

Fonte: Archivio Consob su documenti di offerta e avvisi della Borsa Italiana spa. ¹ Il corrispettivo in titoli delle offerte di scambio è valutato ai prezzi di mercato del giorno antecedente l'annuncio dell'operazione.

Nel corso del 1999 si sono inoltre verificati 8 casi di cessione concordata del pacchetto di controllo cui è seguita un'offerta successiva. Anche il valore di tali operazioni (pari a circa 640 milioni di euro) è stato consistente se rapportato al controvalore medio annuo delle operazioni analoghe del periodo 1992-1998 (pari a circa 350 milioni di euro).

Le operazioni di acquisizione con carattere ostile hanno posto una serie di problemi applicativi della disciplina primaria e secondaria in materia di Opa. In particolare, la questione di maggior rilievo ha riguardato le regole sulla cosiddetta *passivity rule*.

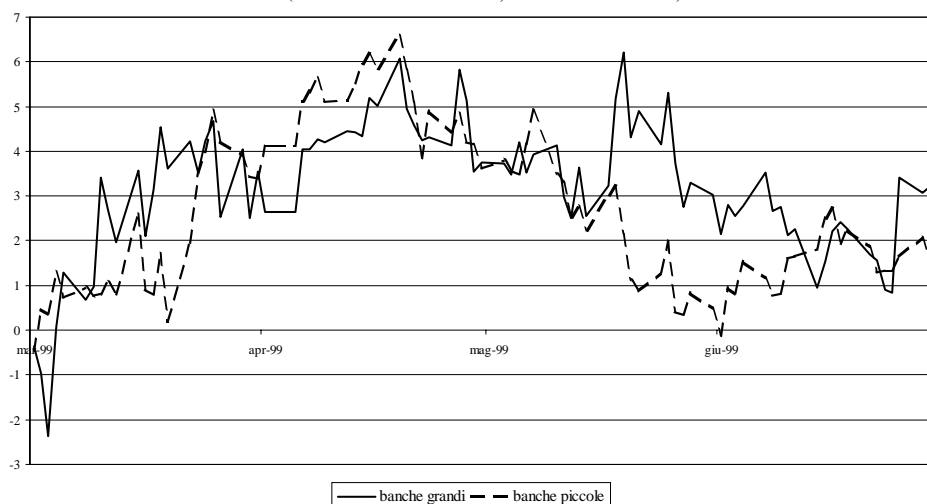
In occasione dell'offerta pubblica di acquisto e scambio promossa dalle Assicurazioni Generali sulle azioni Ina, la Consob ha confermato l'orientamento - già manifestato in occasione dell'offerta pubblica di acquisto e scambio promossa da Olivetti spa e Tecnost spa su azioni Telecom Italia - secondo il quale la comunicazione al mercato e alla Consob dell'intenzione di effettuare un'Opa, se contiene gli elementi essenziali dell'offerta, le finalità dell'operazione, i nomi dei consulenti ed è espressione di una manifestazione di volontà certa, è idonea ad avviare il periodo di offerta. Conseguentemente, si rendono applicabili le regole di correttezza e trasparenza previste dagli articoli 41 e 42 del Regolamento emittenti e la regola di passività prevista

RIQUADRO I

I takeovers ostili falliti

Il fallimento dei tentativi di scalata sulla Banca di Roma e sulla Banca Commerciale Italiana, tentati entrambi nel mese di maggio, ha avuto un impatto negativo sull'andamento dei prezzi dell'intero comparto dei titoli bancari. Cumulando le differenze giornaliere fra i rendimenti dell'indice bancario e quelli dell'indice Mib nel periodo marzo-giugno 1999, si osserva una fase iniziale con una crescita dei corsi dei titoli bancari più intensa di quella dell'indice generale; la tendenza subisce una netta inversione nel mese successivo all'annuncio dell'abbandono dei due progetti di acquisizione. Tale inversione di tendenza risulta più pronunciata, almeno nella fase iniziale, per le banche quotate di minori dimensioni.

**DIFFERENZA CUMULATA FRA I RENDIMENTI GIORNALIERI DEGLI INDICI
BANCARI E QUELLI DELL'INDICE MIB
(VALORI IN PERCENTUALE; PERIODO 1/3-30/6/1999)**



L'altro tentativo fallito di scalata è stato organizzato da alcuni investitori istituzionali azionisti della Riva finanziaria per osteggiare il tentativo di fusione fra Intek (azionista di riferimento della Riva finanziaria) e la stessa Riva finanziaria. Tali investitori giudicavano, infatti, il rapporto di concambio proposto dalla Intek non adeguato. Sebbene tale rapporto di concambio fosse sostanzialmente in linea con quello implicito nei prezzi di mercato, gli investitori istituzionali ritenevano il prezzo di mercato di Riva sottovalutato, anche alla luce delle ingenti disponibilità liquide in possesso della stessa società. La Intek successivamente è riuscita a portare la sua quota in Riva oltre il 30 per cento e a far passare la proposta di fusione in assemblea straordinaria, procedendo poi a un'Opa totalitaria obbligatoria su Riva a un prezzo superiore di circa il 4 per cento rispetto all'offerta iniziale degli investitori istituzionali.

dall'articolo 104 del Tuf. La Commissione ha infatti ritenuto che il rinvio a un momento successivo della decorrenza dell'obbligo di astenersi da misure difensive avrebbe reso di fatto priva di effetti la norma in questione e non avrebbe assicurato il temperamento tra l'interesse alla contendibilità del controllo e le esigenze della società oggetto di scalata. Contro questa impostazione l'Ina ha presentato ricorso avanti al giudice amministrativo (si veda il Capitolo VII).

Sempre in occasione di operazioni di riassetto della struttura proprietaria di società quotate (in particolare, l'ingresso di Abn Amro nel capitale della Banca di Roma e il riassetto di Banca Intesa a seguito dell'Opac promossa su Comit), la Commissione ha avuto modo di chiarire alcune questioni applicative legate all'effetto della modifica di patti di sindacato sugli assetti di controllo delle società e quindi sull'applicabilità della disciplina dell'Opa obbligatoria.

La Commissione ha precisato che gli acquisti azionari ai quali conseguano mutamenti nella composizione di un patto parasociale - i cui aderenti siano titolari di una partecipazione globalmente superiore al 30 per cento del capitale di una società quotata - possono comportare obblighi di offerta pubblica di acquisto, pur in assenza di un incremento della partecipazione complessivamente ascrivibile ai membri del patto, qualora i mutamenti determinino una vera e propria novazione o, comunque, implicino una significativa modificazione delle regole di funzionamento del patto o degli assetti di potere esistenti al suo interno.

Sarebbe, infatti, contrario allo spirito e alle finalità della normativa in materia di offerte pubbliche obbligatorie di acquisto, ipotizzare che anche variazioni minime nella composizione soggettiva di un patto parasociale, tali da non incidere sugli assetti proprietari, facciano sorgere un obbligo di offerta totalitaria solidalmente in capo a tutti gli aderenti, ivi compresi quelli che già prima e indipendentemente da tali variazioni detenevano una partecipazione rilevante nella società tramite un patto rimasto per il resto assolutamente immutato. All'opposto, però, neppure sarebbe concepibile che rilevanti variazioni intervenute nella compagine degli aderenti al patto, tali da mutarne sostanzialmente gli assetti, non determinino alcun obbligo di offerta pubblica di acquisto solo perché resta immutata la forma esteriore del patto di sindacato.

Le privatizzazioni di società quotate

Nel 1999 le operazioni di privatizzazione hanno contribuito, così come negli anni precedenti, all'allargamento del listino e alla crescita della capitalizzazione di borsa. In seguito a offerte pubbliche di vendita realizzate da soggetti pubblici sono state ammesse a quotazione 4 società, la Banca Monte dei Paschi di Siena, l'Acea, l'Acsm e l'Enel.

In tutte le operazioni la quota di capitale collocata sul mercato è stata inferiore al 50 per cento, consentendo all'azionista pubblico (che nel caso della Banca Monte dei Paschi di Siena è una fondazione bancaria) di mantenere il controllo di diritto su tali società. Nonostante si sia trattato di privatizzazioni parziali, il controvalore delle quote collocate sul mercato è stato elevato, grazie soprattutto al contributo dell'offerta Enel.

Il controvalore complessivo delle offerte collegate alle privatizzazioni realizzate nel 1999 è stato di circa 23,5 miliardi di euro, il più elevato dall'inizio del processo di privatizzazione iniziato nel 1993 e pari a più di un terzo del valore di tutte le operazioni realizzate negli ultimi 8 anni.

Per quanto riguarda l'Enel, il Tesoro ha ceduto complessivamente il 31,7 per cento del capitale per un controvalore di circa 16,5 miliardi di euro. L'offerta pubblica di vendita in Italia, rivolta al pubblico indistinto e ai dipendenti del gruppo Enel, è avvenuta nell'ambito di un'offerta globale che prevedeva un collocamento privato, destinato a investitori istituzionali in Italia e all'estero, e un'offerta pubblica riservata agli Stati Uniti (Tav. I.6).

Nel 1999 è stata effettuata anche un'offerta pubblica di vendita relativa alle azioni di una società già quotata, Autostrade spa. In questo caso l'offerente, l'Iri, è uscito dall'assetto di controllo della società attraverso la cessione del 30 per cento del capitale a un gruppo di azionisti stabili (Tav. al.9) e di un ulteriore 48 per cento al mercato.

Le offerte sono state rivolte per il 56 per cento al pubblico italiano, per il 5 per cento ai dipendenti delle società interessate e per il 39 per cento agli investitori istituzionali o al pubblico estero. Tali valori mostrano una crescita del peso dei collocamenti istituzionali e una riduzione del peso dei collocamenti presso il pubblico italiano, rispetto ai due anni precedenti.

In generale, la ripartizione dell'offerta tra pubblico e investitori istituzionali appare condizionata dal fatto che il collocamento riguardi o meno società già quotate: in quest'ultimo caso infatti, quando cioè la privatizzazione rappresenta una offerta iniziale, la quota collocata presso gli investitori istituzionali è maggiore, probabilmente a causa della minore conoscenza della società da parte del pubblico diffuso. Se si considerano tutte le operazioni effettuate nel periodo 1993-99, la quota media collocata presso il pubblico italiano è stata pari al 49 per cento nel caso di offerta iniziale e al 64 per cento nel caso di società già quotata.

Diffusa si conferma la tendenza a prevedere nei collocamenti una tranche destinata ai dipendenti della società o del gruppo cui appartiene la società privatizzata, la cui quota rispetto al totale del collocamento appare stabile nel tempo. Considerando l'intero periodo 1993-99, solo in 4 casi, su 24 operazioni complessivamente realizzate, non è stata prevista una tranche per i dipendenti. Nel 1999, il peso del collocamento riservato ai dipendenti della società oggetto dell'offerta è stato particolarmente elevato per l'Acea (20 per cento circa dell'offerta) e per la Banca Monte dei Paschi di Siena (10 per cento circa).

Tra le società privatizzate nel 1999, l'Enel e la Banca Monte dei Paschi di Siena sono state incluse nell'indice Mib30 e l'Acea nell'indice Midex. Complessivamente, le società privatizzate che, al 31 dicembre 1999, facevano parte dell'indice Mib30 erano 13 (Tav. al.10) e rappresentavano oltre il 60 per cento della capitalizzazione delle società appartenenti all'indice e il 48 per cento della capitalizzazione totale di borsa. Nel corso del 1999, gli scambi su tali titoli sono risultati pari a 225 miliardi di euro (44,6 per cento degli scambi complessivi del mercato), con un rapporto di *turnover* in media pari a circa 3 volte quello medio del mercato (230 per cento per le società privatizzate contro l'84 per cento del mercato).

**CESSIONI DI PARTECIPAZIONI DI SOCIETÀ QUOTATE A CONTROLLO PUBBLICO
EFFETTUATE TRAMITE OFFERTA PUBBLICA E COLLOCAMENTO ISTITUZIONALE**

SOCIETÀ	DATA	CTVL. ¹	CEDENTE	QUOTA CEDUTA ²	DESTINATARI DELL'OFFERTA ²			
					PUBBLICO	DIPEN- DENTI	ESTERA	INVEST. ISTITUZ.
CREDIT ORD	4.12.93	886	IRI	63,1	36,3	—	—	26,8
CREDIT RISP	4.12.93	44	IRI	17,4	—	17,4	—	—
IMI	31.01.94	1.231	TESORO E ALTRI	36,5	14,8	0,8	—	20,9
COMIT	26.02.94	1.493	IRI SPA	51,9	26,9	3,5	—	21,5
INA	27.06.94	2.340	TESORO	47,2	31,6	0,6	—	15,0
ENI	21.11.95	3.254	TESORO	15,0	4,3	0,7	3,3	6,7
IMI	7.07.96	259	TESORO	6,9	—	—	—	6,9
AMGA	7.10.96	107	COMUNE DI GENOVA	49,0	17,6	0,8	—	30,6
ENI	21.10.96	4.582	TESORO	15,8	8,0	0,8	2,0	5,0
MONTEFIBRE	08.07.96	94	ENICHEM	66,4	8,2 ³	—	—	58,2
ISTITUTO BANC. SAN PAOLO	19.05.97	1.374	GRUPPO BANC. SAN PAOLO, TESORO E ALTRI	31,0	12,3	2,4	—	16,3
ENI	23.06.97	6.805	TESORO	17,6	9,9	0,8	2,3	4,6
AEROPORTI DI ROMA	15.07.97	307	IRI	45,0	15,5	0,9	—	28,6
TELECOM	20.10.97	9.778	TESORO	32,9	24,3	3,3	1,1	4,2
BANCA DI ROMA	24.11.97	1.379	IRI,	36,6 ⁴	26,7 ⁵	2,4	—	7,5
SAIPEM	17.03.98	383	ENI	17,1	—	—	—	17,1
ALITALIA	22.05.98	406	IRI	18,4	—	—	—	18,4
ENI	22.06.98	6.594	TESORO	14,0	10,5	0,6	—	2,8
AEM	14.07.98	761	COMUNE DI MILANO	49,0	28,9	0,5	—	19,6
BNL	16.11.98	2.620	TESORO	64,7	34,8	3,6	—	26,3
B.CA MONTE PASCHI	18.06.99	2.217	FOND. MONTE PASCHI	21,2	7,6	2,0	—	11,6
ACEA	09.07.99	934	COMUNE DI ROMA	49,0	15,7	10,5	—	22,9
ACSM	20.10.99	18	COMUNE DI COMO	25,0	13,5	1,4	—	10,1
ENEL	29.10.99	16.550	TESORO	31,7 ⁶	18,5	1,5	....	14,5 ⁷
AUTOSTRAD	03.12.99	3.805	IRI	48,0	41,0	0,7	—	6,2

Fonte: Consob e Ministero del tesoro, Relazione al Parlamento sulle operazioni di cessione delle partecipazioni in società controllate direttamente o indirettamente dallo Stato, ex art. 13, comma 6, legge 474/1994, anni vari. ¹ Valori in milioni di euro. ² I dati non comprendono l'eventuale *bonus share* e comprendono l'intera *green shoe*. Valori in percentuale sul capitale sociale pre-offerta. ³ Include il 2,5 per cento riservato agli azionisti. ⁴ Dato calcolato sul capitale sociale post-offerta. ⁵ Include l'1,5 per cento riservato agli azionisti. ⁶ Il dato tiene conto della *green shoe* effettivamente esercitata. ⁷ Il dato include l'offerta pubblica estera.

Se si considerano gli assetti proprietari delle società appartenenti al Mib30, emerge una maggiore concentrazione proprietaria per le 13 società privatizzate: alla fine del 1999, la quota di flottante era infatti pari al 45,5 per cento per le società privatizzate a fronte del 51,5 per cento delle altre società del Mib30. Inoltre, nella struttura proprietaria delle società privatizzate lo Stato mantiene un ruolo rilevante: la quota di capitalizzazione posseduta dallo Stato è infatti pari al 17,4 per cento per tali società contro il 2,1 per cento per le altre società. Più elevato che per le altre società è anche il peso delle società di capitali (25,2 per cento contro il 12,8 per cento) e delle fondazioni (6,2 per cento contro il 2,7 per cento).

Gli assetti proprietari delle 13 società privatizzate appaiono fortemente differenziati, in funzione del diverso “grado” di privatizzazione e, per le società per le quali la privatizzazione è stata totale, dell’evoluzione dell’assetto di controllo successivo alla privatizzazione.

Per 5 società (Enel, Eni, Aem, Banca Monte dei Paschi di Siena e Banca di Roma), la cui capitalizzazione complessiva è pari al 17 per cento di quella di borsa, la privatizzazione è stata parziale, in quanto l’azionista di controllo è rimasto un soggetto pubblico. Per tali società la concentrazione proprietaria è rimasta elevata; la quota del flottante è pari in media al 41,5 per cento.

Per 5 società (Seat, San Paolo Imi, Autostrade, Bnl e Unicredito), con un peso del 10 per cento sulla capitalizzazione totale, l’assetto proprietario è sostanzialmente rimasto quello che si è determinato al momento della privatizzazione. Si tratta di società per le quali la privatizzazione ha portato a un assetto di controllo basato su un nucleo di azionisti stabili, con un flottante medio pari al 63,4 per cento.

Per 3 società (Telecom, Tim e Banca commerciale), con un peso del 23 per cento, si è verificato un mutamento dell’assetto di controllo in un momento successivo alla privatizzazione, che ha portato all’emergere di un nuovo soggetto controllante. Si tratta di società che dopo la privatizzazione presentavano un azionariato estremamente diffuso in assenza di un nucleo stabile di controllo (con la parziale eccezione della Telecom dove il nucleo stabile aveva una quota molto ridotta del capitale). Per tali società si è determinata una successiva concentrazione proprietaria dovuta in 3 casi su 4 all’acquisizione del controllo attraverso un’offerta pubblica di acquisto o di scambio: in media il flottante di tali società è pari al 40,9 per cento.

II. I CONTROLLI SULLE SOCIETÀ QUOTATE

I conflitti di interessi e la trasparenza: le verifiche sull'operato degli esponenti aziendali

Al fine di verificare le caratteristiche dell'informazione fornita in occasione delle operazioni societarie che presentano profili critici per la tutela degli azionisti di minoranza, la Commissione anche nel 1999 ha svolto un monitoraggio sul grado di adesione dei consigli d'amministrazione e collegi sindacali alle raccomandazioni in materia. L'attenzione si è concentrata sulla completezza delle informazioni rese circa le operazioni infragrupo e con parti correlate, con particolare riguardo alle motivazioni economiche sottostanti tali operazioni.

L'esame è stato condotto sui bilanci degli emittenti quotati a fine 1998 prendendo in considerazione, oltre alle società incluse nel Mib30, un campione di 118 società che hanno in passato presentato profili di criticità gestionale ovvero informativa.

L'analisi ha evidenziato risultati insoddisfacenti sul piano dell'esplicitazione dell'interesse e delle motivazioni economiche sottostanti al compimento di operazioni infragrupo o con parti correlate. Una qualche motivazione è stata riscontrata nell'86 per cento delle società del campione che presentavano operazioni infragrupo e nel 75 per cento di quelle che presentavano transazioni con parti correlate; il più delle volte, tuttavia, tali motivazioni sono risultate esplicitate attraverso mere attestazioni sintetiche e formule di stile non adeguatamente supportate da concreti elementi di valutazione. Le attestazioni sintetiche appaiono, in particolare, del tutto inadeguate per le operazioni in grado di incidere significativamente sulla situazione patrimoniale ed economica dell'emittente, soprattutto se queste si prestano a produrre situazioni di conflitto di interessi, quali i trasferimenti di partecipazioni rilevanti o strumentali, ovvero di immobili, alla società controllante non quotata o a società consociate (cioè soggette a comune controllo); le cessioni di rami aziendali o di investimenti rilevanti in società che operano in settori non rientranti nel core business del gruppo; i finanziamenti infruttiferi ovvero non a condizioni di mercato.

Anche le relazioni dei collegi sindacali in materia risultano carenti in termini di conformità alle raccomandazioni Consob.

Per ciò che attiene all'esplicitazione dell'interesse all'esecuzione di operazioni infragrupo e con parti correlate, si è riscontrata una bassa adesione alle raccomandazioni Consob. Solo nel 25 per cento dei casi esaminati il collegio sindacale ha indicato l'esistenza di ulteriori incarichi attribuiti alla società di revisione in aggiunta alla certificazione del bilancio. Inoltre, anche le formule utilizzate dai collegi sindacali per attestare l'interesse al compimento delle operazioni infragrupo o con parti correlate sono state sovente generiche; esse denotano la mancanza di specifici e autonomi accertamenti condotti dai collegi, posto che, non di rado, si limitano a un rinvio a quanto riferito dagli amministratori nella loro relazione.

Appare evidente che comportamenti quali quelli ora descritti presentano un'utilità pressoché nulla dal punto di vista dell'informativa al mercato e agli azionisti di minoranza. Ciò assume ancora più rilievo alla luce della centralità del ruolo che il Tuf attribuisce al collegio sindacale, nell'ambito del sistema di governo societario.

La Commissione nei primi mesi del 2000 ha provveduto a convocare i sindaci delle società quotate che avevano disatteso le raccomandazioni, per avviare un confronto sul contenuto delle informazioni fornite e per richiedere dati e notizie sulle operazioni infragruppo per le quali l'interesse sottostante al compimento non era risultato adeguatamente attestato.

Per ciò che concerne gli amministratori, la Commissione ha allo studio l'emanazione di una nuova comunicazione che individui in maniera più specifica e dettagliata i principi di trasparenza relativi a operazioni infragruppo o con parti correlate e che imponga vincoli più stringenti in merito all'esplicitazione dell'effettivo interesse economico al compimento di tali operazioni.

In tema di gruppi, la Commissione ha svolto un'analisi sul complesso delle società quotate in borsa e al mercato ristretto, al fine di individuare le società che presentano problemi di autonomia gestionale e intrattengono significativi rapporti, sia finanziari che commerciali, con il gruppo di controllo. La questione assume una specifica criticità, oltre che per i rilevanti profili di protezione degli azionisti di minoranza anche per il requisito dell'autonomia gestionale, richiesto dal regolamento della Borsa Italiana spa ai soli fini dell'ammissione a quotazione, ma non della permanenza al listino.

Sono state individuate 8 società per le quali il gruppo di controllo si pone come controparte delle principali operazioni poste in essere, quali cessione e acquisto di cespiti, partecipazioni o rami aziendali. Ciò comporta lo spostamento di attività all'interno del più ampio gruppo facente capo alla compagine di controllo, con rilevanti effetti sulla situazione patrimoniale, economica e finanziaria dell'emittente. La complessità dei rapporti intercorsi con il gruppo di controllo e la molteplicità degli effetti della situazione economica e finanziaria dell'emittente non sempre, inoltre, sono facilmente comprensibili e ricostruibili dalla lettura della documentazione di bilancio.

Provvedimenti che tendono a privilegiare la trasparenza sono insufficienti a garantire la completa tutela di tutti i soggetti che interagiscono con queste società. È stato pertanto avviato nei primi mesi del 2000 un confronto con la Borsa Italiana spa al fine di individuare le soluzioni più opportune al problema.

Inoltre, per 3 delle 8 società sono state riscontrati, oltre alla evidente mancanza di autonomia gestionale, rilevanti problemi connessi ai rapporti con il gruppo di controllo. Per tali società la Commissione, al fine di comprendere le problematiche sottostanti, ha convocato ai sensi dell'art. 115, comma 1, lett. b), del Tuf gli amministratori della società, il collegio sindacale e la società di revisione incaricata della certificazione del bilancio e ha richiesto ai medesimi soggetti la comunicazione di notizie e documenti.

Infine, la Consob ha presentato, ai sensi dell'art. 152 comma 2, del Tuf, denuncia nei confronti dei sindaci di una società quotata, per l'adozione dei provvedimenti di cui all'art. 2409 del codice civile (denuncia di fondato sospetto di gravi irregolarità nell'adempimento dei doveri degli amministratori e dei sindaci).

La disciplina degli organi di controllo e il codice di autoregolamentazione

La disciplina del funzionamento dei consigli di amministrazione e degli organi di controllo in rapporto al problema dei conflitti di interessi si articola su tre livelli: la legislazione primaria, le raccomandazioni Consob, l'autoregolamentazione.

Il Tuf definisce alcune regole di condotta minimali. In particolare, è previsto l'obbligo a carico degli amministratori di riferire periodicamente al collegio sindacale sulle transazioni di maggior rilievo assunte in potenziale conflitto di interessi; il dovere dei collegi sindacali di vigilare sul rispetto dei principi di corretta amministrazione, avvalendosi allo scopo di più ampi poteri rispetto a quelli previsti dal codice civile; l'obbligo di fornire informazioni attraverso la relazione del collegio all'assemblea chiamata ad approvare il bilancio sui risultati dell'attività di vigilanza svolta.

Le raccomandazioni Consob in materia di controlli societari del febbraio 1997 e del febbraio 1998 promuovono un regime di informativa dei documenti di bilancio sulle operazioni in potenziale conflitto di interessi.

La raccomandazione emanata nel febbraio 1997 richiede che la relazione sulla gestione prevista dall'art. 2428 del codice civile riporti specifiche informazioni sulle operazioni atipiche e inusuali, infragruppo e con parti correlate poste in essere dagli amministratori nell'esercizio delle deleghe; la relazione del collegio sindacale sul bilancio di esercizio deve, invece, fornire valutazioni e commenti sulle operazioni citate, nonché su aspetti concernenti il controllo sull'amministrazione (adeguatezza dei controlli interni, denunce ex art. 2408 del codice civile ed esposti, incarichi alla società di revisione in aggiunta alla revisione del bilancio).

Con la raccomandazione del 1998, relativa al problema della trasparenza delle operazioni con parti correlate (in particolare quelle atipiche o inusuali), si è indicato nel principio contabile internazionale Ias 24 il punto di riferimento in termini di informazioni standard da rendere sulle operazioni in discorso. Lo Ias 24 prevede tra l'altro che in tali fattispecie debbano essere indicate le motivazioni economiche e le condizioni contrattuali e finanziarie delle singole operazioni poste in essere.

Il codice di autoregolamentazione proposto dal "Comitato per la *Corporate Governance* delle società quotate" affronta alcuni aspetti di rilievo connessi al problema dei conflitti di interessi, con particolare riguardo alla nomina dei membri e alla composizione del consiglio di amministrazione e alle operazioni con parti correlate.

Con riferimento alla composizione del consiglio di amministrazione, il codice italiano si limita a raccomandare la nomina di un numero adeguato di amministratori indipendenti tra quelli non esecutivi, laddove in altri paesi codici di autoregolamentazione analoghi a quello italiano prevedono approcci più rigorosi, imponendo che la maggioranza degli amministratori non esecutivi sia costituita da soggetti indipendenti (in particolare, in Francia e nel Regno Unito).

Nel codice italiano permangono elevati livelli di discrezionalità sulla definizione di indipendenza, dal momento che un consigliere può essere considerato indipendente se non intrattiene con il *management*, la società o il gruppo di controllo "relazioni economiche di rilevanza tale da condizionare l'autonomia di giudizio"; nei codici di altri paesi (in particolare, Francia, Regno Unito, Belgio e Spagna) la qualifica di indipendenza presuppone la totale assenza di rapporti con tali soggetti.

RIQUADRO 2

Riguardo poi alle modalità di nomina dei membri del consiglio di amministrazione, il codice italiano, nel precisare che generalmente le proposte di nomina all'assemblea sono presentate dagli azionisti di maggioranza, considera possibile la costituzione di comitati di nomina, soprattutto in presenza di società con azionariato diffuso. In altri paesi europei (Francia, Regno Unito e Spagna) i comitati di nomina sono sempre previsti e devono essere composti in maggioranza da consiglieri non esecutivi e indipendenti.

Per le operazioni con parti correlate, il codice dedica maggiore attenzione, rispetto a quanto accade negli altri paesi dell'Europa continentale, all'individuazione delle procedure e dell'informazione da rendere sia agli altri organi sociali che al pubblico. Tali previsioni, sebbene opportune, appaiono meno incisive della più articolata e puntuale disciplina inglese, incorporata nelle *listing rules* del *London Stock Exchange*.

**LA DISCIPLINA DELLE OPERAZIONI CON PARTI CORRELATE
NEI CODICI DI AUTOREGOLAMENTAZIONE DI ALCUNI PAESI EUROPEI**

ITALIA	IL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE VIGILA CON PARTICOLARE ATTENZIONE ALLE SITUAZIONI DI CONFLITTO DI INTERESSI; ESAMINA E APPROVA LE OPERAZIONI SIGNIFICATIVE CON PARTICOLARE RIFERIMENTO A QUELLE EFFETTUATE CON PARTI CORRELATE. GLI ORGANI DELEGATI FORNISCONO ADEGUATA INFORMATIVA AL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE E AI SINDACI SULLE OPERAZIONI ATIPICHE, INUSUALI O CON PARTI CORRELATE IL CUI ESAME E LA CUI APPROVAZIONE NON SIANO RISERVATI AL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE. LE DELEGHE AGLI AMMINISTRATORI NON DOVREBBERO COPRIRE LE OPERAZIONI PIÙ SIGNIFICATIVE, SPECIE SE CON PARTI CORRELATE. L'INFORMATIVA ALL'ASSEMBLEA SU TALI OPERAZIONI DEVE ESSERE SUFFICIENTEMENTE ANALITICA E TALE DA PERMETTERE LA COMPRESIONE DEI VANTAGGI DELLE STESSE
FRANCIA	L'AMMINISTRATORE HA L'OBBLIGO DI INFORMARE IL CONSIGLIO DI TUTTE LE SITUAZIONI DI CONFLITTO DI INTERESSI, ANCHE POTENZIALI, E DEVE ASTENERSI DAL VOTO NELLE RELATIVE DELIBERAZIONI
REGNO UNITO	IN PRESENZA DI OPERAZIONI CON PARTI CORRELATE CHE SUPERANO IL 5 PER CENTO DI ALCUNI PARAMETRI (ATTIVO, FATTURATO, RISULTATI, CAPITALIZZAZIONE) DEVE ESSERE EMANATO UN COMUNICATO E INVIATA UNA CIRCOLARE AGLI AZIONISTI NELLA QUALE SONO FORNITE INFORMAZIONI SUFFICIENTI PER PERMETTERE DI VALUTARE GLI EFFETTI DELLE OPERAZIONI SULLA SOCIETÀ. TALI OPERAZIONI DEVONO ALTRESÌ ESSERE APPROVATE DALL'ASSEMBLEA CON L'ASTENSIONE DAL VOTO DEGLI EVENTUALI AZIONISTI "CORRELATI". PER LE OPERAZIONI DI VALORE COMPRESO TRA LO 0,25 E IL 5 PER CENTO DEI PARAMETRI SOPRA INDICATI DEVONO ESSERE COMUNICATI PREVENTIVAMENTE AL <i>LONDON STOCK EXCHANGE</i> I DETTAGLI DELLE OPERAZIONI E FORNITO UN PARERE DI UN PERITO INDIPENDENTE RICONOSCIUTO DAL <i>LONDON STOCK EXCHANGE</i> CHE ATTESTI CHE L'OPERAZIONE È EQUA E RAGIONEVOLE PER GLI AZIONISTI DELLA SOCIETÀ. DEVE INOLTRE ESSERE GARANTITO AL <i>LONDON STOCK EXCHANGE</i> CHE I DETTAGLI DELLE OPERAZIONI SARANNO PUBBLICATI NEI CONTI ANNUALI
SPAGNA	GLI OBBLIGHI DEI CONSIGLIERI IN SITUAZIONI DI CONFLITTO DI INTERESSI DEVONO ESSERE PREVISTI IN DISPOSIZIONI INTERNE ADOTTATE DALLA SINGOLA SOCIETÀ QUOTATA. GLI AMMINISTRATORI DEVONO FORNIRE AL MERCATO UNA INFORMATIVA TEMPESTIVA E COMPLETA, ANCHE SU OPERAZIONI INFRAGRUPPO E CON SOGGETTI LEGATI AI MEMBRI DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE

Il collegio sindacale della società, infatti, pur in presenza di presunte irregolarità poste in essere dagli amministratori, non ha ritenuto di attivare alcuno dei poteri allo stesso attribuiti dalla legge. Ciò configura, da parte dei sindaci, una presunta grave irregolarità nell'adempimento dei doveri di vigilanza che l'art. 149 del Tuf pone a carico dell'organo di controllo e, in particolare, del dovere di vigilare sul rispetto della legge e dell'atto costitutivo, nonché sul rispetto dei principi di corretta amministrazione.

Nel corso del 1999, alcuni operatori, insieme alla Borsa Italiana spa, hanno dato vita alla prima iniziativa di autoregolamentazione sul tema del funzionamento degli organi di amministrazione, costituendo il "Comitato per la *Corporate Governance* delle società quotate" che ha emanato un codice di autodisciplina.

Il codice non ha risolto in via definitiva alcune delle questioni di maggior rilievo relative al problema dei conflitti di interessi (indipendenza degli amministratori, strutture piramidali che favoriscono la separazione fra diritti patrimoniali e di controllo, interesse alle operazioni con parti correlate), né per alcune di esse avrebbe potuto, dovendosi a tal fine attendere una riforma a livello di normativa primaria. Esso, tuttavia, rappresenta un'importante iniziativa che avvicinerrebbe, qualora diffusamente adottato, le regole di governo delle imprese quotate ai migliori standard internazionali. Alcune soluzioni proposte dal codice sui doveri dei consiglieri di amministrazione e gli elementi del quadro normativo sono riassunti nel Riquadro 2.

I consigli di amministrazione delle società quotate

In occasione dell'emanazione del Regolamento in materia di emittenti, la Commissione ha ridefinito la normativa concernente l'informativa sui compensi percepiti dagli amministratori e sindaci di società quotate.

In particolare, è stato previsto l'obbligo di presentare nella nota informativa al bilancio di esercizio il quadro dei compensi attribuiti ai singoli componenti del consiglio di amministrazione e del collegio sindacale dalla società in cui esercitano la carica e dalle sue controllate, distinto per natura del compenso (emolumenti per la carica, *benefits*, *bonus* o altre incentivazioni, onorari per consulenze o prestazioni professionali).

Le informazioni sui compensi di amministratori e sindaci delle società quotate hanno una rilevanza pubblica, non ravvisandosi particolari esigenze di vigilanza che possano giustificare un invio sistematico di tali informazioni alla sola Autorità di controllo, come prima previsto dalla legge 216/1974. La Commissione ha pertanto stabilito che lo strumento da utilizzare per la loro diffusione debba essere, come già espressamente previsto dall'art. 2427 del codice civile, la nota informativa al bilancio di esercizio. Si è inoltre ritenuto opportuno che tali informazioni debbano essere fornite nominativamente per ogni singolo componente degli organi sociali, in analogia a quanto previsto dalle norme vigenti negli Usa e nel Regno Unito.

Nel caso degli USA, la Regulation S-K emanata dalla Sec prevede che tutte le società "registrate" debbano presentare all'interno dell'Annual Report agli azionisti una sezione dedicata alla remunerazione del management nella quale venga esposta in modo "chiaro, conciso e comprensibile" la descrizione di tutti gli elementi che concorrono alla remunerazione degli amministratori. Le informazioni devono essere fornite per ogni singolo amministratore. Inoltre, per gli amministratori executive, è previsto uno schema ancora più dettagliato di tutti gli elementi della remunerazione e dei piani di incentivazione. Tali informazioni sono dovute anche da parte delle società straniere registrate presso la Sec.

Nelle Listing Rules del London Stock Exchange è previsto che le società quotate con sede legale nel Regno Unito debbano includere nell'Annual Report and Accounts una relazione agli azionisti contenente una dichiarazione sulla politica della società in merito alla remunerazione dei dirigenti e per ciascun amministratore: l'ammontare dei compensi attribuiti, indicando la distinzione tra le varie voci (salario, onorario, benefits, bonus), in forma tabellare e con le necessarie note esplicative; informazioni sui piani di stock options, in forma tabellare e con le necessarie note esplicative; informazioni su altri schemi di incentivazione a lungo termine.

La nuova disciplina Consob ha reso disponibili, nel corso del 1999, i dati nominativi sui compensi degli amministratori e sindaci, riportati nei bilanci annuali del 1998. Tali dati rivelano un andamento dei compensi abbastanza eterogeneo per funzione svolta dai singoli amministratori, esecutivi e non, e fra società (Riquadro 3).

Sempre nell'ambito del Regolamento in materia di emittenti, la Commissione ha ridisciplinato le modalità di diffusione al pubblico delle informazioni riguardanti le partecipazioni di amministratori e sindaci. Considerata la complementarità tra le informazioni relative ai compensi e quelle relative alle partecipazioni, è sembrato opportuno che fosse unico lo strumento previsto per la loro diffusione al pubblico, e cioè la nota integrativa al bilancio di esercizio. Come per il caso dei compensi, la Commissione ha optato per una indicazione nominativa delle partecipazioni, sulla base degli standard di trasparenza vigenti nei paesi anglosassoni.

Negli Usa, il Securities Exchange Act del 1934 prevede che gli amministratori delle società registrate secondo la Section 12 debbano comunicare alla Sec, alla borsa dove sono quotati i titoli della società di appartenenza, le partecipazioni detenute e le loro variazioni, nonché il prezzo di compravendita. La Regulation S-K prevede che tali informazioni debbano essere riportate all'interno dell'Annual Report agli azionisti.

Nel Regno Unito il Companies Act del 1985 prevede che gli amministratori che detengono o acquistano titoli della società di appartenenza, della sua controllante o delle controllate comunichino alla società il quadro dettagliato di tali partecipazioni e le sue variazioni. Tali informazioni sono riportate in un registro apposito tenuto dalla società. Nelle Listing Rules del London Stock Exchange è previsto che le società quotate con sede legale nel Regno Unito debbano includere nell'Annual Report and Accounts una descrizione di tutte le informazioni della specie ricevute dagli amministratori.

I compensi di amministratori e sindaci

Per le 42 società che a fine 1998 presentavano una capitalizzazione superiore a 3.000 miliardi di lire, si riscontra una debole correlazione fra dimensione della società e compensi totali assegnati agli amministratori esecutivi. Ciò in particolare dipende dai valori dei compensi degli amministratori esecutivi di 2 società quotate collocate, rispettivamente, nel secondo e ultimo quartile del campione. Eliminando dal campione tali società, risulta che la media dei compensi totali attribuiti agli amministratori esecutivi è assai simile, e pari a circa 2,7 miliardi di lire, per le società nei primi tre quartili del campione, mentre per le società più grandi (quarto quartile) la media dei compensi totali sale per i medesimi soggetti a circa 6,7 miliardi di lire.

Evidenze analoghe si desumono per gli amministratori non esecutivi e per il collegio sindacale. Nelle società più grandi la media dei compensi totali attribuiti agli amministratori non esecutivi e al collegio sindacale è pari, rispettivamente, a 2 e 0,7 miliardi di lire, mentre in tutte le altre società tale media è pari a 1 e 0,4 miliardi.

Infine, indipendentemente dalla dimensione delle società, risulta come le voci “benefici non monetari” e “bonus” (ad eccezione della citata impresa collocata nel secondo quartile) abbiano un peso complessivamente modesto sulla retribuzione totale degli amministratori, mentre la voce “altri compensi”, che, oltre a includere gli emolumenti per cariche in società del gruppo, spesso riporta trattamenti *una tantum* quali indennità di liquidazione o compensi per accordi di non concorrenza, riveste invece un peso di rilievo.

I dati a fine 1999 sulla dimensione dei consigli d'amministrazione delle società italiane quotate sul mercato ufficiale rivelano che il numero medio dei componenti è pari a circa 10, di cui 3 esecutivi. La dimensione dei consigli d'amministrazione è sensibilmente più elevata della media nel caso delle banche e delle assicurazioni (Tav. II.1). In particolare, le banche quotate hanno in media 14 amministratori, di cui 5 esecutivi, e il peso degli esecutivi sul totale del consiglio è il più elevato fra quello che si riscontra negli altri settori.

La dimensione del consiglio d'amministrazione risulta crescente all'aumentare della dimensione della società. Passando dalle società più piccole per capitalizzazione (primo quintile) a quelle più grandi, la dimensione media del consiglio d'amministrazione raddoppia (Tav. aII.1), mentre la differenza in valore assoluto nel numero medio del totale degli amministratori è pari a circa 7 unità e quella nel numero medio di amministratori esecutivi è pari a 2 unità circa (Tav. aII.2).

RIQUADRO 3

COMPENSI DI AMMINISTRATORI E SINDACI
DELLE PRINCIPALI SOCIETÀ QUOTATE¹

	COMPENSI PER LA CARICA	BENEFICI NON MONETARI	BONUS	ALTRO	TOTALE
<i>1° QUARTILE</i>					
AMMINISTRATORI ESECUTIVI	1,3	..	0,2	1,3	2,7
AMMINISTRATORI NON ESECUTIVI	0,3	..	0,2	0,5	1,0
COLLEGIO SINDACALE	0,2	..	--	0,2	0,4
<i>2° QUARTILE</i>					
AMMINISTRATORI ESECUTIVI	2,1	..	3,4	1,6	7,0
AMMINISTRATORI NON ESECUTIVI	0,4	--	..	0,8	1,1
COLLEGIO SINDACALE	0,2	--	..	0,2	0,4
<i>3° QUARTILE</i>					
AMMINISTRATORI ESECUTIVI	1,4	..	0,3	1,0	2,7
AMMINISTRATORI NON ESECUTIVI	0,4	..	--	0,5	0,9
COLLEGIO SINDACALE	0,3	..	--	0,2	0,4
<i>4° QUARTILE</i>					
AMMINISTRATORI ESECUTIVI	12,2	..	0,8	4,9	17,9
AMMINISTRATORI NON ESECUTIVI	1,3	..	..	0,7	2,0
COLLEGIO SINDACALE	0,4	--	--	0,3	0,7

Fonte: Bilanci d'esercizio 1998. ¹ Valori medi per società in miliardi di lire. Dati relativi all'esercizio 1998 per le 42 società con capitalizzazione a fine 1998 superiore a 3.000 miliardi di lire. I quartili sono riferiti alla capitalizzazione.

Il numero totale di amministratori è legato anche ai modelli di controllo societario: nelle società a maggiore capitalizzazione (oltre il secondo quintile) il numero totale di amministratori è sensibilmente più elevato nelle società non controllate, rispetto a quelle controllate di diritto o di fatto. Nelle società più piccole, invece, non vi è una chiara correlazione fra dimensione del consiglio d'amministrazione e tipo di controllo.

Considerazioni analoghe valgono per il numero di amministratori esecutivi, ad eccezione del fatto che nelle società più grandi il numero medio di amministratori esecutivi risulta più elevato in quelle controllate da patti di sindacato.

Assai diffuso fra le società quotate italiane è il fenomeno della presenza di uno stesso soggetto nei consigli di amministrazione di due o più società anche non appartenenti allo stesso gruppo (cosiddetto *interlocking* dei consigli d'amministrazione - Tav. aII.3). Dei 1.789 soggetti che a fine 1999 ricoprivano cariche amministrative nelle società quotate, 296 (pari al 17 per cento circa)

ricoprivano analoghe cariche in almeno un'altra società quotata e 206 (pari al 12 per cento circa) in almeno un'altra società quotata non appartenente al gruppo. Ogni amministratore di una società quotata con più di un incarico, ne ha in media 1,1 in società del gruppo e 1,6 in società non del gruppo.

TAV. II.1

**NUMERO MEDIO DI AMMINISTRATORI PER SETTORE DI ATTIVITÀ
DELLE SOCIETÀ QUOTATE SUL MERCATO UFFICIALE**
(DATI A FINE 1999)

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

Fonte: Consob.

I controlli sull'informativa continua

La vigilanza sulla regolarità delle informazioni diffuse dalle società quotate si è concentrata, come di consueto, sulla verifica della simmetria, completezza, tempestività e continuità delle comunicazioni, nonché sull'analisi della coerenza delle informazioni con il profilo economico-finanziario degli emittenti.

Tra gli eventi che hanno evidenziato le maggiori criticità, si segnalano operazioni di acquisizione, spesso non concordate preventivamente con gli amministratori delle società bersaglio, operazioni di concentrazione (soprattutto nel settore bancario) e l'ammissione a quotazione di società di recente costituzione.

L'interesse mostrato dalla generalità delle società quotate per Internet e per le possibilità di sviluppo delle proprie attività a esso correlate si è talvolta tradotto nella diffusione al mercato di notizie contenenti informazioni non chiare; in particolare, i comunicati concernenti l'avvio di nuove iniziative legate a Internet sono spesso risultati imprecisi con riguardo all'indicazione dei criteri su cui basare una compiuta valutazione delle iniziative stesse.

In questi casi la Commissione ha provveduto a richiedere la pubblicazione di notizie integrative del contenuto dei comunicati diffusi dagli emittenti, nonché la trasmissione di atti e documenti al fine di verificare la correttezza dell'informazione resa al pubblico.

Sono state infine rilevate 7 infrazioni agli obblighi regolamentari concernenti l'informazione societaria su fatti rilevanti. Altrettante sono state le sanzioni comminate dal Ministero del tesoro, su proposta della Commissione, ad amministratori e direttori generali, per un controvalore totale di 280 milioni di lire (Tav. II.2).

TAV. II.2

CONTROLLI SUGLI OBBLIGHI INFORMATIVI DEGLI EMITTENTI

ANNI	INFRAZIONI RILEVATE	SANZIONI ¹
1996	4	3
1997	5	7
1998	4	1
1999	7	7

Si veda la sezione Note metodologiche. ¹ Le sanzioni si riferiscono anche a infrazioni rilevate negli anni precedenti.

Nel mese di ottobre è stato pubblicato il nuovo elenco degli strumenti finanziari diffusi tra il pubblico in misura rilevante; si tratta di società italiane con patrimonio netto non inferiore a 10 miliardi di lire e con un numero di azionisti o obbligazionisti superiore a 200.

Nell'elenco risultano iscritti 135 soggetti di cui 111 banche; tali emittenti sono tenuti, ai sensi del Regolamento emittenti, a fornire al pubblico e alla Consob informazioni su fatti rilevanti o idonei a influenzare sensibilmente il prezzo delle azioni o delle obbligazioni emesse e a rendere disponibile la propria documentazione contabile.

I controlli sull'informativa contabile e periodica

Nel 1999 l'attività di verifica svolta dalla Commissione sui conti annuali e consolidati delle società quotate ha subito, a seguito dell'entrata in vigore delle nuove disposizioni del Tuf, una rilevante modifica rispetto agli anni passati. La nuova legge ha infatti abrogato la precedente disciplina sull'informazione societaria periodica e ha attribuito alla Consob pieno potere regolamentare in materia. La disciplina secondaria Consob è contenuta nel Regolamento emittenti.

La principale innovazione introdotta dal Regolamento attiene all'eliminazione dell'obbligo per le società quotate di trasmettere alla Consob il progetto di bilancio, con le relazioni degli amministratori e del collegio sindacale, almeno 20 giorni prima di quello fissato per l'assemblea che deve discuterlo. Le nuove disposizioni prevedono ora l'invio alla Consob della documentazione di bilancio il giorno successivo a quello dell'approvazione da parte dell'assemblea dei soci.

Pertanto, contrariamente a quanto avvenuto negli anni precedenti, nel corso del 1999 l'Istituto non ha svolto di regola alcuna attività di controllo in fase preventiva indirizzata alla verifica della trasparenza e completezza dei bilanci. Per alcune società che presentavano situazioni particolarmente complesse, o che avevano evidenziato nei precedenti esercizi problemi di chiarezza dell'informazione resa in bilancio, la Commissione ha ritenuto opportuno richiedere la trasmissione del progetto di bilancio o assumere notizie direttamente dagli amministratori, dai sindaci e dalle società di revisione.

In 5 casi la Commissione ha richiesto di integrare l'informativa da rendere in sede assembleare. Una delle principali tematiche oggetto dell'attività istruttoria ha riguardato l'obbligo, previsto nel Regolamento emittenti, di riportare nella nota integrativa i compensi, a qualunque titolo e in qualsiasi forma corrisposti, ad amministratori, sindaci e direttori generali, anche tramite società controllate.

La Commissione ha richiesto agli amministratori di 2 società quotate di integrare le informazioni in merito ai corrispettivi pattuiti, successivamente alla cessazione della carica, con amministratori e direttori generali, a fronte di contratti di consulenza e di accordi di non concorrenza con essi conclusi e di indicare i soggetti, le caratteristiche (natura, durata, modalità di corresponsione) e l'ammontare dei corrispettivi pattuiti.

Gli amministratori di una delle 2 società hanno presentato reclamo ai sensi dell'art. 114, comma 4, del Tuf opponendo il presunto danno che sarebbe derivato al direttore generale non più in carica dalla violazione della clausola di riservatezza stabilita contrattualmente in sede di risoluzione del rapporto con la società. Al riguardo, la Commissione ha ritenuto che il reclamo fosse privo delle motivazioni di "grave danno", in quanto questo non si sarebbe verificato in capo alla società obbligata alla comunicazione, così come richiesto dal Tuf, ma a un soggetto terzo (l'ex direttore generale). In tale occasione, la Commissione ha inoltre rilevato che la normativa sulla protezione dei dati personali stabilisce espressamente (art. 20, comma 1, lett. c) della legge 675/1996) che l'adempimento di un obbligo previsto da una fonte normativa anche regolamentare permette la comunicazione e diffusione di dati personali senza il consenso degli interessati.

Un terzo intervento della Commissione ha avuto ad oggetto la richiesta agli amministratori di un istituto di credito quotato di integrare l'informativa predisposta per l'assemblea di approvazione del bilancio sui principali contenuti del progetto strategico di riassetto in corso di perfezionamento che, congiuntamente al previsto sostegno da parte della capogruppo, avrebbe costituito il presupposto per il raggiungimento dell'equilibrio economico-patrimoniale.

Nel quarto caso, la Commissione ha richiesto al collegio sindacale di integrare la relazione al bilancio d'esercizio 1998 di una società quotata redatta ai sensi dell'art. 2429 del codice civile,

predisponendo una memoria da mettere a disposizione degli azionisti nella quale riportare il giudizio del collegio in merito alla condotta censurabile posta in essere da un alto dirigente e alle carenze del sistema di controllo interno rilevate dalla società di revisione nel corso delle verifiche svolte. Nell'occasione, la Commissione ha sottolineato che tali aspetti rientrano tra quelli per i quali nella raccomandazione del febbraio 1997 è stato espressamente richiesto che venisse fornita adeguata informativa da parte del collegio sindacale.

Il quinto intervento della Commissione è consistito nella richiesta agli amministratori di una società quotata, che presentava problemi di continuità aziendale derivanti dall'impossibilità di recuperare un credito vantato nei confronti di una società correlata, di fornire in assemblea informazioni in merito alle azioni intraprese per il recupero del credito, nonché circa le iniziative poste in essere e quelle eventuali da intraprendere per la prosecuzione dell'attività operativa.

Nel corso del 1999 è stata disposta l'esecuzione di una verifica ispettiva (tutt'ora in corso) nei confronti di 1 società quotata e sono state concluse 3 ispezioni avviate nei confronti di altrettante società nel corso del 1998.

Nel primo caso, la verifica ispettiva ha tratto origine da un esposto presentato da un ex amministratore che metteva in discussione la correttezza e la veridicità del bilancio 1996 e della successiva relazione semestrale 1997. Tali irregolarità erano da ricondurre, secondo quanto riportato nell'esposto, alla mancata contabilizzazione di plusvalenze derivanti dalla cessione di una partecipazione già definitiva in data antecedente a quella dell'approvazione da parte del consiglio di amministrazione di tali documenti contabili. Le verifiche svolte non hanno fatto emergere irregolarità circa l'impostazione seguita dagli amministratori in sede di redazione del progetto di bilancio 1996 e della relazione semestrale 1997.

Nel secondo caso, la Commissione, a seguito di un esposto presentato dal collegio sindacale di una società quotata in merito a presunte irregolarità nell'adempimento dei doveri dell'amministratore delegato, aveva disposto una verifica ispettiva sulla stessa società nonché su alcune società a essa correlate. Gli accertamenti condotti hanno evidenziato l'esistenza di operazioni di utilizzo di disponibilità finanziarie della società per la costituzione della provvista di cui si era servito il nuovo socio di riferimento per acquisire il controllo della società stessa. Le operazioni sono risultate fraudolentemente poste in essere dall'amministratore delegato della società quotata, espressione del nuovo azionista di controllo, che aveva operato eccedendo i propri poteri. In considerazione degli esiti della verifica, la Commissione ha provveduto a inoltrare una segnalazione al tribunale ai fini dell'attivazione dei poteri di cui all'art. 2409 del codice civile (denuncia di fondato sospetto di gravi irregolarità nell'adempimento dei doveri degli amministratori e dei sindaci).

Nel corso dell'anno si è, altresì, conclusa la verifica ispettiva svolta nei confronti di un istituto bancario quotato, avviata nel corso del 1998. Dalle verifiche svolte è stata riscontrata la violazione dell'art. 18, comma 2, della legge 216/1974, per avere gli amministratori diffuso al pubblico informazioni non corrette sulla situazione economica e finanziaria e sull'evoluzione dell'attività del gruppo. Al riguardo gli amministratori, avvalendosi della facoltà concessa dalla legge 681/1981, hanno posto fine al procedimento sanzionatorio con il pagamento in misura ridotta. La Commissione, inoltre, in presenza di elementi che

sembravano configurare l'ipotesi di reato prevista dall'art. 2621 del codice civile (false comunicazioni), ha presentato denuncia al Pubblico Ministero; è questo l'unico caso di segnalazione di reati societari verificatosi nel 1999 (Tav. all.4). A seguito delle indagini svolte il magistrato ha successivamente archiviato il procedimento penale avviato a carico degli amministratori dell'istituto bancario.

In un caso la Commissione ha attivato i poteri di impugnativa delle delibere assembleari di approvazione del bilancio d'esercizio.

In particolare, la Consob ha ritenuto di attivare i propri poteri di impugnativa della delibera assembleare di approvazione del bilancio 1998 di una società quotata, in quanto la società ha continuato a utilizzare il trattamento contabile adottato nel bilancio chiuso al 31 dicembre 1997 e ritenuto dalla Commissione in contrasto con la rappresentazione veritiera e corretta della situazione patrimoniale e finanziaria e del risultato economico dell'esercizio. In particolare, la società ha mantenuto nelle immobilizzazioni immateriali l'iscrizione del costo sostenuto nel 1997 per la risoluzione anticipata di un contratto di agenzia per la commercializzazione dei propri prodotti.

Sul punto, la Commissione ha ritenuto opportuno emanare una comunicazione in materia di trattamento contabile delle immobilizzazioni immateriali con la quale ha richiamato le società di revisione a porre la necessaria attenzione sulla contabilizzazione degli oneri aventi utilità pluriennale (spese di impianto, di pubblicità, di ricerca e sviluppo). La contabilizzazione di tali poste assume, infatti, profili di estrema criticità viste le caratteristiche intrinseche di maggiore aleatorietà rispetto alle altre poste dell'attivo e potrebbe celare politiche di perequazione nel tempo dei risultati di periodo.

L'informativa contabile via Internet

La rete Internet rappresenta uno strumento ottimale per la diffusione al pubblico della documentazione di bilancio da parte delle società quotate.

A tale proposito, la *International Organisation of Securities Commissions* (Iosco), già nel 1998, ha raccomandato alle singole Autorità nazionali di non impedire o comunque rendere più difficoltosa la messa a disposizione dell'informazione contabile in rete da parte degli emittenti, giungendo persino a segnalare l'opportunità che questa possa essere inviata per *e-mail* agli investitori che l'abbiano esplicitamente richiesta. La Iosco ha peraltro indicato la necessità che tra informazioni disponibili su Internet e informazioni rese disponibili con gli strumenti tradizionali non vi sia alcuna differenza.

Fatta eccezione per la Tecnost spa, tutte le società facenti parte del Mib30 hanno un proprio sito Internet. Tuttavia solo 19 di esse hanno inserito nel proprio sito il bilancio di esercizio 1998; tra queste, 9 hanno altresì reso disponibile la relativa relazione di certificazione (Tav. II.3).

Uno studio condotto sulle 15 maggiori società quotate in Francia, Germania e Regno Unito rivela che tutte hanno la documentazione contabile disponibile sul proprio sito; la relazione di certificazione, invece, è risultata disponibile tramite Internet in un solo caso per le 15 società francesi, in 3 casi per le 15 società tedesche e in 6 casi per le società inglesi.

L'INFORMATIVA CONTABILE DISPONIBILE TRAMITE INTERNET
(SOCIETÀ COMPONENTI IL MIB 30 A FINE 1999)

SOCIETÀ	PRESENZA DI UN SITO INTERNET DELLA SOCIETÀ	DISPONIBILITÀ DEL BILANCIO 1998 SUL SITO INTERNET	DISPONIBILITÀ DELLA RELAZIONE DI CERTIFICAZIONE SUL SITO INTERNET
AEM	SÌ	SÌ	SÌ
ALLEANZA ASSICURAZIONI	SÌ	NO	NO
AUTOSTRADE	SÌ	SÌ	NO
BANCA DI ROMA	SÌ	NO	NO
BANCA FIDEURAM	SÌ	SÌ	SÌ
BANCA INTESA	SÌ	SÌ	NO
BANCA MONTE DEI PASCHI	SÌ	NO	NO
BANCA NAZIONALE DEL LAVORO	SÌ	NO	NO
BIPOP CARIRE	SÌ	NO	NO
COMIT	SÌ	SÌ	NO
EDISON	SÌ	SÌ	NO
ENEL	SÌ	SÌ	NO
ENI	SÌ	NO	NO
FIAT	SÌ	SÌ	SÌ
FINMECCANICA	SÌ	NO	NO
GENERALI	SÌ	SÌ	SÌ
MEDIASET	SÌ	SÌ	SÌ
MEDIOBANCA	SÌ	NO	NO
MEDIOLANUM	SÌ	SÌ	SÌ
MONTEDISON	SÌ	SÌ	SÌ
OLIVETTI	SÌ	SÌ	SÌ
PIRELLI SPA	SÌ	SÌ	NO
RAS	SÌ	SÌ	NO
ROLO BANCA 1473	SÌ	SÌ	NO
SAN PAOLO IMI	SÌ	NO	NO
SEAT-PAGINE GIALLE	SÌ	NO	NO
TECNOST	NO	NO	NO
TELECOM ITALIA	SÌ	SÌ	SÌ
TELECOM ITALIA MOBILE	SÌ	SÌ	NO
UNICREDITO ITALIANO	SÌ	SÌ	NO

Fonte: Rilevazioni Consob nel mese di gennaio 2000.

L'attività delle società di revisione

Nell'ambito del controllo sui bilanci 1998 delle società quotate, le società di revisione hanno formulato 197 richiami di informativa (Tav. aII.5) riguardanti essenzialmente i criteri di valutazione utilizzati ovvero problematiche di natura gestionale. I casi più gravi di inadeguatezza dell'informativa contabile, evidenziati dalle società di revisione, hanno riguardato 5 società quotate. Per 3 di queste è stato espresso un giudizio con rilievi e negli altri 2 casi un giudizio avverso.

Per quanto riguarda i giudizi con rilievi, nel caso di una società quotata la società di revisione ha evidenziato un'eccezione circa uno stanziamento al fondo svalutazione crediti classificato nella voce "oneri straordinari", anziché nella voce "valutazione dei crediti ricompresi nell'attivo circolante". Un altro rilievo è stato espresso dal revisore per non aver ottenuto risposta da alcuni istituti di credito con i quali la società intrattiene rapporti. Per un'altra società, la società di revisione ha rilevato la mancanza di sufficienti informazioni a supporto delle considerazioni degli amministratori circa la recuperabilità di alcuni crediti, l'insorgere di passività per garanzie prestate e l'esito dei piani di ristrutturazione relative ad alcune controllate.

Con riferimento ai giudizi avversi, in un caso il revisore ha espresso un giudizio negativo per dissensi rispetto ai principi contabili adottati in relazione alla valutazione di alcune partecipazioni e all'esposizione di taluni crediti finanziari; nell'altro, si è verificata l'impossibilità di esprimere un giudizio per gravi limitazioni allo svolgimento delle procedure di revisione, con particolare riguardo alla carenza di elementi informativi concernenti la cessione pro soluto di un credito.

L'attività di controllo dell'Istituto sugli incarichi di revisione si è svolta nell'ambito del nuovo quadro normativo definito dal Tuf.

La nuova disciplina ha esteso, a partire dall'esercizio 1999, gli obblighi di revisione legale alle società controllate da quelle con azioni quotate nei mercati regolamentati nel caso in cui le stesse rivestano significativa rilevanza nell'ambito del gruppo sia in termini quantitativi che qualitativi. La società di revisione deve esprimere un giudizio sul bilancio d'esercizio di tali società con le stesse modalità previste per la capogruppo quotata e svolgere gli stessi compiti di controllo contabile in via esclusiva. Il Tuf, inoltre, ha attribuito al collegio sindacale maggiori responsabilità nella definizione dei rapporti con la società di revisione (tipiche degli audit committees anglosassoni) sia nella fase di nomina che nel corso dello svolgimento dell'incarico.

La Commissione ha deliberato l'avvio di 2 verifiche ispettive (entrambe in corso alla fine del 1999), una riguardante i lavori di revisione svolti sul bilancio di una società di intermediazione e l'altra relativa ai comportamenti tenuti da una società di revisione nell'acquisizione di incarichi di natura legale (Tav. II.4).

I dati sulle certificazioni legali delle società di revisione iscritte nell'albo Consob rivelano, per l'anno 1998, una sostanziale stabilità nel grado di concentrazione del settore, sia in termini di fatturato che in termini di numero di incarichi (Tav. aII.6).

TAV. II.4

CONTROLLO SULLE SOCIETÀ DI REVISIONE

	1997	1998	1999
ISTRUTTORIE PER ISCRIZIONE ALBO	--	--	2
ISPEZIONI E ACCERTAMENTI ISPETTIVI	7	5	2
LETTERE DI RICHIAMO	4	--	--
SOSPENSIONI PARTNER	5	1	--
SOSPENSIONI SOCIETÀ DI REVISIONE	--	1	--
SANZIONI AMMINISTRATIVE	2	2	--
CANCELLAZIONI DALL'ALBO	--	--	2
DENUNCE PENALI	6	--	--

L'attività regolamentare e interpretativa in materia contabile

Nel corso del 1999, sulla scorta dell'esperienza acquisita nel controllo dell'informativa di bilancio e nell'esame di specifiche istruttorie, sono state emanate norme in materia di relazione semestrale e comunicazioni di carattere generale.

Per ciò che concerne la relazione semestrale, sono state apportate alcune modifiche e integrazioni al Regolamento emittenti.

Le principali innovazioni introdotte hanno riguardato le imprese di assicurazione e le banche, per le quali la relazione semestrale è stata resa coerente con le disposizioni di settore. Inoltre, per gli emittenti tenuti alla redazione del bilancio consolidato, è stato previsto l'obbligo di predisporre la relazione semestrale prevalentemente su base consolidata, fornendo comunque gli schemi di conto economico e stato patrimoniale della capogruppo. Alle finanziarie regolate dal decreto legislativo 27 gennaio 1992, n. 87, che di fatto detengono prevalentemente o esclusivamente partecipazioni in società industriali, è stata inoltre richiesta la redazione nelle note esplicative di situazioni economico-patrimoniali semestrali pro forma.

L'Istituto ha emanato 2 comunicazioni concernenti la contabilizzazione degli effetti derivanti da variazioni dei criteri contabili e l'informativa da rendere sul punto nei conti annuali e consolidati.

La Commissione ha espresso l'avviso che nell'ordinamento nazionale, al di là dei casi specifici previsti dalla legge, può trovare applicazione unicamente l'allowed treatment, dettato dall'International Accounting Standard n. 8, secondo il quale gli effetti delle variazioni dei criteri contabili devono essere imputati al conto economico dell'esercizio in cui avviene il cambiamento di criterio. In ordine all'informativa, la Commissione ha sottolineato l'opportunità che la nota integrativa, nel fornire le

informazioni richieste dall'art. 2423 bis del codice civile, indichi comunque la distinzione tra la componente "corrente" e la componente "retrospettiva" degli effetti economici del cambiamento di criterio contabile, l'effetto su tutti i conti patrimoniali interessati e l'effetto sul risultato d'esercizio e sul patrimonio netto sia al netto che al lordo dell'incidenza fiscale.

Al fine di garantire, nei conti annuali e infrannuali, il rispetto del principio della chiarezza e di comparabilità della informazioni, la Commissione ha inoltre raccomandato la redazione di una situazione economico-patrimoniale sintetica pro forma, qualora la rilevanza degli effetti sul risultato d'esercizio e sulla struttura patrimoniale lo richieda.

Con un'altra comunicazione di carattere generale la Commissione ha inteso dare riscontro alle richieste di chiarimento in merito alle modalità di rilevazione e presentazione in bilancio delle imposte sui redditi.

È stato chiarito che l'iscrizione nei conti annuali e consolidati delle imposte differite, sia attive che passive, appare dovuta in quanto discende direttamente dai principi generali della correttezza, della competenza e della prudenza dettati dagli artt. 2423, comma 2, e 2423-bis, comma 1, del codice civile. Circa il metodo di calcolo della fiscalità differita, la Commissione ha ritenuto preferibile che le società con titoli quotati nei mercati regolamentati utilizzino il metodo dello stato patrimoniale (balance sheet liability method) dettato dall'International Accounting Standard n. 12.

Anche nel corso del 1999 l'Istituto ha avuto occasione di esprimere il suo orientamento su tematiche contabili di interesse generale in ordine alle quali, a causa dell'assenza di norme di riferimento o per difficoltà connesse con l'interpretazione di quelle esistenti, gli emittenti quotati sovente incontrano difficoltà nella redazione dei conti di fine anno. In tale ambito si colloca la richiesta di parere da parte di una società in ordine al trattamento contabile da adottare nel bilancio consolidato per la valutazione di una partecipazione in una società controllata, a seguito di un'operazione di scorporo immobiliare realizzata in favore della controllata (società beneficiaria) e per effetto della quale la stessa partecipazione nella controllata si era notevolmente diluita.

Sul punto la Commissione ha condiviso che non fosse opportuno riconoscere natura reddituale alla differenza tra il patrimonio netto di competenza ante scissione e quello post scissione; ciò in quanto l'operazione di scissione immobiliare non ha comportato l'emergere di plusvalenze realizzate, ma solo l'esplicitazione, ai fini della determinazione del rapporto di concambio, del maggior valore della partecipazione nella società beneficiaria valutata a valori correnti. Tale impostazione, inoltre, è in linea con i principi generali per la redazione del bilancio e, in particolare, con il principio contabile nazionale n. 17 del Consiglio nazionale dei dottori commercialisti e del Consiglio nazionale dei ragionieri.

Per ciò che riguarda le questioni relative alla revisione contabile, sono state emanate 2 comunicazioni volte a disciplinare l'attività delle società di revisione in materia di svolgimento del controllo contabile e le modalità di redazione delle relazioni da rilasciare al termine dei lavori di revisione.

Con comunicazione del marzo 1999 sono stati indicati gli adempimenti che le società di revisione devono osservare per lo svolgimento dell'attività di controllo contabile prevista dall'art. 155, comma 1, lett.

a), del Tuf (cosiddetto “controllo continuativo della contabilità”). Tale compito riguarda tutti i lavori di revisione cui si applica la normativa sulla revisione contabile contenuta nel medesimo Tuf.

Con una successiva comunicazione la Commissione ha disciplinato il contenuto della relazione della società di revisione sul bilancio d’esercizio e sul bilancio consolidato, a seguito delle modifiche introdotte dall’art. 156 del Tuf (cosiddetta “opinion”). Alla precedente alternativa tra il rilascio e il non rilascio della certificazione, ha fatto seguito la previsione di quattro diverse tipologie di giudizio (giudizio senza rilievi, giudizio con rilievi, giudizio negativo e dichiarazione di impossibilità a esprimere un giudizio) che consentono un più completo allineamento del contenuto e della forma della relazione della società di revisione ai principi internazionali. La nuova comunicazione chiarisce altresì che il rilievo può riguardare una mancanza di conformità alle norme che disciplinano il bilancio, l’inadeguatezza dell’informazione di bilancio, oppure una limitazione incontrata nello svolgimento delle procedure di revisione, sempre che tali circostanze producano effetti significativi rispetto al bilancio nel suo complesso.

Per quanto riguarda l’attività interpretativa, la Commissione ha fornito chiarimenti sull’art. 165 del Tuf che stabilisce i criteri di esenzione dagli obblighi di revisione per le società controllate da società con azioni quotate.

In proposito, è stato precisato che le soglie di significatività delle società controllate devono essere determinate secondo un procedimento di calcolo che rapporti i dati di bilancio di tali società con i dati del bilancio consolidato al lordo delle scritture di elisione delle operazioni infragruppo. Si è infatti ritenuto che un procedimento che utilizzasse valori netti avrebbe potuto condurre a risultati in contrasto con la finalità perseguita dall’art. 165 del Tuf, a causa dell’esclusione dell’obbligo della revisione di società che, proprio in considerazione dei rilevanti rapporti infragruppo, devono a maggior ragione essere assoggettate a revisione contabile.

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

Le offerte finalizzate all'ammissione a quotazione

Nel corso del 1999, confermando la tendenza già in atto negli anni più recenti, è aumentato il numero di società italiane ammesse a quotazione in borsa tramite offerta pubblica (21 rispetto alle 16 del 1998). Inoltre, 6 società sono state ammesse alle negoziazioni sul Nuovo Mercato.

L'ammontare complessivo delle offerte relative alle ammissioni a quotazione sul mercato ufficiale ha superato, nel corso dell'anno, i 22 miliardi di euro, rispetto ai circa 2 miliardi dell'anno precedente, soprattutto a causa del peso dell'operazione Enel; le offerte sul Nuovo Mercato sono state invece pari a 266 milioni di euro (Tav. III.1). L'incidenza delle società neoquotate sulla capitalizzazione di borsa è cresciuta notevolmente rispetto all'anno precedente: la somma dei relativi valori di mercato dopo il collocamento, misurati ai prezzi di offerta, è passata da 4,4 a 66,2 miliardi di euro.

TAV. III.1

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

	CAPITALIZZAZIONE ¹	OFFERTA		OFFERTA TOTALE ²
		DI SOTTOSCRIZIONE	DI VENDITA	
MERCATO UFFICIALE				
1996	5.550	721	945	26,6
1997	2.126	227	606	35,4
1998	3.831	609	1.230	41,7
1999	65.069	1.187	21.567	33,6
NUOVO MERCATO				
1999	719	227	39	27,9

Fonte: Consob. Si veda la sezione Note metodologiche. ¹ Capitalizzazione delle società ammesse a quotazione, calcolata sulla base del prezzo di offerta e del numero di azioni prima dell'offerta medesima. ² Misurata in rapporto alla capitalizzazione al prezzo di offerta, tenuto conto dell'eventuale aumento di capitale. Valori in percentuale, ponderati per l'ammontare delle offerte. Il dato del 1999 relativo al mercato ufficiale non comprende l'Enel.

Le società quotate nel corso del 1999 in borsa e nel Nuovo Mercato hanno collocato, rispettivamente, il 34 per cento e il 28 per cento del capitale. Gli azionisti di controllo hanno mantenuto una partecipazione media (tra mercato ufficiale e Nuovo Mercato) del 57 per cento circa e solo in 3 casi la quota offerta è risultata superiore alla maggioranza assoluta del capitale (Tavv. aIII.1 e aIII.2). La quota ceduta dall'azionista di controllo all'atto della quotazione, misurata sul capitale sociale ante-offerta, è risultata in media pari al 24 per cento circa per il mercato ufficiale e al 6 per cento circa per il Nuovo Mercato.

Con riguardo agli esiti, tutte le operazioni tranne una sono state caratterizzate, oltre che da un'offerta pubblica, da un collocamento istituzionale. La quota media di controvalore assegnata nell'ambito dell'offerta pubblica è stata, per le società quotate in borsa, pari al 45 per cento circa, rispetto al 55 per cento assegnato a investitori istituzionali (Tav. aIII.3). La quota assegnata a istituzionali è risultata ancora superiore (73 per cento) per le società quotate sul Nuovo Mercato. Le offerte avvenute nel corso dell'anno hanno ricevuto un'accoglienza positiva da parte del mercato: in particolare, risulta rilevante il rapporto domanda/offerta relativo alle offerte pubbliche, pari a circa 13 per il mercato ufficiale e a circa 28 per il Nuovo Mercato; risulta invece in diminuzione, rispetto al 1998, il rapporto domanda/offerta riferito agli istituzionali.

I dati riguardanti il processo di *bookbuilding* nell'ambito delle offerte istituzionali relative ai titoli di nuova quotazione rivelano come in molti casi un singolo investitore istituzionale tenda a richiedere una quota assai elevata del capitale sociale post-offerta. Questi stessi investitori ricevono di norma un numero di azioni considerevolmente più elevato della quota media assegnata agli altri investitori istituzionali (Tav. III.2).

Tale evidenza suggerisce che, sebbene i processi di assegnazione nell'ambito del bookbuilding istituzionale siano del tutto discrezionali, le domande più consistenti ricevano una qualche priorità. Ciò rappresenta probabilmente una contropartita del contributo al processo di formazione del prezzo di collocamento offerto dagli investitori istituzionali che domandano un maggior numero di azioni; in questa maniera, infatti, essi "rivelano" al global coordinator informazioni sul valore fondamentale dell'impresa di nuova quotazione.

In alcuni casi, inoltre, vi sono evidenze che il global coordinator scoraggi la possibilità che emerga un singolo investitore istituzionale con una quota consistente dei diritti di voto complessivi; nei casi nei quali la domanda di un investitore istituzionale è molto elevata, la quota assegnata al pubblico risulta sensibilmente maggiore rispetto a quella minima prevista nel prospetto. In un caso nel quale la quota assegnata al pubblico è stata notevolmente superiore a quella minima prevista da prospetto, si è riscontrata una insufficiente domanda da parte degli investitori istituzionali; circostanza questa che ha costretto il global coordinator dell'operazione a sottoscrivere una percentuale elevata dell'offerta complessiva.

**BOOKBUILDING NELL'OFFERTA ISTITUZIONALE
PER ALCUNE SOCIETÀ AMMESSE A QUOTAZIONE NEL 1999¹**
(VALORI IN PERCENTUALE)

SOCIETÀ	QUOTA RICHIESTA DAL PRIMO INVESTITORE ISTITUZIONALE ²	QUOTA ASSEGNATA AL PRIMO INVESTITORE ISTITUZIONALE ²	QUOTA MEDIA ASSEGNATA AGLI INVESTITORI ISTITUZIONALI	QUOTA ASSEGNATA AL PUBBLICO IN ECESSO RISPETTO A QUELLA MINIMA DA PROSPETTO
MERCATO UFFICIALE				
ACEA	5,9	0,3	..	--
AZ. COMASCA S.M.	10,8	--	0,1	1,3
BANCA PROFILO	4,9	2,8	0,3	1,6
FILATURA DI POLLONE ³	11,4	11,4	1,0	7,3
FINMATICA	20,4	0,6	..	--
GRANDI NAVI VELOCI	1,9	1,0	0,2	--
ITALDESIGN-GIUGIARO	6,0	0,8	0,1	--
MARCOLIN	6,0	2,3	0,5	--
MONTE PASCHI DI SIENA	2,8	0,2	..	--
PERMASTEELISA	3,8	1,1	0,2	8,3
VEMER ELETTRONICA	7,4	3,0	0,5	2,6
NUOVO MERCATO				
GANDALF	104,5	0,9	0,3	--
OPENGATE	6,7	5,0	0,6	4,0
POLIGRAF. SAN FAUSTINO	10,0	1,7	0,3	--
PRIMA INDUSTRIE	9,3	1,5	0,6	7,7

Fonte: Consob. Si veda la sezione Note metodologiche. ¹ Dati in rapporto al capitale sociale ordinario *post* offerta. ² Il primo investitore istituzionale è quello che ha domandato il maggior numero di azioni. ³ Il primo investitore è il *global coordinator* e *lead manager*.

Gli intermediari nelle offerte iniziali

Nel corso del 1999 si è parzialmente interrotta la tendenza alla riduzione del grado di concentrazione nell'attività di collocamento.

Con riguardo alle offerte finalizzate all'ammissione a quotazione (ed escludendo l'operazione Enel, per via delle sue dimensioni), i primi tre *global coordinators* detengono una quota di mercato complessiva del 72 per cento circa (misurata sul controvalore delle offerte globali), rispetto al 60

per cento del 1998; la quota di mercato dei primi cinque intermediari è invece pari all'81 per cento, anch'essa in crescita rispetto al 75 per cento circa dell'anno precedente (Tav. aIII.4). Se si considera il grado di concentrazione riferito ai soli *lead managers* delle offerte pubbliche, la quota di mercato cumulata dei primi tre soggetti si riduce dall'88 al 74 per cento circa e quella dei primi cinque soggetti dal 93 all'84 per cento.

Il numero di intermediari che hanno svolto il ruolo di global coordinator è comunque notevolmente cresciuto rispetto al 1998: su un totale di 27 offerte (Enel compresa), e considerando anche le operazioni in cui le relative funzioni sono state svolte congiuntamente da più soggetti, tale ruolo è stato esercitato da 23 diversi intermediari (15 per quanto concerne i lead managers). I soggetti esteri hanno svolto funzioni di global coordinator in 13 operazioni, di solito insieme a un intermediario italiano.

Si conferma rilevante la presenza, nel capitale delle società neoquotate del 1999, di investitori istituzionali quali fondi chiusi, società di *venture capital*, banche commerciali e d'investimento: tali soggetti detenevano partecipazioni in 6 delle società quotate in borsa nel corso del 1999 e in 3 delle società quotate sul Nuovo Mercato. Rispetto al 1998 si sono ridotti, invece, sia il numero medio di tali investitori per società, sia la quota detenuta prima dell'offerta (passata dal 48 per cento del 1998 al 20 per cento); detta quota è risultata più elevata (42 per cento) per le società quotate sul Nuovo Mercato (Tav. III.3). Gli investitori istituzionali hanno ceduto, contestualmente alla quotazione, una parte consistente della loro partecipazione.

TAV. III.3

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

ANNO	N° SOCIETÀ ²	N° INVESTITORI ISTITUZIONALI ³	QUOTA ANTE OFFERTA ⁴	QUOTA POST OFFERTA ⁵
MERCATO UFFICIALE				
1996	5	2,8	53,2	25,4
1997	2	1,5	40,9	7,1
1998	4	4,3	48,3	18,9
1999	6	1,7	20,1	5,4
NUOVO MERCATO				
1999	3	2,7	42,3	19,9

Fonte: Archivio Consob sui prospetti informativi. Si veda la sezione Note metodologiche.

¹ Per investitori istituzionali si intende fondi comuni d'investimento di tipo chiuso, società di *venture capital*, banche commerciali e d'investimento. ² Numero di società, quotate nell'anno, in cui erano presenti investitori istituzionali alla data dell'offerta.

³ Numero medio di investitori istituzionali presenti nella compagine azionaria alla data dell'offerta. ⁴ Quota media del capitale sociale detenuta dagli investitori istituzionali al momento dell'offerta; valori in percentuale. ⁵ Quota media del capitale sociale detenuta dagli investitori istituzionali subito dopo l'offerta; valori in percentuale.

Per le ammissioni a quotazione si è riscontrato rispetto al 1998 un aumento del livello medio dello sconto al momento della quotazione (*underpricing*), definito come variazione percentuale tra il prezzo di mercato del primo giorno di quotazione e il prezzo di offerta, corretta per la variazione dell'indice di borsa (Tav. III.4). Il livello medio dell'*underpricing* è inoltre risultato notevolmente più elevato per le società quotate sul Nuovo Mercato.

TAV. III.4

SCONTO ALLA QUOTAZIONE

ANNO	N° OFFERTE ¹	SCONTO MEDIO ²
<i>MERCATO UFFICIALE</i>		
1996	12	10,1
1997	10	7,1
1998	14	6,8
1999	17	13,2
<i>NUOVO MERCATO</i>		
1999	6	25,9

Fonte: Elaborazioni Consob su dati Datastream. ¹ Non sono state incluse le offerte relative a società privatizzate. ² Differenza percentuale tra prezzo di mercato del primo giorno di quotazione e prezzo di offerta, corretta per la variazione del Mib storico; valori medi.

La dimensione dello sconto alla quotazione tende a essere inversamente correlata con la presenza di investitori istituzionali nell'azionariato delle società neo quotate (Riquadro 4).

Gli aumenti di capitale delle società quotate e le operazioni di finanza straordinaria

Anche nel 1999 la maggior parte degli aumenti di capitale relativi a società quotate sono stati realizzati mediante offerta in opzione ai soci. Per effetto dell'entrata in vigore delle disposizioni regolamentari in materia di sollecitazione all'investimento inserite nel Regolamento in materia di emittenti, a decorrere dal 1° luglio 1999 anche tale tipologia di aumenti di capitale è sottoposta all'obbligo di pubblicazione del prospetto informativo, pur in assenza del rilascio del nulla osta da parte della Consob.

RIQUADRO 4

Il ruolo degli investitori istituzionali nella formazione del prezzo delle offerte iniziali

I dati riportati nei prospetti informativi rivelano che nell'azionariato di 22 delle 58 società che si sono quotate sul mercato ufficiale tra il 1995 e il 1999 erano presenti all'atto della quotazione investitori istituzionali (fondi chiusi, società di *venture capital*, banche commerciali e d'investimento); dei 41 investitori istituzionali presenti nel capitale delle neo quotate, 11 detenevano partecipazioni in 2 o più società (sino a un massimo di 5).

Gli investitori istituzionali svolgono un ruolo sostanzialmente assimilabile a quello dei *venture capitalist*. La loro presenza nel capitale delle società sembra aver reso possibile una più puntuale valutazione delle prospettive di crescita delle imprese, contribuendo ad abbassare il costo della quotazione rappresentato dall'*underpricing*.

Il valore medio dell'*underpricing* dei titoli delle 22 società caratterizzate dalla presenza di investitori istituzionali nell'azionariato risulta infatti nettamente inferiore rispetto a quello delle altre società (rispettivamente, 3,6 e 14,1 per cento), anche se lo scarto quadratico medio indica comunque una forte variabilità dello sconto alla quotazione.

La differenza tra l'*underpricing* medio dei due sottogruppi di società permane anche se misurata su periodi più lunghi. La differenza tende, invece, a ridursi se si considera l'*underpricing* calcolato sul prezzo di mercato del terzo mese dopo la quotazione.

L'analisi dei rendimenti su un arco temporale più lungo evidenzia infine che, a partire dal primo mese successivo alla quotazione, i rendimenti dei titoli delle società che avevano investitori istituzionali nell'azionariato sono quasi sempre superiori a quelli dei titoli delle società la cui compagine sociale non presenta tali investitori. In entrambi i casi, tuttavia, la performance è notevolmente inferiore a quella dell'indice generale del mercato ufficiale.

Nei casi in cui il prezzo di mercato del primo mese di quotazione è inferiore a quello di offerta, il tempo medio di permanenza degli investitori istituzionali nel capitale delle società neoquotate è inoltre notevolmente più lungo di quello rilevato negli altri casi.

Per quanto riguarda la "modalità di uscita", non sembrano individuabili comportamenti uniformi; la circostanza che l'investimento venga liquidato in un'unica soluzione piuttosto che in più volte (anche 10) non appare legata all'andamento del titolo nel periodo successivo alla quotazione.

INVESTITORI ISTITUZIONALI NELLE OFFERTE INIZIALI E UNDERPRICING¹
(RENDIMENTI CORRETTI PER LA VARIAZIONE DEL MIB)

	OFFERTE CON INVESTITORI ISTITUZIONALI NELL'AZIONARIATO (22) ²			OFFERTE SENZA INVESTITORI ISTITUZIONALI NELL'AZIONARIATO (36) ²		
	A UN GIORNO	A UN MESE	A TRE MESI	A UN GIORNO	A UN MESE	A TRE MESI
MEDIA	3,6	- 2,9	2,0	14,1	9,9	7,3
DEVIAZIONE STANDARD	13,5	20,5	39,7	29,7	33,8	49,1

¹ Sono stati esclusi i titoli delle imprese quotate nell'ambito del processo di privatizzazione per i quali, all'atto del collocamento, era stata prevista la *bonus share*, le banche, le compagnie di assicurazione, le società finanziarie, i passaggi dal Ristretto al mercato ufficiale, le imprese interessate da operazioni straordinarie, le società estere e le società quotate al Nuovo Mercato. ² Valori in percentuale.

L'attività di raccolta del pubblico risparmio da parte di società quotate è stata nel corso dell'anno piuttosto consistente; considerando anche gli aumenti di capitale effettuati in occasione di offerte finalizzate alla quotazione, sono stati raccolti sul mercato mezzi freschi per oltre 23 miliardi di euro, rispetto agli 8,8 circa del 1998 (Tavv. III.5 e aIII.5). Il numero di operazioni è inoltre aumentato da 39 a 84.

Se si eccettua il caso dell'aumento di capitale della Aedes, realizzato anche mediante emissione di azioni di risparmio, le società quotate non hanno proceduto a emissioni di azioni diverse da quelle ordinarie. Alcune operazioni sono state invece realizzate con contestuale emissione di *warrants* e obbligazioni convertibili; in un caso, quello di Immobiliare Lombarda, impegnata nella prosecuzione del piano di riassetto, sono stati emessi unicamente *warrants*.

TAV. III.5

**COLLOCAMENTO DI AZIONI E OBBLIGAZIONI CONVERTIBILI
DI SOCIETÀ QUOTATE**
(MILIONI DI EURO)

	EMISSIONI DI NUOVI TITOLI	OFFERTE DI TITOLI GIÀ IN CIRCOLAZIONE	TOTALE
1996	2.306	5.612	7.918
1997	5.400	18.427	23.827
1998	8.879	11.273	20.152
1999 ¹	23.171	25.795	48.966

Fonte: Archivio Consob sui prospetti informativi e avvisi della Borsa Italiana spa. Si veda la sezione Note metodologiche. ¹ Mercato ufficiale e Nuovo Mercato.

Tra le principali operazioni di aumento di capitale si segnalano quelle di Olivetti, Tecnost, Banca Intesa, Banca Popolare Commercio e Industria e Gemina, nonché l'aumento di capitale di Navigazione Montanari interamente riservato a investitori istituzionali.

Le risorse finanziarie rivenienti dall'aumento di capitale della Olivetti sono state impiegate per rimborsare un finanziamento ottenuto dalla società allo scopo di sottoscrivere parte dell'aumento di capitale effettuato dalla controllata Tecnost nell'ambito delle operazioni di provvista necessarie per la realizzazione dell'Opas su Telecom Italia. Il ricavato dell'aumento di capitale della Tecnost è stato a sua volta utilizzato per finanziare il corrispettivo in contanti dell'Opas.

Le azioni emesse dalla Tecnost a seguito dell'esercizio, da parte della Olivetti, dei warrants emessi dalla stessa Tecnost nell'ambito del citato aumento del capitale sono invece servite per costituire il corrispettivo in titoli azionari offerto in concambio agli azionisti Telecom Italia che hanno aderito all'offerta.

L'aumento di capitale Banca Intesa si inquadra in un'operazione di aggregazione del gruppo facente capo a tale banca e del gruppo facente capo alla Banca Commerciale Italiana (Bci). A tal fine Banca Intesa ha promosso un'offerta sul 70 per cento delle azioni ordinarie e sul 70 per cento delle azioni di risparmio Bci, da scambiare con proprie azioni ordinarie di nuova emissione; l'aumento di capitale è stato infatti destinato al servizio della suddetta offerta.

Nel corso del 1999, inoltre, si sono registrate numerose operazioni di finanza straordinaria, concernenti casi di concentrazione societaria e scorporo di rami immobiliari, che hanno coinvolto società quotate. Si segnalano, per la loro particolarità, le operazioni di riorganizzazione societaria finalizzate allo svolgimento separato, da parte di società appositamente costituite, delle attività industriali della capogruppo; dette operazioni sono state effettuate dalle ex municipalizzate Acea e Aem, in attuazione delle previsioni del d.lgs. 16 marzo 1999, n. 79.

Rilevante è stato il numero di operazioni di finanza straordinaria che, in considerazione della significatività dei loro effetti sulla situazione economica, patrimoniale e finanziaria degli emittenti quotati interessati, hanno dato luogo alla pubblicazione dell'apposito documento informativo previsto dagli artt. 70, comma 3, e 71 del Regolamento in materia di emittenti. Tale documento informativo fornisce, tra l'altro, una rappresentazione degli effetti pro forma dell'operazione sulla situazione patrimoniale ed economico-finanziaria dell'emittente quotato interessato, nonché informazioni sulle modifiche più significative che interverranno sulle attività svolte.

Le principali operazioni di finanza straordinaria hanno coinvolto quasi esclusivamente società appartenenti allo stesso gruppo, ovvero operazioni di scissione di rami immobiliari.

Uno degli aspetti più rilevanti relativi alle operazioni di finanza straordinaria riguarda le metodologie di valutazione dei rapporti di concambio, con particolare riguardo all'evoluzione dei prezzi di mercato dei titoli coinvolti nelle operazioni. Tali aspetti sono stati analizzati (Riquadro 5) con riguardo ad alcune operazioni che hanno coinvolto più società quotate (fusioni per incorporazione di Calceamento in Compart, di Caffaro e Sorin Biomedica in Snia e di Riva Finanziaria in Intek, nonché la proposta scissione parziale - poi non realizzata - di Telecom in Tecnost).

Nell'ambito delle altre operazioni di finanza straordinaria che hanno coinvolto società quotate, si segnala la fusione per incorporazione della Cassa di Risparmio di Reggio Emilia spa (Carire) nella Banca Popolare di Brescia Scarl (Bipop), con effetti contabili e fiscali a decorrere dal 1° gennaio 1999 e con contestuale modifica della denominazione sociale della società incorporante in "Bipop - Carire spa".

Rapporti di concambio e metodi di valutazione in alcune operazioni di finanza straordinaria relative a società quotate

La determinazione dei rapporti di concambio relativi a operazioni di finanza straordinaria viene di norma effettuata utilizzando varie metodologie di valutazione delle società (o dei rami di azienda) coinvolte; nel caso di società quotate, i prezzi di mercato costituiscono un importante riferimento.

Con riguardo ai metodi di valutazione utilizzati nelle singole operazioni, i rapporti di concambio sono stati determinati, nel caso dell'incorporazione di Calceamento in Compart, sulla base del rapporto tra i prezzi di mercato nel periodo precedente alla quotazione e, nel caso dell'incorporazione di Riva Finanziaria in Intek, applicando una media tra detto rapporto e quello risultante da metodi teorici e analitici. Nell'operazione Intek-Riva Finanziaria, le quotazioni di borsa nei giorni immediatamente a cavallo della delibera del consiglio di amministrazione non si sono discostate in maniera sostanziale dai rapporti di concambio stabiliti.

Nell'operazione di fusione in Snia di Caffaro e Sorin Biomedica la metodologia di valutazione utilizzata è risultata, come indicato nel documento informativo, una combinazione tra il metodo (analitico) dei flussi di cassa attualizzati e quello dei prezzi di mercato. La disamina dei rapporti di concambio fa ritenere che sia stato applicato in misura largamente preponderante il primo metodo; il rapporto tra i prezzi dei titoli nel periodo precedente all'operazione si discosta infatti largamente dal rapporto di concambio.

Infine, nell'ambito del piano di riassetto del gruppo Tecnost-Telecom, e con particolare riguardo alla prevista scissione parziale con conferimento in Tecnost della partecipazione di Telecom in Tim e di quella indiretta in Seat-Pagine Gialle, si è confrontato l'intervallo proposto per il rapporto di assegnazione con l'evoluzione dei prezzi di mercato. Tale intervallo era stato determinato tenendo conto della combinazione di differenti metodi di valutazione basati, oltre che sulle stime degli analisti, su valori analitici e di mercato e su multipli di borsa. A seguito dell'annuncio al mercato di tale intervallo, i prezzi dei titoli coinvolti sono variati considerevolmente, determinando un incremento del rapporto di assegnazione che ha raggiunto rapidamente valori nettamente al di sopra dell'intervallo proposto.

Dalla disamina delle operazioni effettivamente realizzate emerge che, pur essendo il prezzo di mercato un elemento importante ai fini della valutazione, i valori fissati per i rapporti di concambio possono differire in maniera anche sostanziale rispetto ai valori di mercato. In tali casi, il rapporto tra i prezzi si modifica, in corrispondenza della data del Cda o nel periodo immediatamente successivo, in direzione del valore del rapporto di concambio, probabilmente a causa di fenomeni di arbitraggio.

RIQUADRO 5

**RAPPORTI DI CONCAMBIO RELATIVI AD ALCUNE OPERAZIONI
DI FINANZA STRAORDINARIA NEL CORSO DEL 1999**

SOCIETÀ COINVOLTE	RAPPORTO DI CONCAMBIO	RAPPORTO FRA I PREZZI			METODI DI VALUTAZIONE UTILIZZATI
		MEDIA DEI 6 MESI PRECEDENTI	ALLA DATA DEL CDA	MEDIA DEL MESE SUCCESSIVO	
CALCEMENTO - COMPART ¹	0,65	0,66	0,71	0,69	- METODI ANALITICI - PREZZI DI MERCATO
SNIA - CAFFARO ²	3,07	2,62	2,97	2,92	- FLUSSI DI CASSA ATTUALIZZATI ³ - PREZZI DI MERCATO
SNIA - SORIN ²	0,98	0,82	0,95	0,93	- FLUSSI DI CASSA ATTUALIZZATI ³ - PREZZI DI MERCATO
INTEK - RIVA FINANZIARIA ⁴	4,19	4,34	3,83	4,32	- METODI ANALITICI - PREZZI DI MERCATO
TECNOST - TELECOM ⁵	1,50 - 1,65	1,52 ⁶	1,59	1,99	- METODI ANALITICI - PREZZI DI MERCATO - MULTIPLI DI BORSA

Fonte: Documenti informativi e Datastream. ¹ Numero di azioni ordinarie Compart assegnate per 1 azione ordinaria Calceamento. ² Numero di azioni Snia conferite per ogni azione Caffaro e numero di azioni Snia conferite per ogni azione Sorin Biomedica. ³ Metodo principale. ⁴ Numero di azioni ordinarie Intek assegnate per 1 azione ordinaria Riva Finanziaria. ⁵ Rapporto di assegnazione, inteso come numero di azioni Tecnost da assegnare agli azionisti Telecom per ogni azione posseduta. ⁶ Media riferita ai 3 mesi precedenti l'offerta.

Si riscontra invece un andamento completamente differente nella proposta operazione Tecnost-Telecom, in cui il rapporto tra i prezzi dopo la comunicazione al mercato dell'operazione si discosta sensibilmente e progressivamente rispetto al rapporto di assegnazione proposto. Il fenomeno rileva la reazione negativa del mercato alle decisioni prese dai Cda delle società interessate: tali decisioni, ritenute penalizzanti per gli azionisti di minoranza, hanno determinato un andamento dei prezzi dei titoli coinvolti che ha reso inadeguato il rapporto di assegnazione. Nel novembre 1999, Deloitte & Touche LLP - *advisor* indipendente nominato dagli azionisti di risparmio Telecom - indicava come rapporto di assegnazione equo per gli azionisti di risparmio il valore di 2,5. Successivamente, il piano di scissione proposto veniva accantonato.

Ai fini della determinazione del rapporto di cambio, i Cda delle società partecipanti all'operazione hanno incaricato advisors esterni della predisposizione di apposite stime peritali. I metodi di valutazione utilizzati dagli esperti per la determinazione del rapporto di cambio sono stati quello misto reddituale-patrimoniale e quello finanziario, quali metodi di base, e quello dei multipli di mercato, quale metodo di controllo. Data l'univocità dei risultati provenienti dai sopra citati metodi, gli esperti hanno ritenuto congruo un rapporto di cambio di n. 1 azioni Carire per ogni 1,08 azioni Bipop, che è stato condiviso dai Cda delle banche interessate.

Le offerte pubbliche relative a titoli non quotati

Nel corso del 1999 la Consob ha rilasciato il nulla osta alla pubblicazione del prospetto informativo o del documento di offerta in relazione a 16 offerte pubbliche relative a titoli non quotati. In 12 casi si è trattato di offerte pubbliche di acquisto o di scambio, per un controvalore complessivo di 835 milioni di euro, in netta diminuzione rispetto al 1998. Gli altri 4 casi hanno riguardato offerte pubbliche di sottoscrizione, per un controvalore di 62 milioni di euro, rispetto ai 19 milioni dell'anno precedente (Tav. III.6).

TAV. III.6

OFFERTE PUBBLICHE SU TITOLI NON QUOTATI¹

TIPO DI OFFERTA	NUMERO OPERAZIONI		CONTROVALORE (MILIONI DI EURO)		RAPPORTO CON LE OPERAZIONI RELATIVE A TITOLI QUOTATI ²	
	1998	1999	1998	1999	1998	1999
OPV	2	--	90	--	0,8	--
OPS	4	4	19	62	1,7	15,5
OPA E OPSC	13	12	1.695	835	84,5	3,6
<i>TOTALE</i>	<i>19</i>	<i>16</i>	<i>1.804</i>	<i>897</i>	<i>12,2</i>	<i>2,9</i>

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

Le offerte pubbliche di acquisto e scambio hanno coinvolto esclusivamente titoli emessi da imprese bancarie sia in qualità di offerente che come oggetto dell'offerta. Tali operazioni, riferite soprattutto a banche a carattere locale, indicano il proseguimento del processo di ristrutturazione del settore attraverso acquisizioni che portano a una maggiore concentrazione e all'emergere di gruppi bancari articolati.

L'operazione più rilevante in termini di controvalore, per oltre 500 milioni di euro, è stata l'offerta pubblica di scambio promossa dal Gruppo Bancario Caer spa sulle azioni della Cassa di Risparmio in Bologna spa (Carisbo) non ancora possedute dall'offerente (il 30 per cento circa). Il valore medio delle altre offerte è stato molto più contenuto, pari a circa 26 milioni di euro, con una sola offerta superiore ai 50 milioni (quella di Unicredito sulla Cassa di Risparmio di Trento e Rovereto).

In 7 operazioni sia l'offerente che la società bersaglio erano banche popolari e l'offerta prevedeva la trasformazione della seconda in spa come condizione preventiva per il completamento dell'operazione; in 2 casi entrambi i soggetti coinvolti sono state casse di risparmio; nelle altre 3 operazioni gli offerenti erano invece banche quotate e hanno avuto come oggetto 2 banche popolari e 1 banca spa.

Le 4 offerte pubbliche di sottoscrizione sono state promosse in 3 casi da banche. Nel rimanente caso l'offerta, promossa dalla CPL Concordia scarl, ha riguardato azioni di partecipazione cooperativa.

Le azioni di partecipazione cooperativa (Apc) sono state introdotte nell'ordinamento dall'art. 5 della legge 31 gennaio 1992, n. 59 (Nuove norme in materia di società cooperative) che ha, tra l'altro, disciplinato nuove figure sociali (i soci sovventori) e nuove possibilità di finanziamento da parte di soci e di terzi. Le azioni sono prive del diritto di voto, ma prevedono la partecipazione a una assemblea speciale che esprime, tra l'altro, il proprio parere sullo stato di attuazione dei programmi pluriennali di sviluppo. La loro remunerazione è del 2 per cento superiore a quella stabilita in sede di riparto degli utili per le quote e le azioni ordinarie; nel caso di perdite il loro valore nominale viene ridotto solo per l'importo della perdita che eccede il valore nominale complessivo delle altre azioni. La disciplina legislativa prevede inoltre che tali azioni siano offerte, in misura non inferiore al 50 per cento, in opzione a soci e lavoratori dipendenti della società. Nel caso delle Apc emesse dalla Concordia scarl è stato tra l'altro previsto, al fine di consentire agli azionisti di dismettere i titoli sottoscritti prima della scadenza e a fronte della attuale impossibilità di richiedere la quotazione delle azioni di partecipazione cooperative, l'inserimento nello statuto della possibilità di acquistare azioni proprie.

Le nuove disposizioni sulla sollecitazione all'investimento

Nel maggio 1999 è stato approvato il nuovo Regolamento emittenti, contenente le disposizioni in materia di sollecitazione all'investimento e di prospetto di quotazione.

Le più importanti innovazioni introdotte sono costituite dalla previsione dell'istituto della "scissione" del prospetto, dall'eliminazione dell'obbligo di previa consegna all'investitore del prospetto stesso, dalla possibilità di determinare e rendere noti alcuni degli elementi essenziali della sollecitazione successivamente alla pubblicazione del prospetto informativo.

L'istituto della "scissione" consente all'emittente di titoli quotati o diffusi la facoltà di poter pubblicare in momenti distinti, da un lato, la sezione del prospetto contenente le informazioni sull'attività e sulla propria situazione economica, patrimoniale e finanziaria e, dall'altro, le ulteriori

parti del prospetto relative allo strumento finanziario e all'operazione finanziaria cui si riconnette l'obbligo di redazione del prospetto medesimo (quotazione e/o offerta pubblica).

Tale sistema rappresenta una modalità di aggiornamento costante nel corso di ogni anno dell'informativa sull'emittente interessato, attraverso la pubblicazione in momenti individuati dal Regolamento (contestualmente alla pubblicazione del bilancio o della relazione semestrale della società o comunque entro sessanta giorni da detta pubblicazione) di un documento denominato "documento informativo sull'emittente".

Con riferimento alle modalità di svolgimento dell'offerta, non è stato riprodotto, fatta eccezione per il collocamento di quote di fondi comuni, l'obbligo per i collocatori di consegnare al soggetto aderente copia del prospetto informativo prima del perfezionamento del contratto di sottoscrizione/acquisto.

Conseguentemente, è stato introdotto l'obbligo per i collocatori di consegnare copia gratuita del prospetto solo a chi ne faccia richiesta; si prevede inoltre che l'adesione alla sollecitazione possa essere perfezionata, oltre che mediante la sottoscrizione del modulo predisposto dall'offerente (che può circolare a tutti gli effetti separatamente dal relativo prospetto), anche con "altre modalità equivalenti" indicate nel prospetto medesimo.

Ulteriore significativa innovazione introdotta consiste nella possibilità, prevista nei casi di sollecitazione avente ad oggetto strumenti finanziari quotati o finalizzata alla quotazione, di poter individuare e rendere noti in un momento successivo rispetto alla pubblicazione del prospetto alcuni elementi essenziali (quali ad esempio il prezzo massimo), avvalendosi a tal fine di appositi avvisi integrativi.

Ciò assume particolare rilevanza nelle offerte in cui viene utilizzata la procedura del cosiddetto "open price", consistente nella parziale o totale "sovrapposizione" dell'offerta pubblica con il collocamento rivolto a investitori istituzionali (rendendo possibile una sorta di "partecipazione" del pubblico stesso alla fase cosiddetta di "bookbuilding"), a seguito della quale, valutata la quantità e qualità della domanda proveniente dagli investitori istituzionali e la quantità della domanda proveniente dal pubblico, si perviene all'individuazione del prezzo definitivo di offerta.

Le nuove disposizioni comportano vantaggi per l'offerente e per i collocatori, in quanto permettono di determinare più accuratamente prezzo e quantità offerte sulla scorta della conoscenza della domanda del pubblico e degli investitori istituzionali, nonché di comprimere il periodo intercorrente tra la chiusura delle operazioni di collocamento e l'inizio delle negoziazioni.

IV. I MERCATI REGOLAMENTATI

Il mercato di borsa e dei derivati

Nel 1999, così come nei 2 anni precedenti, il rialzo di corsi azionari è stato consistente; la variazione dell'indice Mib storico è infatti risultata di oltre il 20 per cento. Peraltro, gran parte dell'incremento dell'indice è da attribuire alla performance delle società quotate operanti nel settore dei servizi. L'aumento dei corsi si è accompagnato a un elevato aumento della volatilità, concentrato soprattutto nella seconda metà dell'anno.

Il controvalore degli scambi di azioni sul mercato ufficiale ha registrato un sensibile incremento passando da 423 a 503 miliardi di euro. Tuttavia, rispetto al 1998, il rapporto di *turnover* si è ridotto considerevolmente (dal 107 all'84 per cento circa). Gli scambi sui titoli del Mib30 hanno rappresentato circa il 75 per cento del totale, valore sostanzialmente in linea con quello osservato nel 1998.

Nel primo semestre del 1999 il peso degli scambi originati da non residenti si è ridotto ulteriormente rispetto ai livelli del 1998 e, per la prima volta dal 1994, i non residenti sono risultati venditori netti di azioni italiane (Tav. IV.1).

TAV. IV.1

OPERATIVITÀ DEI NON RESIDENTI SUL MERCATO AZIONARIO ITALIANO (VALORI PERCENTUALI)

	SCAMBI ORIGINATI DA NON RESIDENTI ¹	ACQUISTI NETTI DI AZIONI DA PARTE DI NON RESIDENTI ²
1996	40,4	3,3
1997	40,8	2,7
1998	37,1	2,7
1999 ³	35,2	-2,8

Fonte: Elaborazioni su dati UIC e Borsa Italiana spa. Si veda la sezione Note metodologiche. ¹ In rapporto agli scambi totali. ² In rapporto alla capitalizzazione di borsa di fine anno. ³ Dati del primo semestre.

Anche nel comparto del Mot si è registrata una sensibile riduzione del *turnover* rispetto ai livelli del 1998, sia per le obbligazioni che per i titoli di stato (Tav. aIV.1)

Nel corso del 1999 è proseguito il processo di ampliamento del mercato azionario ufficiale sotto la spinta dell'ingresso in borsa di un consistente numero di nuove società. In particolare, sono

state quotate in borsa 28 nuove società italiane (Tav. aIV.2), di cui 2 provenienti dal ristretto e 5 risultanti da operazioni di scissione o fusione.

Il valore delle società italiane ammesse al mercato ufficiale (al netto del valore di quelle cancellate dal listino e di quelle provenienti dal ristretto e degli effetti delle operazioni di finanza straordinaria) è stato pari a 66,8 miliardi di euro (di cui oltre 50 miliardi imputabili alla quotazione dell'Enel); tale valore rappresenta circa il 9 per cento della capitalizzazione di borsa a fine 1999 (contro il 2,5 per cento del 1998).

La capitalizzazione complessiva del mercato ufficiale è cresciuta a un ritmo sostenuto (48,5 per cento, rispetto al 40,7 per cento del 1998); alla crescita hanno contribuito in modo paritetico il rialzo dei corsi, le nuove ammissioni e gli aumenti di capitale.

Nel mese di giugno del 1999 ha iniziato a operare il Nuovo Mercato, circuito di negoziazione gestito dalla Borsa Italiana spa riservato alle imprese operanti in settori ad alta tecnologia o con elevate potenzialità di crescita. Nel corso dell'anno sono state ammesse a quotazione sul Nuovo Mercato 6 società, che hanno raccolto mezzi freschi per 227 milioni di euro. La capitalizzazione complessiva del Nuovo Mercato a fine 1999 ha raggiunto i 7 miliardi di euro.

Considerando il mercato ufficiale, il Nuovo Mercato e il mercato ristretto, le società italiane quotate a fine 1999 sono 264 (per una capitalizzazione pari a circa 725 miliardi di euro). Complessivamente, il mercato azionario nazionale pesa per oltre l'11 per cento della capitalizzazione dei mercati dell'area dell'euro ed è preceduto per dimensione solo dai mercati della Germania e della Francia, che hanno entrambi una capitalizzazione pari a quasi il doppio di quella del mercato italiano. In termini di numero di società quotate il mercato italiano pesa, invece, per poco meno del 6 per cento sul totale dei mercati dell'area dell'euro.

L'attività su strumenti finanziari derivati ha registrato un andamento relativamente disomogeneo fra i vari comparti del mercato. Il Mif è stato interessato da una drastica contrazione nel livello dei volumi negoziati (pari all'84 per cento circa rispetto al dato del 1998), mentre l'Idem ha evidenziato una crescita complessiva del 5 per cento circa delle contrattazioni.

In particolare, nel corso del 1999 (Tav. IV.2) sull'Idem sono stati scambiati giornalmente in media 20 mila contratti future sull'indice Mib30 (- 14 per cento rispetto al precedente anno), 20 contratti future sull'indice Midex (- 80 per cento), 8.800 contratti di opzione sull'indice Mib30 (+ 38 per cento) e 7.700 contratti di opzione su singoli titoli (+ 50 per cento). Il controvalore complessivo degli scambi nel 1999 è stato pari a 905 miliardi di euro per il contratto future sull'indice Mib30 (in crescita dell'8 per cento rispetto all'anno precedente e pari a circa 1,8 volte il controvalore degli scambi sul mercato cash), a 264 miliardi di euro per il contratto di opzione sullo stesso indice (valore sostanzialmente in linea con quello del 1998) e a 28 miliardi di euro sui contratti di opzione su azioni (+ 3 per cento circa rispetto al 1998).

Il comparto Mif ha invece fatto registrare una rilevantissima contrazione degli scambi su tutti i contratti quotati, nonostante l'introduzione, a gennaio, di un nuovo contratto future sul Btp trentennale (sul quale, tuttavia, sono stati conclusi solo 70 contratti in tutto l'anno). In particolare, nel corso del 1999 sono

stati scambiati giornalmente una media di 750 contratti future sul Btp e di 180 contratti future sul tasso Euribor a 1 mese. Non si sono avute contrattazioni, infine, sull'opzione sul future sul Btp.

TAV. IV.2

MERCATI ITALIANI DI STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI¹
(DATI RIASSUNTIVI SUGLI SCAMBI - 1999)

	NUMERO DI CONTRATTI ESEGUITI ²	MEDIA GIORNALIERA ²	VARIAZIONE PERCENTUALE ³
FIB30	5.093	20,0	- 14
MIBO30	2.235	8,8	38
OPZIONI SU SINGOLI TITOLI	1.947	7,7	50
MIDEX FUTURE	5	..	- 80
FUTURES SU BTP	189	0,8	- 85
OPZIONE SU FUTURE SU BTP	--	--	- 100
FUTURE SU EURIBOR	45	0,2	- 55

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

Il comparto dei *covered warrants* quotati, introdotto nel giugno 1998, ha fatto registrare una notevole crescita in termini di gamma di prodotti offerti, di emittenti e di scambi. Alla fine del 1999, più di 1.400 *covered warrants* risultavano quotati sul circuito gestito dalla Borsa Italiana spa, rispetto alle circa 120 emissioni che risultavano quotate alla fine del 1998 (Tav. IV.3).

TAV. IV.3

COVERED WARRANTS QUOTATI

	NUMERO DI EMISSIONI			CONTROVALORE DEGLI SCAMBI ³
	IN ESSERE ¹	NUOVE ²	SCADUTE	
1998	122	122	--	2,5
1999 ⁴	1.411	1391	102	11,8

Fonte: Consob e Borsa Italiana spa. ¹ Dati a fine anno. ² Ammesse a quotazione nel corso dell'anno. ³ Dati in miliardi di euro. ⁴ Dati a novembre 1999.

RIQUADRO 6

La regolamentazione del mercato italiano dei covered warrants

I *covered warrants* sono ammessi alla quotazione in un apposito comparto gestito dalla Borsa Italiana spa, denominato Mcw (Mercato dei *covered warrants*).

I requisiti per la quotazione in borsa dei *covered warrants* prevedono che essi abbiano una durata non inferiore a 1 anno qualora sulla medesima attività sottostante sia stato introdotto dalla Borsa Italiana spa un prodotto derivato, e non superiore a 5 anni negli altri casi, salvo deroga. Nel caso in cui il sottostante di un *covered warrant* sia un'azione quotata in borsa, il numero complessivo delle azioni sottostanti la singola emissione non può superare il 2 per cento del numero totale delle azioni in circolazione, salva la facoltà della Borsa Italiana spa di prevedere una diversa percentuale.

Per l'ammissione a quotazione di un *covered warrant* non è previsto alcun requisito di flottante minimo. Il titolo viene ammesso a quotazione e la sua diffusione avviene, di norma, successivamente a tale momento attraverso le negoziazioni di borsa. Nella fase iniziale di quotazione, infatti, è lo stesso emittente a porsi in posizione di vendita in via continuativa e a garantire la liquidità minimale dei titoli, attraverso l'impegno di esporre i prezzi denaro e lettera per un quantitativo stabilito dalla Borsa Italiana spa.

I regolamenti dei *warrants* contemplano spesso la facoltà per gli emittenti di offrire quantitativi di titoli ulteriori rispetto a quelli originariamente previsti. L'ammissione a quotazione si estende automaticamente ai nuovi titoli senza supplementi informativi o controlli ulteriori rispetto a quelli previsti nella fase iniziale. Gli emittenti inoltre hanno piena facoltà di introdurre nei regolamenti clausole contrattuali che prevedono, al verificarsi di eventi straordinari, l'estinzione delle obbligazioni derivanti dai *warrants* e il pagamento di un "congruo" importo da essi stessi determinato o da esperti esterni appositamente nominati.

Il comparto dei *covered warrants* presenta una microstruttura di tipo misto, nella quale operano sia *broker* (intermediari che operano esclusivamente per conto della clientela) sia *dealer* (intermediari con *dual capacity* che operano per conto della clientela e per conto proprio). Sono inoltre previsti operatori *market makers*, la cui funzione è quella di fornire liquidità alle negoziazioni; tale ruolo è svolto dagli stessi intermediari emittenti o da soggetti da essi incaricati che si impegnano a esporre sui *covered warrants* di pertinenza prezzi in acquisto e in vendita per un quantitativo almeno pari al lotto minimo di negoziazione. In caso di applicazione delle quotazioni esposte, i *market makers* sono obbligati a rimetterle entro 10 minuti. La Borsa Italiana spa, in relazione alle caratteristiche della singola emissione può prevedere obblighi di quotazione per quantitativi più elevati.

I *covered warrants* sono trattati esclusivamente nella fase di negoziazione continua, durante la quale i contratti vengono conclusi mediante l'abbinamento automatico delle proposte di acquisto e di vendita presenti sul *book* e ordinate secondo criteri di priorità di prezzo e di tempo.

Tali strumenti finanziari, quotati e negoziati secondo modalità particolari (Riquadro 6), sono diventati, per controvalore degli scambi, i più trattati in borsa dopo le azioni e i titoli di Stato. In particolare, nel periodo gennaio - novembre 1999 sono state registrate transazioni per un valore complessivo di circa 12 miliardi di euro, pari al 2 per cento circa del totale degli scambi su azioni.

La quota preponderante degli scambi su *covered warrants* quotati è effettuata in contropartita con gli stessi emittenti. Ciò dipende anche dal basso grado di standardizzazione dei diversi titoli quotati, circostanza che non favorisce la competizione nell'attività di negoziazione. Anche la mancanza di quotazioni espresse in termini di volatilità rende difficile il confronto fra i prezzi di *covered warrants* che, pur avendo ad oggetto lo stesso sottostante, hanno scadenze e prezzi di esercizio diversi.

Nel corso del primo semestre del 1999 è continuata la crescita del comparto delle obbligazioni strutturate (emesse quasi esclusivamente da soggetti bancari), la cui consistenza complessiva a metà 1999 aveva superato quella delle obbligazioni ordinarie. Il peso delle obbligazioni strutturate quotate sul totale di quelle emesse nel corso del primo semestre 1999 si è ridotto considerevolmente rispetto al 1998 (Tav. IV.4).

Una disposizione emanata dalla Banca d'Italia nel mese di luglio è intervenuta sugli aspetti relativi alla trasparenza informativa in fase di collocamento di obbligazioni bancarie, con particolare riguardo a quelle strutturate. Le norme della Banca d'Italia prevedono, infatti, che le banche mettano a disposizione dei sottoscrittori un foglio informativo in cui sono illustrati i profili di rischio e rendimento delle obbligazioni emesse.

TAV. IV.4

EMISSIONI DI OBBLIGAZIONI BANCARIE STRUTTURATE

	QUOTATE		NON QUOTATE		CONSISTENZA DELLE OBBLIGAZIONI STRUTTURATE ¹
	N° EMISSIONI	CONTROVALORE ¹	N° EMISSIONI	CONTROVALORE ¹	
1996	37	6,4	959	21,9	24,8
1997	45	6,0	1.420	33,4	59,2
1998	106	16,2	1.428	26,1	101,2
1999 ²	27	3,3	990	22,7	127,1

Fonte: Elaborazioni su dati LUXOR-FI.DATA e Banca d'Italia. ¹ Valori in miliardi di euro. ² Dati del primo semestre.

I Nuovi Mercati in Europa

Con l'avvio dell'operatività del Nuovo Mercato nel giugno del 1999, il circuito europeo denominato Euro.NM, che lega i mercati azionari riservati a imprese medio-piccole e operanti in settori tecnologici, conta 5 paesi aderenti. Nel 1996 ha iniziato a operare il *Nouveau Marché* francese, mentre nel corso del 1997 si sono aggiunti il *Neuer Markt* tedesco, l'Euro.NM *Belgium* e l'Euro.NM *Amsterdam*, tutti con caratteristiche e finalità simili. L'accordo fra i 5 mercati riguarda essenzialmente l'armonizzazione delle regole di microstruttura e dei requisiti di ammissione, con l'obiettivo di promuovere l'immagine dei mercati aderenti al circuito e dare adeguata visibilità all'impresе in essi quotate. È, inoltre, allo studio l'introduzione di una piattaforma di negoziazione comune.

Per ciò che concerne i requisiti di quotazione, gli unici vincoli riguardano la dimensione minima del patrimonio netto all'atto della quotazione (1,5 milioni di euro), la dimensione minima dell'offerta globale (3 milioni di euro) e il livello del flottante (almeno il 20 per cento del capitale). È inoltre possibile la quotazione di società che non hanno ancora chiuso il loro primo bilancio. Dopo l'ammissione alla negoziazione è richiesta la pubblicazione di situazioni contabili trimestrali ed è fatto divieto agli azionisti preesistenti di vendere ulteriori quote nei sei mesi successivi alla quotazione.

Complessivamente, i mercati aderenti al circuito Euro.NM hanno attratto, dal momento della loro nascita, circa il 14 per cento del totale delle imprese quotate sui mercati azionari dei paesi aderenti al circuito, mentre nel solo 1999 essi hanno attratto circa il 60 per cento delle nuove quotazioni. Le risorse raccolte dalle imprese di nuova quotazione sul circuito Euro.NM nel 1999 sono state, invece, pari al 20 per cento circa del totale delle risorse raccolte da tutte le imprese neoquotate dei paesi aderenti al circuito. I mercati del circuito Euro.NM contano, infine, per il 6 per cento circa della capitalizzazione complessiva dei mercati azionari dei paesi aderenti.

Assai intensa è stata la crescita del *Neuer Markt* tedesco, che nel 1999, con oltre 140 offerte iniziali, ha accolto oltre l'80 per cento delle società di nuova quotazione tedesche, arrivando a superare per capitalizzazione e numero di società quotate il *Nouveau Marché*. Le imprese che si sono quotate sul *Neuer Markt* rappresentano oltre il 60 per cento del totale dei mezzi raccolti in borsa da tutte le matricole tedesche nel 1999.

L'attività di controllo sui mercati regolamentati

A seguito di anomalie verificatesi tra marzo e luglio 1999 nel calcolo di alcuni indici di mercato, la Commissione ha sottoposto a verifica le relative procedure organizzative, informatiche e di controllo utilizzate dalla Borsa Italiana spa per il loro calcolo e gestione. La verifica si è resa opportuna tenuto anche conto della rilevanza che gli indici in questione assumono ai fini del regolare andamento del mercato dei derivati. Gli accertamenti effettuati hanno portato all'individuazione di alcune aree di criticità per la risoluzione delle quali la Commissione ha formulato specifiche raccomandazioni alla Borsa.

RIQUADRO 7

Assai più modesto è il peso, in termini di capitalizzazione e numero di nuove quotazioni, dei nuovi mercati in Italia, Belgio e Olanda. Nel caso dell'Italia, in particolare, un singolo titolo pesa per circa il 95 per cento della capitalizzazione totale del Nuovo Mercato.

In Francia il numero di nuove quotazioni sul *Nouveau Marché* è stato pari a quasi il 40 per cento del totale delle imprese neoquotate francesi nel 1999, ancorché le risorse raccolte rappresentino meno dello 0,1 per cento del totale di quelle raccolte dalle società francesi ammesse in borsa nel medesimo periodo.

I NUOVI MERCATI IN EUROPA¹

	ANNO DI PARTENZA	SOCIETÀ QUOTATE ²	CAPITALIZ- ZAZIONE ³	OFFERTE INIZIALI NEL 1999	
				NUMERO	MEZZI RACCOLTI ⁴
NEUER MARKT	1997	221	209,1	146	7,8
NOUVEAU MARCHÉ	1996	113	32,0	32	0,6
NUOVO MERCATO	1999	6	15,8	6	0,3
EURO.NM BELGIUM	1997	13	0,6	6	..
EURO.NM AMSTERDAM	1997	13	1,6	1	..
TOTALE CIRCUITO EURO.NM		366	259,1	191	8,7
TOTALE MERCATI AZIONARI PAESI ADERENTI AL CIRCUITO		2.654	4.381,7	303	39,6

Fonte: Euro.NM, Fibv, borse nazionali. ¹ Dati relativi alle sole società domestiche. ² Dati a fine febbraio 2000. ³ Dati a fine febbraio 2000 in miliardi di euro. ⁴ Dati in miliardi di euro relativi alle offerte di sottoscrizione e vendita.

Nel mese di gennaio l'Istituto, ai sensi dell'art. 63 del Tuf, ha autorizzato la Borsa Italiana spa all'esercizio del "Nuovo Mercato", destinato alla negoziazione di azioni ordinarie di emittenti nazionali ed esteri ad alto potenziale di sviluppo. Esso è in breve tempo divenuto un punto di riferimento per le società legate a Internet che decidono di aprire il loro capitale al mercato. Le disposizioni concernenti il Nuovo Mercato sono state successivamente modificate dalla Borsa, previa autorizzazione della Commissione, al fine di armonizzarle con quelle degli omologhi mercati europei e di rendere conseguentemente possibile l'adesione al circuito denominato Euro.NM (per un approfondimento sul circuito Euro.NM si veda il Riquadro 7).

Successivamente, nel mese di ottobre, la Commissione ha approvato le modifiche al “Regolamento dei mercati organizzati e gestiti dalla Borsa Italiana spa”; tali modifiche hanno principalmente riguardato l’istituzione del comparto denominato Euromot, finalizzato alla negoziazione di euro-obbligazioni (*Eurobond*), titoli rivenienti da operazioni di cartolarizzazione (*asset-backed securities*) e obbligazioni emesse da enti sovranazionali.

Le modifiche apportate alla regolamentazione dell’Idem hanno riguardato, da un lato, le caratteristiche contrattuali dei prodotti esistenti e, dall’altro, le modalità di negoziazione.

Tra le specifiche contrattuali, particolare rilevanza ha avuto la riduzione del valore nominale del contratto di opzione sull’indice Mib30, per il quale il valore monetario di ciascun punto indice è passato dai precedenti 5 euro agli attuali 2,5. Tale provvedimento ha consentito di facilitare l’operatività dei piccoli risparmiatori, che possono ora accedere più facilmente alle negoziazioni. Altre novità hanno riguardato le scadenze dei contratti derivati: alle tradizionali scadenze trimestrali, che si estendevano fino a un massimo di nove mesi, è stata affiancata una quarta scadenza con durata annuale. Inoltre, sono stati ammessi a quotazione nuovi contratti di opzione su azioni.

Le modifiche introdotte alle modalità di negoziazione hanno riguardato la possibilità per i market makers di gestire le quotazioni su più opzioni con un’unica transazione (mass quotation); si è così razionalizzato il funzionamento del sistema telematico di negoziazione e fornita maggiore velocità all’esecuzione agli ordini. Gli obblighi di quotazione dei market makers sul contratto di opzione sull’indice Mib30 sono stati inoltre modificati, prevedendo una riduzione del numero di contratti da quotare (da 10 a 5) e dei tempi di ripristino delle quotazioni (da 5 a 3 minuti). E’ stato anche previsto che gli obblighi di spread denaro-lettera siano espressi non più in termini di volatilità implicita, bensì in termini di prezzo delle opzioni. Per i contratti di opzione su azioni è invece stata prevista una riduzione dei tempi di risposta da parte dei market makers alle richieste di quotazione. Infine sono stati semplificati i criteri di selezione degli operatori market makers e quelli di permanenza nel relativo elenco.

Nel mese di dicembre, la Commissione, sentita la Banca d’Italia, ha autorizzato la Borsa Italiana spa all’esercizio del Mif, già gestito dalla Mif spa e ha approvato il relativo regolamento.

Il provvedimento di autorizzazione ha fatto seguito alla fusione per incorporazione della società Mif spa nella Borsa Italiana spa. Rispetto al precedente regolamento, sono state introdotte alcune novità con riguardo ai principi organizzativi, alle categorie di contratti negoziabili e di operatori ammessi al sistema, nonché alla gestione degli errori.

La Commissione, nel mese di agosto, ha approvato una serie di modifiche al regolamento della Mts spa. Tali modifiche hanno, tra l’altro, portato all’introduzione della possibilità di negoziare titoli non ancora emessi, per i quali l’emittente abbia solamente proceduto all’annuncio dell’emissione (*grey market*) e all’innalzamento del lotto minimo di negoziazione per i principali titoli. Infine, nel mese di novembre, la stessa Mts spa è stata autorizzata all’esercizio del mercato all’ingrosso delle obbligazioni non governative e dei titoli emessi da organismi internazionali partecipati da Stati. Il provvedimento è stato adottato, sentita la Banca d’Italia, ai sensi dell’art. 63, comma 3, del Tuf.

Gli studi sulle società quotate da parte degli intermediari

Nel 1999 la Commissione ha proseguito l'attività di vigilanza sulle informazioni diffuse al pubblico tramite studi e statistiche prodotti da intermediari autorizzati e aventi ad oggetto società quotate. L'attività ha riguardato sia l'analisi di studi effettuati da soggetti in potenziale conflitto di interessi, in quanto coinvolti in operazioni di finanza straordinaria aventi ad oggetto lo stesso emittente, sia l'attività degli intermediari in controtendenza rispetto ai suggerimenti operativi contenuti negli studi.

Così come nel 1998, l'attività di analisi sulle società quotate da parte degli intermediari è stata intensa; nel 1999 sono pervenuti all'Istituto circa 11.000 studi, dei quali circa il 20 per cento monografici.

Il peso delle società oggetto di studi, in rapporto al totale delle società quotate, ha mostrato un calo tra il 1998 e il 1999, passando dal 74 al 70 per cento circa. La distribuzione degli studi rimane assai concentrata sulle società a maggiore capitalizzazione. Il primo 25 per cento delle società concentra su di sé quasi il 70 per cento degli studi complessivi.

La distribuzione degli studi per settore di appartenenza delle società si presenta eterogenea. Nel 1999 ogni società di servizi è stata oggetto in media di circa 15 studi, contro circa 2 studi per le società finanziarie e circa 3 studi per quelle quotate al Nuovo Mercato.

Oltre la metà degli studi monografici prodotti nel 1998 e nel 1999 riportavano consigli di acquisto (*buy*), mentre soltanto il 6 per cento circa indicava un consiglio di vendita (*sell*). La frequenza con cui compaiono i diversi consigli operativi non varia sostanzialmente nei due anni considerati (Tav. IV.5). La distribuzione dei consigli *sell* è abbastanza uniforme anche fra le società dei diversi settori industriali; dei 20 studi su società quotate al Nuovo Mercato nessuno conteneva tale suggerimento operativo.

TAV. IV.5

DISTRIBUZIONE DEGLI STUDI MONOGRAFICI PER TIPOLOGIA DI CONSIGLIO OPERATIVO

CONSIGLIO OPERATIVO	1998	1999	TOTALE
BUY	591	575	582
HOLD	255	267	261
NOTIZIE IMPORTANTI	99	91	96
SELL	55	66	61
<i>NUMERO TOTALE DI STUDI</i>	2.288	2.260	4.548

Valori in percentuale. Si veda la sezione Note metodologiche.

La regolamentazione degli scambi organizzati

Nel corso del 1999 ha trovato piena applicazione la disciplina dei sistemi di scambi organizzati (Sso) emanata dalla Commissione sul finire dell'anno precedente in forza delle norme previste dall'art. 78 del Tuf. Nel dicembre 1998 la Commissione aveva definito un Sso come un insieme di regole e di strutture, anche automatizzate, che consente in via continuativa o periodica di raccogliere e diffondere proposte di negoziazione di strumenti finanziari e di dare esecuzione a dette proposte con le modalità previste dal sistema.

La Commissione ha stabilito che gli organizzatori degli Sso comunichino alla Consob, non oltre la data di avvio della loro operatività, le regole di funzionamento (con particolare riferimento a quelle che presiedono al processo di formazione dei prezzi), le strutture utilizzate, gli operatori partecipanti al sistema, gli strumenti finanziari trattati e i relativi emittenti. Per gli scambi organizzati devono essere predisposte procedure elettroniche per la registrazione delle operazioni concluse simili a quelle previste per i mercati; tali cioè da consentire di effettuare ricerche su ogni singolo strumento finanziario, su ogni singola tipologia di operazione e su ogni singolo operatore partecipante al sistema.

L'obiettivo della trasparenza delle negoziazioni viene perseguito solamente verso gli Sso che prevedono tagli minimi di negoziazione inferiori a 300 milioni di lire di controvalore, ovvero ai quali non partecipino esclusivamente investitori istituzionali. In tal caso gli organizzatori devono fornire informazioni al pubblico circa le regole di funzionamento del sistema e, durante l'orario di funzionamento, circa le migliori condizioni di prezzo in acquisto e vendita e le relative quantità. Devono essere anche diffusi il prezzo, la quantità, la data e l'ora dell'ultimo contratto concluso; inoltre, entro l'inizio della giornata successiva, devono essere resi pubblici il numero dei contratti conclusi, la quantità e il controvalore complessivo, il prezzo minimo e massimo e quello dell'ultimo contratto. Infine, una volta al mese, gli organizzatori devono diffondere al pubblico statistiche riepilogative.

La Commissione, nel mese di luglio, ha adottato il primo elenco degli Sso, rinviando peraltro contestualmente la decorrenza degli obblighi di comunicazione alla Consob e di trasparenza verso il pubblico al 1° ottobre 1999 e sospendendo l'efficacia degli obblighi di trasparenza in caso di scambi organizzati su titoli di Stato, strumenti finanziari quotati nei mercati regolamentati e pronti contro termine.

Inoltre, sono stati forniti agli operatori alcuni elementi interpretativi circa i presupposti dell'obbligo di segnalazione alla Consob e degli obblighi di trasparenza. In particolare, si è precisato che l'obbligo di segnalazione sussiste, ove ne ricorrano i presupposti, anche riguardo all'attività di negoziazione in conto proprio esercitata dalle banche attraverso il cosiddetto "paniere".

Infine, è stata precisata la relazione che può intercorrere fra l'attività di negoziazione in conto proprio e lo svolgimento di scambi organizzati. L'organizzatore di un sistema di scambi organizzati, quando si avvale di uno o più servizi d'investimento (raccolta di ordini, mediazione, negoziazione in conto terzi e negoziazione in conto proprio), assegna alla prestazione di tali servizi un ruolo ancillare rispetto a una distinta attività principale quale è, appunto, quella svolta da un Sso. Tale attività solitamente consiste nella quotazione di prezzi, ma non è escluso, ad esempio, che nell'ambito di un sistema ad asta il servizio di raccolta di ordini si ricolleggi strumentalmente a un insieme di regole e strutture principalmente rivolto a

favorire l'incontro delle proposte contrattuali inserite dagli operatori a un prezzo che si determina fuori dallo stesso sistema. Per questa ragione sono stati inclusi nell'elenco la maggior parte dei sistemi segnalati dalle banche, anche laddove essi contemplino la negoziazione in conto proprio dei titoli inclusi nel "paniere".

Nel mese di novembre la Commissione ha approvato il nuovo elenco degli Sso e lo schema di comunicazione alla Consob degli elementi informativi relativi a tali sistemi. L'elenco censisce 329 Sso di cui 324 relativi a banche, 3 relativi a Sim, 1 a un'impresa di assicurazioni e 1 a un agente di cambio.

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

I risultati delle indagini

Nel corso del 1999 la Consob ha inviato all'Autorità Giudiziaria 38 segnalazioni relative a indagini avviate a seguito di anomalie riscontrate nello svolgimento dell'attività di controllo dei mercati (Tav. V.1). In 30 casi (21 nel 1998) si è giunti a ipotizzare la sussistenza di un illecito, mentre le rimanenti istruttorie non hanno evidenziato alcuna fattispecie penale. In particolare, 22 segnalazioni attengono a ipotesi di abuso di informazioni privilegiate, mentre 8 riguardano sospetti episodi di aggioaggio su strumenti finanziari.

TAV. V.1

RISULTANZE DELLE INDAGINI

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

¹ Per il 1997 e per 10 relazioni del 1998, si fa riferimento a relazioni motivate di cui all'art. 8, comma 3, della legge 157/1991, abrogato dal Tuf. ² Ai sensi dell'art. 186 del Tuf, la Consob è tenuta, in ogni caso, a trasmettere al P.M. una relazione sulle indagini e accertamenti effettuati. ³ Di cui 9 relative ad attività di accertamento conclusesi prima dell'entrata in vigore del Tuf.

All'aumento, sia pur lieve, del numero di segnalazioni rispetto al 1998 corrisponde un sostanziale incremento delle richieste di dati e notizie (passate dalle 415 del 1998 alle 507 del 1999) inviate a operatori, società quotate e Autorità estere (Tav. aV.1). Il dato sottolinea la crescente complessità delle indagini svolte per ricostruire operazioni sempre più articolate.

Come già avvenuto nel 1998, la tipologia di informazione privilegiata che è ricorso con maggiore frequenza - 13 casi su 22 segnalazioni - è quella relativa al mutamento del controllo di società quotate; in 4 segnalazioni, l'informazione privilegiata ha riguardato significativi mutamenti della struttura patrimoniale o finanziaria della società, in 3 istruttorie l'evento atto a influire sulla

regolare formazione dei prezzi era rappresentato da operazioni di finanza straordinaria, mentre negli ultimi 2 casi la notizia ha riguardato rispettivamente la cessione di un ramo d'azienda e l'accordo fra 2 imprese che ha dato luogo alla costituzione di una nuova società (Tav. V.2).

TAV. V.2

TIPOLOGIA DELLE INFORMAZIONI PRIVILEGIATE

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

Il numero dei casi di aggioaggio segnalati all'Autorità Giudiziaria risulta raddoppiato (da 4 a 8). Di questi, 6 hanno riguardato fenomeni di manipolazione operativa, consistenti in operazioni artificiose dirette ad alterare sensibilmente il prezzo di strumenti finanziari quotati. I rimanenti 2 hanno avuto invece ad oggetto la diffusione di notizie false (manipolazione informativa).

I soggetti complessivamente segnalati all'Autorità Giudiziaria nelle ipotesi di reato di abuso di informazioni privilegiate e aggioaggio sono risultati rispettivamente 151 e 51 (Tav. aV.2).

Nei casi di insider trading rilevati nel 1999 si è registrato un lieve incremento nel numero degli intermediari interessati da questa ipotesi di reato e, per contro, una leggera flessione di eventi che hanno visto coinvolti insiders istituzionali. La categoria "altri soggetti", costituita in prevalenza da soggetti che hanno ottenuto l'informazione privilegiata dagli insiders (cosiddetti tippees), ha invece fatto registrare un consistente incremento (pari al 65 per cento a fronte di un incremento del 32 per cento del totale dei soggetti segnalati). La presenza sul mercato di tippees è emersa in particolare nei casi in cui l'evento price-sensitive ha riguardato il mutamento del controllo; in linea con quanto verificatosi negli scorsi anni, anche nel 1999 il numero degli operatori esteri interessati è inoltre risultato sensibilmente accresciuto.

Per quanto concerne le ipotesi di aggioaggio, i dati del 1999 confermano che i soggetti interessati sono per lo più rappresentati da intermediari e da insiders istituzionali. In effetti, il dato numerico più significativo riguarda la categoria "altri soggetti" (34 persone fisiche), che attiene però a un'unica istruttoria, al termine della quale si è ipotizzata la condotta manipolativa posta in essere da un gruppo di persone fisiche che, in concorso con un insider istituzionale e 3 banche, hanno creato l'apparenza di un mercato attivo, ponendo in essere operazioni fittizie idonee ad alterare sensibilmente il prezzo del titolo.

La distribuzione delle ipotesi di abuso di informazioni privilegiate e di aggio in rapporto alla capitalizzazione del titolo evidenzia una relativa concentrazione ai due estremi; le ipotesi di reato sono, infatti, risultate riferite in misura prevalente a titoli di società di maggiore capitalizzazione e a quelli di società di ridotte dimensioni. Solo marginalmente e nel solo caso dell'abuso di informazioni privilegiate, risultano interessati i titoli delle società di capitalizzazione intermedia (Tav. aV.3).

Per quanto riguarda le ipotesi di aggio, la rilevanza dei casi che hanno avuto ad oggetto i titoli a più bassa capitalizzazione risulta coerente con l'ipotesi che sia più facile manipolare i titoli sottili. Peraltro, il rilevante peso che il fenomeno dell'aggio assume con riguardo ai titoli di maggiore capitalizzazione riflette la circostanza che proprio sui titoli di queste società è possibile operare sia sul mercato a pronti che su quello dei derivati, sfruttando la leva finanziaria offerta da questi ultimi che consente, a parità di risorse impiegate, di realizzare guadagni più cospicui riducendo anche i rischi assunti.

Infine, con riferimento alla ripartizione dei casi di abuso di informazioni privilegiate i dati mostrano come i rischi della non corretta circolazione delle notizie siano più pronunciati nelle società di più rilevanti dimensioni. Infatti, tali società, per loro stessa natura (e per la rilevanza delle operazioni poste in essere anche con l'apporto di consulenti esterni), sono caratterizzate da processi decisionali allargati che, coinvolgendo un numero maggiore di soggetti, amplificano il rischio di comportamenti devianti. D'altro canto, nelle società più piccole vi è spesso una commistione tra la figura del manager e quella dell'azionista di riferimento che, pertanto, può più facilmente essere portato, in difetto di un efficace azione di controllo interno, a operare in conflitto di interessi con gli azionisti di minoranza.

Gli esiti delle relazioni inviate all'Autorità Giudiziaria

Nel 1999 la Magistratura ha disposto l'archiviazione di 10 segnalazioni per ipotesi di violazione dell'art. 180 del Tuf inoltrate dalla Consob negli anni passati (Tav. V.3). Sempre nel 1999, l'autorità inquirente ha presentato al Gip una richiesta di archiviazione parziale in ordine a una segnalazione, effettuata nel corso dello stesso anno, su una ipotesi di manipolazione operativa (art. 181 del Tuf).

Per 2 segnalazioni in materia di abuso di informazioni privilegiate, concernenti gravi dissesti patrimoniali e finanziari di 2 gruppi societari, il Gip ha emesso decreto di rinvio a giudizio degli indagati.

Infine, 2 procedimenti riguardanti ipotesi di abuso di informazioni privilegiate e relativi a segnalazioni trasmesse all'Autorità Giudiziaria nel 1996 si sono, rispettivamente, conclusi con una pronuncia di non luogo a procedere e una sentenza di assoluzione (si veda il Capitolo VII).

TAV. V.3

ESITI DELLE RELAZIONI INVIATE ALL'AUTORITÀ GIUDIZIARIA

	1991-1998	1999
ARCHIVIAZIONE	11	10
ARCHIVIAZIONE PARZIALE	--	1
RICHIESTA DI RINVIO A GIUDIZIO	6	2
SENTENZA DI PATTEGGIAMENTO	3	--
SENTENZA DI CONDANNA	2	--
SENTENZA DI ASSOLUZIONE	--	1
SENTENZA DI NON LUOGO A PROCEDERE	--	1
<i>TOTALE ESITI</i>	22	15

Alcune tipologie di abuso di informazioni privilegiate e di aggioaggio finanziario

Tra gli accertamenti condotti dalla Consob in merito alle ipotesi di violazione dei divieti di cui agli artt. 180 e 181 del Tuf, si descrivono brevemente 3 segnalazioni trasmesse all'Autorità Giudiziaria, di cui 2 concernenti ipotesi di abuso di informazioni privilegiate e 1 di manipolazione operativa.

Nel caso di un'ipotesi di abuso di informazioni privilegiate connessa a un'offerta pubblica di acquisto una società, dopo avere incrementato nel maggio 1998 la propria partecipazione (diretta e indiretta, tramite un'altra società) in una controllata quotata al mercato ristretto, ha annunciato il lancio di una Opa residuale, proseguendo poi negli acquisti fino a possedere quasi il 98 per cento del capitale della controllata.

Il prezzo dell'Opa residuale è stato fissato dalla Consob nel dicembre 1998 a un livello quasi doppio rispetto alla quotazione del titolo. Per la determinazione del prezzo, la Commissione si è basata su tre criteri: il patrimonio netto rettificato (cui è stato assegnato un peso del 20 per cento), il discount cash flow model (impiegato per la prima volta per determinare il valore della società e a cui è stato assegnato un peso pari al 60 per cento), il prezzo del titolo negli ultimi sei mesi di borsa (cui è stato assegnato un peso del 20 per cento). L'elevato peso percentuale attribuito al terzo criterio trova spiegazione nell'irregolare andamento delle quotazioni nel semestre precedente al periodo dei fatti contestati: infatti, nei mesi di settembre e ottobre, il titolo aveva fatto registrare un sensibile incremento sia a livello dei prezzi (rispettivamente pari al 35,7 per cento e al 57,5 per cento) che delle quantità scambiate (triplicate).

Gli accertamenti svolti hanno evidenziato che il maggiore acquirente nel periodo settembre/ottobre 1998 è stato un insider istituzionale (nella fattispecie un dirigente della società controllante), che aveva fornito alla Consob i dati necessari per la determinazione del calcolo del prezzo dell'Opa residuale. Tale soggetto ha "rastrellato" il titolo operando sullo stesso pressoché quotidianamente, acquistando quasi i 2/3 dei titoli complessivamente scambiati sul mercato nello stesso periodo per poi aderire all'Opa e realizzare una plusvalenza di quasi 400 milioni.

Dalle indagini effettuate è inoltre emersa una operatività anomala di 2 dipendenti - uno dei quali addetto al servizio titoli - della filiale della banca alla quale venivano impartiti gli ordini dall'insider istituzionale. Anche questi 2 investitori hanno aderito all'Opa, realizzando una plusvalenza rispettivamente pari a 30 e a 10 milioni circa.

Un secondo caso di *insider trading* ha riguardato l'annuncio, da parte di una banca popolare, di un progetto di integrazione con un'altra banca, la quale avrebbe promosso una Opa sulla prima a un prezzo superiore del 40 per cento circa a quello di mercato.

Due mesi prima di tale annuncio, la Banca d'Italia aveva suggerito alla banca popolare di cercare l'integrazione con banche che avessero uno standing più elevato. All'inizio del mese successivo, il consiglio di amministrazione della banca popolare dava quindi mandato al suo presidente di verificare la possibilità di avviare delle trattative al riguardo. A fine mese, nella successiva riunione del consiglio di amministrazione, il progetto veniva approvato e immediatamente comunicato al mercato.

Sebbene l'accordo non fosse stato preceduto da indiscrezioni, l'andamento dei prezzi e degli scambi sul titolo della banca popolare aveva fatto registrare delle irregolarità nel mese precedente la diffusione del comunicato: il corso si era infatti incrementato del 31 per cento a fronte di un aumento dell'indice Mib dell'11 per cento, mentre la media giornaliera degli scambi era risultata tre volte superiore a quella del mese precedente.

Dagli accertamenti svolti è emerso che il 50 per cento degli acquisti era stato effettuato da un unico intermediario che aveva operato per conto della stessa banca popolare. Quest'ultima a sua volta, aveva intermediato per conto di oltre 450 clienti, ciascuno dei quali aveva investito quantitativi non particolarmente rilevanti.

Significativi sono invece risultati gli acquisti effettuati da un cliente di una società di intermediazione mobiliare, che, nell'ambito di un rapporto di gestione, aveva personalmente conferito all'intermediario gli ordini di acquisto. L'aspetto più rilevante è dato dal fatto che questo committente e i suoi più stretti familiari partecipavano all'epoca dei fatti al capitale della banca popolare nella misura del 6 per cento circa.

Per quanto riguarda l'ipotesi di aggio, gli accertamenti effettuati hanno consentito di individuare una rilevante operatività posta in essere su un titolo da un cospicuo numero di soggetti tramite 3 diversi intermediari. Tale attività manipolativa, protrattasi per più anni e basata su incroci concordati di acquisti e vendite, senza effettivo scambio di lire e titoli, era finalizzata a creare l'apparenza di un mercato attivo e idonea a influenzare sensibilmente il prezzo del titolo.

In particolare, sono emersi elementi in relazione ai quali la Commissione ha ipotizzato che l'attività posta in essere dai soggetti individuati potesse inquadrarsi nella cosiddetta action based manipulation: essa

è consistita nel simultaneo inserimento, in acquisto e in vendita, di proposte uguali nelle quantità e nei prezzi, sia per conto dello stesso beneficiario finale (wash sales) che di più soggetti in reciproco accordo fra loro (matched orders).

Le metodologie di indagine: la determinazione del profitto conseguito dagli insiders

L'abuso sul mercato di informazioni privilegiate è tanto più grave quanto maggiore è la dimensione delle operazioni poste in essere dagli *insiders* e dei profitti da questi realizzati; per tale motivo il Tuf prevede sanzioni crescenti in relazione all'aumentare dei profitti conseguiti (art. 180, comma 4). Nelle segnalazioni all'Autorità Giudiziaria assume dunque rilievo una stima accurata dei profitti.

Un primo metodo di calcolo è dato dalla plusvalenza effettiva, pari alla differenza tra il controvalore della chiusura della posizione - che di norma segue temporalmente il momento della diffusione della notizia privilegiata - e il controvalore di apertura. Il metodo conduce, tuttavia, a valori poco significativi qualora l'insider chiuda la posizione molto tempo dopo la pubblicazione dell'informazione o addirittura non chiuda la posizione assunta sul titolo. In tal caso, si perde la connessione tra la notizia e la posizione assunta dall'insider.

Per ovviare a queste difficoltà si può calcolare la plusvalenza potenziale, pari alla differenza tra il prezzo "post-notizia" e quello di apertura della posizione, moltiplicata per il numero di titoli compravenduti. Sussistono tuttavia alcuni problemi: se, ad esempio, l'insider apre la posizione molto tempo prima della pubblicazione dell'informazione, il suo profitto potrebbe essere influenzato dalle altre notizie in precedenza diffuse.

A tal fine la Consob utilizza una metodologia mutuata dalla tecnica dell'*Event Studies Analysis* che consente di isolare la variazione percentuale (cosiddetto extra-rendimento rispetto all'indice di riferimento) del prezzo del titolo dovuta alla singola e specifica informazione privilegiata. Secondo tale metodo il profitto è pari al prodotto dell'extra-rendimento per il controvalore delle azioni acquistate (o vendute) dall'*insider*. La metodologia è finalizzata esclusivamente alla determinazione del profitto conseguito dall'*insider* e non ha, invece, alcuna valenza ai fini dell'accertamento della sussistenza dell'ipotesi di reato.

Il metodo dell'Event Studies ha prodotto significativi miglioramenti nella stima del profitto conseguito dai presunti insiders. Tuttavia, lo strumento è inapplicabile in diverse circostanze: per i titoli di società ammesse di recente alle negoziazioni, in quanto il periodo su cui occorre effettuare le osservazioni è più lungo del periodo di quotazione (si richiede infatti una serie storica che può raggiungere le 600 rilevazioni, equivalenti a un orizzonte temporale di 2, 3 anni); per i titoli di società che nello stesso periodo hanno cambiato settore di attività, in quanto il modello richiede l'omogeneità delle rilevazioni; per i titoli poco liquidi e per i titoli che rivestono un peso importante nell'indice di riferimento, in quanto le analisi matematico-statistiche non sempre offrono risultati significativi.

RIQUADRO 8

La metodologia dell'Event Studies Analysis e il modello probabilistico per la determinazione del profitto dell'insider

Nella prassi applicativa della metodologia dell'*Event Studies Analysis* utilizzata dall'Istituto, sono considerati due periodi di tempo contigui e successivi: il primo, particolarmente esteso (da 200 a 600 giorni), si chiude circa 20 giorni prima della diffusione della notizia; il secondo invece copre un arco temporale che inizia 20 giorni prima della diffusione della notizia e termina 20 giorni dopo.

Individuati i periodi, si effettua un'analisi per stimare se, prima della diffusione della notizia, sia individuabile una relazione strutturale tra i rendimenti giornalieri del titolo e quelli di un appropriato indice di riferimento. Successivamente, si accerta se anche i rendimenti osservati nel periodo che ricomprende la diffusione della notizia rispettano tale relazione strutturale; in caso contrario si ha un'indicazione della loro potenziale anormalità (cosiddetto *Abnormal Return*). Infine, si verifica se l'anormalità rilevata sia effettivamente tale tramite un test statistico-grafico. In particolare, se la relazione strutturale individuata fosse valida anche nel periodo successivo alla diffusione della notizia, il grafico rappresentativo della sommatoria cumulata degli *Abnormal Return* del titolo non dovrebbe presentare discontinuità tra l'andamento precedente e successivo alla diffusione della notizia. Viceversa, l'esistenza di un "salto" nel grafico dei rendimenti indica la presenza di un *Abnormal Return*. La dimensione della discontinuità esprime altresì il valore economico dell'informazione, cioè l'aumento del valore della società dovuto alla sua diffusione.

Il modello probabilistico stima il possibile andamento del titolo azionario sulla base della serie storica dei suoi prezzi. L'ipotesi sottostante al modello è che l'*insider*, conoscendo il valore dell'informazione privilegiata, operi esclusivamente se i prezzi correnti risultano diversi da quelli che egli reputa si determineranno a seguito della diffusione della notizia. Così facendo l'*insider* segnala con il suo comportamento quale dovrebbe essere l'andamento del titolo al netto della notizia. Il calcolo della plusvalenza potenziale è determinato dalla differenza tra l'andamento del titolo previsto dal modello e l'andamento effettivo.

Rispetto all'*Event Studies Analysis*, l'approccio probabilistico offre il vantaggio di non richiedere la definizione di lunghi orizzonti temporali; esso, inoltre, osservando direttamente l'evoluzione dei prezzi e non dei rendimenti, risulta maggiormente intuitivo. Infine, il calcolo del profitto considera le caratteristiche della strategia operativa del singolo potenziale *insider* e, conseguentemente, fornisce risultati più accurati.

È stato infine sviluppato un modello basato su metodologie probabilistiche che, oltre a superare i problemi applicativi sopra indicati, risulta maggiormente coerente con le più moderne teorie della finanza e statisticamente più robusto. Nel riquadro 8 sono sinteticamente illustrate le metodologie dell'*Event Studies* e del modello probabilistico.

Per un appropriato utilizzo delle diverse metodologie di stima del profitto dell'*insider* rimane comunque fondamentale l'analisi preliminare di tutte le circostanze quali, ad esempio, la presenza di indiscrezioni e la liquidità del titolo, che caratterizzano lo specifico caso.

VI. GLI INTERMEDIARI MOBILIARI

Andamenti e struttura del settore

Nel corso dell'ultimo triennio si è riscontrata un'intensa crescita delle attività di intermediazione in titoli di Sim e banche.

In particolare, le commissioni attive totali risultavano al 30 giugno 1999 più che raddoppiate rispetto all'analogo periodo del 1997 (registrando un tasso di crescita pari al 140 per cento circa); l'incremento per le Sim e le banche è stato tuttavia differente tra le 2 categorie di operatori, attestandosi rispettivamente al 59 per cento circa per le Sim e al 196 per cento per le banche. Tale divario si è accentuato nel periodo che va dal primo semestre 1998 al primo semestre 1999. Le commissioni attive delle Sim sono infatti diminuite del 3,5 per cento, anche se il contributo reddituale ai ricavi totali è risultato pari al 70 per cento, a fronte del 65 per cento circa della prima metà del 1998. Le commissioni attive delle banche hanno invece registrato un aumento pari al 12,5 per cento, rimanendo sostanzialmente stabili rispetto al totale dei proventi da servizi.

Con riferimento alla composizione delle commissioni attive, è altresì mutato l'apporto dei singoli servizi di investimento ai ricavi totali, verosimilmente a seguito dell'andamento del mercato azionario nazionale nella prima parte dell'anno: in particolare, è diminuito il peso delle commissioni di negoziazione in conto terzi sia per le Sim che per le banche; per queste ultime si osserva la medesima tendenza anche con riguardo alla quota dei proventi da raccolta ordini.

Le commissioni di negoziazione in conto terzi e di raccolta ordini delle banche hanno registrato nella prima parte del 1999 una diminuzione pari, rispettivamente, al 36 e al 25 per cento circa rispetto al corrispondente periodo del 1998 (Tav. VI.1). Per le Sim, tale tendenza si rileva con riferimento ai proventi di negoziazione, che appaiono in calo del 25 per cento circa, mentre sono aumentati del 42,2 per cento i ricavi originati dalla raccolta ordini.

L'attività di negoziazione per conto terzi si è concentrata principalmente sui titoli azionari; tale concentrazione si osserva sia per le banche che per le Sim, sebbene le prime operino in misura maggiore in titoli di Stato. Per quanto riguarda invece l'attività di negoziazione in conto proprio, il mercato continua a essere concentrato sui titoli di Stato, anche se in misura inferiore rispetto al 1998.

Nei servizi di collocamento si conferma la maggiore presenza delle banche; la crescita delle commissioni originate dal comparto nel primo semestre del 1999 rispetto al medesimo periodo dell'anno precedente risulta peraltro maggiore in termini percentuali per le Sim (115 per cento), verosimilmente a seguito dell'aumento delle operazioni di ammissione a quotazione.

Nella prima metà dell'anno il patrimonio complessivamente gestito da Sim e banche, pari a circa 588.149 miliardi di lire, si è incrementato del 21,4 per cento. Tale dato è a fondamento dello

sviluppo dei proventi di gestione, che sono cresciuti dell'11,5 per cento per le Sim e del 52,6 per cento per le banche.

TAV. VI.1

COMMISSIONI DA INTERMEDIAZIONE MOBILIARE

COMMISSIONI ATTIVE	SIM				BANCHE			
	1997	1998	1998 ²	1999 ²	1997	1998	1998 ²	1999 ²
NEGOZIAZIONE TITOLI	788	1.266	837	625	703	1.771	1.108	708
COLLOCAMENTO	167	289	96	206	2.690	5.194	2.454	3.397
GESTIONE DI PATRIMONI	489	874	401	447	1.082	1.648	685	1.044
RACCOLTA ORDINI	78	130	64	91	988	1.872	1.179	882
OFFERTA FUORI SEDE	1.556	2.156	1.125	1.065	528	896	326	439
<i>TOTALE LIRE¹</i>	<i>3.078</i>	<i>4.715</i>	<i>2.523</i>	<i>2.434</i>	<i>5.991</i>	<i>11.381</i>	<i>5.752</i>	<i>6.470</i>
<i>EURO³</i>		<i>2.435,1</i>	<i>1.303,0</i>	<i>1.257,1</i>		<i>5.877,8</i>	<i>2.970,7</i>	<i>3.341,5</i>

Fonte: Banca d'Italia. Si veda la sezione Note metodologiche. ¹ Valori in miliardi. ² Dati del primo semestre. I dati relativi al primo semestre del 1999 sono provvisori. ³ Valori in milioni.

Il patrimonio medio gestito al 30 giugno 1999 ammontava a circa 318 milioni di lire, in lieve flessione rispetto all'anno precedente. Con riferimento alle scelte di investimento di banche e Sim, la composizione dei rispettivi portafogli si presenta in linea con la tendenza registrata in passato. In particolare, si conferma la maggiore propensione delle banche a investire in titoli di Stato e in quote di Oicr, e delle Sim in azioni (Tav. aVI.1).

L'attività di offerta fuori sede ha prodotto ricavi nel primo semestre del 1999 per 101.380 miliardi di lire, di cui il 58 per cento di pertinenza di Sim. Le relative commissioni mostrano peraltro una diminuzione pari al 5,3 per cento per le Sim e un incremento pari al 34,8 per cento per le banche rispetto allo stesso periodo del 1998. Tra i prodotti distribuiti, risulta confermata la prevalenza delle quote di Oicr, che raggiungono percentuali superiori al 90 per cento sia per le Sim che per le banche (Tav. aVI.2).

Nel corso dell'anno è ulteriormente proseguita la tendenza alla diminuzione del numero di Sim iscritte all'albo (Tav. aVI.3). Le 20 cancellazioni dall'albo, motivate da operazioni di fusione e scissione o da trasformazione in Sgr, attestano la continuazione del processo di concentrazione e riorganizzazione del settore (Tav. VI.2). Tra le cause di cancellazione è diminuita l'incidenza percentuale della liquidazione volontaria, che fa generalmente seguito a situazioni di crisi dell'intermediario.

TAV. VI.2

SIM: CANCELLAZIONI DALL'ALBO

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

¹ Sono inclusi i decreti del Ministero del tesoro, i provvedimenti Consob e i fallimenti.

² È inclusa una Sim che ha ceduto il ramo d'azienda a una società del gruppo. ³ Al momento dell'entrata in vigore del d.lgs. 415/1996 (art. 60).

Contrariamente a quanto osservato con riferimento alle Sim, le banche operanti nel settore dell'intermediazione mobiliare sono aumentate, passando nel corso del 1999 da 806 a 813 (Tav. aVI.4). In particolare, le attività che hanno registrato un incremento significativo del numero di soggetti autorizzati sono il collocamento e la gestione su base individuale di portafogli di investimento; tale fenomeno conferma la crescita della propensione delle banche a operare nel comparto dell'intermediazione in titoli, già rilevata negli anni precedenti.

Per ciò che attiene al settore degli organismi di investimento collettivo del risparmio (Oicr), alla fine del 1999 erano operativi 816 fondi comuni di investimento aperti di diritto nazionale, con un aumento del 16 per cento circa rispetto all'anno precedente (Tav. aVI.5). Il numero delle società di gestione ha invece subito una diminuzione, passando da 59 a 54, a seguito di processi di fusione e della fuoriuscita di alcune società dal mercato. Il numero medio di fondi per società di gestione risulta pari a 15,1, in crescita rispetto alla fine del 1998 (11,9); è inoltre notevolmente aumentato il patrimonio medio gestito (da 12.199 a 17.039 miliardi di lire).

Si è registrato altresì un forte incremento del numero di Oicr di diritto estero armonizzati che commercializzano le proprie quote o azioni in Italia, passati da 102 a 123; tale incremento ha riguardato anche il numero di fondi e di comparti, cresciuto da 833 alla fine del 1998 a 1.134 (Tav. aVI.6).

Nell'anno trascorso è inoltre proseguita la crescita della raccolta netta e del patrimonio gestito degli Oicr italiani, anche se con un rallentamento rispetto al 1998. La crescita è stata accompagnata da una maggiore articolazione dei prodotti del risparmio gestito: è aumentato il grado di specializzazione dei fondi mobiliari; risulta in fase di avvio un numero consistente di fondi pensione; è cresciuto il numero di fondi di investimento immobiliari.

La raccolta netta totale dei fondi comuni di investimento mobiliari aperti di diritto italiano è stata nel 1999 pari a circa 118.000 miliardi di lire; tale risultato, rilevante in valore assoluto, è tuttavia inferiore a quello del 1998 (313.000 miliardi circa), soprattutto a causa dell'andamento negativo della raccolta negli ultimi quattro mesi dell'anno. Il patrimonio gestito ha superato, alla fine del 1999, i 920.000 miliardi (Tav. aVI.5), con un tasso di crescita del 28 per cento circa. Per la prima volta dopo vari anni, la raccolta netta dei fondi azionari e bilanciati è risultata nettamente superiore rispetto a quella dei fondi obbligazionari, i quali sono stati caratterizzati, in connessione con il rialzo dei tassi di interesse, da un massiccio flusso di disinvestimenti.

La composizione del portafoglio dei fondi comuni ha subito notevoli variazioni: anche se i titoli di Stato costituiscono sempre la forma di investimento prevalente, la loro quota sul portafoglio complessivo dei fondi si è ridotta rispetto allo scorso anno dal 52 al 34 per cento. A tale diminuzione è corrisposto un notevole incremento della componente azionaria (dal 22 al 36 per cento), dovuto alla crescita degli investimenti in azioni estere (dal 12 al 26 per cento), mentre la quota degli investimenti in azioni italiane è rimasta invariata (10 per cento). Risulta altresì accresciuta la quota di obbligazioni estere detenuta in portafoglio (dal 17 al 22 per cento).

Con riguardo agli assetti proprietari delle società di gestione di fondi comuni, viene confermata la preponderante presenza dei gruppi bancari che controllano la quasi totalità del mercato (Tav. VI.3). Le società di emanazione bancaria gestiscono il 94 per cento del patrimonio complessivo, mentre i soggetti che non appartengono a gruppi bancari o assicurativi rappresentano solo poco più dell'1 per cento del patrimonio gestito totale. I dati relativi alla composizione del patrimonio per canale di vendita rilevano egualmente una netta prevalenza del sistema bancario: il patrimonio dei fondi che utilizzano reti bancarie è infatti pari a circa il 60 per cento del mercato. Si è interrotta la tendenza alla riduzione della quota delle reti distributive basate su promotori (10 per cento circa alla fine del 1999) che proseguiva dal 1992.

L'attività istruttoria svolta dalla Consob in ordine all'offerta al pubblico di quote e azioni di Oicr ha dato luogo alla pubblicazione di 196 prospetti informativi, un numero leggermente superiore a quello dello scorso anno. Il dato complessivo è la risultante di due opposte tendenze: i prospetti pubblicati riguardanti Oicr di diritto nazionale hanno subito una forte diminuzione, passando dai 131 del 1998 a 76, mentre quelli concernenti Oicr esteri armonizzati sono più che raddoppiati (da 52 a 129). La contrazione dei prospetti relativi agli Oicr di diritto italiano è in gran parte dovuta alla sempre maggiore diffusione di prospetti unici relativi all'intera gamma dei fondi gestiti da una medesima società.

TAV. VI.3

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

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

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

Per ciò che attiene ai fondi mobiliari chiusi, nel corso del 1999 non sono stati depositati nuovi prospetti informativi; è probabile che ciò sia da mettere in relazione alla decisione degli operatori di attendere, per l'istituzione di nuovi fondi, l'emanazione da parte del Ministero del tesoro delle disposizioni di attuazione del Tuf. Dette disposizioni, adottate con decreto 24 maggio 1999, n. 228, hanno apportato rilevanti innovazioni; in particolare, con riguardo all'investimento dei fondi chiusi in società quotate e no, sono stati aboliti i limiti massimi di partecipazione, rispettivamente del 5 e del 30 per cento.

I fondi chiusi operativi a fine 1999 hanno effettuato investimenti per oltre 900 miliardi di lire, rispetto a un patrimonio nominale di 1.100 miliardi (Tav. aVI.7); l'ammontare investito in azioni non quotate è risultato pari a 445 miliardi di lire (48 per cento circa del portafoglio). Per 3 di tali organismi è stata deliberata nel corso dell'anno dalla Borsa Italiana spa la quotazione delle relative quote, con conseguente deposito presso la Consob del prospetto di quotazione.

Nel 1999 sono divenuti operativi 3 nuovi fondi comuni di investimento immobiliare, che si aggiungono all'unico già esistente dal 1998 e ammesso a quotazione nel corso del 1999.

Infine, la presenza dei fondi pensione aperti è significativamente cresciuta: sono stati infatti approvati 47 prospetti informativi (Tav. aVI.8). La maggior parte dei nuovi fondi pensione è stata istituita da compagnie di assicurazione (26 fondi) e da società di gestione del risparmio (17 fondi). L'attivo netto complessivo è inoltre passato da 31 a 199 miliardi di lire; il comparto dimensionalmente più importante è quello bilanciato, seguito dall'azionario.

L'attività di vigilanza

Nel corso del 1999 è stata deliberata l'esecuzione di 7 verifiche ispettive nei confronti di Sim, 3 nei confronti di agenti di cambio, 11 nei confronti di promotori finanziari; gli accertamenti concretamente avviati sono risultati 22 e quelli conclusi 23 (Tav. VI.4).

TAV. VI.4

ATTIVITÀ ISPETTIVA

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

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

La maggior parte delle verifiche deliberate (16 casi) presenta un ambito di indagine piuttosto ampio, volto ad accertare il grado di affidabilità complessiva dell'intermediario. Nei rimanenti casi, le ispezioni sono state finalizzate alla verifica di alcuni aspetti specifici, quali l'adeguatezza dell'assetto organizzativo-procedurale del soggetto ispezionato e il corretto svolgimento dell'attività di intermediazione su strumenti finanziari derivati.

In considerazione della crescente rilevanza del momento distributivo per la tutela degli investitori sono state disposte ispezioni nei confronti di alcuni intermediari finalizzate ad accertare il rispetto della disciplina dell'attività di offerta fuori sede e l'adeguatezza delle procedure operative di controllo sull'attività svolta dalla rete distributiva, nonché verifiche su singoli promotori.

Le ispezioni deliberate nei confronti di agenti di cambio hanno avuto origine dagli esiti dell'attività svolta, ai sensi dell'art. 65 del Regolamento in materia di intermediari, da società di revisione o da segnalazioni di clienti.

ESPOSTI DEGLI INVESTITORI

	BANCHE		SIM ¹ E AGENTI DI CAMBIO		TOTALE	
	1995-98	1999	1995-98	1999	1995-98	1999
NEGOZIAZIONE E RACCOLTA ORDINI						
INFORMATIVA PREVENTIVA SU STRUMENTI FINANZIARI	34	16	8	7	42	23
ONERI COMMISSIONALI	30	3	2	--	32	3
OPERAZIONI NON ADEGUATE SENZA PREVENTIVA CONFERMA DEL CLIENTE	52	23	20	10	72	33
ESECUZIONE ORDINI	187	66	58	11	245	77
ALTRO	56	1	88	8	144	9
GESTIONE DI PATRIMONI						
RISPETTO DEL CONTRATTO	45	76	75	51	120	127
RENDIMENTI INSODDISFACENTI	39	6	36	5	75	11
ALTRO	33	2	48	6	81	8
COLLOCAMENTO E OFFERTA FUORI SEDE						
ASSEGNAZIONE LOTTO PRENOTATO O ORDINATO	72	--	20	--	92	--
RAPPRESENTAZIONE CARATTERISTICHE PRODOTTI/SERVIZI	10	34	25	6	35	40
ESECUZIONE DISPOSIZIONI	5	1	22	--	27	1
ALTRO	16	8	16	8	32	16
TOTALE	579	236	418	112	997	348

¹ Sono incluse le società fiduciarie.

Come accaduto negli anni precedenti, l'attività di vigilanza si è giovata anche degli esposti inviati dagli investitori. Nel corso del 1999 sono stati ricevuti 348 reclami, riguardanti per il 68 per cento circa le banche e per la parte restante Sim, Sgr e agenti di cambio (Tav. VI.5). Tale dato conferma, sia in termini assoluti che di composizione percentuale, quanto osservato nel 1998.

Rispetto all'anno precedente, è tuttavia diminuito il peso degli esposti concernenti il servizio di negoziazione e raccolta ordini, che rappresentano il 41,7 per cento del totale contro il 49 per cento del 1998. Continua invece l'incremento del numero di reclami relativi al servizio di gestione di patrimoni, che costituiscono il 42 per cento del totale.

Con riferimento alla negoziazione e raccolta ordini, il ritardo, l'errata e la mancata esecuzione di ordini rappresentano, anche per il 1999, una quota consistente dei reclami della categoria (circa il 53 per cento). Muta viceversa la composizione qualitativa degli esposti relativi al servizio di gestione di patrimoni:

in particolare, si osserva una diminuzione dei reclami concernenti i rendimenti e le commissioni applicate dai gestori. Per quanto riguarda, infine, la composizione dei reclami concernenti il collocamento e l'offerta fuori sede, la diminuzione del numero degli esposti è stata accompagnata dall'assenza di lamentele relative alla mancata assegnazione di lotti prenotati ovvero ordinati in sede di collocamento e di offerte pubbliche di vendita, mentre sono cresciute quelle aventi ad oggetto il collocamento di obbligazioni bancarie, in particolare strutturate.

I provvedimenti sanzionatori e cautelari

La Commissione ha avviato e concluso 12 procedimenti sanzionatori ai sensi degli artt. 190 e 195 del Tuf; in particolare, sono state indirizzate al Ministero del tesoro proposte di applicazione di sanzioni amministrative pecuniarie per un importo pari a circa 2,3 miliardi di lire, nei confronti di esponenti aziendali e dipendenti di 7 Sim e 5 banche per un totale di 142 soggetti (Tav. VI.6).

TAV. VI.6

SANZIONI AMMINISTRATIVE PECUNIARIE PROPOSTE NEI CONFRONTI DI ESPONENTI AZIENDALI DI INTERMEDIARI (1999)

	SIM		BANCHE	
	NUMERO	IMPORTI ¹	NUMERO	IMPORTI ¹
AMMINISTRATORI	42	829	43	932
SINDACI	21	210	13	158
DIRETTORI GENERALI	--	--	2	58
RESPONSABILI DEL CONTROLLO INTERNO	5	43,5	3	50
ALTRI	3	13,5	10	54
<i>TOTALE</i>	<i>71</i>	<i>1.096</i>	<i>71</i>	<i>1.252</i>

¹ Valori in milioni di lire.

Nel corso dell'anno, l'Istituto ha provveduto a riformulare o a formulare ex novo proposte sanzionatorie per fatti commessi durante il vigore della legge 2 gennaio 1991, n. 1. In particolare, sono stati definiti procedimenti sanzionatori nei confronti di 36 intermediari (di cui 18 Sim o fiduciarie e 18 banche) secondo la procedura disciplinata nel Tuf e con applicazione, sul piano sostanziale, del principio del favor rei; l'importo complessivo delle sanzioni amministrative pecuniarie ammonta a circa 1,2 miliardi di lire.

La Commissione ha inoltre proposto al Ministero del tesoro sanzioni pecuniarie, per un totale complessivo di 233 milioni di lire, a carico di agenti di cambio; tutte le proposte sono state accolte.

Nell'anno trascorso sono stati altresì adottati 4 provvedimenti cautelari e di gestione delle crisi di intermediari. In particolare, la Commissione ha per la prima volta emanato un provvedimento ingiuntivo ai sensi dell'art. 51, comma 1, del Tuf nei confronti di una Sim (Tav. VI.7) e il Presidente ha adottato un provvedimento di sospensione di urgenza degli organi amministrativi di un'altra Sim, ai sensi dell'art. 53 del Tuf, con contestuale nomina di un commissario straordinario.

TAV. VI.7

**PROVVEDIMENTI SANZIONATORI E CAUTELARI
ADOTTATI O PROPOSTI**

PROVVEDIMENTO CONCLUSIVO	SIM			BANCHE			AGENTI DI CAMBIO		
	1997	1998	1999	1997	1998	1999	1997	1998	1999
RICHIAMO	—	—	—	—	—	—	4	1	1
SANZIONE PECUNIARIA	4	20	25	4	10	23	3	5	3
SOSPENSIONE	—	—	—	—	—	—	2	2	1
COMMISSARIAMENTO	—	—	—	—	—	—	—	1	1
CANCELLAZIONE SANZIONATORIA	—	—	—	—	—	—	--	1 ¹	--
ESCLUSIONE DALLE BORSE VALORI	--	--	--	--	--	--	4	1	1
PROVVEDIMENTI INGIUNTIVI	—	--	1	—	--	--	—	--	--
SOSPENSIONE ORGANI AMMINISTRATIVI	3	1	1	—	—	—	—	—	—
AMMINISTRAZIONE STRAORDINARIA	3	3	1	—	—	—	—	—	—
LIQUIDAZIONE COATTA AMMINISTRATIVA	3	1	--	—	—	—	—	—	—

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

Sulla base delle risultanze acquisite in sede ispettiva, la Commissione ha proposto al Ministero del tesoro l'adozione nei confronti di una Sim di un decreto di scioglimento degli organi di amministrazione e controllo e di messa in amministrazione straordinaria ai sensi dell'art. 56 del Tuf. Il provvedimento è stato assunto dal Ministero e la procedura di gestione della crisi è tuttora in corso sotto la direzione della Banca d'Italia.

A seguito di una verifica ispettiva condotta nei confronti di un agente di cambio, sono emersi profili di criticità che hanno determinato l'adozione di un provvedimento cautelare di sospensione dell'intermediario dall'esercizio delle attività svolte per un periodo di sessanta giorni e la nomina

di un commissario, che ne ha assunto la gestione, ai sensi dell'art. 201, comma 14, del Tuf. A tale provvedimento ha fatto seguito la dichiarazione di fallimento del medesimo agente di cambio da parte del competente tribunale.

Infine, sono stati segnalati al Ministero del tesoro i nominativi di 8 agenti di cambio che non risultavano aver svolto il servizio di negoziazione per un periodo superiore a 6 mesi. In base alle segnalazioni effettuate, il Ministero ha emanato 2 provvedimenti di decadenza dalla carica ex art. 201, comma 9, del Tuf.

Per quanto concerne le segnalazioni di ipotesi di reato riguardanti l'intermediazione mobiliare, nel corso del 1999 sono stati trasmessi all'Autorità Giudiziaria 11 rapporti. Di questi, 10 hanno riguardato ipotesi di abusivo esercizio di servizi di investimento penalmente sanzionato a norma dell'art. 166 del Tuf; nel rimanente caso sono stati individuati possibili profili di rilevanza penale in relazione al reato di confusione di patrimoni, previsto all'art. 168 del citato Tuf (Tav. VI.8).

Le denunce presentate sono scaturite da esposti di associazioni di consumatori e di privati (rispettivamente, 4 e 2 casi), da verifiche ispettive (4 casi) e dai risultati dell'attività di vigilanza ordinariamente svolta.

TAV. VI.8

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

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

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

Il fenomeno dell'abusivismo posto in essere mediante la rete Internet ha riguardato 2 casi segnalati alla magistratura; gli accertamenti svolti mostrano che il fenomeno rischia di assumere dimensioni e frequenza crescente.

I sistemi di indennizzo

Il Fondo nazionale di garanzia, istituito ai sensi della legge 2 gennaio 1991, n. 1, e riconosciuto *ex lege* dal d.lgs. 415/1996, continua a essere l'unico sistema di indennizzo operante in Italia.

Il Fondo ha parzialmente modificato alcuni articoli dello statuto a seguito dell'approvazione rilasciata dal Ministero del tesoro su conformi pareri della Banca d'Italia e della Consob. Le modifiche formulate rispondono principalmente all'esigenza del Fondo di dotarsi di criteri obiettivi per la definizione delle sanzioni applicate nei confronti di intermediari inadempienti agli obblighi di contribuzione, nonché alla necessità di coordinamento delle disposizioni statutarie con norme regolamentari emanate da altre Autorità.

In particolare, le sanzioni applicabili nei confronti degli intermediari aderenti al Fondo nel caso di tardivo versamento dei contributi sono state commisurate al 50 per cento dell'importo dovuto con un minimo di trecentomila lire e un massimo di cinquanta milioni; tali limiti assoluti valgono anche nel caso di tardiva comunicazione dei dati relativi alla propria base contributiva. Con riferimento a quest'ultimo adempimento, il termine entro il quale deve essere effettuata la comunicazione al Fondo è stato adeguato a quello previsto per l'invio delle segnalazioni di vigilanza alla Consob e alla Banca d'Italia.

TAV. VI.9

INTERVENTI DEL FONDO NAZIONALE DI GARANZIA
(SITUAZIONE AL 31 DICEMBRE 1999)

		SIM	AGENTI DI CAMBIO	TOTALE
INSOLVENZE ¹	1997	4	1	5
	1998	2	3	5
	1999	1	1	2
	<i>TOTALE INSOLVENZE</i>	7	5	12
<i>DI CUI CON AVVENUTO DEPOSITO DELLO STATO PASSIVO</i>		6	4	10
NUMERO CREDITORI AMMESSI		507	189	696
IMPORTO CREDITI AMMESSI ²		18.681	14.837	33.518
<i>INTERVENTI DEL FONDO³</i>		6.947	4.251	11.198 ³

Fonte: Elaborazioni Consob su dati del Fondo nazionale di garanzia. ¹ Il cui stato passivo sia stato depositato a far tempo dal 1° febbraio 1998. ² Valori in milioni di lire. ³ Interventi correlati ai crediti iscritti, di cui 265 milioni di lire accantonati a fronte di crediti oggetto di giudizi di opposizione in corso.

Nel 1999 sono stati dichiarati insolventi un agente di cambio e una Sim; le due insolvenze sono state assunte nella nuova gestione avviata dal Fondo, ai sensi dell'art. 59 del Tuf, con riferimento alle procedure concorsuali per le quali lo stato passivo esecutivo è stato depositato successivamente al 31 gennaio 1998 (Tav. VI.9).

Le procedure con stato passivo depositato anteriormente al 1° febbraio 1998 ricadono invece nella cosiddetta gestione speciale, alla cui copertura finanziaria concorre anche il Ministero del

tesoro (Tav. aVI.9). Gli interventi del Fondo secondo il vecchio regime si riferiscono a 25 insolvenze; di esse il Fondo tiene una contabilità separata e ne risponde al Ministero del tesoro, il quale approva, oltre alla situazione iniziale, i rendiconti semestrali, i piani triennali e i piani di ripartizione della quota di copertura finanziaria della gestione speciale a carico degli intermediari.

La vigilanza sui promotori finanziari

L'attività di vigilanza sui promotori si è avvalsa sia delle segnalazioni provenienti dagli intermediari e dai privati, sia delle risultanze di accertamenti ispettivi effettuati presso intermediari.

La Commissione ha adottato 127 provvedimenti di tipo sanzionatorio e 74 provvedimenti di sospensione cautelare nei confronti di altrettanti promotori finanziari (Tav. VI.10); i procedimenti conclusi con l'archiviazione sono risultati 157.

TAV. VI.10

PROVVEDIMENTI NEI CONFRONTI DEI PROMOTORI E SEGNALAZIONI ALL'AUTORITÀ GIUDIZIARIA

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

¹ Il dato include i provvedimenti adottati ai sensi dell'art. 45, comma 4, del d.lgs. 415/1996 e, a far tempo dal 1° luglio 1998, ai sensi dell'art. 55, comma 2, del Tuf.

Le violazioni accertate hanno principalmente riguardato: la mancata osservanza dei principi generali di diligenza e correttezza; la violazione della normativa disciplinante i mezzi di pagamento che i promotori possono ricevere dagli investitori a fronte delle operazioni dagli stessi disposte; la trasmissione all'intermediario di appartenenza di disposizioni di investimento o disinvestimento all'insaputa dei clienti; la commercializzazione di prodotti finanziari e assicurativi non adeguati alle esigenze della clientela; la non esauriente presentazione agli investitori delle caratteristiche dei prodotti offerti; l'ipotesi di abusivo

esercizio del servizio di gestione di portafogli individuali; l'accettazione di finanziamenti dalla clientela e la moltiplicazione delle operazioni di investimento concluse per conto degli investitori al solo fine di lucrare maggiori provvigioni.

Nell'anno trascorso si è confermata la tendenza già rilevata negli anni precedenti alla crescita del numero di soggetti iscritti all'albo (Tav. aVI.10): al 31 dicembre 1999, infatti, risultano iscritti 42.810 promotori a fronte dei 33.063 rilevati l'anno precedente.

Sono diminuite le cancellazioni dall'albo, pari a 1.278 a fronte delle 1.402 registrate nel 1998. In particolare, 613 cancellazioni sono state disposte su istanza di parte (a fronte delle 1.044 del 1998), mentre 665 provvedimenti risultano adottati su iniziativa dell'Istituto, la maggior parte dei quali per mancato pagamento del contributo di vigilanza (Tav. aVI.11).

Per quanto concerne le ipotesi di reato riguardanti promotori finanziari, nel corso del 1999 sono state trasmesse all'Autorità Giudiziaria 106 segnalazioni, la maggior parte delle quali hanno avuto ad oggetto ipotesi di acquisizione di disponibilità della clientela, di svolgimento abusivo del servizio di gestione individuale e di esercizio abusivo dell'attività di promotore finanziario. Sono state inoltre effettuate 6 segnalazioni all'Ufficio Italiano Cambi per ipotesi di violazione della normativa antiriciclaggio.

La regolamentazione sull'informativa delle gestioni collettive

L'introduzione all'interno del prospetto informativo dei fondi comuni di un parametro oggettivo di riferimento (*benchmark*), prevista dai Regolamenti Consob in materia di intermediari e di sollecitazione all'investimento, ha rappresentato una rilevante innovazione per il settore delle gestioni collettive. La funzione del *benchmark* è duplice: da un lato, fornire ulteriori e più precisi elementi rispetto alle altre informazioni contenute nel prospetto circa la politica di investimento adottata dal fondo; dall'altro, introdurre uno strumento di valutazione delle performance passate del fondo in termini di rischio-rendimento.

L'indicazione del benchmark all'interno del prospetto informativo è stata oggetto di dibattito tra gli operatori e gli studiosi del settore. È stato in particolare sollevato il dubbio che l'introduzione del benchmark possa indurre i gestori a replicare nel fondo la composizione del proprio parametro di riferimento; è stato anche paventato il rischio che l'adozione di politiche gestionali di tipo "passivo" non venga esplicitamente dichiarata agli investitori.

Le analisi condotte dall'Istituto con riferimento ai fondi azionari sembrano tuttavia smentire la tesi che numerosi fondi seguano passivamente il relativo indice di mercato.

In particolare, i gestori tendono a discostarsi in misura anche consistente dal benchmark per periodi di tempo brevi (1 anno). Nel medio periodo, invece, l'apparente attivismo risultante dai dati annuali tende a scomparire. Quest'ultimo comportamento sembra essere dovuto al fatto che periodi di extra-performance elevate (ridotte) rispetto al benchmark tendono a essere seguiti da periodi di extra-performance ridotte (elevate), generando l'apparenza, non corretta, di una "gestione passiva" nel medio periodo.

RIQUADRO 9

L'indicazione del benchmark nel prospetto informativo dei fondi comuni

Le problematiche relative all'indicazione del *benchmark* nel prospetto informativo dei fondi, e in particolare all'intervallo temporale per il quale deve essere riportato il confronto con l'andamento del fondo, riguardano essenzialmente 3 aspetti: l'evoluzione delle politiche di *asset allocation* dei fondi comuni nel corso dell'ultimo decennio; gli effetti dell'introduzione dell'euro sul mercato obbligazionario; la compatibilità dell'indicazione del *benchmark* con strategie di investimento flessibili.

Con riguardo al primo aspetto, nel corso degli ultimi dieci anni la composizione del portafoglio dei fondi comuni è progressivamente divenuta meno variabile e più specializzata, con una maggiore presenza di fondi appartenenti a categorie "pure" (quali gli azionari "specializzati"). Le variazioni intervenute successivamente al 1995 risultano, tuttavia, piuttosto contenute: la quota dello strumento finanziario che caratterizza la categoria di appartenenza (ad esempio, le azioni italiane per i fondi azionari italiani) è variata, dalla fine del 1995 alla fine del 1998, in misura inferiore al 12 per cento del patrimonio per la quasi totalità delle categorie. Nel corso dello stesso periodo la classificazione Assogestioni non ha subito modificazioni. Per gli anni successivi al 1995 l'individuazione di un *benchmark* non trova ostacoli in cambiamenti strutturali delle politiche di *asset allocation*.

Il mercato obbligazionario è stato interessato da importanti cambiamenti negli ultimi anni. Nel passato la dinamica dei tassi, caratterizzata da elevata volatilità, ha determinato da parte dei fondi la scelta di portafogli con *duration* inferiore a quella dei relativi indici di mercato; l'introduzione dell'euro, comportando l'eliminazione delle valute nazionali e una dinamica unitaria dei tassi di interesse all'interno dell'Unione Europea, ha senza dubbio rappresentato un elemento di discontinuità, per ciò che attiene sia alle scelte di portafoglio che alle relative *duration*. Pertanto, l'utilizzazione come *benchmark*, per il periodo antecedente al 1° gennaio 1999, di un indice riferito ai mercati dell'area euro non consentirebbe un adeguato confronto con i rendimenti del fondo, legati all'andamento di un mercato, quello italiano, piuttosto diverso rispetto al panorama europeo.

L'indicazione del *benchmark* non risulta, infine, incompatibile con l'adozione di politiche gestionali flessibili: non si tratta infatti di un parametro da replicare pedissequamente, salvo il caso in cui il fondo sia caratterizzato dalla presenza di strategie di gestione totalmente passive.

Ciò posto, la decisione della Commissione concernente la definizione dell'intervallo temporale per il quale operare il confronto tra le performance del fondo e del *benchmark* ha contemperato due opposte esigenze. Da un lato, si è tenuto conto che, qualora tale intervallo temporale fosse eccessivamente ampio, il confronto potrebbe fornire risultati non del tutto attendibili, soprattutto se nel corso del periodo si sono verificati, come è accaduto per l'Italia, mutamenti significativi nelle caratteristiche dei mercati e dei relativi indici o nel comportamento dei fondi. Dall'altro, si è ritenuto che, affinché il *benchmark* possa svolgere efficacemente le sue due funzioni di individuazione dello stile di investimento di un fondo e di valutazione della "qualità" della gestione, il confronto debba avvenire su un orizzonte temporale sufficientemente lungo, tale da consentire al gestore di realizzare compiutamente le proprie politiche di investimento.

La previsione dell'obbligo di mettere a confronto nel prospetto informativo i rendimenti passati del fondo con quelli del *benchmark* ha sollevato una serie di problematiche applicative, in particolare riferite alla fase di prima introduzione della nuova disciplina e alla lunghezza del periodo da prendere a riferimento per il confronto.

Tali questioni hanno formato oggetto di attenta analisi, anche a seguito delle sollecitazioni provenienti dagli operatori. All'esito degli approfondimenti svolti, la Commissione, con comunicazione dell'ottobre 1999, ha previsto che il confronto tra i rendimenti del fondo e del *benchmark* sia riportato nel prospetto, in luogo dei dieci anni originariamente previsti, solo a partire dal 1° gennaio 1996.

Per i fondi che presentano per la componente obbligazionaria un indice riferito ai mercati dell'area euro, è stata richiesta l'indicazione, per il periodo precedente all'introduzione della moneta unica, di un benchmark coerente con la politica di investimento adottata dal fondo in tale periodo.

Un'analisi delle problematiche legate all'introduzione del *benchmark* e delle motivazioni della decisione della Commissione è contenuta nel Riquadro 9.

L'attività regolamentare e interpretativa

Nel corso del 1999 è stata avviata e conclusa la procedura di consultazione per la revisione del Regolamento Consob in materia di intermediari. Le principali modifiche, definitivamente adottate con delibera del marzo 2000, riguardano la disciplina dell'offerta fuori sede e l'equiparazione dei *warrants*, sotto il profilo degli obblighi di trasparenza e correttezza degli intermediari, agli strumenti finanziari derivati.

Nel mese di novembre, la Commissione ha anche proceduto all'emanazione di una nuova disciplina delle segnalazioni di vigilanza; le disposizioni introducono obblighi di comunicazione periodica a carico delle società di gestione del risparmio e delle società di investimento a capitale variabile e razionalizzano gli adempimenti previsti per gli altri intermediari.

Per quanto riguarda l'attività interpretativa, la Commissione ha risposto, nel corso del 1999, a 49 quesiti riguardanti la normativa sull'intermediazione. Particolarmente significative appaiono quelle in materia di promozione e collocamento a distanza, riportate nel Riquadro 10.

In risposta a un quesito relativo al servizio di gestione collettiva del risparmio, la Commissione ha riconosciuto l'ammissibilità di accordi di retrocessione delle commissioni tra una società di gestione e un intermediario negoziatore, nel rispetto dei principi generali e delle disposizioni regolamentari in materia di conflitti di interessi, *best execution* e negoziazione di strumenti finanziari non quotati.

RIQUADRO 10

I quesiti in materia di promozione e collocamento a distanza

La Commissione ha in primo luogo chiarito che l'utilizzo di Internet, nelle fattispecie sia della gestione di un sito che della posta elettronica, rientra fra le tecniche di comunicazione a distanza rilevanti ai fini dell'applicazione dell'art. 32 del Tuf e degli artt. 71 e seguenti del Regolamento in materia di intermediari. In risposta a uno specifico quesito, si è precisato inoltre che non configura promozione o collocamento a distanza l'utilizzo di un sito Internet per la canalizzazione di ordini di compravendita di strumenti finanziari verso intermediari con i quali l'investitore abbia già in essere un contratto di prestazione di servizi di investimento; in tale caso, infatti, il sito non fornisce uno strumento, neppure indiretto, per l'accensione dei rapporti contrattuali.

In secondo luogo, la Commissione ha fornito criteri sulla base dei quali determinare quando l'utilizzo di Internet configuri lo svolgimento in Italia dell'attività di promozione o di collocamento a distanza da parte di operatori esteri. Sul punto si è precisato che si considera non svolta in Italia l'attività di promozione e collocamento condotta tramite un sito Internet che escluda la possibilità per gli investitori residenti sul territorio italiano di dar seguito o aderire alle proposte negoziali presenti nel sito stesso. L'invio a questi ultimi di messaggi di posta elettronica configura invece lo svolgimento di attività di promozione e collocamento a distanza in Italia.

È stato altresì chiarito che nel caso di mera gestione delle funzionalità di un sito non è obbligatorio avvalersi di promotori finanziari, mentre tale obbligo sussiste nel caso in cui si utilizzi la posta elettronica per inviare proposte a contenuto negoziale o promozionale o comunque per instaurare, su iniziativa dell'intermediario, un'interazione con l'investitore.

Sono state anche precisate le modalità che possono essere seguite per il collocamento di quote di fondi comuni di investimento tramite Internet, specificando che non sussistono impedimenti alla trasmissione per via telematica della documentazione contrattuale e chiarendo che rimane comunque ferma la necessità, allo stato della normativa vigente e salvi restando gli adempimenti derivanti dalla disciplina sull'antiriciclaggio, che il modulo cartaceo di sottoscrizione di quote sia compilato e firmato dall'investitore.

In materia di quote di uno o più Oicr offerti nell'ambito di uno stesso prospetto informativo tramite il servizio di banca telefonica, è stato chiarito che le sottoscrizioni successive alla prima e i passaggi da un Oicr all'altro costituiscono parti di un'operazione unitaria. Gli intermediari collocatori possono conseguentemente limitarsi a rendere note agli investitori le situazioni di conflitto di interessi e a ottenere la relativa autorizzazione in occasione della sola sottoscrizione iniziale.

Sempre in materia di gestione collettiva, la Commissione ha ribadito la necessità del rispetto da parte delle Sgr e delle Sicav della procedura di imputazione preventiva degli ordini separatamente a ciascun Oicr o comparto gestito prima della loro trasmissione all'intermediario negoziatore. In quanto adempimento posto a tutela degli interessi degli investitori, il suo mancato rispetto può essere giustificato esclusivamente da situazioni di mercato che richiedano il cambiamento immediato di scelte effettuate in precedenza, ovvero dall'esigenza di cogliere tempestivamente opportunità particolari.

In materia di promotori finanziari, sono state fornite risposte a quesiti riguardanti le disposizioni del Tuf e le norme regolamentari emanate dall'Istituto.

Per quanto concerne le prime, è stato chiarito che l'obbligo di avvalersi di promotori finanziari trova applicazione anche alle imprese comunitarie che offrono in Italia, fuori dalla propria sede, strumenti e servizi finanziari propri o di terzi.

Quanto alle seconde, la Commissione ha ribadito che l'attività di consulenza, che si caratterizza per l'assenza di vincoli predeterminati in ordine agli investimenti da suggerire e per la posizione di assoluta neutralità del consulente rispetto agli investimenti stessi, è attività del tutto distinta da quella di promotore finanziario e con essa incompatibile, salvo il caso in cui sia svolta per conto del soggetto abilitato per il quale opera il promotore o di altro soggetto abilitato appartenente al medesimo gruppo. Tale incompatibilità, peraltro, non sussiste nell'ipotesi in cui il promotore, pur iscritto all'albo, non svolga nel concreto l'attività.

Infine, in relazione a vari quesiti, pervenuti sia da privati che da Commissioni regionali impegnate nell'espletamento delle istruttorie finalizzate all'iscrizione all'albo dei promotori, sono state sottoposte al Ministero del tesoro alcune questioni interpretative relative al regolamento adottato con decreto ministeriale 11 novembre 1998, n. 472, affinché il Ministero stesso valuti l'opportunità di procedere a eventuali modifiche o integrazioni della normativa vigente.

In particolare, in materia di requisiti di onorabilità, l'art. 1, comma 1, lett. c), n. 3, del decreto in questione non prevede la condanna per un delitto contro la Pubblica Amministrazione come causa ostativa all'iscrizione all'albo dei promotori finanziari. In proposito, si è rilevato che tale circostanza pone problemi di congruenza rispetto al disposto di cui all'art. 55, comma 2, lett. b), del Tuf in base al quale la Consob può disporre in via cautelare, per un periodo massimo di un anno, la sospensione dall'esercizio dell'attività del promotore finanziario che sia imputato per un delitto contro la P.A.. Il mancato coordinamento fra le due disposizioni può determinare una sostanziale vanificazione della funzione propria del provvedimento cautelare adottato ai sensi del Tuf. Si potrebbe, infatti, verificare che, nei confronti di un soggetto imputato per un delitto contro la P.A., e di conseguenza assoggettato al predetto provvedimento di sospensione cautelare, si debba procedere alla revoca di tale misura qualora intervenga nel frattempo una sentenza definitiva di condanna.

VII. L'ATTIVITÀ IN SEDE GIURISDIZIONALE

Il contenzioso sui provvedimenti in materia di vigilanza

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

TAV. VII.1

RICORSI CONTRO ATTI PROPOSTI O ADOTTATI DALL'ISTITUTO¹ (ESITI AL 31 DICEMBRE 1999)

	GIUDICE AMMINISTRATIVO ²			GIUDICE ORDINARIO ³		
	1997	1998	1999	1997	1998	1999
ACCOLTI	--	2	1	--	4	10
RESPINTI	1	5	2	2	7 ⁴	5
IN CORSO	25	51	46	--	19	26
DI CUI:						
- ACCOLTA SOSPENSIVA	2	10	12	--	9	1
- RESPINTA SOSPENSIVA	12	19	18	--	--	--
<i>TOTALE RICORSI</i>	<i>26</i>	<i>58</i>	<i>49</i>	<i>2</i>	<i>30</i>	<i>41</i>

¹ I ricorsi sono riportati per anno di presentazione. ² Tar e Consiglio di Stato. ³ Pretori e Corti d'Appello. ⁴ Di cui 4 conclusi con riformata sanzione.

I giudizi promossi avanti al giudice ordinario si differenziano dai procedimenti instaurati avanti al Tar per i tempi significativamente più brevi entro i quali si è pervenuti a una pronuncia nel merito: in particolare, nel 1999 il 37 per cento circa dei ricorsi presentati nello stesso anno avanti al giudice ordinario ha trovato definizione contro solo il 6 per cento circa di quelli innanzi al giudice amministrativo (Tavv. aVII.1 e aVII.2). Tale tendenza trova conferma anche con riferimento al contenzioso instaurato nel 1998 e definito nel 1999: in particolare, al 31 dicembre 1999 risultano conclusi 8 dei 27 giudizi in corso alla fine del 1998 avanti al giudice ordinario, a fronte della conclusione di solo 4 dei 51 procedimenti in corso alla medesima data avanti al giudice amministrativo.

Tra le decisioni delle Corti d'Appello, degno di nota è un decreto che ha respinto l'opposizione presentata da una fondazione bancaria avverso il decreto ministeriale con cui le è stata irrogata una

sanzione amministrativa pecuniaria per violazione degli obblighi informativi previsti dalle disposizioni della legge 157/1991 in capo ai soggetti posti al vertice di un gruppo al quale appartengono emittenti valori mobiliari quotati. È stato ribadito come la qualità di soggetto capogruppo rilevante ai fini dell'osservanza di tali obblighi - stante il richiamo all'ampia nozione di controllo di cui alla legge 10 ottobre 1990, n. 287, contenuto nella richiamata legge 157/1991 - possa essere rivestita da chiunque e quindi anche dalle fondazioni bancarie; e ciò nonostante che l'ordinamento creditizio non consideri questi soggetti nell'ambito del gruppo bancario di cui all'art. 59 del Testo unico bancario.

In occasione dell'Opa promossa da Assicurazioni Generali spa sulle azioni Ina spa, quest'ultima ha presentato ricorso al giudice amministrativo per l'annullamento, previa sospensione, delle norme del Regolamento Consob in materia di emittenti (artt. 35, lett. c) e 37, comma 1) e della nota del 2 ottobre 1999 con le quali la Commissione ha stabilito l'applicabilità della cosiddetta *passivity rule* dettata dall'art. 104 del Tuf a partire dalla data della prima comunicazione al mercato della decisione di procedere a un'offerta pubblica di acquisto o scambio, pure in mancanza del documento d'offerta destinato alla pubblicazione.

Il Tar del Lazio ha accolto l'istanza di sospensiva presentata dalla società ricorrente, mentre il Consiglio di Stato ha parzialmente accolto il ricorso in appello presentato dalla Consob contro la prima decisione cautelare, confermando peraltro la sospensione della nota Consob, e la sospensione parziale della definizione di "periodo di offerta" contenuta nell'art. 35, comma 1, lett. c) del Regolamento emittenti.

Le due decisioni presentano caratteristiche diverse. In particolare, la decisione del Consiglio di Stato, riformando quella del Tar, ha ritenuto che la potestà regolamentare riconosciuta dalla legge alla Commissione consenta di integrare gli obblighi informativi relativi all'offerta previsti dalla legge e di stabilire discrezionalmente la decorrenza di obblighi di trasparenza e correttezza connessi all'offerta, ulteriori rispetto a quello direttamente imposto all'emittente dall'art. 104 del Tuf.

*I punti in comune delle due decisioni cautelari emergono dalla formulazione finale contenuta nella sentenza del Consiglio di Stato: la considerazione quale atto amministrativo impugnabile, «avuto anche riguardo alla sostanziale natura e agli effetti», di una nota con la quale la Consob ha espresso un orientamento interpretativo attinente materia sulla quale ha compiti di natura sanzionatoria, riconosciuti dall'art. 192 del Tuf; la fondatezza della tesi secondo cui apparirebbe contrario al tenore letterale degli artt. 102-104 dello stesso Tuf far decorrere l'obbligo previsto dall'art. 104 (astensione da atti di contrasto con l'offerta non autorizzati dall'assemblea con la maggioranza qualificata del 30 per cento) da un momento antecedente a quello in cui il documento d'offerta è, quanto meno, consegnato alla Consob; la fondatezza di una presunta illegittimità della definizione di "periodo di offerta" contenuta nel Regolamento, nei soli limiti in cui essa incide sulla decorrenza della *passivity rule*.*

Nel 1999 sono stati per la prima volta impugnati provvedimenti sanzionatori, emanati dal Ministero del tesoro su proposta della Commissione, riguardanti violazioni della disciplina degli emittenti contenuta nel Tuf e nelle relative disposizioni attuative Consob e punite con sanzioni amministrative pecuniarie applicabili agli esponenti aziendali. In particolare, hanno formato oggetto di opposizione avanti alla Corte d'Appello due provvedimenti sanzionatori riguardanti violazioni di obblighi informativi da parte di società quotate e un analogo provvedimento riguardante il

mancato rispetto dell'obbligo di promuovere un'Opa prevista dall'art. 106 del Tuf da parte del nuovo soggetto controllante una società quotata.

Degna di nota è la decisione del Tar del Lazio che ha respinto il ricorso presentato dal componente del consiglio di amministrazione di una società quotata contro la norma del Regolamento Consob concernente la disciplina degli emittenti che richiede alle società quotate di indicare nella nota integrativa al bilancio, nominativamente e secondo criteri prestabiliti, i compensi riconosciuti a qualsiasi titolo e in qualsiasi forma ad amministratori, sindaci e direttori generali.

Il Tar ha precisato, in primo luogo, che la legge delega in base alla quale è stato emanato il Tuf consentiva una modifica del quadro normativo preesistente per finalità di tutela del pubblico risparmio; inoltre, l'art. 114 del citato Tuf consente esplicitamente alla Consob di richiedere agli emittenti che siano resi pubblici notizie e documenti necessari per l'informazione degli investitori. In tale ambito la Commissione ha legittimamente previsto la pubblicazione in bilancio dei compensi singolarmente corrisposti agli esponenti aziendali di società quotate. La contestuale abrogazione, a opera dell'art. 214 del Tuf, dell'obbligo previsto dall'art. 17 della legge 216/1974 di comunicazione dei compensi alla sola Consob è poi da considerare conferma esplicita della volontà del legislatore di innovare la disciplina, creando un diverso sistema di pubblicità in cui gli emolumenti, oltre che comunicati alla Consob, devono essere resi disponibili al pubblico. Infine, non possono ritenersi violati i principi della legge 675/1996 (cosiddetta legge sulla privacy), in quanto l'art. 20, comma 1, lett. c) della stessa prevede che la comunicazione e la diffusione dei dati personali sono ammessi se costituiscono un adempimento previsto da leggi, regolamenti o normative comunitarie.

Infine, anche nel 1999 sono state pronunciate decisioni di rigetto di impugnazioni presentate avverso provvedimenti di diniego dell'accesso a documenti amministrativi in possesso dell'Istituto in ragione della sua attività di vigilanza. Va peraltro segnalato che il Consiglio di Stato, nell'ambito di un procedimento di appello avverso una sentenza confermativa della legittimità di un provvedimento di diniego, ha sollevato questione di legittimità costituzionale dell'art. 4, comma 10, del Tuf.

In particolare è stata posta in dubbio la legittimità della predetta disposizione nella parte in cui essa, in base a un'interpretazione giurisprudenziale già seguita per identica norma vigente per la Banca d'Italia, preclude indiscriminatamente l'accesso a qualsiasi notizia, informazione e dato venuto in possesso della Consob in connessione con la sua attività di vigilanza, pur quando questi dati, notizie e informazioni siano posti a fondamento dell'avvio di un procedimento disciplinare nei confronti di un soggetto vigilato.

La verifica in sede giurisdizionale dei comportamenti dell'Istituto

Nel corso del 1999 sono state intraprese 15 azioni per il risarcimento dei danni contro l'Istituto; i relativi procedimenti sono tuttora in corso (Tav. aVII.3). Le motivazioni poste a fondamento delle pretese risarcitorie, formulate per lo più da clienti di intermediari, hanno riguardato in 13 casi una presunta responsabilità della Commissione per asserita omessa o negligente attività di vigilanza nei confronti di operatori finanziari. Nei restanti 2 casi le azioni

risarcitorie sono state avanzate per presunta inosservanza della disciplina in materia di sollecitazione all'investimento.

In tale contesto, merita particolare menzione la circostanza che 3 dei suddetti giudizi risarcitori per asserito omesso controllo sugli intermediari sono stati promossi, per la prima volta, innanzi al giudice amministrativo; e ciò in applicazione degli artt. 33 e 35 d.lgs. 21 marzo 1998, n. 80. La scelta del giudice adito è stata effettuata dai ricorrenti sulla base della considerazione che la recente normativa contenuta nel d.lgs. 80/1998, ridefinendo l'area della giurisdizione del giudice amministrativo, avrebbe devoluto alla giurisdizione esclusiva di quest'ultimo tutte le controversie in materia di pubblici servizi, cui sarebbero da ricondurre anche quelle concernenti la responsabilità civile della Consob per presunta omessa vigilanza.

La Commissione non ha in proposito ritenuto condivisibile l'inquadramento della propria attività di vigilanza nella previsione dell'art. 33 del d.lgs. 80/1998 e ha pertanto presentato ricorso in Cassazione per regolamento preventivo di giurisdizione, al fine di ottenere una pronuncia che affermi la giurisdizione del giudice ordinario.

Deve, infatti, rilevarsi che un consolidato orientamento di dottrina e giurisprudenza attribuisce carattere privatistico e imprenditoriale alle attività concernenti l'intermediazione finanziaria e la gestione dei mercati, escludendo pertanto la qualificazione delle stesse come pubblico servizio. Inoltre, con specifico riguardo all'attività di organizzazione e gestione dei mercati, lo stesso legislatore, prima con il d.lgs. 415/1996 e poi con il Tuf, ne ha espressamente affermato la natura imprenditoriale.

Relativamente agli esiti dei procedimenti civili in corso, è stato proposto appello avverso 3 sentenze che hanno respinto 3 domande di risarcimento proposte nel 1995 da clienti di intermediari. Si segnala inoltre la sentenza del Tribunale di Milano, relativa a una domanda risarcitoria proposta nel 1994 da un cliente di una Sim che lamentava, tra l'altro, l'omesso controllo della Commissione, da cui sarebbe conseguito il danno sofferto dall'attore per la vendita coattiva di propri titoli, illecitamente costituiti in pegno dalla stessa Sim a favore di 2 banche svizzere.

Con la menzionata sentenza, il Tribunale ha respinto la domanda di risarcimento formulata nei confronti della Commissione per insussistenza del nesso di causalità tra il danno lamentato dall'attore e il comportamento dell'Istituto, «non ravvisandosi in che modo questa potesse impedire la vendita dei titoli realizzata dalle banche svizzere, vendita all'origine della perdita sofferta...» dall'attore.

Di rilievo è inoltre l'ordinanza del Tribunale di Ferrara emessa nel marzo 1999, con la quale si è disposta l'esclusione della Commissione, precedentemente citata in qualità di responsabile civile, da un procedimento penale relativo al dissesto di un gruppo societario, in base al combinato disposto degli artt. 185 c.p. e 28 Cost..

Il Tribunale ha, in particolare, affermato che la citazione del responsabile civile, proposta ai sensi dell'art. 28 Cost., «certamente fuoriesce dai canoni previsti dall'art. 185 c.p. per l'esercizio dell'azione civile nel processo penale e nei confronti del responsabile civile»; ciò in quanto sarebbe stata necessaria «una autonoma imputazione penale a carico dei (...) funzionari (...) che avrebbe perciò legittimamente posto

il problema della estensione alla Consob (...) della responsabilità civile per una condotta, anche omissiva, dei propri dipendenti».

Il Tribunale ha inoltre affermato che, affinché «l'azione civile nei confronti del responsabile civile possa trovare ingresso nel processo penale occorre (...) che per i fatti attribuiti agli imputati (...) le leggi civili prevedano un responsabile che, in via esclusiva o solidale con gli imputati medesimi, debba ritenersi obbligato al risarcimento dei danni patrimoniali e non patrimoniali che quei reati hanno cagionato». Con riferimento al caso di specie, invece, «non vi è nell'ordinamento vigente alcuna norma che preveda una responsabilità civile verso i terzi risparmiatori a carico di Consob (...) per i fatti contestati agli imputati».

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

L'art. 187 del Tuf attribuisce all'Istituto, nei procedimenti per i reati di abuso di informazioni privilegiate e aggio, i poteri e le facoltà attribuiti agli enti rappresentativi degli interessi lesi dal reato.

Nel 1999 la Commissione è intervenuta in tale specifica veste in un procedimento penale, tuttora in corso, concernente ipotesi sia di abuso di informazioni privilegiate che di aggio (Tav. VII.2). Nell'ambito di tale procedimento il Giudice per l'udienza preliminare ha emesso decreto di rinvio a giudizio nei confronti degli imputati, accogliendo le ipotesi di reato prospettate dalla Commissione.

TAV. VII.2

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

ANNI	INTERVENTI	REATO ¹	ESITO AL 31 DICEMBRE 1999
1996	1	<i>INSIDER TRADING</i>	PATTEGGIAMENTO
1997	1	»	IN CORSO
	1	»	EMESSA SENTENZA DI ASSOLUZIONE
	1	»	PATTEGGIAMENTO
	1	<i>INSIDER TRADING E AGGIOTAGGIO</i> ²	IN CORSO; EMESSA SENTENZA PATTEGGIAMENTO PER UN SOLO SOGGETTO
1998	1	»	IN CORSO
1999	1	»	IN CORSO

¹ *Insider trading*: art. 2, legge 157/1991, ora art. 180, Tuf; aggio: art. 5, legge 157/1991, ora art. 181, Tuf. ² Il procedimento è stato avviato anche per il reato di ostacolo alle funzioni di vigilanza della Consob in materia di *insider trading* (art. 8, comma 2, legge 157/1991).

Soltanto uno degli imputati è stato prosciolto dall'accusa, in quanto è risultato aver operato sui titoli interessati dall'informazione privilegiata sulla base di un mero consiglio fornito da un insider primario; tale comportamento, infatti, come precisato dal giudice, non è previsto come reato dall'art. 180, comma 2, del Tuf, norma che, con la sua entrata in vigore, ha risolto «ogni incertezza circa la rilevanza penale delle condotte del tuyauté» sollevata dalla normativa previgente.

Nello scorso anno, inoltre, al termine di 2 procedimenti penali in materia di *insider trading*, sono state pronunciate 2 sentenze, una di non luogo a procedere e una di assoluzione.

La prima sentenza, emessa nel mese di ottobre dal Tribunale di Siracusa, concerne un procedimento avviato, su segnalazione della Commissione, nei confronti di 5 amministratori di una Banca di Credito Popolare. Tali amministratori, essendo a conoscenza che una rilevante parte del capitale sociale della banca era detenuto da soggetti ai quali il comitato esecutivo aveva negato il gradimento, avevano venduto i propri diritti di opzione relativi all'aumento di capitale già deliberato prima dell'inevitabile crollo della quotazione dei medesimi, conseguentemente all'immissione sul mercato di quelli non esercitabili.

La vicenda giudiziaria si segnala per l'interesse dell'iter processuale seguito. In estrema sintesi, nell'aprile 1997, il Giudice per l'udienza preliminare presso il Tribunale di Siracusa aveva emesso sentenza di non luogo a procedere nei confronti degli imputati. Avverso tale sentenza la Consob ha proposto ricorso in Cassazione ai sensi dell'art. 428, comma 3, c.p.p., sostenendo la nullità della decisione per mancata notifica dell'avviso di fissazione dell'udienza preliminare, adempimento prescritto dall'art. 419, comma 1, c.p.p., che avrebbe consentito all'Istituto di esercitare i diritti e le facoltà di parte offesa ed ente rappresentativo degli interessi lesi dal reato, conformemente a quanto disposto dall'art. 8, comma 6, della legge 157/1991.

Con sentenza dell'agosto 1998 la III Sezione penale della Corte di Cassazione ha accolto il ricorso proposto dalla Consob e ha annullato senza rinvio la sentenza pronunciata dal Giudice per l'udienza preliminare di Siracusa, rimettendo gli atti alla Procura della Repubblica presso il Tribunale di Siracusa per l'ulteriore corso di giustizia. Successivamente, a seguito di nuova richiesta di rinvio a giudizio formulata dal P.M., il Giudice per l'udienza preliminare dello stesso Tribunale al termine dell'udienza preliminare ha emesso, ai sensi dell'art. 425 c.p.p., sentenza di non luogo a procedere a carico di 4 dei suddetti imputati perché i reati loro ascritti si sono frattanto estinti per prescrizione nonché, per il quinto imputato, per morte del reo.

La sentenza di assoluzione evidenzia come l'evoluzione normativa nella materia in esame abbia inciso sui procedimenti in corso. La pronuncia, emessa nel mese di ottobre dal Tribunale di Milano, attiene a un procedimento penale avviato nei confronti di un soggetto che aveva posto in essere nel vigore della legge 157/1991 operazioni di compravendita di titoli di due società di cui era amministratore possedendo, proprio in virtù di tale qualifica, informazioni privilegiate relative a un progetto di fusione fra le medesime società.

Nel corso dell'udienza in cui è stata pronunciata la sentenza, il P.M. unitamente al difensore dell'imputato ha richiesto l'archiviazione del procedimento perché il fatto non è più previsto dalla legge come reato, attesa l'intervenuta modificazione della normativa. Il Tuf ha infatti sostituito al

divieto di operare in possesso di un'informazione privilegiata il divieto di avvalersi della medesima; ciò che ha mutato la configurazione della condotta illecita, rendendola peraltro di ben più difficile accertamento.

Il Tribunale di Milano ha assolto l'imputato perché il fatto non sussiste. Nella motivazione della sentenza si legge che deve ritenersi applicabile, quale norma più favorevole, l'art. 180 del Tuf e non l'art. 2 della legge 157/1991 contestato nell'imputazione. Rammentando che quest'ultimo prevedeva come fattispecie delittuosa la mera violazione dell'obbligo di astensione dal compiere operazioni su titoli da parte di chiunque fosse in possesso di informazioni riservate concernenti le società emittenti, il Tribunale ha dunque affermato che «...appare del tutto evidente come la notizia della incorporazione di una società in un'altra sia un momento nodale della vita di entrambe (...) con evidenti possibili effetti sul valore delle rispettive azioni: ben difficilmente pertanto potrebbe argomentarsi che» l'imputato «non abbia violato il precetto di tale norma». D'altro canto, il Tribunale ha rilevato altresì che «l'art. 180 del Tuf invece individua la condotta punibile in senso più sostanzialistico: è evidente infatti che, vietando di operare in borsa "avvalendosi" delle notizie riservate acquisite, non si sanziona più qualsiasi operazione sui titoli in relazione ai quali si possiede l'informazione non ancora resa pubblica, ma solo quelle operazioni che le informazioni acquisite rendono economicamente fruttuose ...».

La sentenza conclude pertanto che, nel caso di specie, non si è rinvenuto alcuno sfruttamento della notizia privilegiata; ciò in quanto la conoscenza anticipata dei termini della fusione tra le 2 società - e in particolare il rapporto di cambio stabilito - avrebbe dovuto indurre l'imputato a porre in essere un'operatività differente rispetto a quella effettivamente realizzata. In sostanza, l'imputato «non si è "avvalso" della notizia riservata poiché non ha calibrato le proprie operazioni di borsa sulle due società in modo da trarne profitto ... e pertanto non ha violato il precetto di cui alla norma dell'art. 180, d.lgs. 58/1998».

VIII. LE RELAZIONI INTERNAZIONALI

La cooperazione internazionale

Nel 1999 il numero totale di richieste di cooperazione ricevute dall'Istituto è notevolmente cresciuto rispetto al 1998 (da 37 a 53); tale fenomeno è da imputare essenzialmente all'aumento delle richieste concernenti i requisiti di onorabilità e professionalità degli esponenti aziendali di imprese di investimento che intendono istituire sedi di attività all'estero (Tav. VIII.1). Un lieve incremento, in controtendenza rispetto al 1998, si è registrato anche per ciò che attiene a richieste di cooperazione in materia di *insider trading* (da 2 a 3) e manipolazione (da 1 a 3).

TAV. VIII.1

COOPERAZIONE INTERNAZIONALE (RICHIESTE DI COLLABORAZIONE)

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

In notevole crescita sono altresì risultate le richieste di collaborazione rivolte dalla Consob ad Autorità estere, passate da 38 a 57; l'incremento più consistente si rileva in materia di *insider trading* (da 17 a 43), mentre nessuna richiesta ha riguardato casi di manipolazione. In calo, invece, le richieste che l'Istituto ha effettuato in relazione a requisiti di onorabilità e professionalità di esponenti aziendali e partecipanti al capitale (da 12 a 10); tali richieste hanno per la prima volta riguardato anche Autorità extracomunitarie (Tav. aVIII.1).

Nel corso dell'anno la Commissione ha stipulato un *Memorandum of Understanding* (Mou) con la *China Securities Regulatory Commission* e ha sottoscritto l'accordo multilaterale del *Forum*

of European Securities Commissions (Fesco). Si segnala altresì la corrispondenza intervenuta con la Commissione Federale delle banche Svizzere per lo scambio di informazioni riservate. A fine anno, gli accordi di cooperazione internazionale sottoscritti dalla Commissione erano in totale 21.

Nella riunione del G7 del febbraio 1999 è stato costituito il *Financial Stability Forum* ai cui lavori partecipa il Presidente della Commissione (Riquadro 11).

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

Con la comunicazione *Servizi finanziari: attuazione del quadro d'azione per i servizi finanziari. Piano d'Azione* dell'11 maggio 1999, la Commissione Europea ha individuato gli obiettivi ritenuti indispensabili per la realizzazione di un mercato interno integrato per i servizi finanziari e indicato le misure normative necessarie (modifiche di direttive e comunicazioni interpretative) e i relativi tempi di adozione.

La comunicazione rappresenta uno sviluppo di quanto già annunciato nella precedente comunicazione Servizi Finanziari: un quadro d'azione, adottata nell'ottobre 1998, ed è stata elaborata a seguito delle discussioni in materia intervenute nell'ambito del Financial Services Policy Group (Fspg), presieduto dalla Commissione, composto da rappresentanti dei Ministri finanziari degli Stati membri della UE e della Banca Centrale Europea.

La Commissione Europea ha individuato 4 aree di intervento: il completamento del mercato finanziario interno all'ingrosso; lo sviluppo di un mercato mobiliare sicuro e aperto per i servizi destinati ai piccoli investitori; il miglioramento della stabilità del mercato; l'eliminazione degli ostacoli fiscali all'integrazione dei mercati nazionali.

Nell'ambito della prima area di intervento rientrano in particolare una serie di misure di grande impatto per la regolamentazione dei mercati mobiliari, quali la revisione delle direttive in materia di servizi di investimento, di prospetto di offerta al pubblico e di ammissione a quotazione, oltre che l'adozione di una disciplina degli obblighi di informazione periodica da parte degli emittenti quotati e di una normativa in materia contabile coerente con i migliori standard internazionali. Si tratta, dunque, non solo di iniziative destinate a incidere sul mercato all'ingrosso, ma anche di interventi tesi alla modernizzazione dei mercati finanziari nel complesso.

In sede di Consiglio è continuata la discussione di 2 proposte di direttiva in materia di fondi comuni, presentate dalla Commissione nel luglio del 1998 e finalizzate a modificare profondamente l'attuale direttiva 85/611/CEE.

Con la prima proposta si prevede l'estensione delle tipologie di strumenti in cui un fondo armonizzato può investire i propri attivi anche ai prodotti derivati, alle quote di altri fondi e ai depositi e strumenti del mercato monetario; con la seconda si stabiliscono più dettagliate condizioni di accesso all'attività in termini di requisiti di capitale, requisiti di professionalità e onorabilità degli esponenti aziendali e di onorabilità dei partecipanti al capitale, oltre che la possibilità di redigere un prospetto semplificato.

RIQUADRO 11

Le attività del Financial Stability Forum

Il *Financial Stability Forum* nasce quale organismo preposto a coordinare l'attività delle Autorità poste a salvaguardia della stabilità dei mercati finanziari, valutare le carenze nella regolamentazione e nella vigilanza dei mercati, nonché identificare e sovrintendere alle iniziative necessarie per far fronte a tali problematiche. Del *Forum* fanno parte Ministri finanziari, Banche centrali e alcune Commissioni di valori dei principali mercati finanziari mondiali, le organizzazioni internazionali che perseguono, quale compito istituzionale, l'adozione di standard di regolamentazione (Iosco, Banca dei Regolamenti Internazionali, International Association of Insurance Supervisors e Ocse) e istituzioni internazionali preposte alla sorveglianza dei sistemi finanziari domestici e internazionali (Banca Mondiale e Fondo Monetario Internazionale).

Le iniziative del *Financial Stability Forum* si fondano sul risultato delle analisi condotte dai vari Gruppi di lavoro costituiti al suo interno.

Deve essere innanzi tutto segnalata l'istituzione del Gruppo di lavoro sugli *High Leveraged Institutions*, presieduto dal Presidente della *Financial Services Authority* del Regno Unito e incaricato di esaminare il potenziale effetto destabilizzante sulle economie prodotto dall'attività degli investitori istituzionali che fanno largo uso della leva finanziaria. In tale sede si stanno sviluppando raccomandazioni in ordine alla necessità di adottare meccanismi di gestione interna del rischio da parte dei soggetti regolamentati che si trovano a operare con tali operatori, migliorare la qualità dei flussi informativi a disposizione degli intermediari finanziari, rafforzare le infrastrutture dei mercati regolamentati e rendere più efficienti gli strumenti di garanzia delle negoziazioni da questi utilizzati.

Il Gruppo di lavoro sui *Capital Flows*, presieduto dal Direttore Generale del Ministero del tesoro italiano, è stato incaricato di individuare iniziative idonee a ridurre, sia nei Paesi debitori sia in quelli creditori, la volatilità dei flussi di capitale e i rischi insiti in un eccessivo indebitamento esterno a breve periodo.

L'identificazione degli standard minimi necessari per il rafforzamento del sistema finanziario è il compito affidato alla *Task force on Implementation of standard*, presieduta dal presidente della Commissione di valori di Hong Kong. Nell'ambito del proprio mandato, il Gruppo di lavoro dovrà altresì individuare meccanismi volti a incentivare il recepimento degli standard elaborati. Il Fondo Monetario Internazionale e la Banca Mondiale sottoporranno a verifica le singole regolamentazioni nazionali e introdurranno meccanismi di trasparenza sul livello di adesione agli standard. Anche l'Italia sarà sottoposta a verifica e in tale sede saranno, tra l'altro, valutati i poteri degli organismi di vigilanza.

Il Gruppo di lavoro sugli *Offshore Financial Centres*, presieduto dal *Superintendent of Financial Institutions* canadese, sta valutando l'impatto sulla stabilità del sistema finanziario internazionale dei centri *off-shore* e i progressi realizzati da tali piazze finanziarie nel recepimento degli standard internazionali in materia di requisiti prudenziali e di cooperazione. Sotto tale ultimo specifico aspetto, il lavoro del gruppo rappresenta un aggiornamento rispetto a quello già svolto in materia dalla Iosco e si affianca alla analoga iniziativa di recente intrapresa dal *Groupe d'Action Financière sur le Blanchiment des Capitaux* (Gafi) nella cooperazione con finalità di repressione del fenomeno del riciclaggio.

Sempre il Consiglio ha poi raggiunto un accordo sul testo della proposta di direttiva sulle offerte pubbliche di acquisto. Si tratta, tuttavia, solo di un accordo di massima poiché resta ancora aperta la controversia tra Spagna e Regno Unito sul trattamento da riservare a Gibilterra. Il Fspg ha più volte invitato la Commissione e gli Stati membri interessati a pervenire quanto prima a una soluzione che consenta la formale adozione di una posizione comune sul testo della proposta.

Nel mese di dicembre è stato raggiunto un accordo politico in sede di Consiglio Mercato Interno sulla proposta di direttiva sul commercio elettronico. Il principio cardine della proposta consiste nella cosiddetta *clausola del mercato interno*, in base alla quale ai servizi prestati via Internet si applicano le disposizioni vigenti nel paese ove è stabilito colui che fornisce la prestazione (*home country control*). La proposta, inoltre, detta disposizioni con riferimento alle comunicazioni commerciali, ai contratti conclusi per via elettronica, al regime delle responsabilità dei fornitori dei servizi, ai codici di condotta, alla composizione extragiudiziale delle controversie, alla cooperazione tra Autorità e alle sanzioni.

L'attività della International Organization of Securities Commissions

Nel corso dell'anno si sono completati i lavori della speciale *Task force* costituita dalla Iosco a seguito della crisi finanziaria del fondo speculativo americano *Long Term Capital Management* (LtcM). Il Gruppo di lavoro era stato incaricato di individuare misure atte a contenere i rischi sistemici insiti nei rapporti tra soggetti regolamentati e *High Leveraged Institutions* (Hlis). Il Gruppo ha suggerito l'adozione, da parte dei soggetti vigilati, di più efficienti strutture interne per il monitoraggio dei rischi. Un ruolo primario è altresì riconosciuto alle Autorità di vigilanza che dovrebbero disporre della possibilità di introdurre specifici incentivi, in termini di requisiti prudenziali, per le imprese meglio dotate sotto il profilo dei controlli interni e a fronte delle esposizioni assunte nei confronti degli Hlis che autonomamente si assoggettano a vincoli di trasparenza.

La Iosco sta procedendo al riconoscimento dei principi contabili elaborati dallo *International Accounting Standards Committee* (Iasc). L'intervento della Iosco mira a far sì che le società quotate e quelle che sollecitano il pubblico risparmio possano redigere i loro bilanci secondo gli *International Accounting Standards* (Ias), nei termini indicati dalla Iosco stessa (Riquadro 12). In questo ambito, la Consob, quale coordinatore europeo dei partecipanti al Gruppo di lavoro n. 1 della Iosco, ha svolto un ruolo particolarmente attivo anche in sede di Comitato di Contatto per le direttive contabili al fine di istituire meccanismi preventivi di valutazione dei nuovi standard elaborati dallo Iasc e della loro compatibilità con il quadro normativo comunitario. L'introduzione di tali meccanismi richiede infatti una modifica della normativa comunitaria che dovrebbe essere proposta dalla Commissione al Consiglio e al Parlamento, una volta approvati gli *Standards* in sede Iosco.

RIQUADRO 12

Le attività della Iosco in materia di principi contabili

Il Gruppo di lavoro n. 1 della Iosco ha intrapreso fin dal 1987 una stretta collaborazione con lo Iasc volta a individuare un corpo omogeneo di principi contabili di generale accettazione sui mercati finanziari internazionali; l'utilizzo di tali principi dovrà servire a evitare le richieste di riconciliazione contabile attualmente imposte da alcune Autorità di controllo.

Allo Iasc è stato in particolare richiesto di elaborare un insieme omogeneo di regole contabili (i cosiddetti *core standards*) che siano: esaustive (i principi devono fornire risposta a tutte le maggiori questioni di carattere contabile), uniformemente interpretate (deve esistere un meccanismo di interpretazione accentrata) e di elevata qualità (le nuove regole devono effettivamente soddisfare i bisogni informativi dell'investitore che opera sui mercati finanziari). Il lavoro è stato sostanzialmente ultimato dallo Iasc nei primi mesi del 1999, con la pubblicazione dello Ias 39 (*Financial Instruments: Recognition and Measurement*).

Nel corso dell'anno la Iosco ha quindi iniziato la revisione degli standard dello Iasc al fine di verificare la loro qualità, coerenza interpretativa e completezza; in ciò basandosi, oltre che sulla concreta esperienza applicativa, sulle osservazioni già formulate allo Iasc nel corso del processo di emanazione degli standard stessi. Tale revisione dovrebbe essere ultimata entro la metà del 2000, quando la Iosco formulerà le proprie raccomandazioni in materia di regole contabili.

Vista la natura delle raccomandazioni della Iosco, queste non saranno comunque immediatamente applicabili, ma dovranno essere opportunamente recepite con provvedimenti delle singole Autorità nazionali. A tal fine presentano particolare rilievo sia le iniziative già intraprese a livello di Unione Europea, sia la consultazione che la *Securities and Exchange Commission* ha recentemente avviato a livello nazionale. Quest'ultima infatti nel mese di febbraio 2000 ha emanato un *concept release*, con il quale sta consultando il mercato americano sull'opportunità, le condizioni e i limiti entro i quali consentire agli emittenti esteri l'utilizzo degli Ias negli Stati Uniti.

Tra le iniziative assunte dalla Iosco nel 1999 merita di essere segnalata l'istituzione di una speciale *Task force* incaricata di verificare il grado di recepimento da parte dei singoli ordinamenti nazionali degli *Objectives and principles for Securities Regulation* adottati lo scorso anno. A tale *Task force*, presieduta dalla *Securities and Futures Commission* di Hong Kong, partecipano anche istituzioni finanziarie internazionali (Banca Mondiale e Fondo monetario internazionale), l'Ocse e le banche regionali di sviluppo.

La presidenza del Gruppo di lavoro Iosco n. 2, nel cui ambito vengono elaborate le raccomandazioni in materia di mercati mobiliari, è stata assunta dal responsabile dell'Ufficio Organizzazione Mercati della Consob.

L'attività del Forum of European Securities Commissions

Il Fesco offre un rilevante contributo per l'integrazione del mercato europeo dei servizi finanziari. In questa direzione si pone l'individuazione di procedure volte ad agevolare la cooperazione a fini di vigilanza tra le Autorità competenti dello Spazio Economico Europeo (See), tradottasi nel mese di gennaio nella sottoscrizione del *Memorandum* multilaterale sullo scambio di informazioni e la vigilanza sulle attività mobiliari.

Sulla base di detto accordo ha iniziato a operare, sotto la Presidenza della Financial Services Authority del Regno Unito, il Gruppo di coordinamento per lo scambio di informazioni e la vigilanza (Fescopol), che rappresenta l'organo preposto alla realizzazione degli obiettivi di cooperazione e coordinamento delle attività del Fesco.

Rilevante, altresì, è risultata l'opera di armonizzazione normativa intrapresa dal Fesco in un'ottica di supporto al legislatore comunitario. Con gli *Standards on Fitness and Propriety*, il Fesco ha specificato ulteriormente rispetto alla direttiva 93/22/CEE i presupposti per il rilascio alle imprese di investimento del cosiddetto passaporto europeo sotto il profilo dell'organizzazione interna, dei requisiti di capitale, dell'onorabilità e professionalità degli esponenti aziendali e dell'onorabilità degli azionisti rilevanti.

Le condizioni di funzionamento dei mercati regolamentati e di accesso a questi degli operatori e degli strumenti finanziari costituiscono, invece, l'oggetto degli *Standards for Regulated Markets under the ISD*. La definizione di criteri più puntuali e l'individuazione di presupposti ulteriori per l'operatività transfrontaliera dei mercati regolamentati, rispetto a quelli dettati dalla direttiva sui servizi di investimento, sono apparsi interventi necessari per incrementare il livello di fiducia degli investitori in presenza dei rilevanti mutamenti nelle strutture dei mercati determinate dai progressi realizzati dalle tecnologie informatiche, dall'aumento dei flussi di capitali e dall'introduzione dell'euro.

In vista della realizzazione delle annunciate alleanze tra mercati, il Fesco ritiene necessario individuare criteri oggettivi per la ripartizione delle responsabilità di vigilanza tra le Autorità competenti nazionali. In tale attività, un ruolo determinante sarà attribuito al Fescopol, all'interno del quale le Autorità competenti si scambieranno informazioni di vigilanza non necessariamente connesse alla violazione di specifiche disposizioni e indipendentemente da esplicite richieste di cooperazione.

Ulteriore probabile effetto del processo di integrazione tra mercati, sarà l'incremento nel numero di offerte di strumenti finanziari nell'ambito dello See. I Market Conduct Standards for Participants in an Offering, adottati nel 1999, si collocano nel quadro dell'approfondimento di tematiche di comune interesse tra le Autorità di vigilanza dello Spazio Economico Europeo. Gli Standards si affiancano, al fine di

completarla, all'attività legislativa dell'Unione Europea e sono volti a sviluppare un approccio coordinato da parte dei membri della UE nei confronti di fenomeni che possono determinare competenze congiunte tra le Autorità nazionali. Sullo specifico tema delle offerte di strumenti finanziari negoziati nei mercati regolamentati dello See, il documento stabilisce standard informativi minimi nei confronti del mercato e delle Autorità, norme di organizzazione interna e regole di comportamento da osservarsi in pendenza dell'offerta da parte di tutti i soggetti coinvolti, a qualsiasi titolo.

Un ruolo di rilievo assume il Gruppo di lavoro, presieduto dalla Consob, che sta studiando l'introduzione di un passaporto europeo per gli emittenti quotati. La proposta del gruppo consiste nell'introduzione di un sistema di *shelf-registration* in base al quale gli emittenti provvedranno ad aggiornare periodicamente il prospetto informativo depositato e controllato annualmente dalle Autorità competenti. Il documento, eventualmente redatto nella sola lingua inglese o in altra lingua accettata dalle Autorità competenti, potrà costituire oggetto di riconoscimento reciproco, una volta che si sarà provveduto a modificare le disposizioni dettate in materia dall'Unione Europea.

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

La gestione finanziaria

Nell'esercizio 1999 le entrate sono risultate nel complesso pari a 187,9 miliardi di lire (Tav. IX.1), di cui 91 relativi a entrate contributive (pari al 48,4 per cento del totale). La quota maggiore di queste è da imputare alle rilevanti operazioni di offerta pubblica realizzate nel corso dell'esercizio da cui sono derivate entrate contributive per 37,4 miliardi (Tav. aIX.1).

TAV. IX.1

SCHEMA RIASSUNTIVO ENTRATE E SPESE (MILIARDI DI LIRE)

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

¹ Dati consuntivi. ² Dati di preventivo definitivo. ³ L'avanzo del 1998 è dato dalla differenza tra il totale delle entrate e il totale delle spese, e dalle differenze derivanti dalla gestione dei residui, non indicate nella tavola e pari a 0,6 miliardi di lire. L'avanzo 1998 è riportato tra le entrate 1999.

Dal lato delle spese, quelle correnti sono solo lievemente aumentate; l'aumento è connesso essenzialmente alla crescita degli oneri per ripristino e ampliamento di immobilizzazioni e delle spese per acquisizione di beni e servizi. Il rilevante aumento delle spese in conto capitale nel 1999 (da 4,7 a 92,9 miliardi) è, invece, dovuto all'avvio di due importanti iniziative immobiliari relativamente alle 2 sedi dell'Istituto in Roma e Milano. In particolare, nelle spese in conto capitale 1999 sono stati inclusi gli oneri relativi ai lavori di ristrutturazione di un immobile ottenuto in concessione per 60 anni dal Comune di Milano e destinato a nuova sede milanese dell'Istituto e gli oneri per l'acquisto di una nuova sede in Roma.

L'acquisto di un nuovo immobile in Roma consentirà di migliorare l'attuale situazione logistica, che vede gli uffici allocati in 2 immobili (uno di proprietà e uno in locazione) tra loro distanti e complessivamente non più sufficienti, anche in vista del prossimo completamento dell'organico di legge. Con la riunificazione degli uffici in un unico immobile si supereranno le disfunzioni operative e si realizzerà un consistente risparmio.

Le spese in conto capitale riflettono altresì la prosecuzione del programma, già avviato nel 1998, di ammodernamento e potenziamento del sistema informatico al fine di renderlo più rispondente alle esigenze di efficienza e funzionalità dell'Istituto.

Nel mese di dicembre è stato approvato il bilancio di previsione per l'esercizio 2000. Le previsioni di spesa per detto esercizio, in conformità ai principi normativi di riferimento, sono contenute entro i limiti complessivi costituiti per 60 miliardi dal fondo a carico dello Stato, per 62,9 miliardi dalle entrate contributive di cui all'art. 40 della legge 23 dicembre 1994, n. 724, e per 8,4 miliardi da altre entrate proprie dell'Istituto. L'«Avanzo di amministrazione (presunto)» 1999 è risultato pari a 90,7 miliardi; esso è ripartito nelle separate componenti di «Avanzo di amministrazione disponibile (presunto)» (per 3 miliardi) e di «Avanzo di amministrazione generato dalle prenotazioni di impegno trasferite all'esercizio successivo ai sensi dell'art. 19 del Regolamento di contabilità (presunto)» (per 87,7 miliardi). Quest'ultimo è destinato pressoché totalmente (per 86,6 miliardi) a finanziare le iniziative immobiliari sopra citate. La previsione effettiva di spesa complessiva per l'esercizio 2000 (al netto delle suddette prenotazioni di impegno trasferite dall'esercizio 1999) assomma a 134,3 miliardi di lire, di cui 113,7 per «Spese correnti» e 20,6 per «Spese in conto capitale». L'incremento percentuale effettivo delle spese correnti previste per il 2000, rispetto al corrispondente dato di previsione iniziale 1999, è pari al 7,9 per cento ed è dovuto essenzialmente al notevole incremento degli accantonamenti per ripristino immobilizzazioni e agli oneri per il funzionamento delle «Commissioni regionali per l'Albo dei promotori finanziari» e dell'«Organismo» previsto dal Tuf, da collegare alla fase di avvio del programmato riassetto organizzativo del settore dei promotori. Infine, la previsione di spesa effettiva 2000 in conto capitale (20,6 miliardi) include una quota di oneri, aggiuntiva rispetto a quanto già stanziato nel 1999, per l'acquisto dell'immobile in Roma e gli stanziamenti relativi alla prosecuzione del potenziamento e ammodernamento del sistema informatico.

A dicembre 1999, la Commissione ha definito il regime contributivo valevole per l'anno 2000, individuando, secondo quanto previsto dall'art. 40 della legge 724/1994, le attività a fronte delle quali esigere contribuzioni, i soggetti tenuti al loro pagamento, la misura delle singole contribuzioni dovute.

I provvedimenti sul regime contributivo per l'esercizio 2000 riflettono l'invarianza del quadro normativo di riferimento; essi di conseguenza prevedono le medesime 4 tipologie di contribuzione (corrispettivo istruttorio, corrispettivo per la partecipazione a esami, contributo di vigilanza e contributo sulle negoziazioni) e contengono solo limitate modifiche indotte dall'esperienza applicativa, ovvero dai processi di integrazione e innovazione che hanno interessato i mercati e le relative strutture (fusione tra la Borsa Italiana spa e la Mif spa, istituzione dei mercati Euromot e Nuovo mercato da parte della Borsa Italiana spa). Per quanto attiene alla misura delle singole contribuzioni, i provvedimenti presentano una invarianza generalizzata delle tariffe applicate per il 1999.

In conformità a quanto stabilito dal d.p.r. 20 ottobre 1998, n. 403, è stato previsto che in luogo dell'inoltro alla Consob della documentazione attestativa del versamento, i soggetti tenuti al pagamento possono trasmettere una dichiarazione sostitutiva di certificazione attestante il pagamento stesso e contenente gli elementi desumibili dal modello appositamente predisposto.

Le entrate contributive previste per l'esercizio 2000 ammontano al 47,9 per cento del totale delle entrate e derivano per il 27,2 per cento circa dai promotori finanziari, per il 27 per cento circa dagli emittenti e per l'11,3 per cento circa dal contributo sulle negoziazioni.

Infine, e sempre con riguardo al regime contributivo, la Consob ha intenzione di promuovere una modifica del citato art. 40 della legge 724/1994 che sostituisca il legame tra contribuzioni e singoli servizi resi dall'Istituto con il legame tra contribuzioni e attività complessiva di vigilanza svolta su ciascuna categoria di soggetti. In questa prospettiva le proposte di revisione del regime contributivo formeranno oggetto di consultazione da parte del mercato.

L'organizzazione e le risorse umane

L'emanazione del Tuf e le conseguenti modificazioni nelle competenze di controllo attribuite alla Consob hanno fornito motivo per l'avvio, a partire dal 1998, di un riesame della struttura organizzativa dell'Istituto. La riorganizzazione, che nel corso del 1999 ha richiesto un approfondimento circa il dimensionamento ottimale degli uffici, troverà completamento nell'anno in corso. Gli interventi organizzativi previsti, oltre a ridefinire in modo compiuto l'articolazione delle funzioni tra la sede di Roma e quella di Milano, si propongono di migliorare l'efficienza dell'azione amministrativa e razionalizzare i procedimenti istruttori.

In quest'ottica, le indagini preliminari su ipotesi di abuso di informazioni privilegiate e aggio e l'attività istruttoria conseguente, oggi assegnate rispettivamente alla Divisione Mercati e alla Divisione Intermediari, saranno collocate all'interno della sola Divisione Mercati. La necessità di assicurare alle unità organizzative una visione per quanto possibile unitaria e completa dei soggetti vigilati, porterà alla istituzione di una nuova Divisione, la Divisione Emittenti, in cui saranno accentrate le responsabilità di controllo in materia di correttezza contabile e trasparenza informativa degli offerenti e degli emittenti quotati attualmente assegnate alla Divisione Informativa Societaria e alla Divisione Affari Contabili. Allo

stesso fine, all'interno della Divisione Intermediari sarà collocato un nuovo ufficio responsabile della vigilanza sulla trasparenza delle offerte al pubblico di prodotti del risparmio gestito collettivamente e della correttezza dei comportamenti dei relativi soggetti gestori.

In attuazione di quanto previsto dall'art. 62 della legge 27 dicembre 1997, n. 449, sono stati immessi in ruolo 60 dipendenti già titolari di contratto di lavoro subordinato a tempo determinato, di cui uno cessato dal servizio nel 1998 per scadenza del contratto. Le disponibilità complessive di personale si sono inoltre modificate (Tav. IX.2 e aIX.2) per via dell'assunzione, a seguito di una pubblica selezione, di 5 dipendenti a contratto presso la sede di Milano e della cessazione dal servizio per dimissioni volontarie di 25 dipendenti.

TAV. IX.2

IL PERSONALE¹

ANNI	DIPENDENTI DI RUOLO				DIPENDENTI A TEMPO DETERMINATO	TOTALE
	CARRIERA DIRETTIVA	CARRIERA OPERATIVA	CARRIERA DEI SERVIZI GENERALI	TOTALE		
1990	91	63	16	170	67	237
1993	134	72	16	222	96	318
1996	128	152	16	296	108	404
1997	125	161	21	307	96	403
1998	122	156	17	295	88	383
1999	116	205	19	340	24	364

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

Nei primi mesi del 2000, a seguito delle relative procedure concorsuali espletate nel corso del 1999, sono stati infine immessi in servizio presso la sede di Milano 31 coadiutori di ruolo e presso la sede di Roma 2 funzionari di 2^a a contratto.

L'attività di formazione e addestramento del personale è proseguita con intensità; complessivamente, il personale ha fruito nel corso dell'anno di circa 29.000 ore di formazione per una media di circa 79 ore-uomo. Con il 1999 si è concluso un ciclo triennale caratterizzato da un rilevante investimento nella formazione e nell'addestramento di base; ciò ha consentito di ottenere miglioramenti, oltre che nelle professionalità individuali, nelle capacità di integrazione reciproca delle diverse unità organizzative.

Le relazioni con l'esterno

Nel 1999 l'attività di relazioni con l'esterno si è caratterizzata per il notevole sviluppo del sito Internet dell'Istituto.

Il sito, attivo dal luglio del 1998, è stato arricchito con le nuove sezioni dedicate alla "Trasparenza delle Società quotate", all'"Anno 2000" e agli "Albi e Elenchi" e con l'inserimento nella sezione "Normativa e Provvedimenti" dei Regolamenti adottati dalla Consob in attuazione del Tuf e dei relativi documenti di consultazione e lavori preparatori.

Nella sezione "Trasparenza delle Società quotate" è possibile consultare le comunicazioni sulle partecipazioni rilevanti effettuate ai sensi dell'art. 120 del Tuf suddivise in "Attuali", "Storiche" e "Potenziali"; nella medesima sezione vengono inoltre messi a disposizione del pubblico, sia in forma tabellare che grafica, dati quotidianamente aggiornati riguardanti l'azionariato delle società quotate. La sezione "Albi e Elenchi", sostitutiva della precedente sezione "Archivi", consente la consultazione delle informazioni anagrafiche detenute dalla Consob sui soggetti vigilati.

TAV. IX.3

ACCESSI ALLE PAGINE DEL SITO INTERNET (1999)

PAGINE	1° SEMESTRE	2° SEMESTRE	TOTALE
NORMATIVA E PROVVEDIMENTI	339.160	288.331	627.491
NOVITÀ	42.013	46.138	88.151
NEWSLETTER	25.806	27.895	53.701
TRASPARENZA DELLE SOCIETÀ QUOTATE	23.109	23.822	46.931
RELAZIONE ANNUALE E PUBBLICAZIONI	11.747	11.879	23.626
PER IL RISPARMIATORE	9.622	9.222	18.844
ALBI ED ELENCHI	4.699	12.343	17.042
GUIDA	7.757	8.888	16.645
LA CONSOB	7.330	7.376	14.706
ALTRI SITI	3.700	8.617	12.317
VERSIONE IN LINGUA INGLESE	1.552	4.412	5.964
ANNO 2000	1.624	4.002	5.626
<i>TOTALE</i>	<i>478.119</i>	<i>452.925</i>	<i>931.044</i>

Il sito si è rivelato uno strumento di particolare efficacia per la diffusione di informazioni e documenti presso operatori e risparmiatori. I dati relativi agli accessi alle singole pagine danno

conto del crescente interesse del pubblico per le informazioni in esso contenute, soprattutto con riferimento alle sezioni dedicate alla normativa primaria e secondaria, alle novità, alla trasparenza delle società quotate e alla newsletter settimanale (Tav. IX.3).

Proprio alla luce del successo dell'iniziativa, si sta procedendo a un ridisegno del sito per migliorarne la grafica, ottimizzare gli spazi e agevolare la consultazione. Ciò consentirà tra l'altro di rendere disponibili nuove informazioni, quali la composizione degli organi sociali delle società quotate e gli elenchi delle imprese di investimento comunitarie ed extracomunitarie abilitate a prestare servizi di investimento in Italia. Anche la sezione "Per il Risparmiatore" sarà arricchita dalla presenza di un elenco di avvertenze destinate agli investitori meno esperti e da un programma di calcolo delle commissioni connesse all'investimento in fondi comuni e in gestioni individuali che consente di confrontare i costi relativi ai diversi prodotti presenti sul mercato e quindi di operare scelte maggiormente consapevoli.

L'istituzione del sito Internet non ha peraltro fatto venir meno la consueta attività di riscontro delle richieste, formali e informali, di informazioni che continuano a pervenire numerose all'Istituto (Tav. aIX.3).

APPENDICE

INDICE DELLE TAVOLE STATISTICHE

I. LA PROPRIETÀ DELLE SOCIETÀ QUOTATE

- Tav. aI.1 Distribuzione delle società quotate secondo due indici di concentrazione proprietaria
- Tav. aI.2 Indici di concentrazione proprietaria e dimensione delle società quotate
- Tav. aI.3 I modelli di controllo delle società quotate
- Tav. aI.4 Società quotate per tipologia di soggetto controllante
- Tav. aI.5 Tipologia dei patti di sindacato in società quotate
- Tav. aI.6 Patti di sindacato in società quotate
- Tav. aI.7 Offerte pubbliche di acquisto realizzate nel 1999 su società quotate
- Tav. aI.8 Adesioni alle offerte pubbliche di acquisto realizzate nel 1999 su società quotate
- Tav. aI.9 Cessioni di partecipazioni di società quotate a controllo pubblico tramite trattativa diretta
- Tav. aI.10 Società privatizzate in borsa incluse nel Mib30

II. I CONTROLLI SULLE SOCIETÀ QUOTATE

- Tav. aII.1 Numero medio di amministratori per dimensione e tipo di controllo delle società quotate sul mercato ufficiale
- Tav. aII.2 Numero medio di amministratori esecutivi per dimensione e tipo di controllo delle società quotate sul mercato ufficiale
- Tav. aII.3 L'*interlocking* nei consigli di amministrazione delle società quotate sul mercato ufficiale
- Tav. aII.4 Ipotesi di reati societari segnalate all'Autorità Giudiziaria
- Tav. aII.5 Attività delle società di revisione sui bilanci di esercizio e consolidati delle società quotate
- Tav. aII.6 Concentrazione del mercato della revisione contabile

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

- Tav. aIII.1 Struttura proprietaria delle società ammesse a quotazione sul mercato ufficiale
- Tav. aIII.2 Struttura proprietaria delle società ammesse a quotazione sul Nuovo Mercato
- Tav. aIII.3 Società ammesse a quotazione in borsa: esiti delle offerte
- Tav. aIII.4 L'attività di *investment banking* nelle offerte finalizzate alla quotazione
- Tav. aIII.5 Collocamento di azioni e obbligazioni convertibili di società quotate
- Tav. aIII.6 Collocamento di titoli obbligazionari quotati

IV. I MERCATI REGOLAMENTATI

- Tav. aIV.1 Titoli di Stato e obbligazioni private quotate
- Tav. aIV.2 Indicatori del mercato azionario italiano

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

- Tav. aV.1 Richieste di dati e notizie in materia di informazioni privilegiate e aggio
- Tav. aV.2 Operatori coinvolti in ipotesi di abuso di informazioni privilegiate e di aggio segnalate all'Autorità Giudiziaria
- Tav. aV.3 Segnalazioni all'Autorità Giudiziaria nel 1999 - Distribuzione dei casi in relazione alla capitalizzazione delle società

VI. GLI INTERMEDIARI MOBILIARI

- Tav. aVI.1 Gestioni patrimoniali di Sim e banche
- Tav. aVI.2 Offerta fuori sede di strumenti finanziari
- Tav. aVI.3 Sim: iscrizioni e cancellazioni dall'albo
- Tav. aVI.4 Intermediari per servizi di investimento autorizzati
- Tav. aVI.5 Struttura del mercato dei fondi mobiliari aperti in Italia: operatori di diritto nazionale
- Tav. aVI.6 Struttura del mercato degli Oicr in Italia: operatori di diritto estero
- Tav. aVI.7 Fondi mobiliari chiusi di diritto italiano
- Tav. aVI.8 Fondi pensione aperti per tipologia di soggetto istitutore
- Tav. aVI.9 Gestione speciale del Fondo nazionale di garanzia
- Tav. aVI.10 Iscrizioni e cancellazioni dall'albo dei promotori
- Tav. aVI.11 Provvedimenti di cancellazione dall'albo dei promotori

VII. L'ATTIVITÀ IN SEDE GIURISDIZIONALE

- Tav. aVII.1 Ricorsi presentati avanti al giudice amministrativo contro i provvedimenti dell'Istituto e del Ministro del tesoro su proposta dell'Istituto negli anni 1997-1999
- Tav. aVII.2 Impugnazioni di sanzioni amministrative presentate avanti al giudice ordinario negli anni 1997-1999
- Tav. aVII.3 Azioni contro l'Istituto per il risarcimento dei danni

VIII. LE RELAZIONI INTERNAZIONALI

- Tav. aVIII.1 La cooperazione internazionale

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

- Tav. aIX.1 Contribuzioni dai soggetti vigilati al finanziamento dell'Istituto
- Tav. aIX.2 Distribuzione del personale per qualifica e per unità organizzativa
- Tav. aIX.3 Richieste di documentazione e informazioni sull'attività dell'Istituto
- Tav. aIX.4 Dati sull'attività dell'Istituto

**DISTRIBUZIONE DELLE SOCIETÀ QUOTATE
SECONDO DUE INDICI DI CONCENTRAZIONE PROPRIETARIA**
(SITUAZIONE AL 31 DICEMBRE)

PERCENTUALE DEL CAPITALE ORDINARIO	NUMERO			PESO ¹		
	1997	1998	1999	1997	1998	1999
<i>QUOTA DEL PRIMO AZIONISTA</i>						
2 - 5	8	13	11	6,1	14,2	2,3
5 - 10	6	2	2	14,4	2,1	1,0
10 - 20	13	26	27	8,1	25,5	23,2
20 - 33	30	23	25	13,7	7,9	5,0
33 - 50	28	26	27	9,6	18,1	13,4
> 50	120	128	148	48,1	32,3	55,1
<i>TOTALE</i>	<i>205</i>	<i>218</i>	<i>240</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>
<i>SOMMA DELLE QUOTE RILEVANTI²</i>						
2 - 5	2	8	10	0,4	2,1	1,9
5 - 10	2	4	1	0,8	9,8	0,4
10 - 20	5	1	--	15,4	0,5	--
20 - 33	6	8	9	14,3	16,3	11,3
33 - 50	17	21	22	10,0	24,6	23,9
> 50	173	176	198	59,0	46,7	62,5
<i>TOTALE</i>	<i>205</i>	<i>218</i>	<i>240</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>

Fonte: Archivio Consob sulla trasparenza proprietaria. Si veda la sezione Note metodologiche. ¹ In percentuale sulla capitalizzazione ordinaria di borsa. ² Superiori al 2 per cento del capitale votante.

INDICI DI CONCENTRAZIONE PROPRIETARIA E DIMENSIONE DELLE SOCIETÀ QUOTATE
(SITUAZIONE AL 31 DICEMBRE)

DECILE ¹	QUOTA DEL PRIMO AZIONISTA ²		QUOTA DEL MERCATO ²	
	1998	1999	1998	1999
1	53,5	59,1	28,6	26,2
2	54,9	53,7	31,0	30,7
3	47,9	44,1	35,0	33,6
4	41,1	51,4	36,4	26,4
5	54,6	52,8	31,0	33,1
6	49,2	43,3	36,6	45,5
7	50,5	52,8	40,1	37,1
8	49,2	51,9	42,0	39,3
9	35,9	35,7	54,1	55,4
10	34,5	41,2	53,9	48,5
<i>TOTALE</i>	<i>47,1</i>	<i>48,6</i>	<i>39,0</i>	<i>37,6</i>

Fonte: Archivio Consob sulla trasparenza proprietaria. Si veda la sezione Note metodologiche. ¹ I decili sono determinati sulla base della capitalizzazione di borsa a fine 1998. ² Dati in percentuale; medie semplici.

I MODELLI DI CONTROLLO DELLE SOCIETÀ QUOTATE¹
(SITUAZIONE AL 31 DICEMBRE)

MODELLI DI CONTROLLO	1996	1997	1998	1999
SOCIETÀ CONTROLLATE DI DIRITTO	130	122	128	148
SOCIETÀ CONTROLLATE DI FATTO	26	28	31	31
SOCIETÀ CONTROLLATE DA PATTO	26	27	24	29
SOCIETÀ NON CONTROLLATE	26	28	35	32
<i>TOTALE</i>	<i>208</i>	<i>205</i>	<i>218</i>	<i>240</i>

Fonte: Archivio Consob sulla trasparenza proprietaria. Si veda la sezione Note metodologiche. ¹ Numero di società quotate in borsa.

SOCIETÀ QUOTATE PER TIPOLOGIA DI SOGGETTO CONTROLLANTE
(SITUAZIONE AL 31 DICEMBRE)

TIPOLOGIA DEL SOGGETTO CONTROLLANTE	NUMERO			PESO ¹		
	1997	1998	1999	1997	1998	1999
PERSONA FISICA	42	51	53	5,4	4,6	6,0
BANCA	9	12	15	4,2	4,1	5,5
FONDAZIONI	5	5	6	2,4	2,4	2,8
ASSICURAZIONI	3	3	2	2,3	2,6	1,4
SOCIETÀ DI CAPITALI	55	52	60	25,2	21,5	32,8
SOGGETTO ESTERO	18	21	26	3,0	3,1	4,4
STATO	17	15	17	18,0	15,6	18,7
PATTO DI SINDACATO	27	24	29	6,3	7,4	10,8
<i>TOTALE CONTROLLATE</i>	<i>176</i>	<i>183</i>	<i>208</i>	<i>66,8</i>	<i>61,3</i>	<i>82,5</i>
NON CONTROLLATE	29	35	32	33,2	38,7	17,5
<i>TOTALE</i>	<i>205</i>	<i>218</i>	<i>240</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>

Fonte: Archivio Consob sulla trasparenza proprietaria. Si veda la sezione Note metodologiche. ¹ In percentuale sulla capitalizzazione ordinaria di borsa.

TIPOLOGIA DEI PATTI DI SINDACATO IN SOCIETÀ QUOTATE
(SITUAZIONE AL 31 DICEMBRE 1999)

TIPO PATTO	NUMERO	CAPITALE SOCIALE SINDACATO ¹	CAPITALE SOCIALE SINDACATO ²	CAPITALIZZAZIONE DELLE SOCIETÀ OGGETTO DEL PATTO ³
BLOCCO	11	43,8	0,3	1,0
VOTO	8	68,3	2,1	3,6
GLOBALE ⁴	51	48,2	10,5	27,4
<i>TOTALE</i>	<i>70</i>	<i>49,7</i>	<i>12,9</i>	<i>32,0</i>

Fonte: Comunicazioni ai sensi dell'art. 122 del Tuf. Si veda la sezione Note metodologiche. ¹ Percentuale sul totale del capitale ordinario. Valori medi. ² Percentuale sulla capitalizzazione di borsa. ³ Comprendono sia clausole di blocco che di voto.

PATTI DI SINDACATO IN SOCIETÀ QUOTATE
(SITUAZIONE AL 31 DICEMBRE 1999)

SOCIETÀ OGGETTO	TIPO PATTO	SCADENZA	QUOTA SINDACATA ¹	NUMERO PARTECIPANTI
ACQUEDOTTO DE FERRARI GALLIERA SPA	BLOCCO	01.07.2001	73,2	20
ACQUEDOTTO NICOLAY SPA	BLOCCO	01.07.2001	50,2	2
	VOTO CONSULTAZIONE			
AEDES SPA	BLOCCO	20.12.2002	51,0	2
	VOTO			
AEROPORTI DI ROMA SPA	BLOCCO	28.07.2000	5,3	5
AUTOSTRADE SPA	BLOCCO	26.10.2002	30,0	7
	VOTO			
BANCA AGRICOLA MANTOVANA SPA	VOTO	15.03.2002	51,0	2
BANCA CARIGE SPA	BLOCCO	15.07.2002	5,0	2
BANCA CARIGE SPA	BLOCCO	18.02.2002	10,0	3
	VOTO			
BANCA DI ROMA SPA	BLOCCO	09.12.2000	30,8	3
	VOTO			
BANCA INTERMOBILIARE DI INVESTIMENTI E GESTIONI SPA	BLOCCO	24.06.2002	50,1	2
BANCA INTESA SPA	BLOCCO	31.12.2000	69,5	7
	VOTO CONSULTAZIONE			
BANCA LOMBARDA SPA	BLOCCO	31.12.2001	49,2	339
	VOTO			
BANCA NAZIONALE DEL LAVORO SPA	BLOCCO	31.12.2001	25,3	4
	VOTO			
BANCA POPOLARE DI SPOLETO SPA	VOTO	30.07.2001	78,1	2
BANCA TOSCANA SPA	BLOCCO	20.05.2002	10,0	2
BANCO DI NAPOLI SPA	BLOCCO	01.07.2001	76,0	3
	VOTO			
BASIC NET SPA ²	BLOCCO	22.06.2002	43,0	3
	VOTO			
BULGARI SPA	BLOCCO	17.07.2000	55,6	3
	VOTO CONSULTAZIONE			
CARRARO SPA	VOTO	31.12.1999	57,3	4
CLASS EDITORI SPA	BLOCCO	28.10.2001	0,1	18
CREDITO BERGAMASCO SPA	BLOCCO	13.02.2001	11,4	2
CREDITO EMILIANO SPA ²	BLOCCO	22.01.2002	74,3	5

Fonte: Comunicazioni ai sensi dell'art. 122 del Tuf. Si veda la sezione Note metodologiche. ¹ Valori in percentuale del capitale ordinario. ² Il patto ha per oggetto la società che controlla la società quotata. La percentuale sindacata corrisponde alla quota detenuta nella società quotata dalla società controllante oggetto del patto.

- SEGUE -

APPENDICE

- SEGUE TAV. aI.6 -

SOCIETÀ OGGETTO	TIPO PATTO	SCADENZA	QUOTA SINDACATA	NUMERO PARTECIPANTI
CREDITO FONDIARIO E INDUSTRIALE SPA	BLOCCO VOTO CONSULTAZIONE	31.03.2001	51,8	2
CSP-INTERNATIONAL INDUSTRIE CALZE SPA	BLOCCO VOTO CONSULTAZIONE	31.12.2000	50,2	7
DEROMA HOLDING SPA ²	BLOCCO VOTO	13.12.2002	95,0	5
DUCATI MOTOR HOLDING SPA ²	BLOCCO VOTO	01.03.2002	33,5	4
ESAOTE SPA	BLOCCO	15.12.2000	31,4	6
FALCK SPA	BLOCCO VOTO CONSULTAZIONE	31.12.2000	38,2	36
FIAT SPA	CONSULTAZIONE	23.06.2002	34,6	4
FILATURA DI POLLONE SPA	BLOCCO VOTO	31.12.2001	50,2	16
FINARTE CASA D'ASTE SPA	BLOCCO VOTO CONSULTAZIONE	31.12.2001	51,1	12
FINREX SPA	VOTO	INDEFINITA	100,0	2
GANDALF SPA	BLOCCO VOTO	23.12.2002	39,7	13
GARBOLI - CONICOS SPA	BLOCCO	30.10.2001	91,1	2
GEMINA SPA	BLOCCO VOTO CONSULTAZIONE	31.12.2000	43,3	12
GENERALI SPA	BLOCCO CONSULTAZIONE	31.12.2001	10,7	2
GILDEMEISTER ITALIANA SPA	BLOCCO VOTO CONSULTAZIONE	30.06.2000	57,3	5
GIM SPA	BLOCCO CONSULTAZIONE	31.12.2000	44,3	8
GIOVANNI CRESPI SPA	BLOCCO VOTO CONSULTAZIONE	11.09.2000	50,0	8
HOLDING DI PARTECIPAZIONI INDUSTRIALI SPA	BLOCCO CONSULTAZIONE	31.12.2001	46,1	13

² Il patto ha per oggetto la società che controlla la società quotata. La percentuale sindacata corrisponde alla quota detenuta nella società quotata dalla società controllante oggetto del patto.

- SEGUE -

- SEGUE TAV. aI.6 -

SOCIETÀ OGGETTO	TIPO PATTO	SCADENZA	QUOTA SINDACATA	NUMERO PARTECIPANTI
IDRA PRESSE SPA	BLOCCO VOTO	11.06.2001	59,6	2
IFIL SPA	BLOCCO VOTO	13.10.2001	4,6	2
IMPREGILO SPA	BLOCCO	25.11.2000	7,4	8
INA - IST. NAZ. DELLE ASSICURAZIONI SPA	VOTO	14.11.2002	85,0	2
INTEK SPA ²	VOTO	30.01.2002	61,8	4
IST. BANC. S. PAOLO DI TORINO - IMI SPA	BLOCCO VOTO	31.12.2000	13,4	7
IST. BANC. S. PAOLO DI TORINO - IMI SPA	BLOCCO	30.06.1998	0,5	2
ITTIERRE HOLDING SPA	BLOCCO	10.09.2002	0,8	3
ITTIERRE HOLDING SPA	BLOCCO	13.10.2000	0,6	273
LA DORIA SPA	BLOCCO VOTO CONSULTAZIONE	30.06.2000	70,0	8
LA GAIANA SPA	BLOCCO CONSULTAZIONE	31.12.2002	75,6	4
LA RINASCENTE SPA	VOTO	06.05.2002	40,5	2
LOCAT SPA	BLOCCO VOTO CONSULTAZIONE	18.12.2002	77,9	2
LOGITALIA GESTIONI SPA	VOTO	INDEFINITA	100,0	2
MANULI RUBBER INDUSTRIES SPA	BLOCCO VOTO CONSULTAZIONE	31.12.2000	40,0	6
MARANGONI SPA	BLOCCO VOTO CONSULTAZIONE	30.06.2000	59,0	4
MARCOLIN SPA	BLOCCO	26.04.2002	69,4	4
MEDIASET SPA	BLOCCO VOTO	INDEFINITA	54,7	4
MEDIASET SPA	BLOCCO VOTO	INDEFINITA	49,7	2
MEDIOBANCA SPA	BLOCCO VOTO CONSULTAZIONE	30.06.2001	50,2	31
MEDIOLANUM SPA	BLOCCO VOTO CONSULTAZIONE	01.07.2001	51,0	7

² Il patto ha per oggetto la società che controlla la società quotata. La percentuale sindacata corrisponde alla quota detenuta nella società quotata dalla società controllante oggetto del patto.

- SEGUE -

APPENDICE

- SEGUE TAV. aI.6 -

SOCIETÀ OGGETTO	TIPO PATTO	SCADENZA	QUOTA SINDACATA	NUMERO PARTECIPANTI
MILANO ASSICURAZIONI SPA	BLOCCO VOTO	01.07.2001	69,8	2
MIRATO SPA	BLOCCO VOTO	22.09.2001	50,9	4
NECCHI SPA	BLOCCO VOTO CONSULTAZIONE	30.09.2002	20,7	10
OLIVETTI SPA ²	BLOCCO VOTO	03.11.2001	20,4	17
PIRELLI & C. ACCOMANDITA PER AZIONI	BLOCCO CONSULTAZIONE	15.04.2001	60,9	11
PIRELLI SPA	BLOCCO	31.07.2003	2,4	2
PIRELLI SPA	BLOCCO	01.08.2003	2,4	2
PREMUDA SPA	BLOCCO CONSULTAZIONE	31.12.2001	45,0	3
RENO DE MEDICI SPA	BLOCCO VOTO	30.09.2002	41,4	3
RENO DE MEDICI SPA	BLOCCO VOTO	01.07.2001	25,5	2
ROLO BANCA 1473 SPA	BLOCCO VOTO	01.07.2001	71,5	4
SAES GETTERS SPA	BLOCCO VOTO	15.12.2002	58,7	32
SAFILO SPA ²	BLOCCO VOTO	31.12.2001	60,0	4
SAVINO DEL BENE SPA	BLOCCO VOTO CONSULTAZIONE	31.12.2001	47,8	8
SEAT - PAGINE GIALLE SPA ²	BLOCCO VOTO	01.07.2001	61,3	12
SMI SPA	BLOCCO	31.12.2001	48,2	5
SNIA SPA ²	BLOCCO VOTO	31.12.2001	29,9	14
SO.PA.F. SPA	BLOCCO	01.07.2001	5,3	2
UNIPOL SPA ²	BLOCCO VOTO	30.06.2001	35,0	55
VEMER ELETTRONICA SPA	BLOCCO	15.11.2002	54,1	14

² Il patto ha per oggetto la società che controlla la società quotata. La percentuale sindacata corrisponde alla quota detenuta nella società quotata dalla società controllante oggetto del patto.

OFFERTE PUBBLICHE DI ACQUISTO REALIZZATE NEL 1999 SU SOCIETÀ QUOTATE

SOCIETÀ OFFERENTE	AZIONI OGGETTO DELL'OFFERTA	NATURA DELL'OFFERTA	DURATA OFFERTA	PREZZO OFFERTO ¹	TITOLI RICHIESTI ²
FINMECCANICA	FIAR ORD	VOLONTARIA	22.02-26.03	3,10	15,4
ITALGAS	NAPOLETANA GAS ORD	RESIDUALE	24.02-19.03	5,08	2,2
	NAPOLETANA GAS AZ. GOD.			5,08	9,3
DE BENEDETTI & C. SAPA	AEDES ORD	SUCCESSIVA	22.03-13.04	7,60	16,8
	AEDES RNC			3,98	34,6
SAN PAOLO DI TORINO - IMI	BCA DI ROMA ORD	COMUNICAZIONE ³	22.03	1,63	100,0
UNICREDITO ITALIANO	BCA COMMERCIALE ITALIANA ORD	COMUNICAZIONE ³	22.03	8,54	100,0
	BCA COMMERCIALE ITALIANA RNC			8,54	100,0
SPARTA	ZUCCHINI ORD	PREVENTIVA	15.04-05.05	8,80	56,6
CON.I.COS.	GARBOLI-REP ORD	SUCCESSIVA	26.04-19.05	0,92	8,9
OLIVETTI E TECNOST	TELECOM ITALIA ORD	PREVENTIVA	30.04-21.05	11,50	100,0
FIAT	TORO ASSICURAZIONI PRIV	VOLONTARIA	03.05-28.05	9,00	93,4
	TORO ASSICURAZIONI RNC			9,00	91,7
BCA ANTON. POP. VENETA	BCA CRED. POP. SIRACUSA ORD	PREVENTIVA	10.05-28.05	17,56	65,0
	BCA CRED. POP. SIRAC. OBBL. CONV.			5,85	65,0
FIAT	COMAU ORD	VOLONTARIA	28.05-25.06	3,25	34,4
FINAL	STAYER ORD	PREVENTIVA	16.06-06.07	1,05	95,8
CINQUEDI	CASTELGARDEN ORD	SUCCESSIVA	05.07-23.07	4,65	62,3
IRON BIP	ROMA VETUS FIN. (AUSILIARE) ORD	SUCCESSIVA	13.07-03.08	2,33	18,8
DOMUS ITALICA	RISANAMENTO NAPOLI ORD	SUCCESSIVA	14.07-03.08	20,73	41,4
	RISANAMENTO NAPOLI RNC			12,41	56,8
BCA ANTON. POP. VENETA	BNA ORD	SUCCESSIVA	26.07-10.09	2,53	49,7
	BNA PRIV			1,24	54,4
MIRAVAN LUXEMBURG SA	FIN.PART PRIV	VOLONTARIA	02.08-10.09	0,41	100,0
	FIN.PART RNC			0,46	100,0
RIVA ACQUISITION SA	RIVA FINANZIARIA ORD	COMUNICAZIONE ³	10.09	3,30	100,0
INTESA	BCA COMMERCIALE ITALIANA ORD	PREVENTIVA	27.09-15.10	7,70	70,0
	BCA COMMERCIALE ITALIANA RNC			7,70	70,0
INTEK	RIVA FINANZIARIA ORD	SUCCESSIVA	26.10-19.11	3,42	60,3
HOPA	INVESTIM. IMMOB. LOMBARDI ORD	SUCCESSIVA	02.11-29.11	2,64	25,4
NUOVA STRATEGIA	DEROMA HOLDING ORD	PREVENTIVA	08.11-26.11	7,08	100,0
ASSICURAZIONI GENERALI	INA ORD	PREVENTIVA	22.11-14.12	3,04	100,0
MILANO CENTRALE	UNIONE IMMOBILIARE ORD	PREVENTIVA	22.11-14.12	0,49	100,0
SPARTA	ZUCCHINI ORD	RESIDUALE	01.12-21.12	7,94	2,5

Fonte: Archivio Consob sui documenti di offerta. ¹ Prezzo offerto per azione in euro. Nel caso di offerte di scambio, salvo quanto esplicitamente indicato nel documento d'offerta, il corrispettivo in titoli è valutato al prezzo di mercato del giorno antecedente l'annuncio dell'offerta. ² In percentuale dei titoli emessi della stessa categoria. ³ Comunicazione ai sensi dell'art. 37, comma 1, Regolamento emittenti.

**ADESIONI ALLE OFFERTE PUBBLICHE DI ACQUISTO
REALIZZATE NEL 1999 SU SOCIETÀ QUOTATE**

SOCIETÀ OFFERENTE	AZIONI OGGETTO DELL'OFFERTA	TITOLI ACQUISTATI ¹	QUOTA POSSEDUTA DALL'OFFERENTE ²	VALORE OFFERTA ³
FINMECCANICA	FIAR ORD	55,7	92,2	2,5
ITALGAS	NAPOLETANA GAS ORD	84,4	99,7	2,8
	NAPOLETANA GAS AZ. GOD.	0,0	90,7	0,0
DE BENEDETTI & C. SAPA	AEDES ORD	21,4	86,8	2,3
	AEDES RNC	7,6	68,0	0,4
SPARTA	ZUCCHINI ORD	78,2	96,9	49,8
CON.I.COS.	GARBOLI-REP ORD	10,8	92,1	0,2
OLIVETTI E TECNOST	TELECOM ITALIA ORD	51,9	51,9	31.346,2
FIAT	TORO ASSICURAZIONI PRIV	76,2	77,8	101,0
	TORO ASSICURAZIONI RNC	87,1	88,2	439,8
BCA ANTONIANA POP.VENETA	BCA CRED.POP. SIRACUSA ORD	100,0	65,0	159,2
	BCA CRED. POP. SIRACUSA OBBL. CONV.	59,8	38,8	1,2
FIAT	COMAU ORD	79,6	93,0	62,3
FINAL	STAYER ORD	71,9	73,1	15,6
CINQUEDI	CASTELGARDEN ORD	95,1	96,9	96,4
IRON BIP	ROMA VETUS FIN. (AUSILIARE) ORD	62,4	92,9	2,6
DOMUS ITALICA	RISANAMENTO NAPOLI ORD	89,5	95,7	79,2
	RISANAMENTO NAPOLI RNC	85,6	91,8	12,4
BCA ANTONIANA POP.VENETA	BNA ORD	77,0	88,6	331,5
	BNA PRIV	76,2	87,0	87,8
MIRAVAN LUXEMBURG SA	FIN.PART PRIV	66,2	66,2	13,7
	FIN.PART RNC	58,5	58,5	11,1
INTESA	BCA COMMERCIALE ITALIANA ORD	100,0	70,0	9.617,7
	BCA COMMERCIALE ITALIANA RNC	100,0	70,0	56,0
INTEK	RIVA FINANZIARIA ORD	68,8	81,2	27,6
HOPA	INVESTIMENTI IMMOB. LOMBARDI ORD	0,0	74,6	0,0
NUOVA STRATEGIA	DEROMA HOLDING ORD	93,8	93,8	143,4
ASSICURAZIONI GENERALI	INA ORD	81,0	81,0	9.858,4
MILANO CENTRALE	UNIONE IMMOBILIARE ORD	89,1	89,1	2.044,6
SPARTA	ZUCCHINI ORD	76,0	99,4	2,0

Fonte: Avvisi della Borsa Italiana spa. ¹ In percentuale dei titoli richiesti. ² Dopo l'Opa, in percentuale del capitale sociale. ³ Valori in milioni di euro, calcolati sulla base del numero dei titoli effettivamente acquistati. Nel caso di offerte di scambio, salvo quanto esplicitamente indicato nel documento d'offerta, il corrispettivo in titoli è valutato al prezzo di mercato del giorno antecedente l'annuncio dell'offerta.

**CESSIONI DI PARTECIPAZIONI DI SOCIETÀ QUOTATE A CONTROLLO PUBBLICO
TRAMITE TRATTATIVA DIRETTA
(1996 - 1999)**

SOCIETÀ	ACQUIRENTE	DATA DI COMPLETAMENTO DELLA CESSIONE	QUOTA CEDUTA ¹	CONTROVALORE COMPLESSIVO ²	DATA DELL'OPA SUCCESSIVA ³
DALMINE	TECHINT SIDERCA	27.02.96	84,1	302	9.04.96
SEAT	ABN-AMRO BAIN CAPITAL COMIT BC PARTNERS CVC CAPITAL PARTNER INVESTITORI ASS. DE AGOSTINI SOFIPA	25.11.97	61,3 ⁴	1.643	—
BANCO DI NAPOLI ⁵	INA-BNL	11.06.97	60,0	62	—
SAN PAOLO ⁶	IFI/IFIL IMI BANCO SANTANDER REALE MUTUA ASSIC. MONTE PASCHI KREDIETBANK	23.04.97	19,0	1.150	—
	ALTRI ⁷ (INA, HDI, CREDIT LOC. FRANCE, CREDIT COMM. BELGIQUE)	24.04.97	3,0	260	
TELECOM ⁶	AT&T UNISOURCE IMI CREDIT CREDIT SUISSE ASS. GENERALI COMPAGNIA S.PAULO IFIL COMIT MONTE PASCHI FONDAZ. CARIPLO INA ALLEANZA ASS. ROLO BANCA	29-30.09.97	9,0	3.950 ⁸	—
BANCO DI ROMA ⁶	TORO ⁹ ALTRI ⁷	09.12.97 09.12.97	4,1 15,1	300 1.236,8	—
BNL ⁶	BANCO BILBAO VIZCAYA INA BCA POP VICENTINA	29.09.98	25,0	2.585	—
AUTOSTRADE	EDIZIONE HOLDING SPA FOND. CASSA RISP. TORINO AUTOPISTAS CONC. ESPANOLA SA INA UNICREDIT BRISA AUTOSTRADE DE PORTUGAL SA	09.03.00	30,0	4.870,7	—

Fonte: Consob e Ministero del tesoro, Relazione al Parlamento. Si veda la sezione Note metodologiche. ¹ In percentuale sul capitale ordinario. ² Valori in miliardi di lire. ³ Data di inizio dell'Opa. ⁴ La cessione ha riguardato anche lo 0,8 per cento del capitale rappresentato da azioni di risparmio. ⁵ Operazione effettuata mediante asta competitiva. ⁶ La data è relativa alla stipula dell'accordo. Dati riferiti al nucleo stabile. ⁷ Azionisti non facenti parte del nucleo stabile. ⁸ Il dato non comprende il corrispettivo della vendita dell'1,2 per cento di azioni ordinarie ad AT&T e Unisource, subordinata alla conclusione di alleanze strategiche con Telecom. ⁹ Il dato non include la cessione di obbligazioni convertibili per 333 miliardi.

SOCIETÀ PRIVATIZZATE IN BORSA INCLUSE NEL MIB30
(1999)

AZIONI ORDINARIE	CAPITALIZZAZIONE		SCAMBI		RAPPORTO DI TURNOVER ⁵	QUOTA DEL MERCATO ⁶		RAPPORTO DI TURNOVER ⁹	VARIAZIONE DEL PREZZO ¹⁰
	VALORE ¹	PESO ²	VALORE ³	PESO ⁴		VALORE ⁷	PESO ⁸		
TELECOM ITALIA	73,8	10,3	71,8	14,3	145,4	30,3	41,0	237,2	92,3
TIM	72,8	10,2	32,3	6,4	78,1	29,0	39,9	111,2	76,0
ENEL	50,1	7,0	8,1	1,6	93,8	15,9	31,7	50,9	- 33,0 ¹¹
ENI	43,6	6,1	35,8	7,1	78,3	27,5	63,1	130,2	- 2,1
UNICREDIT	24,4	3,4	19,0	3,8	82,6	14,5	59,4	131,3	- 3,5
SAN PAOLO IMI	18,8	2,6	15,3	3,0	82,2	11,7	61,9	131,4	- 8,1
SEAT	12,5	1,8	1,4	0,3	254,4	6,2	49,7	23,3	183,5 ¹⁰
COMIT	9,6	1,4	15,2	3,0	129,0	2,6	27,0	583,5	- 8,3
BCA M.P.SIENA	8,3	1,2	2,4	0,5	46,9	2,3	27,1	105,4	0,5 ¹⁰
AUTOSTRADE	8,0	1,1	3,3	0,7	39,5	5,6	70,0	58,8	44,6
AEM	7,0	1,0	4,1	0,8	99,4	2,7	38,7	152,1	94,3
BNL	6,9	1,0	6,8	1,4	105,3	5,0	72,1	137,4	29,6
BANCA DI ROMA	6,9	1,0	9,0	1,8	120,4	3,7	54,6	239,8	- 11,8

Fonte: Elaborazioni su dati Borsa Italiana spa e Consob. ¹ Valore in miliardi di euro. Dati al 31 dicembre 1999. ² Valori percentuali in rapporto alla capitalizzazione totale di borsa. ³ Valore in miliardi di euro. Controvalore degli scambi nel corso del 1999. ⁴ Valori percentuali in rapporto agli scambi totali in borsa. ⁵ Rapporto percentuale tra controvalore degli scambi e capitalizzazione media. ⁶ Quota del capitale votante non posseduta da azionisti rilevanti ai sensi dell'art. 120 del Tuf al 30 dicembre 1999. Le partecipazioni degli Oicr, anche se rilevanti, sono incluse nella quota del mercato. ⁷ Valore in miliardi di euro. ⁸ Valori in percentuale. ⁹ Rapporto percentuale tra il controvalore degli scambi e la quota del mercato. ¹⁰ Dal 31 dicembre 1998 al 31 dicembre 1999; valori in percentuale. ¹¹ Dalla data della prima quotazione.

Tav. aII.1

**NUMERO MEDIO DI AMMINISTRATORI PER DIMENSIONE E TIPO DI CONTROLLO
DELLE SOCIETÀ QUOTATE SUL MERCATO UFFICIALE**
(DATI A FINE 1999)

QUINTILE DI CAPITALIZZAZIONE	TIPO DI CONTROLLO				TOTALE
	DI DIRITTO	DI FATTO	PATTO DI SINDACATO	NON CONTROLLATE	
1	6,4	7,5	5,7	7,0	6,5
2	7,9	8,3	7,5	7,3	7,8
3	8,7	8,3	7,7	12,3	9,4
4	10,6	10,1	8,0	11,9	10,6
5	12,1	12,4	15,1	16,8	13,6
<i>TOTALE</i>	8,9	9,8	9,3	12,5	9,6

Tav. aII.2

**NUMERO MEDIO DI AMMINISTRATORI ESECUTIVI PER DIMENSIONE E TIPO DI CONTROLLO
DELLE SOCIETÀ QUOTATE SUL MERCATO UFFICIALE**
(DATI A FINE 1999)

QUINTILE DI CAPITALIZZAZIONE	TIPO DI CONTROLLO				TOTALE
	DI DIRITTO	DI FATTO	PATTO DI SINDACATO	NON CONTROLLATE	
1	2,1	2,5	1,7	2,0	2,1
2	2,3	2,5	2,8	3,3	2,5
3	2,3	2,3	2,7	4,6	2,8
4	3,5	3,0	3,0	4,7	3,6
5	3,8	3,0	5,6	4,3	4,0
<i>TOTALE</i>	2,7	2,7	3,3	4,2	3,0

Tav. aII.3

**L'INTERLOCKING NEI CONSIGLI DI AMMINISTRAZIONE
DELLE SOCIETÀ QUOTATE SUL MERCATO UFFICIALE**
(DATI A FINE 1999)

NUMERO CARICHE	NUMERO AMMINISTRATORI	NUMERO CARICHE		TOTALE CARICHE	NUMERO CARICHE	
		NEL GRUPPO	IN ALTRO GRUPPO		ESECUTIVE	NON ESECUTIVE
1	1.493	1.493	--	1.493	449	1.044
2	181	148	214	362	124	238
3	72	90	126	216	76	140
4	17	23	45	68	18	50
5	13	35	30	65	16	49
6	6	18	18	36	18	18
7	3	9	12	21	10	11
8	3	10	14	24	7	17
10	1	2	8	10	2	8

Tav. aII.4

IPOTESI DI REATI SOCIETARI SEGNALATE ALL'AUTORITÀ GIUDIZIARIA¹

TIPOLOGIA DI REATO	1995	1996	1997	1998	1999
FALSE COMUNICAZIONE SOCIALI	5	2	2	--	1
CONFLITTI D'INTERESSI	--	2	--	--	--
BANCAROTTA FRAUDOLENTA	4	1	--	--	--
FALSITÀ NELLA CERTIFICAZIONE DI BILANCIO	3	1	--	--	--

Fonte: Consob. ¹ Concernenti le società per azioni quotate e le società di revisione.

Tav. aII.5

**ATTIVITÀ DELLE SOCIETÀ DI REVISIONE
SUI BILANCI DI ESERCIZIO E CONSOLIDATI DELLE SOCIETÀ QUOTATE**

	1996	1997	1998
<i>CERTIFICAZIONI CON RICHIAMO DI INFORMATIVA</i>	328	197	197
<i>CERTIFICAZIONI RILASCIATE CON RILIEVI PER:</i>			
- ECCEZIONI	8	6	1
- SCOPE LIMITATION	4	3	2
- INCERTEZZE	--	3	--
- GOING CONCERN	--	--	--
<i>CERTIFICAZIONI NON RILASCIATE - TIPOLOGIA DEI MOTIVI:</i>			
- IMPOSSIBILITÀ A ESPRIMERE GIUDIZIO PER GRAVI LIMITAZIONI AL PROCESSO DI REVISIONE	1	--	1
- GIUDIZIO AVVERSO	1	--	1
- IMPOSSIBILITÀ A ESPRIMERE GIUDIZIO PER INCERTEZZE	2	1	--

Si veda la sezione Note metodologiche.

Tav. aII.6

CONCENTRAZIONE DEL MERCATO DELLA REVISIONE CONTABILE¹

	FATTURATO			NUMERO INCARICHI LEGALI		
	1996	1997	1998	1996	1997	1998
PRIMA SOCIETÀ	22,2	23,6	24,4	24,4	20,6	19,9
PRIME TRE SOCIETÀ	55,3	59,4	56,0	52,6	49,9	50,6
PRIME SEI SOCIETÀ	92,2	90,4	90,7	84,1	83,6	83,6

¹ Dati relativi alle società di revisione iscritte nell'albo speciale tenuto dalla Consob. Quote di mercato espresse in valore percentuale.

**STRUTTURA PROPRIETARIA DELLE SOCIETÀ AMMESSE A QUOTAZIONE
SUL MERCATO UFFICIALE**

(QUOTE PERCENTUALI DEL CAPITALE SOCIALE CON DIRITTO DI VOTO)

SOCIETÀ	PRIMA DELL'OFFERTA		DOPO L'OFFERTA		
	AZIONISTI DI CONTROLLO	AZIONISTI CON PIÙ DEL 2 PER CENTO	AZIONISTI DI CONTROLLO	AZIONISTI CON PIÙ DEL 2 PER CENTO	TOTALE AZIONISTI PREESISTENTI ¹
<i>MEDIA 1995</i>	79,4	96,0	56,1	62,6	66,2
<i>MEDIA 1996</i>	78,3	94,7	52,8	61,2	65,8
<i>MEDIA 1997</i>	81,2	90,8	55,6	61,3	63,3
<i>MEDIA 1998</i>	89,0	98,5	57,1	59,5	60,5
1999					
ACEA	100,0	100,0	51,0	51,0	51,0
AZ. COMASCA S.M.	100,0	100,0	75,0	75,0	75,0
BANCA PROFILO	47,3	94,4	32,6	65,0	68,9
BASIC NET	94,6	94,6	43,0	43,0	47,8
CREDITO ARTIGIANO	86,0	100,0	54,0	66,4	66,4
DUCATI MOTOR HOLDING	72,0	100,0	34,8	42,1	42,5
ENEL	100,0	100,0	68,3	68,3	68,3
FILATURA DI POLLONE	100,0	100,0	50,2	44,1	50,2
FINMATICA	100,0	100,0	64,7	64,7	64,7
GRANDI NAVI VELOCI	87,5	98,7	70,0	67,0	70,0
GRUPPO COIN	100,0	99,7	71,9	71,7	71,9
INTERBANCA	99,6	99,6	54,1	54,1	54,5
ITALDESIGN-GIUGIARO	100,0	100,0	60,0	60,0	60,0
MARCOLIN	79,7	96,8	63,7	68,9	71,6
MIRATO	66,0	100,0	50,9	58,1	58,1
MONTE PASCHI DI SIENA	100,0	100,0	73,2	73,2	73,2
OLIDATA	100,0	100,0	58,8	58,8	58,8
PERMASTEELISA	100,0	100,0	59,1	59,1	59,1
RONCADIN	99,4	98,4	62,5	61,6	63,0
TREVI FINANZIARIA	100,0	100,0	64,1	62,1	64,1
VEMER ELETTRONICA	98,0	87,1	54,1	47,5	54,9
<i>MEDIA 1999</i>	91,9	98,5	57,9	60,1	61,6

Fonte: Archivio Consob sui prospetti informativi. Si veda la sezione Note metodologiche. ¹ Oltre agli azionisti che esercitano il controllo e a quelli che detengono più del 2 per cento del capitale sociale, la colonna include anche gli azionisti, preesistenti alla quotazione, che detengono quote inferiori al 2 per cento.

TAV. aIII.2

**STRUTTURA PROPRIETARIA DELLE SOCIETÀ AMMESSE A QUOTAZIONE
SUL NUOVO MERCATO**

(QUOTE PERCENTUALI DEL CAPITALE SOCIALE CON DIRITTO DI VOTO)

SOCIETÀ	PRIMA DELL'OFFERTA		DOPO L'OFFERTA		
	AZIONISTI DI CONTROLLO	AZIONISTI CON PIÙ DEL 2 PER CENTO	AZIONISTI DI CONTROLLO	AZIONISTI CON PIÙ DEL 2 PER CENTO	TOTALE AZIONISTI PREESISTENTI ¹
GANDALF	77,0	77,0	43,0	34,1	50,2
OPENGATE	85,2	89,1	49,6	44,1	56,0
POLIGRAF. SAN FAUSTINO	100,0	100,0	66,7	58,3	66,7
PRIMA INDUSTRIE	--	97,9	--	40,5	42,8
TECNODIFFUSIONE	97,5	97,5	50,2	50,2	51,7
TISCALI	90,0	100,0	69,2	77,2	77,2
<i>MEDIA</i>	89,9	93,6	55,7	50,7	57,4

Fonte: Archivio Consob sui prospetti informativi. Si veda la sezione Note metodologiche. ¹ Oltre agli azionisti che esercitano il controllo e a quelli che detengono più del 2 per cento del capitale sociale, la colonna include anche gli azionisti, preesistenti alla quotazione, che detengono quote inferiori al 2 per cento.

TAV. aIII.3

SOCIETÀ AMMESSE A QUOTAZIONE IN BORSA: ESITI DELLE OFFERTE

	QUOTA ASSEGNATA AL PUBBLICO ¹	QUOTA ASSEGNATA AGLI INVESTITORI ISTITUZIONALI ITALIANI ¹	QUOTA ASSEGNATA AGLI INVESTITORI ISTITUZIONALI ESTERI ¹	RAPPORTO DOMANDA/OFFERTA	
				OFFERTA PUBBLICA	OFFERTA ISTITUZIONALE
MERCATO UFFICIALE					
1995	42,3	15,6	42,1	3,3	6,8
1996	40,5	24,3	35,2	4,0	5,9
1997	31,4	24,5	44,1	9,2	9,4
1998	44,4	27,2	28,4	4,5	18,0
1999	44,6	23,6	31,8	13,4	6,7
NUOVO MERCATO					
1999	27,3	32,6	40,2	28,0	9,5

Fonte: Consob. Si veda la sezione Note metodologiche. ¹ Dati ponderati per il valore delle offerte; valori in percentuale. I dati del 1999 relativi al mercato ufficiale non comprendono l'Enel.

TAV. aIII.4

L'ATTIVITÀ DI INVESTMENT BANKING NELLE OFFERTE FINALIZZATE ALLA QUOTAZIONE¹
(CONCENTRAZIONE DEL MERCATO)

	GLOBAL COORDINATOR ²			LEAD MANAGER ³		
	1997	1998	1999	1997	1998	1999
PRIMO SOGGETTO ⁴	36,8	20,7	25,9	57,0	58,5	45,9
PRIMI TRE SOGGETTI ⁴	71,0	59,8	71,7	79,0	87,6	74,2
PRIMI CINQUE SOGGETTI ⁴	89,0	74,6	81,2	91,4	93,0	84,5
NUMERO OPERAZIONI	10	15	26	10	15	26
VALORE OPERAZIONI ⁵	833	1.839	5.032	261	816	2.196

Fonte: Elaborazioni Consob su prospetti informativi. Si veda la sezione Note metodologiche. ¹ Gli indicatori di concentrazione sono basati sul controvalore delle offerte realizzate sul mercato ufficiale. I dati del 1999 tengono conto anche delle offerte realizzate sul Nuovo Mercato, ma non comprendono l'offerta dell'Enel. ² Dati riferiti alle offerte globali. ³ Dati riferiti alle sole offerte pubbliche in Italia. ⁴ Valori in percentuale. ⁵ Valori in milioni di euro.

TAV. aIII.5

COLLOCAMENTO DI AZIONI E OBBLIGAZIONI CONVERTIBILI DI SOCIETÀ QUOTATE
(MILIONI DI EURO)

DESTINATARI DELL'OFFERTA	EMISSIONI DI NUOVI TITOLI			OFFERTE DI TITOLI GIÀ IN CIRCOLAZIONE			TOTALE		
	1997	1998	1999 ¹	1997	1998	1999 ¹	1997	1998	1999 ¹
PUBBLICO	1.122	390	413	11.616	7.054	14.433	12.738	7.444	14.846
DIPENDENTI	104	319	221	1.389	446	884	1.493	765	1.105
INVESTITORI ISTITUZIONALI	226	1.087	802	5.422	3.773	10.478	5.648	4.860	11.280
AZIONISTI	3.948	7.084	21.736	--	--	--	3.948	7.084	21.736
<i>TOTALE</i>	<i>5.400</i>	<i>8.879</i>	<i>23.171</i>	<i>18.427</i>	<i>11.273</i>	<i>25.795</i>	<i>23.827</i>	<i>20.152</i>	<i>48.966</i>
<i>NUMERO OFFERTE</i>	<i>21</i>	<i>39</i>	<i>84</i>	<i>12</i>	<i>16</i>	<i>61</i>	<i>33</i>	<i>55</i>	<i>145</i>

Fonte: Archivio Consob sui prospetti informativi e avvisi della Borsa Italiana spa. Si veda la sezione Note metodologiche.
¹ Mercato ufficiale e Nuovo Mercato.

COLLOCAMENTO DI TITOLI OBBLIGAZIONARI QUOTATI
(MILIONI DI EURO)

DESTINATARI DELL'OFFERTA	1996	1997	1998	1999
PUBBLICO	6.573	6.728	9.730	6.734
DIPENDENTI	--	--	--	--
INVESTITORI ISTITUZIONALI	247	--	52	--
AZIONISTI	11	--	56	7
<i>TOTALE</i>	<i>6.830</i>	<i>6.728</i>	<i>9.837</i>	<i>6.741</i>
<i>DI CUI EMISSIONI BANCARIE</i>	<i>4.584</i>	<i>6.463</i>	<i>9.601</i>	<i>6.335</i>
<i>NUMERO OPERAZIONI</i>	<i>35</i>	<i>28</i>	<i>55</i>	<i>51</i>

Fonte: Archivio Consob sui prospetti informativi e avvisi della Borsa Italiana spa. Si veda la sezione Note metodologiche.

TITOLI DI STATO E OBBLIGAZIONI PRIVATE QUOTATE

	1995	1996	1997	1998	1999
<i>TITOLI QUOTATI</i> ¹					
TITOLI DI STATO	638,5	909,5	926,4	949,9	962,4
OBBLIGAZIONI	30,2	36,9	46,1	52,3	61,1
<i>TOTALE TITOLI QUOTATI</i>	<i>668,7</i>	<i>946,4</i>	<i>972,5</i>	<i>1.002,2</i>	<i>1.023,5</i>
<i>TITOLI EMESSI</i> ¹					
TITOLI DI STATO	941,0	993,3	1.005,6	1.079,1	1.114,2 ²
OBBLIGAZIONI	123,6	157,2	206,8	237,2	249,6 ²
<i>TOTALE TITOLI EMESSI</i>	<i>1.064,6</i>	<i>1.150,5</i>	<i>1.212,4</i>	<i>1.316,3</i>	<i>1.363,8²</i>
<i>TURNOVER DEI TITOLI QUOTATI</i> ³					
TITOLI DI STATO	13,3	15,2	18,0	16,9	15,8
OBBLIGAZIONI	16,2	19,8	20,6	27,3	22,8

Fonte: Elaborazioni su dati Banca d'Italia e Borsa Italiana spa. ¹ Consistenze a fine periodo calcolate sulla base dei capitali nominali. Valori in miliardi di euro. ² Dati a fine ottobre 1999. ³ Rapporto fra controvalore degli scambi nel periodo e consistenze a fine periodo. Dati in percentuale.

INDICATORI DEL MERCATO AZIONARIO ITALIANO

	1995	1996	1997	1998	1999
MERCATO UFFICIALE					
CAPITALIZZAZIONE ¹	168,1	199,4	309,9	484,1	714,1
SCAMBI DI TITOLI AZIONARI ¹	72,5	80,8	174,3	423,0	503,0
NUMERO DI SOCIETÀ QUOTATE (DOMESTICHE)	217	213	209	219	241
NUMERO DI SOCIETÀ NEOQUOTATE (DOMESTICHE)	14	14	14	25	28
NUMERO DI SOCIETÀ CANCELLATE (DOMESTICHE)	16	18	18	15	6
AUMENTI DI CAPITALE (INCLUDE OFFERTE INIZIALI) ¹	4,4	2,3	5,4	8,9	23,4
OPV ¹	3,4	5,6	18,4	11,4	24,3
OPA ¹	1,1	0,7	1,0	2,0	49,0
VARIAZIONE DEL MIB STORICO ²	- 6,9	13,1	58,2	41,0	22,3
RAPPORTO DIVIDENDI - PREZZI ²	1,8	2,1	1,7	1,6	1,5
RAPPORTO UTILI - PREZZI ²	7,0	6,9	4,6	3,9	3,4
MERCATO RISTRETTO					
CAPITALIZZAZIONE ¹	3,6	3,3	4,8	4,1	5,4
SCAMBI DI TITOLI AZIONARI ¹	0,4	0,4	0,7	2,2	0,9
NUMERO DI SOCIETÀ QUOTATE	33	31	26	20	17
NUOVO MERCATO					
CAPITALIZZAZIONE ¹	—	—	—	—	7,0
SCAMBI DI TITOLI AZIONARI ¹	—	—	—	—	3,5
NUMERO DI SOCIETÀ QUOTATE (DOMESTICHE)	—	—	—	—	6
AUMENTI DI CAPITALE (INCLUDE OFFERTE INIZIALI) ¹	—	—	—	—	0,2
OPV ¹	—	—	—	—	0,04
VARIAZIONE DELL'INDICE NM ²	—	—	—	—	536 ³

Fonte: Borsa Italiana spa, Consob, Primark. ¹ Valori in miliardi di euro. ² Valori in percentuale. ³ Dal 17 giugno 1999 al 30 dicembre 1999.

Tav. aV.1

**RICHIESTE DI DATI E NOTIZIE
IN MATERIA DI INFORMAZIONI PRIVILEGIATE E AGGIOTAGGIO**

SOGGETTI DESTINATARI DELLE RICHIESTE	1997	1998	1999
INTERMEDIARI AUTORIZZATI ¹	220	324	416
SOCIETÀ QUOTATE E LORO CONTROLLANTI	37	14	22
SOGGETTI PRIVATI	49	50	48 ²
PUBBLICHE AMMINISTRAZIONI	22	10	--
AUTORITÀ ESTERE	11	17	21
<i>TOTALE</i>	<i>339</i>	<i>415</i>	<i>507</i>

¹ Banche, Sim, società di gestione del risparmio, agenti di cambio. ² In 10 casi si è proceduto anche all'audizione dei soggetti interessati; nei restanti 38 casi ci si è limitati alla richiesta di dati e notizie.

Tav. aV.2

**OPERATORI COINVOLTI IN IPOTESI DI ABUSO DI INFORMAZIONI PRIVILEGIATE
E DI AGGIOTAGGIO SEGNALATE ALL'AUTORITÀ GIUDIZIARIA**

	ABUSO DI INFORMAZIONI PRIVILEGIATE			AGGIOTAGGIO		
	1997	1998	1999	1997	1998	1999
INTERMEDIARI AUTORIZZATI ¹	11	17	21	3	7	10
<i>INSIDERS</i> ISTITUZIONALI ²	12	31	26	21	2	5
ALTRI SOGGETTI ³	41	34	56	--	--	34
OPERATORI ESTERI	17	32	48	--	2	2
<i>TOTALE</i>	<i>81</i>	<i>114</i>	<i>151</i>	<i>24</i>	<i>11</i>	<i>51</i>

¹ Banche, Sim, società di gestione del risparmio, agenti di cambio. ² Soci, amministratori, dirigenti di società quotate.

³ Si tratta dei cosiddetti *insiders* secondari e dei *tippees* (ex art. 180, comma 2, del Tuf).

SEGNALAZIONI ALL'AUTORITÀ GIUDIZIARIA NEL 1999
DISTRIBUZIONE DEI CASI IN RELAZIONE ALLA CAPITALIZZAZIONE DELLE SOCIETÀ¹
 (VALORI PERCENTUALI)

CLASSI DI CAPITALIZZAZIONE (QUARTILI)	ABUSO DI INFORMAZIONI PRIVILEGIATE	AGGIOTAGGIO
Q1	36,4	57,1
Q2	9,1	--
Q3	18,2	--
Q4	36,3	42,9

¹ L'appartenenza di un titolo al rispettivo quartile è computata sulla base della sua capitalizzazione al momento in cui si riferiscono i fatti contestati.

TAV. aVI.1

GESTIONI PATRIMONIALI DI SIM E BANCHE
(COMPOSIZIONE PERCENTUALE DEI PATRIMONI)

	SIM ¹			BANCHE		
	1997	1998	1999 ²	1997	1998	1999 ²
TITOLI DI STATO	48,7	40,3	33,5	60,6	44,4	37,4
OBBLIGAZIONI ITALIANE	7,2	5,1	5,1	6,1	3,5	5,0
OBBLIGAZIONI ESTERE	10,7	8,7	10,3	6,0	6,0	6,0
AZIONI	13,3	10,0	11,6	4,8	5,2	5,1
QUOTE DI OICR	17,5	33,9	36,6	19,0	36,8	41,8
LIQUIDITÀ E ALTRI VALORI MOBILIARI	2,6	2,0	2,9	3,5	4,1	4,7
<i>TOTALE</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>

Fonte: Elaborazioni Consob su dati Banca d'Italia. ¹ Sono incluse le società fiduciarie. ² Dati relativi al primo semestre.

TAV. aVI.2

OFFERTA FUORI SEDE DI STRUMENTI FINANZIARI
(VALORI IN PERCENTUALE)

	SIM			BANCHE		
	1997	1998	1999 ¹	1997	1998	1999 ¹
TITOLI DI STATO	0,2	6,2	1,9	1,5	0,6	0,4
TITOLI OBBLIGAZIONARI	3,9	5,5	1,7	2,2	1,5	1,3
AZIONI E QUOTE	1,5	1,8	2,8	0,9	3,1	1,8
QUOTE DI OICR	92,1	85,0	92,6	88,3	91,0	94,7
ALTRI VALORI MOBILIARI	2,3	1,5	1,0	7,1	3,8	1,8
<i>TOTALE</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>

Fonte: Elaborazione Consob su dati Banca d'Italia. ¹ Dati relativi al primo semestre.

TAV. aVI.3

SIM: ISCRIZIONI E CANCELLAZIONI DALL'ALBO¹
(1991-1999)

ANNI	SIM ISCRITTE ALL'ALBO	ENTRATE	USCITE	TURNOVER ²
1991	255	255	—	—
1992	356	110	9	39,6
1993	326	19	49	- 8,4
1994	289	12	49	- 11,3
1995	284	20	25	- 1,7
1996	236	4	52	- 16,9
1997	212	3	27	- 10,2
1998	191	9	30	- 9,9
1999	183	12	20	- 4,2
	<i>TOTALE</i>	<i>444</i>	<i>261</i>	

Fonte: Albo Sim. ¹ Sono incluse le società fiduciarie. ² Rapporto tra le nuove iscrizioni all'albo al netto delle cancellazioni e il totale degli iscritti all'albo nell'anno precedente. Valori in percentuale.

TAV. aVI.4

INTERMEDIARI PER SERVIZI DI INVESTIMENTO AUTORIZZATI

	SIM			BANCHE		
	1997	1998	1999	1997	1998	1999
<i>NUMERO SOGGETTI AUTORIZZATI</i>	212	191	183	829	806	813
NEGOZIAZIONE PER CONTO PROPRIO	81	69	60	560	569	607
NEGOZIAZIONE PER CONTO TERZI	83	72	65	543	547	544
COLLOCAMENTO CON PREVENTIVA SOTTOSCRIZIONE ¹	44	38	37	224	240	276
COLLOCAMENTO SENZA PREVENTIVA SOTTOSCRIZIONE ¹	117	106	111	545	585	737
GESTIONE SU BASE INDIVIDUALE	113	102	70	192	220	256
RICEZIONE E TRASMISSIONE DI ORDINI E MEDIAZIONE	90	80	75	824	805	798

Fonte: Albo Sim; Banca d'Italia. ¹ Include collocamento con acquisto a fermo, ovvero assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente.

**STRUTTURA DEL MERCATO DEI FONDI MOBILIARI APERTI IN ITALIA:
OPERATORI DI DIRITTO NAZIONALE¹**
(SITUAZIONE AL 31 DICEMBRE)

	1996	1997	1998	1999
SOCIETÀ DI GESTIONE DI FONDI APERTI OPERATIVE	53	53	59	54
<i>FONDI OPERATIVI</i>				
- AZIONARI	235	277	321	356
- BILANCIATI	57	53	57	61
- OBBLIGAZIONARI	239	296	325	337
- DI LIQUIDITÀ	—	—	—	33
- FLESSIBILI	—	—	—	29
<i>TOTALE</i>	<i>531</i>	<i>626</i>	<i>703</i>	<i>816</i>
<i>RACCOLTA NETTA LIRE²</i>				
- AZIONARI	- 4,0	30,0	46,5	62,2
- BILANCIATI	- 2,7	6,3	23,4	30,5
- OBBLIGAZIONARI	64,7	106,8	242,9	7,0
- DI LIQUIDITÀ	—	—	—	13,3
- FLESSIBILI	—	—	—	5,3
<i>TOTALE LIRE²</i>	<i>58,0</i>	<i>143,1</i>	<i>312,8</i>	<i>118,3</i>
<i>EURO³</i>			<i>161,5</i>	<i>61,1</i>
<i>PATRIMONIO LIRE²</i>				
- AZIONARI	34,7	78,0	143,2	271,8
- BILANCIATI	12,9	22,2	55,9	99,0
- OBBLIGAZIONARI	149,3	267,2	521,7	498,0
- DI LIQUIDITÀ	—	—	—	40,9
- FLESSIBILI	—	—	—	10,6
<i>TOTALE LIRE²</i>	<i>197,0</i>	<i>367,4</i>	<i>720,8</i>	<i>920,3</i>
<i>EURO³</i>			<i>372,3</i>	<i>475,3</i>

Fonte: Assogestioni e Consob. Si veda la sezione Note metodologiche. ¹ I dati riportati comprendono anche le Sicav.
² Valori in migliaia di miliardi. ³ Valori in miliardi.

TAV. aVI.6

**STRUTTURA DEL MERCATO DEGLI OICR IN ITALIA:
OPERATORI DI DIRITTO ESTERO**
(SITUAZIONE AL 31 DICEMBRE)

	1996	1997	1998	1999
<i>SOCIETÀ DI DIRITTO ESTERO</i> ¹	64	78	102	123
DI CUI CON SEDE LEGALE IN:				
- LUSSEMBURGO	53	65	86	104
- BELGIO	--	2	2	2
- GERMANIA	1	1	1	1
- FRANCIA	9	9	9	10
- IRLANDA	1	1	4	5
- AUSTRIA	--	--	--	1
<i>FONDI/COMPARTI COMMERCIALIZZATI IN ITALIA</i>	446	603	833	1.134

Fonte: Archivio Consob sui prospetti informativi. ¹ Società che offrono al pubblico in Italia parti di organismi di investimento collettivo rientranti nell'ambito di applicazione delle direttive comunitarie.

TAV. aVI.7

FONDI MOBILIARI CHIUSI DI DIRITTO ITALIANO
(SITUAZIONE AL 31 DICEMBRE)

	1996	1997	1998	1999
NUMERO FONDI ¹	4	7	9	9
- DI CUI OPERATIVI ²	4	4	8	9
PATRIMONIO NETTO LIRE ³	720	890	1.100	1.100
EURO ⁴			568	568
INVESTIMENTI IN ESSERE ⁵	125	545	770	918
- DI CUI IN AZIONI NON QUOTATE ⁵	26	86	231	445

Fonte: Rendiconti annuali e relazioni semestrali. Si veda la sezione Note metodologiche. ¹ Numero di fondi che hanno depositato il prospetto informativo. ² Fondi che hanno completato l'attività di raccolta. ³ Patrimonio nominale; valori in miliardi. ⁴ Patrimonio nominale; valori in milioni. ⁵ Valori in miliardi di lire. Il dato del 1998 è riferito a 6 fondi, in quanto al 31 dicembre 2 fondi non avevano investimenti in essere.

FONDI PENSIONE APERTI PER TIPOLOGIA DI SOGGETTO ISTITUTORE
(SITUAZIONE AL 31 DICEMBRE)

	1998	1999
FONDI ¹	18	65
DI CUI ISTITUITI DA:		
- BANCHE	1	3
- COMPAGNIE DI ASSICURAZIONE	8	34
- SIM	1	3
- SGR	8	25
LINEE DI INVESTIMENTO CON MINIMO GARANTITO ²	14	67
ATTIVO NETTO ³		
- AZIONARI ⁴	....	70
- BILANCIATI ⁴	....	81
- OBBLIGAZIONARI ⁴	....	48
<i>TOTALE LIRE⁴</i>	<i>31</i>	<i>199</i>
<i>EURO⁵</i>	<i>16</i>	<i>103</i>

Fonte: Archivio Consob sui prospetti informativi e Commissione di vigilanza sui fondi pensione. Si veda la sezione Note metodologiche. ¹ Si fa riferimento ai fondi per i quali è stato depositato il prospetto informativo. ² Garanzia di restituzione del capitale o di rendimento minimo. ³ Attivo netto destinato alle prestazioni riferito a fondi con almeno un iscritto. I dati del 1999 sono riferiti al 30 settembre. ⁴ Valori in miliardi di lire. ⁵ Valori in milioni di euro.

GESTIONE SPECIALE DEL FONDO NAZIONALE DI GARANZIA
(SITUAZIONE AL 31 DICEMBRE 1999)

VOCI	SIM	AGENTI DI CAMBIO	FIDUCIARIE	TOTALE	
INSOLVENZE ¹	1992	1	--	--	1
	1993	5	1	3	9
	1994	4	--	--	4
	1995	3	1	--	4
	1996	4	2	--	6
	1997	1	--	--	1
<i>TOTALE INSOLVENZE</i>		18	4	3	25
NUMERO TOTALE CREDITORI AMMESSI		7.070	2.220	304	9.594
IMPORTO TOTALE CREDITI AMMESSI ²		359.284	329.399	23.585	712.268
NUMERO ISTANZE PERVENUTE AL FONDO		4.384	1.208	206	5.798
IMPORTO CREDITI ISTANZE PERVENUTE AL FONDO ²		324.163	233.299	22.888	580.350
<i>INDENNIZZI RELATIVI ALLE ISTANZE PERVENUTE²</i>		80.437	57.385	5.723	143.545
- INDENNIZZI IMPEGNATI A FRONTE DEL PATRIMONIO DISPONIBILE		67.346	8.276	5.723	81.345
- RESIDUI INDENNIZZI DA IMPEGNARE		13.091	49.109	--	62.200

Fonte: Elaborazioni Consob su dati Fondo nazionale di garanzia. ¹ Il cui stato passivo sia stato depositato anteriormente al 1° febbraio 1998. ² Valori in milioni di lire.

ISCRIZIONI E CANCELLAZIONI DALL'ALBO DEI PROMOTORI
(1995-1999)

ANNI	PROMOTORI ISCRITTI ALL'ALBO ¹	ENTRATE ²	USCITE ²	<i>TURNOVER</i> ³
1995	25.902	4.512	1.344	14,8
1996	27.105	3.236	1.443	6,9
1997	27.994	2.922	1.961	3,5
1998	33.063	6.358	1.402	17,7
1999	42.810	10.383 ⁴	1.278	27,5

Fonte: Albo promotori. ¹ Al 31 dicembre di ogni anno. ² Nel dato non sono considerati i provvedimenti di revoca di precedenti delibere di iscrizione e cancellazione. ³ Rapporto tra le nuove iscrizioni all'albo al netto delle cancellazioni e il totale degli iscritti all'albo nell'anno precedente. Valori in percentuale. ⁴ Di cui 1.800 iscritti di diritto ai sensi dell'art. 3 del d.m. 322/1997.

PROVVEDIMENTI DI CANCELLAZIONE DALL'ALBO DEI PROMOTORI

ANNI	SU PROPOSTA DELLE COMMISSIONI REGIONALI	SU INIZIATIVA CONSOB	ALTRE CAUSE
1995	746	34	564
1996	603	22	818
1997	997	40	924
1998	240	90 ¹	1.072 ³
1999	--	665 ²	613 ⁴
<i>TOTALE</i>	<i>2.586</i>	<i>851</i>	<i>3.991</i>

Fonte: Albo promotori. ¹ Di cui 86 provvedimenti di radiazione e 4 provvedimenti di revoca dell'iscrizione all'albo. ² Di cui 70 provvedimenti di radiazione, 3 provvedimenti di revoca dell'iscrizione all'albo, 560 cancellazioni per omesso pagamento, 4 per perdita dei requisiti, 28 per decesso del soggetto. ³ Di cui 1.044 su istanza di parte. ⁴ Su istanza di parte.

**RICORSI PRESENTATI AVANTI AL GIUDICE AMMINISTRATIVO CONTRO I PROVVEDIMENTI
DELL'ISTITUTO E DEL MINISTRO DEL TESORO SU PROPOSTA DELL'ISTITUTO
NEGLI ANNI 1997-1999**

TIPOLOGIA RICORRENTI	RICORSI	OGGETTO ATTO	ESITO AL 31 DICEMBRE 1999 ¹	
			RICORSO AL TAR	APPELLO AL CONSIGLIO DI STATO
ANNO 1997				
PROMOTORI	4	CANCELLAZIONE ALBO	RESPINTO (1) RESPINTA SOSPENSIVA (1) IN CORSO (2)	IN CORSO (1) IN CORSO (1)
PROMOTORI	6	SOSPENSIONE ATTIVITÀ	RESPINTA SOSPENSIVA (4) IN CORSO (2)	IN CORSO (1)
PROMOTORI	1	DINIEGO DI ISCRIZIONE	IN CORSO (1)	
SIM	1	PROVVEDIMENTO CAUTELARE EX ART. 31 D.LGS. 415/1996	RESPINTA SOSPENSIVA (1)	
	2	AMM.NE STRAORDINARIA ²	RESPINTA SOSPENSIVA (2)	
SOCIETÀ DI REVISIONE	2	INTIMAZIONE A NON AVVALERSI DI SOCIO	RESPINTA SOSPENSIVA (2)	RESPINTO APPELLO RICORRENTE (2)
ASSOCIAZIONE DI PROMOTORI	1	REGOLAMENTO ALBO E ATTIVITÀ PROMOTORI	IN CORSO (1)	
SOCIETÀ QUOTATA	2	REVOCA QUOTAZIONE	IN CORSO (2)	
COMITATO AZIONISTI SOCIETÀ NON QUOTATA	1	SOSPENSIONE ABUSIVA SOLLECITAZIONE	IN CORSO (1)	
AGENTI DI CAMBIO	1	RICHIAMO EX ART. 7, CO. 1, LETT. A), LEGGE 157/1991	ACCOLTA SOSPENSIVA (1)	
	1	ESCLUSIONE BORSA	ACCOLTA SOSPENSIVA (1)	
	2	D.M.SOSPENSIONE ATTIVITÀ	RESPINTA SOSPENSIVA (2)	RESPINTO APPELLO RICORRENTE (2)
	1	DELIBERA CONSOB OGGETTO CONTRATTI A PREMIO	IN CORSO (1)	
<i>TOTALE</i>	25			

RICORSO STRAORDINARIO AL CAPO DELLO STATO

PROMOTORI	1	SOSPENSIONE ATTIVITÀ	RESPINTO (1)
-----------	---	----------------------	--------------

¹ Tra parentesi è indicato il numero dei casi. Accolta sospensiva/respinta sospensiva indica l'ordinanza di natura cautelare e provvisoria con la quale il Tar si pronuncia in ordine all'istanza del ricorrente di sospensione degli effetti del provvedimento impugnato. ² Il ricorso impugna sia la proposta della Consob, sia il provvedimento finale del Ministero del tesoro.

APPENDICE

- SEGUE TAV. aVII.1 -

TIPOLOGIA RICORRENTI	RICORSI	OGGETTO ATTO	ESITO AL 31 DICEMBRE 1999	
			RICORSO AL TAR	APPELLO AL CONSIGLIO DI STATO
ANNO 1998				
PROMOTORI	14 ³	RADIAZIONE	ACCOLTA SOSPENSIVA (4) RESPINTA SOSPENSIVA (3) ACCOLTO (2) RESPINTO (2) IN CORSO (3)	RESPINTO APPELLO RICORRENTE (3)
PROMOTORI	14 ⁴	SOSPENSIONE SANZIO- NATORIA	ACCOLTA SOSPENSIVA (4) RESPINTA SOSPENSIVA (2) IN CORSO (8)	
PROMOTORI	9	SOSPENSIONE CAUTELARE	ACCOLTA SOSPENSIVA (1) RESPINTA SOSPENSIVA (4) IN CORSO (4)	RESPINTO APPELLO RICORRENTE (1)
PROMOTORI	2	CANCELLAZIONE DALL'ALBO	ACCOLTA SOSPENSIVA (1) IN CORSO (1)	ACCOLTO APPELLO CONSOB (1)
PROMOTORI	2	DINIEGO ACCESSO ATTI	RESPINTO (2)	IN CORSO (1) ⁵
PROMOTORI	1 ⁶	DINIEGO ISCRIZIONE	IN CORSO (1)	
PROMOTORI	1	DELIBERA DI ANNUL- LAMENTO RADIAZIONE	IN CORSO (1)	
SIM	1	LIQUIDAZIONE COATTA AMM.VA	RESPINTA SOSPENSIVA (1)	
SIM	2	AMM.NE STRAORDINARIA	RESPINTA SOSPENSIVA (2)	
SIM	1	DINIEGO ESTENSIONE AUTORIZZAZIONE	IN CORSO (1)	
SIM	1	DINIEGO ACCESSO ATTI	RESPINTO (1)	RESPINTO APPELLO RICORRENTE (1)
SIM	1	ACCERTAMENTO DEL PROVV. IMPLICITO DI CANCELLAZIONE	RESPINTA SOSPENSIVA (1)	

³ In 3 casi, il ricorso è stato presentato anche avanti al Pretore. In altri 5 casi, il ricorso è stato presentato al Tar incompetente; il Consiglio di Stato, in altrettanti regolamenti di competenza, ha stabilito la competenza del Tar del Lazio.

⁴ In 9 casi, il ricorso è stato presentato anche avanti al Pretore. In un ulteriore caso, il ricorso è stato presentato da un intermediario avverso 14 provvedimenti sanzionatori adottati nei confronti di altrettanti promotori finanziari, di cui 4 di radiazione e 10 di sospensione sanzionatoria. ⁵ Giudizio sospeso, essendo stata sollevata questione di legittimità costituzionale dell'art. 4, comma 10, del Tuf. ⁶ Il ricorso è stato presentato contro la Commissione regionale del Lazio per l'albo dei promotori finanziari.

- SEGUE -

RELAZIONE PER L'ANNO 1999

- *SEGUE TAV. aVII.1* -

TIPOLOGIA RICORRENTI	RICORSI	OGGETTO ATTO	ESITO AL 31 DICEMBRE 1999	
			RICORSO AL TAR	APPELLO AL CONSIGLIO DI STATO
AGENTI DI CAMBIO	2	SOSPENSIONE SANZIONATORIA ⁷	RESPINTA SOSPENSIVA (2)	
SOCIETÀ DI REVISIONE	2	INTIMAZIONE A NON AVVALERSI DI SOCIO	RESPINTA SOSPENSIVA (1) RESPINTA SOSPENSIVA (1)	RESPINTO APPELLO RICORRENTE (1)
MEMBRO CDA	1	DISPOSIZIONI REGOLAMENTARI ⁸	RESPINTO (1)	
AZIONISTA SOCIETÀ QUOTATA	1	DINEGO ACCESSO ATTI	RESPINTO (1)	
ALTRI	2	DISPOSIZIONI REGOLAMENTARI ⁹	RESPINTA SOSPENSIVA (1) IN CORSO (1)	
ALTRI	1	PROVVEDIMENTO ANTITRUST PUBBLICITÀ INGANNEVOLE	RESPINTA SOSPENSIVA (1)	
<i>TOTALE</i>	58			

ANNO 1999

PROMOTORI	14 ¹⁰	RADIAZIONE	ACCOLTA SOSPENSIVA (5) RESPINTA SOSPENSIVA (9)	ACCOLTO APPELLO CONSOB (2)
PROMOTORI	11 ¹¹	SOSPENSIONE SANZIONATORIA	ACCOLTA SOSPENSIVA (4) RESPINTA SOSPENSIVA (1) IN CORSO (6)	ACCOLTO APPELLO CONSOB (1)
PROMOTORI	5	SOSPENSIONE CAUTELARE	ACCOLTA SOSPENSIVA (1) RESPINTA SOSPENSIVA (2) IN CORSO (2)	

⁷ Provvedimenti disciplinari adottati dal Ministero del tesoro. ⁸ Art. 32 del Regolamento Consob 11520/1998. ⁹ Art. 80, comma 1, lett. a), del Regolamento Consob 11522/1998 e art. 5 del Regolamento Consob 11523/1998. ¹⁰ In 3 casi, il ricorso è stato presentato anche avanti il Pretore. ¹¹ Un ricorso è stato presentato congiuntamente da 2 promotori finanziari e un altro da 7 promotori. In 2 casi, il ricorso è stato presentato anche al pretore. Il ricorso di un promotore finanziario è stato presentato avanti a un Tar incompetente; il Consiglio di Stato, in sede di regolamento di competenza, ha dichiarato competente il Tar del Lazio. In un caso, il ricorso è stato presentato da un intermediario avverso 8 provvedimenti sanzionatori adottati nei confronti di altrettanti propri promotori finanziari.

- *SEGUE* -

- SEGUE TAV. aVII.1 -

TIPOLOGIA RICORRENTI	RICORSI	OGGETTO ATTO	ESITO AL 31 DICEMBRE 1999	
			RICORSO AL TAR	APPELLO AL CONSIGLIO DI STATO
PROMOTORI	2	DINIEGO ACCESSO ATTI	RESPINTO (1) IN CORSO (1) ¹²	
PROMOTORI	2 ¹³	DINIEGO ISCRIZIONE	RESPINTA SOSPENSIVA (1) IN CORSO (1)	
SIM	1 ¹⁴	SANZIONE AMM.VA PECUNIARIA	IN CORSO (1)	
SIM	2 ¹⁵	AMM.NE STRAORDINARIA	RESPINTA SOSPENSIVA (2)	
SIM	1	DINIEGO ACCESSO ATTI	RESPINTO (1)	
AGENTI DI CAMBIO	1	SOSPENSIONE CAUTELARE	RESPINTA SOSPENSIVA (1)	
AGENTI DI CAMBIO	2	DECADENZA DAL RUOLO	ACCOLTA SOSPENSIVA (1) IN CORSO (1)	
SOCIETÀ DI REVISIONE	1	DELIBERA AUTOFINAN- ZIAMENTO	IN CORSO (1)	
SOCIETÀ DI REVISIONE	1	DINIEGO ACCESSO ATTI	ACCOLTO (1) ¹⁶	
SOCIETÀ QUOTATA	1	DISPOSIZIONI REGO- LAMENTARI ¹⁷ E NOTA CONSOB	ACCOLTA SOSPENSIVA (1)	RESPINTO APPELLO CONSOB (1) ¹⁸
ALTRI	3	DISPOSIZIONI REGO- LAMENTARI	IN CORSO (3)	
ALTRI	2 ¹⁹	PROVVEDIMENTO ANTITRUST PUBBLICITÀ INGANNEVOLE	RESPINTA SOSPENSIVA (2)	RESPINTO APPELLO (2)
<i>TOTALE</i>	<i>49</i>			

¹² Giudizio sospeso, essendo stata sollevata questione di legittimità costituzionale dell'art. 4, comma 10, del Tuf. ¹³ In 2 ulteriori casi, la Consob - alla quale sono stati notificati i ricorsi - non si è costituita in quanto il ricorso ha ad oggetto il provvedimento di diniego adottato dalla Commissione del Lazio per l'albo dei promotori finanziari. ¹⁴ La Sim ha presentato anche opposizione alla Corte d'Appello avverso il provvedimento sanzionatorio. ¹⁵ Trattasi di 2 ricorsi - presentati, il primo, dalla Sim e il secondo, dai suoi esponenti - avverso un unico provvedimento di amministrazione straordinaria. ¹⁶ Parzialmente. ¹⁷ Art. 35, lett. c), e art. 37, Regolamento emittenti 11971/1999. ¹⁸ Parzialmente. ¹⁹ In un ulteriore caso, la Consob - alla quale è stato notificato il ricorso - non si è costituita, in quanto il ricorso ha ad oggetto l'annullamento del decreto del Ministero del tesoro 468/1998.

**IMPUGNAZIONI DI SANZIONI AMMINISTRATIVE
PRESENTATE AVANTI AL GIUDICE ORDINARIO NEGLI ANNI 1997-1999**

TIPOLOGIA RICORRENTI	RICORSI	AUTORITÀ ADITA	TIPOLOGIA SANZIONE ¹	ESITO AL 31 DICEMBRE 1999 ¹	
				PRIMO GRADO	IMPUGNAZIONE
1997					
BANCHE	2	PRETORE	PECUNIARIA (2)	RESPINTA (2)	
<i>TOTALE</i>	2				
1998					
PROMOTORI	19 ²	PRETORE	RADIAZIONE (3)	ACCOLTA SOSPENSIVA (2)	
				RIFORMATA SANZIONE (1)	
			SOSPENSIONE SANZIONATORIA (16)	ACCOLTA SOSPENSIVA (7)	
				ACCOLTA (4)	
				RIFORMATA SANZIONE (3)	
				DICHIARATO DIFETTO DI GIURISDIZIONE (2)	
SIM	1	PRETORE	PECUNIARIA (1)	DICHIARATA COMPETENZA CORTE D'APPELLO (1)	
ESPONENTI AZIENDALI SIM	4 ³	CORTE D'APPELLO	PECUNIARIA (4)	IN CORSO (1)	
				ACCOLTA (3)	
				RICORSO IN CASSAZIONE (3)	
ESPONENTI AZIENDALI BANCHE	6 ⁴	CORTE D'APPELLO	PECUNIARIA (6)	RESPINTA (6)	
<i>TOTALE</i>	30			RICORSO IN CASSAZIONE (3)	
1999					
PROMOTORI	2 ⁵	PRETORE	SOSPENSIONE SANZIONATORIA (2)	ACCOLTA SOSPENSIVA (1)	
				ACCOLTA (1)	

¹ Tra parentesi è indicato il numero dei casi. ² In 12 casi, il ricorso è stato presentato anche avanti ai Tribunali Amministrativi Regionali. ³ Gli opposenti sono in totale 16. ⁴ Gli opposenti sono in totale 21. ⁵ In un caso il ricorso è stato presentato anche avanti al Tar.

- SEGUE TAV. aVII.2 -

TIPOLOGIA RICORRENTI	RICORSI	AUTORITÀ ADITA	TIPOLOGIA SANZIONE	ESITO AL 31 DICEMBRE 1999	
				PRIMO GRADO	IMPUGNAZIONE
SIM	7 ⁶	CORTE D'APPELLO	PECUNIARIA (7)	IN CORSO (6)	
				ACCOLTA (1)	
BANCHE	4	CORTE D'APPELLO	PECUNIARIA (4)	IN CORSO (1)	
				RESPINTA (2)	
				ACCOLTA (1)	
ESPONENTI AZIENDALI SIM	15 ⁷	CORTE D'APPELLO	PECUNIARIA (15)	IN CORSO (9)	
				RESPINTA (1)	
				ACCOLTA (5)	RICORSO IN CASSAZIONE (1)
ESPONENTI AZIENDALI BANCHE	4 ⁸	CORTE D'APPELLO	PECUNIARIA (4)	IN CORSO (1)	
				ACCOLTA (3)	RICORSO IN CASSAZIONE (1)
AGENTI DI CAMBIO	2	CORTE D'APPELLO	PECUNIARIA (2)	ACCOLTA (1)	
				RESPINTA (1)	
CONTROLLANTI SOCIETÀ QUOTATA	1	CORTE D'APPELLO	PECUNIARIA (1)	RESPINTA (1)	RICORSO IN CASSAZIONE (1)
ESPONENTI CONTROLLANTI SOCIETÀ QUOTATA	1 ⁹	CORTE D'APPELLO	PECUNIARIA (1)	RESPINTA (1)	RICORSO IN CASSAZIONE (1)
PROMOTORI	1	CORTE D'APPELLO	PECUNIARIA (1)	IN CORSO (1)	
SOCIETÀ QUOTATE E LORO ESPONENTI	2	CORTE D'APPELLO	PECUNIARIA (2)	IN CORSO (2)	
CONTROLLANTI SOCIETÀ QUOTATA	1	CORTE D'APPELLO	PECUNIARIA (1)	IN CORSO (1)	
ALTRI	1 ¹⁰	CORTE D'APPELLO	PECUNIARIA (1)	RESPINTA (1)	
<i>TOTALE</i>	<i>41</i>				

⁶ In un caso la Sim ha presentato anche ricorso al Tar avverso il provvedimento sanzionatorio. In un altro caso l'opposizione è stata presentata congiuntamente dall'intermediario e da 11 suoi esponenti. ⁷ Gli opposenti sono in totale 18. ⁸ Gli opposenti sono in totale 54. ⁹ Gli opposenti sono in totale 12. ¹⁰ L'opposizione, presentata da una società e da 2 suoi esponenti, concerne una sanzione amministrativa pecuniaria irrogata per violazione dell'art. 188 del Tuf.

AZIONI CONTRO L'ISTITUTO PER IL RISARCIMENTO DEI DANNI¹

TIPOLOGIA RICORRENTI	1996	1997	1998	1999	MOTIVI	ESITO AL 31 DICEMBRE 1999
CLIENTE SIM	1	1	4	9	OMISSIONE ATTIVITÀ DI CONTROLLO	IN CORSO ²
	--	1	--	--	OMISSIONE ATTIVITÀ DI CONTROLLO - CITAZIONE EX ART. 185, COMMA 2, C.P.	IN CORSO
	--	--	--	1	OMISSIONE ATTIVITÀ DI CONTROLLO - CITAZIONE EX ART. 185, COMMA 2, C.P.	ESTROMISSIONE CONSOB DAL PROCEDIMENTO PENALE
	--	2	--	--	DIFFAMAZIONE	IN CORSO
CURATORE FALLIMENTARE SIM	--	1	--	--	OMISSIONE ATTIVITÀ DI CONTROLLO	SOSPESO
SIM	--	1	--	--	OMISSIONE ATTIVITÀ DI CONTROLLO - CHIAMATA IN CAUSA EX ART. 106, C.P.C.	IN CORSO
	--	1	--	--	DINIEGO ESTENSIONE AUTORIZZAZIONE	IN CORSO
AZIONISTA SOCIETÀ QUOTATA	1	--	--	--	ILLEGITTIMITÀ DELL'ESONERO CONSOB DALL'OBBLIGO DI PROMUOVERE OPA	IN CORSO
	1	--	--	--	OMISSIONE ATTIVITÀ DI CONTROLLO	IN CORSO
CLIENTE AGENTE DI CAMBIO	1	--	--	--	FATTO ILLECITO DIPENDENTE - CITAZIONE EX ART. 185 COMMA 2, C.P.	RESPINTA DOMANDA DI RISARCIMENTO IN SECONDO GRADO - PROPOSTO RICORSO IN CASSAZIONE
	--	--	--	3	OMISSIONE ATTIVITÀ DI CONTROLLO	IN CORSO
CLIENTE AGENTE DI CAMBIO E SIM	1	--	--	--	OMISSIONE ATTIVITÀ DI CONTROLLO	IN CORSO
COMITATO AZIONISTI	--	--	1	--	INTERDIZIONE ATTIVITÀ DI ABUSIVA SOLLECITAZIONE	IN CORSO
CLIENTE SOCIETÀ FIDUCIARIA	--	--	--	2	OMISSIONE ATTIVITÀ DI CONTROLLO	IN CORSO
<i>TOTALE</i>	<i>5</i>	<i>7</i>	<i>5</i>	<i>15</i>		

¹ Alle azioni riportate si aggiunge un ricorso ex art. 700 c.p.c. promosso da un intermediario al fine di ottenere l'inibitoria dell'attività sanzionatoria avviata dalla Consob. Inoltre, nel corso del 1999, è stato proposto appello avverso 3 sentenze che hanno respinto 3 domande di risarcimento proposte nel 1995 da clienti di intermediari. ² Di cui 8 azioni relative al 1999 sono sospese.

LA COOPERAZIONE INTERNAZIONALE
(RICHIESTE DI COLLABORAZIONE PER AREA GEOGRAFICA - 1999)

OGGETTO	PAESE	DALLA CONSOB AD AUTORITÀ ESTERE	DA AUTORITÀ ESTERE ALLA CONSOB
<i>INSIDER TRADING</i>	UE	10	1
	USA	3	1
	ALTRI	30	1
MANIPOLAZIONE DEI PREZZI DI VALORI MOBILIARI	UE	--	1
	USA	--	1
	ALTRI	--	1
SOLLECITAZIONE E ATTIVITÀ DI INTERMEDIAZIONE ABUSIVE	UE	1	--
	USA	2	2
	ALTRI	1	1
TRASPARENZA E INFORMATIVA SOCIETARIA	UE	--	--
	USA	--	--
	ALTRI	--	--
PARTECIPAZIONI RILEVANTI AL CAPITALE DI SOCIETÀ QUOTATE E DI INTERMEDIARI AUTORIZZATI	UE	--	--
	USA	--	--
	ALTRI	--	--
REQUISITI DI ONORABILITÀ E PROFESSIONALITÀ	UE	4	37
	USA	3	--
	ALTRI	3	7
<i>TOTALE</i>		<i>57</i>	<i>53</i>

CONTRIBUZIONI DAI SOGGETTI VIGILATI AL FINANZIAMENTO DELL'ISTITUTO
(MILIARDI DI LIRE)

CATEGORIE DI OPERATORI	1997 ¹	1998 ¹	1999 ²
INTERMEDIARI			
- SIM E AGENTI DI CAMBIO	1,3	1,2	1,1
- BANCHE	5,5	5,4	6,0
SOCIETÀ DI REVISIONE	4,4	4,5	4,0
PROMOTORI DI SERVIZI FINANZIARI ³	10,3	14,7	15,2
ORGANISMI DI MERCATO ⁴	2,3	2,3	2,4
EMITTENTI	11,9	10,6	13,0
OICR	2,6	3,2	3,9
SOGGETTI CHE SOLLECITANO IL PUBBLICO RISPARMIO	7,0	4,7	37,4
NEGOZIATORI TITOLI QUOTATI SU MTA/MERCATO RISTRETTO	—	—	7,5
ALTRI	0,3	0,4	0,5
<i>TOTALE ENTRATE CONTRIBUTIVE</i>	<i>45,6</i>	<i>47,0</i>	<i>91,0</i>

¹ Dati consuntivi. ² Dati di preventivo. ³ Inclusi gli aspiranti e i praticanti promotori. ⁴ In tale categoria sono ricompresi Borsa Italiana spa, Mif spa, Mts spa, Cassa di compensazione e garanzia spa e Monte Titoli spa.

DISTRIBUZIONE DEL PERSONALE PER QUALIFICA E PER UNITÀ ORGANIZZATIVA¹

	CARRIERA DIRETTIVA		CARRIERA OPERATIVA	CARRIERA DEI SERVIZI GENERALI	TOTALE
	SUPERIORE	INFERIORE			
<i>DIVISIONI</i>					
AFFARI CONTABILI	2	15	11	—	28
INFORMATIVA SOCIETARIA	7	15	14	—	36
MERCATI	3	7	13	—	23
INTERMEDIARI	6	11	64	5	86
AFFARI LEGALI	5	4	11	—	20
STUDI ECONOMICI	1	6	8	—	15
RISORSE	3	5	21	—	29
AFFARI GENERALI	6	6	35	15	62
ALTRI UFFICI ²	9	11	45	—	65
<i>TOTALE</i>	<i>42</i>	<i>80</i>	<i>222</i>	<i>20</i>	<i>364</i>

Si veda la sezione Note metodologiche. ¹ Dati al 31 dicembre 1999. I contrattisti sono distribuiti secondo la loro equiparazione. ² Comprende gli uffici non coordinati nell'ambito delle Divisioni e il personale distaccato presso altre amministrazioni.

TAV. aIX.3

RICHIESTE DI DOCUMENTAZIONE E INFORMAZIONI SULL'ATTIVITÀ DELL'ISTITUTO

	1997	1998	1999
<i>SOGGETTI</i>			
INVESTITORI E OPERATORI ISTITUZIONALI	673	597	540
RISPARMIATORI, STUDENTI E ALTRI SOGGETTI	441	448	475
<i>TOTALE</i>	<i>1114</i>	<i>1045</i>	<i>1015</i>
<i>OGGETTO DELLA RICHIESTA</i>			
DELIBERE, COMUNICAZIONI, PROSPETTI, ECC.	451	427	310
TESTI INTEGRATI DI LEGGI E REGOLAMENTI	367	300	290
DATI E INFORMAZIONI	286	300	300
ALTRO	10	18	115
<i>TOTALE</i>	<i>1114</i>	<i>1045</i>	<i>1015</i>

TAV. aIX.4

DATI SULL'ATTIVITÀ DELL'ISTITUTO

	1997	1998	1999
RIUNIONI DELLA COMMISSIONE	215	167	155
PROVVEDIMENTI URGENTI DEL PRESIDENTE ¹	127	1	6
DELIBERE DELLA COMMISSIONE ARTICOLANTESI IN PREMESSE E DISPOSITIVO	722	617	510
RISPOSTE A SPECIFICI QUESITI CIRCA L'INTERPRETAZIONE DI NORME DI LEGGE O DI REGOLAMENTO	85	70	92
SEGNALAZIONI ALLA MAGISTRATURA	263	321	148

¹ La drastica riduzione dei provvedimenti urgenti del Presidente a partire dal 1998 è da riconnettere all'abrogazione, a far tempo dal 2 gennaio 1998, del d.p.r. 31 marzo 1975, n. 138, in cui erano previsti taluni di tali provvedimenti.

NOTE METODOLOGICHE

Avvertenze

- Nelle tavole della Relazione e dell'Appendice sono adoperati i seguenti segni convenzionali:
- rilevazione quantitativa nulla;
 - fenomeno non esistente;
 - ... fenomeno esistente ma dati non noti;
 - .. i dati non raggiungono la cifra significativa dell'ordine minimo considerato.
- L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra dei valori di alcune tavole è dovuta agli arrotondamenti.

LA PROPRIETÀ DELLE SOCIETÀ QUOTATE

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

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

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

Per quota del mercato si intende la quota detenuta dai soggetti non tenuti agli obblighi di dichiarazione.

Tav. I.4 e Tavv. aI.5, aI.6

Le informazioni sui patti di sindacato sono ricavate dalle comunicazioni di cui all'art. 122 del Tuf, in base al quale qualunque patto o accordo che comporti per gli aderenti limitazioni o regolamentazioni del diritto di voto, obblighi o facoltà di preventiva consultazione per l'esercizio dello stesso, obblighi circa il trasferimento di azioni, ovvero qualunque accordo per l'acquisto concertato, deve essere comunicato, pena l'inefficacia, alla Consob, entro cinque giorni dalla data di stipula.

Tav. aI.9

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

I CONTROLLI SULLE SOCIETÀ QUOTATE

Tav. II.2

Le infrazioni si riferiscono al mancato adempimento agli obblighi informativi di cui ai Regolamenti 5553/1991, 11520/1998 e 11971/1999 succedutisi nel tempo.

Tav. aII.5

- Tipologia dei rilievi

Il giudizio con eccezioni pone in evidenza che nel bilancio sottoposto a certificazione sono state accertate delle deviazioni o errori di applicazione dei trattamenti contabili previsti dal Codice civile integrato e interpretato dai principi contabili.

Il giudizio con *scope limitation* pone in evidenza che il revisore ha incontrato impedimenti nello svolgimento delle procedure di revisione o nell'acquisizione di sufficienti elementi probativi.

Il giudizio con richiami a incertezze pone in evidenza che sul bilancio sottoposto a esame gravano delle incertezze atte a influenzare il bilancio, connesse con azioni o eventi futuri al di fuori del controllo degli amministratori.

Il giudizio *going concern* pone in evidenza che sul bilancio sottoposto a esame, pur permanendo aree di incertezza sulla continuità aziendale, le azioni intraprese dalla società per superare le difficoltà si basano su ragionevoli presupposti.

- Motivi che impediscono il rilascio della certificazione

L'impossibilità di esprimere un giudizio per gravi limitazioni relative al procedimento di revisione si ha nel caso in cui sussistano limitazioni tali da far mancare elementi indispensabili per un giudizio sul bilancio.

Il giudizio avverso viene espresso quando il revisore valuta che la rilevanza degli effetti di uno o più dei rilievi riscontrati rende inattendibile il bilancio nel suo complesso.

L'impossibilità di esprimere un giudizio per incertezze pone in evidenza che sul bilancio sottoposto a esame il revisore non dispone di adeguati e convincenti elementi che lascino ragionevolmente supporre la capacità dell'impresa di fronteggiare l'evento futuro incerto.

LA SOLLECITAZIONE ALL'INVESTIMENTO E LE OPERAZIONI DI FINANZA STRAORDINARIA

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

I dati relativi alle offerte si riferiscono all'esito del collocamento, comprensivo delle azioni eventualmente allocate agli investitori istituzionali, alla data dell'offerta, nell'ambito della *green shoe*. Si prescinde, nella determinazione del relativo ammontare, dalla circostanza che nei 30 giorni successivi all'offerta, in seguito all'esercizio dell'attività di stabilizzazione da parte dei collocatori, la *green shoe* possa non essere esercitata, del tutto o in parte.

I dati relativi al 1997 e al 1998 non comprendono 2 operazioni effettuate da società estere.

Tav. III.2

Sono state considerate solo le offerte per le quali si disponeva di un elenco completo di investitori istituzionali. Nel caso in cui la domanda massima di azioni sia effettuata da più di un investitore, il primo investitore è quello che ha richiesto il maggior numero di azioni e ha ricevuto in assegnazione il maggior numero di azioni.

Tavv. III.3, aIII.1 e aIII.2

I dati sono tratti dai prospetti informativi e si riferiscono, nel caso in cui il numero di titoli collocati coincida con il numero di titoli offerti, alle previsioni ivi formulate sull'evoluzione della struttura dell'azionariato prima e dopo l'offerta. In caso contrario, i dati indicati nel prospetto sono stati modificati tenendo conto dell'esito effettivo dell'offerta, comprensivo dell'eventuale esercizio della *green shoe*. La voce "azionisti di controllo", in presenza di patti di sindacato rilevanti per il controllo, comprende il totale delle azioni possedute dai soggetti aderenti al patto (e non solo quelle conferite al patto).

Tav. III.3

I dati relativi al numero di investitori istituzionali e alla quota *ante* offerta e *post* offerta sono medie aritmetiche semplici calcolate considerando le sole società in cui erano presenti investitori istituzionali alla data dell'offerta.

La differenza tra la quota *ante* offerta e quella *post* offerta non corrisponde alla quota ceduta da parte dell'investitore istituzionale, in quanto la quota *post* offerta risulta diluita per effetto dell'aumento di capitale contestuale alla quotazione.

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

La classificazione temporale delle operazioni di collocamento è stata effettuata in funzione della data di inizio dell'operazione e non in relazione alla data di presentazione del prospetto. Nel campione non sono state incluse le operazioni finalizzate alla ristrutturazione del debito della società emittente e riservate alle banche creditrici, mentre le offerte riservate ai clienti o agli utenti della società emittente sono state incluse nell'ambito delle offerte al pubblico.

Le elaborazioni hanno riguardato esclusivamente titoli quotati in borsa o emessi da società quotate, titoli per i quali è stata richiesta l'ammissione a quotazione al momento della presentazione del prospetto informativo, e titoli obbligazionari garantiti dallo Stato.

Tav. aIII.4

I dati si riferiscono agli intermediari finanziari che svolgono il ruolo di coordinatore dell'offerta globale e di capofila dell'offerta pubblica nelle offerte finalizzate all'ammissione a quotazione.

Nel caso in cui un soggetto partecipi a più operazioni, il dato in tabella è rappresentato dalla somma delle relative offerte rispetto al totale del mercato (costituito, a seconda dei casi, dal totale delle offerte globali o delle offerte pubbliche avvenute nell'anno). Inoltre, qualora per un'operazione vi siano più *global coordinators* e/o *lead managers*, il valore della relativa offerta viene diviso per il numero di soggetti e la quota di mercato di ognuno è calcolata sulla base degli importi così ottenuti.

I MERCATI REGOLAMENTATI

Tav. IV.1

La fonte dei dati sugli investimenti e i disinvestimenti di portafoglio effettuati da soggetti non residenti è rappresentata dai bollettini statistici dell'Ufficio italiano dei cambi (Uic), Tav. 34. In particolare, sulla base dei criteri di classificazione adottati dall'Uic, si intendono investimenti di portafoglio in titoli azionari quelli che comportano una partecipazione inferiore al 20 per cento del capitale sociale; tuttavia tale criterio quantitativo può essere derogato se il soggetto estero dichiara che l'investimento è effettuato in un'ottica di medio-lungo periodo.

Un problema di tipo metodologico, nell'utilizzo di tali dati, è rappresentato dal fatto che la somma degli investimenti e dei disinvestimenti operati da soggetti non residenti è difficilmente confrontabile con il volume mensile degli scambi su titoli azionari registrati dal sistema telematico. Tali scambi, infatti, sono conteggiati con il metodo Tsv (*Trade system view*), mentre la somma degli acquisti e delle vendite operate dai non residenti può dare origine a fenomeni di *double counting* (tipici dei mercati di *market makers*). Pertanto, al fine di determinare l'incidenza dell'operatività riconducibile a investitori esteri rispetto al volume degli scambi effettuati sul nostro mercato azionario, si è provveduto a moltiplicare per due il controvalore degli scambi complessivi effettuati sul mercato italiano e a rapportare a tale dato la somma degli investimenti e dei disinvestimenti di portafoglio effettuati da soggetti non residenti.

Tav. IV.5

Gli studi a cui si riferisce la tavola sono quelli depositati in Consob ai sensi dell'art. 69 del Regolamento emittenti; sino al 1° luglio 1998 vigeva, invece, l'art. 15 del Regolamento 5553/1991.

GLI INTERMEDIARI MOBILIARI

Tav. VI.1

I dati di conto economico riportati nella tavola sono tratti dalle segnalazioni statistiche di vigilanza. I proventi sono stati ricavati dalla matrice dei conti, bilanci e relazioni semestrali delle Sim e delle banche che chiudono il bilancio al 31 dicembre, con riferimento alle seguenti voci: commissioni attive per attività di negoziazione titoli, di collocamento, di gestione patrimoni, di raccolta ordini e di vendita a domicilio di strumenti finanziari.

Tav. VI.3

I dati sono tratti dai prospetti informativi. L'analisi degli assetti proprietari è stata effettuata considerando non solo gli azionisti diretti delle società di gestione, ma risalendo al detentore ultimo delle partecipazioni rilevanti; è stato utilizzato, nella classificazione del soggetto controllante, un criterio di "attività prevalente".

Per le società di gestione che non sono caratterizzate né da un controllo di diritto, né da un accordo parasociale, si è cercato di individuare l'eventuale esistenza di relazioni "di coalizione" che, pur non sfociando in accordi parasociali, permettano comunque di attribuire il controllo a un determinato gruppo di soggetti, caratterizzati da un'elevata omogeneità sia per quanto riguarda la natura o forma giuridica, sia per quanto riguarda l'attività svolta.

Per "joint venture" si intende una società in cui l'azionariato sia diviso in due quote, del 50 per cento ciascuna, detenute da soggetti non omogenei.

Per "intermediari finanziari non bancari" si intende una categoria residuale, che riguarda il caso in cui il controllo sia esercitato da una società finanziaria non quotata, che non svolga attività né bancaria né assicurativa, e per la quale non sia possibile risalire a una persona fisica.

Tav. VI.7

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

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

Per Sim e banche sono state considerate le proposte di applicazione di sanzioni amministrative e pecuniarie inviate al Ministero del tesoro; i dati riferiti al 1999 tengono conto delle proposte formulate secondo la procedura di cui all'art. 195 del Tuf sia nei confronti degli esponenti aziendali per violazioni commesse dopo il 1° settembre 1996, sia nei confronti degli intermediari per violazioni commesse nel vigore della legge 1/1991.

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

Tav. aVI.5

Le categorie dei fondi sono state individuate sulla base delle classificazioni Assogestioni vigenti alle date di analisi; l'inserimento dei fondi all'interno delle varie categorie è stato effettuato sulla base delle indicazioni sulla politica di investimento contenute nel regolamento del fondo. La classificazione Assogestioni vigente dal maggio 1995 al 31 dicembre 1998 prevedeva 3 macrocategorie: fondi azionari, bilanciati e obbligazionari; la nuova classificazione, introdotta dal 1° gennaio 1999, è più articolata e prevede cinque macrocategorie: fondi azionari, bilanciati, obbligazionari, di liquidità e flessibili.

Tav. aVI.7

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

Tav. aVI.8

Le categorie dei comparti dei fondi pensione (azionari, bilanciati, obbligazionari) sono state definite sulla base della classificazione contenuta nella Relazione annuale 1998 della Commissione di Vigilanza sui Fondi pensione. Sulla base di tale classificazione, i comparti azionari prevedono almeno il 50 per cento del patrimonio investito in azioni; i comparti obbligazionari prevedono almeno il 50 per cento del patrimonio investito in obbligazioni, con l'investimento in azioni residuale e comunque non superiore al 30 per cento; i comparti flessibili prevedono la possibilità di investire sia in azioni sia in obbligazioni, senza ulteriori specificazioni; i comparti bilanciati includono tutti gli altri casi. All'interno della tavola, i comparti bilanciati includono anche quelli flessibili, che risultano di rilevanza trascurabile.

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

Tavv. IX.2 e aIX.2

La carriera direttiva superiore comprende le qualifiche di Direttore generale, Funzionario generale, Condirettore centrale, Direttore principale, Direttore e Condirettore. La carriera direttiva inferiore comprende le qualifiche di Primo funzionario, Funzionario di 1^a, Funzionario di 2^a. La carriera operativa comprende la qualifica di Coadiutore principale, Coadiutore, Assistente superiore, Assistente e vice Assistente.

GLOSSARIO

DI ALCUNI TERMINI UTILIZZATI NELLA RELAZIONE

Abuso di informazioni privilegiate

Reato compiuto da chi, essendo in possesso di informazioni privilegiate in ragione della partecipazione al capitale di una società, ovvero dell'esercizio di una funzione, anche pubblica, di una professione o di un ufficio:

- I. acquista, vende o compie altre operazioni, anche per interposta persona, su strumenti finanziari avvalendosi delle informazioni medesime;
- II. senza giustificato motivo, dà comunicazione delle informazioni, ovvero consiglia ad altri, sulla base di esse, il compimento di taluna delle operazioni di cui sopra (art. 180, comma 1, Tuf).

Individua altresì il reato compiuto da chi, avendo ottenuto, direttamente o indirettamente, informazioni privilegiate, acquista, vende o compie altre operazioni, anche per interposta persona, su strumenti finanziari avvalendosi delle ripetute informazioni (art. 180, comma 2, Tuf).

Aggiotaggio

Reato compiuto da chi divulga notizie false, esagerate o tendenziose, ovvero pone in essere operazioni simulate o altri artifici idonei a provocare una sensibile alterazione del prezzo di strumenti finanziari o l'apparenza di un mercato attivo dei medesimi (art. 181, comma 1, Tuf).

Amministrazione straordinaria

Provvedimento con cui il Ministero del tesoro, del bilancio e della programmazione economica, su proposta della Banca d'Italia o della Consob, ciascuna per le materie di propria competenza, dispone con decreto lo scioglimento degli organi con funzione di amministrazione e di controllo delle Sim, delle società di gestione del risparmio e delle Sicav (art. 56, comma 1, Tuf). Il provvedimento è assunto quando:

- a) risultino gravi irregolarità nell'amministrazione ovvero gravi violazioni delle disposizioni legislative, amministrative o statutarie;
- b) siano previste gravi perdite del patrimonio della società;
- c) lo scioglimento sia richiesto con istanza motivata dagli organi amministrativi o dall'assemblea straordinaria ovvero dal commissario che abbia assunto la gestione della società ai sensi dell'art. 53 del Tuf.

Le funzioni dei disciolti organi sono svolte da uno o più commissari e da un comitato di sorveglianza nominati dalla Banca d'Italia.

Il provvedimento può altresì essere assunto nei confronti delle succursali italiane di imprese di investimento extracomunitarie (art. 56, comma 2, Tuf). La direzione della procedura e tutti gli adempimenti a essa connessi spettano alla Banca d'Italia.

Benchmark (V. Parametro oggettivo di riferimento)

Best execution

Negoziazione su uno strumento finanziario quotato in un mercato regolamentato al di fuori di esso e a condizioni di prezzo migliori di quelle disponibili sul mercato stesso. Costituisce una delle ipotesi di deroga all'obbligo di esecuzione delle negoziazioni nei mercati regolamentati previsto dal Regolamento Consob in materia di mercati.

Bonus share

Azioni da assegnare gratuitamente, in proporzione al capitale detenuto, ai sottoscrittori che hanno conservato per un periodo di tempo prefissato la quota acquistata al momento dell'offerta pubblica di vendita. Strumento abitualmente utilizzato nelle operazioni di privatizzazione, sia in Italia che all'estero, al fine di incentivare la stabilità degli assetti azionari.

Book di contrattazione; book di negoziazione; book

Designa l'insieme delle Proposte di Negoziazione (Pan) presenti sul mercato, in un dato momento e per ogni titolo, suddivise tra "lato delle compere" e "lato delle vendite", ordinate secondo priorità di prezzo e di tempo e in attesa di essere abbinate con nuove proposte con esse compatibili.

Bookbuilding

Procedura attraverso la quale un intermediario *lead manager* di un'offerta di titoli sollecita e raccoglie le domande relative ai titoli stessi da parte di investitori istituzionali. Ciascuna domanda è riferita a una certa quantità di titoli e può includere un prezzo massimo; l'intermediario utilizza le informazioni raccolte per costruire una curva di domanda. Il prezzo di offerta non viene fissato secondo specifiche regole, ma piuttosto a un livello determinato dal *lead manager* sulla base della sua interpretazione della domanda da parte degli investitori. I titoli vengono successivamente allocati tra questi ultimi a discrezione del *lead manager*.

Borsa

L'ordinamento nazionale non contempla una definizione di borsa; nella relazione il termine è utilizzato come sinonimo di mercato.

La normativa comunitaria intende per borsa un mercato regolamentato che soddisfa le condizioni indicate nella direttiva 74/274/CEE.

Capitalizzazione di borsa

Valore che si ottiene sommando la capitalizzazione di tutti i titoli quotati.

Capitalizzazione di un titolo quotato

Valore che si ottiene moltiplicando il prezzo di mercato di un titolo per il numero di titoli emessi.

Capitalizzazione ordinaria

Valore che si ottiene sommando la capitalizzazione di tutte le azioni ordinarie quotate.

Cassa di compensazione e garanzia spa

Società per azioni avente il compito di garantire il buon fine delle transazioni aventi ad oggetto strumenti derivati effettuate nei mercati regolamentati nazionali.

Collocamento istituzionale

Collocamento o quota di collocamento destinato a investitori di qualificata esperienza professionale.

Concentrazione proprietaria

Indica la percentuale delle azioni di una società detenuta dal o dai soggetti che la controllano; è inversamente correlata al grado di apertura al mercato della società stessa.

Controllo di fatto

Esercizio, da parte di un unico soggetto, anche sulla base di accordi con altri soci, ovvero di contratti o clausole statutarie, di un'influenza dominante nell'assemblea ordinaria di una società, quando tale soggetto non disponga della maggioranza assoluta dei diritti di voto sulla società stessa.

Controvalore degli scambi

Quantifica (nell'unità di misura rappresentata da una valuta) gli scambi di cui è stato oggetto un titolo azionario in un determinato periodo ed è dato dalla sommatoria dei prodotti dei quantitativi scambiati per i rispettivi prezzi di conclusione dei diversi contratti.

Covered warrant

Strumento finanziario che conferisce al detentore la facoltà di acquistare (*call covered warrant*) o di vendere (*put covered warrant*), alla o entro la data di scadenza, un certo quantitativo dell'attività sottostante ad un prezzo prestabilito (prezzo di esercizio) ovvero, nel caso di contratti per i quali è prevista una liquidazione monetaria, di incassare una somma di denaro determinata come differenza tra il prezzo di liquidazione dell'attività sottostante e il prezzo di esercizio (per un *call covered warrant*), ovvero come differenza tra il prezzo di esercizio e il prezzo di liquidazione dell'attività sottostante (per un *put covered warrant*).

Dealer

Intermediario autorizzato a svolgere l'attività di negoziazione per conto proprio.

Documento d'offerta

Documento redatto dal soggetto offerente in occasione di una offerta pubblica d'acquisto o di scambio, destinato alla pubblicazione, contenente le informazioni necessarie per consentire agli investitori di pervenire a un fondato giudizio sull'offerta.

Duration

Durata finanziaria di un titolo obbligazionario. Può essere definita sia come il tempo medio ponderato in cui il titolo genera flussi di pagamenti espressi in valore attuale, sia come elasticità media del prezzo di un titolo rispetto al tasso di rendimento.

Euribor

Tasso lettera sui fondi interbancari in Euro (*Euro interbank offered rate*).

Euro

Nome della moneta unica europea introdotta a far data dal 1° gennaio 1999.

Fescopol

Gruppo di coordinamento istituito dal Fesco per lo scambio di informazioni e la vigilanza sulle attività di intermediazione mobiliare; riunisce i responsabili della vigilanza di ciascuna Autorità aderente al Fesco.

Fib30

Contratto future sull'indice di borsa Mib30.

Fiduciarie

Sim autorizzate alla prestazione del solo servizio di gestione su base individuale di portafogli di investimento per conto terzi, caratterizzate dalla possibilità di svolgere tale servizio anche mediante intestazione fiduciaria.

Fondo comune di investimento

Patrimonio autonomo, suddiviso in quote, di pertinenza di una pluralità di partecipanti, gestito in monte da una società di gestione del risparmio (art. 1, comma 1, lett. j), Tuf).

Fondo comune di investimento aperto

Fondo comune di investimento i cui partecipanti hanno diritto di chiedere, in qualsiasi tempo, il rimborso delle quote (art. 1, comma 1, lett. k), Tuf).

Fondo comune di investimento chiuso

Fondo comune di investimento in cui il diritto al rimborso delle quote viene riconosciuto ai partecipanti solo a scadenze predeterminate (art. 1, comma 1, lett. l), Tuf).

Fondo nazionale di garanzia

Istituzione avente lo scopo di tutelare i crediti vantati dalla clientela nei confronti dei soggetti autorizzati allo svolgimento dell'attività di intermediazione mobiliare (V. Sistemi di indennizzo). Interviene in caso di procedura concorsuale a carico di detti soggetti, rimborsando alla clientela una parte dei crediti accertati dalla procedura (art. 62, Tuf).

Fondi pensione

Forme di previdenza che si prefiggono l'erogazione di prestazioni assicurativo-previdenziali aventi natura integrativa o sostitutiva del trattamento pensionistico pubblico.

Fondi pensione aperti

Fondi a cui possono aderire tutti coloro per i quali non operino o non sussistano le fonti istitutive di cui all'art. 3 del d.lgs. 124/1993. Possono essere istituiti da banche, Sim, società di gestione del risparmio, imprese assicurative.

Fondi pensione negoziali

Noti anche come fondi pensione "chiusi", sono fondi istituiti, ai sensi dell'art. 3 del d.lgs. 124/1993, da contratti o accordi collettivi promossi da sindacati firmatari di contratti collettivi nazionali di lavoro; da accordi fra lavoratori, fra lavoratori autonomi o fra liberi professionisti promossi dai loro sindacati o associazioni di rilievo almeno regionale; da regolamenti di enti o aziende i cui rapporti di lavoro non sono disciplinati da contratti o accordi collettivi, anche aziendali; da accordi fra soci di cooperative di produzione e lavoro, promossi da associazioni nazionali di rappresentanza.

Forum of European Securities Commissions - Fesco

Associazione costituita nel 1998, cui aderiscono le Autorità di controllo dei mercati mobiliari dei 17 paesi dello Spazio Economico Europeo.

Future

Contratto standardizzato con cui le parti si impegnano a scambiarsi, a un prezzo predefinito e a una data prefissata valute, strumenti finanziari o beni reali.

Gestione collettiva del risparmio

Servizio disciplinato dal Tuf che si realizza attraverso:

- a) la promozione, l'istituzione e l'organizzazione di fondi comuni d'investimento e l'amministrazione dei rapporti con i partecipanti;
- b) la gestione del patrimonio di Oicr, di propria o altrui istituzione, mediante l'investimento avente ad oggetto strumenti finanziari, crediti o altri beni mobili o immobili.

Global coordinator

Intermediario finanziario che svolge il ruolo di coordinamento di tutte le istituzioni finanziarie che partecipano a un'offerta globale.

Green shoe

Clausola contenuta in un accordo di sottoscrizione che stabilisce che, in caso di eccesso di domanda, l'emittente possa autorizzare il sindacato di collocamento a incrementare la quantità offerta.

Impresa di investimento

La persona fisica o giuridica che esercita abitualmente una professione o un'attività consistente nel prestare a terzi un servizio di investimento a titolo professionale (art. 1, n. 2, direttiva 93/22/CEE).

Indicatore di liquidità e capitalizzazione - Ilc

Indicatore utilizzato per attribuire i pesi ai singoli titoli azionari al fine del calcolo degli indici di mercato; tiene contemporaneamente conto della capitalizzazione e del volume degli scambi.

Informazione privilegiata

Informazione specifica, di contenuto determinato, di cui il pubblico non dispone, concernente strumenti finanziari o emittenti di strumenti finanziari, che, se resa pubblica, sarebbe idonea a influenzarne sensibilmente il prezzo.

Insiders

Soggetti che, in ragione della partecipazione al capitale di una società, ovvero all'esercizio di una funzione, anche pubblica, di una professione o di un ufficio, sono in una situazione di accesso privilegiato a informazioni rilevanti.

Insider trading (V. Abuso di informazioni privilegiate)

International Organization of Securities Commissions - Iosco

Organizzazione internazionale che riunisce le Autorità di controllo dei mercati mobiliari di oltre 90 paesi.

Italian Derivatives Market - Idem

Mercato per la negoziazione degli strumenti finanziari previsti dall'art. 1, comma 2, lett. f) e lett. i), Tuf (per gli strumenti negoziati, V. Fib30).

Lead manager

Intermediario finanziario che svolge, in qualità di capofila della parte pubblica o istituzionale del collocamento, funzioni di direzione e di coordinamento delle altre istituzioni finanziarie partecipanti al consorzio.

Liquidazione coatta amministrativa

Provvedimento con cui il Ministero del tesoro, del bilancio e della programmazione economica, su proposta della Banca d'Italia o della Consob, ciascuna per le materie di propria competenza, dispone con decreto la revoca dell'autorizzazione all'esercizio dell'attività e la messa in liquidazione delle Sim, delle società di gestione del risparmio e delle Sicav (art. 57, comma 1, Tuf).

Il provvedimento, che può essere assunto anche quando sia in corso l'amministrazione straordinaria (V.) o la liquidazione secondo le norme ordinarie, è adottato quando le irregolarità nell'amministrazione ovvero le violazioni delle disposizioni legislative, amministrative o statutarie o le perdite previste siano di eccezionale gravità.

Le funzioni amministrative e di controllo sono svolte da uno o più commissari liquidatori e da un comitato di sorveglianza nominato dalla Banca d'Italia.

Il provvedimento può altresì essere assunto nei confronti delle succursali italiane di imprese di investimento extracomunitarie nonché, quando sia stata revocata l'autorizzazione all'attività da parte dell'autorità competente dello Stato membro di origine, nei confronti delle succursali italiane di imprese di investimento comunitarie (art. 58, Tuf).

La direzione della procedura e tutti gli adempimenti a essa connessi spettano alla Banca d'Italia.

Manipolazione (V. Aggiotaggio)

Market makers

Intermediari tenuti a esporre continuamente, al fine di garantire liquidità e spessore al mercato, proposte di acquisto e di vendita di strumenti finanziari, impegnandosi a concludere eventuali transazioni.

Memorandum of understanding - Mou

Accordo di cooperazione concluso tra Autorità di vigilanza al fine di agevolare l'esercizio delle rispettive funzioni.

Mercati regolamentati

Mercati di strumenti finanziari, organizzati e gestiti da apposite società di gestione (V.), autorizzati dalla Consob in presenza di altri requisiti. Sono iscritti in un elenco tenuto dalla Consob (art. 63, Tuf).

Mercato dei covered warrants - Mcw

Il comparto della borsa in cui si negoziano i *covered warrants*.

Mercato dei premi - Mpr

Il comparto della borsa in cui si negoziano i contratti a premio relativi ad azioni.

Mercato italiano dei future - Mif

Mercato gestito dalla Mif spa sul quale sono negoziati i future su titoli di Stato.

Mercato ristretto

Mercato regolamentato in cui si negoziano contratti di compravendita relativi ad azioni, obbligazioni, *warrants* e diritti di opzione, non ammessi alla quotazione ufficiale di borsa.

Mercato telematico azionario - Mta

Il comparto della Borsa in cui si negoziano contratti di compravendita relativi ad azioni, obbligazioni convertibili, *warrants*, diritti di opzione e quote di fondi mobiliari e immobiliari chiusi quotati in borsa. Gli altri due comparti della Borsa sono il Mercato telematico delle obbligazioni e dei titoli di Stato (V.) e il Mercato dei premi (V.).

Mercato telematico delle obbligazioni e dei titoli di Stato - Mot

Il comparto della borsa in cui si negoziano obbligazioni diverse da quelle convertibili e titoli di Stato.

Mercato telematico delle opzioni - Mto

Mercato gestito dalla Mif spa sul quale sono negoziate opzioni su future e titoli di Stato.

Mib30

Indice rappresentativo dei corsi dei 30 titoli azionari trattati sul Mta che presentano più elevati valori dell'indicatore Ilc (V.). La composizione dell'indice viene rivista almeno semestralmente.

Midex

Indice rappresentativo dei corsi dei 30 titoli azionari di media capitalizzazione e liquidità trattati sul Mta (ossia i secondi trenta titoli in base all'Ilc). La composizione dell'indice viene rivista almeno semestralmente.

Monte Titoli spa

Istituto per la custodia e l'amministrazione accentrata di valori mobiliari.

Nuovo Mercato

Mercato destinato alla negoziazione di azioni ordinarie di emittenti nazionali ed esteri ad alto potenziale di sviluppo gestito dalla Borsa Italiana spa.

Obbligazioni strutturate

Obbligazioni il cui rimborso e/o la cui remunerazione dipendono in tutto o in parte, secondo meccanismi che equivalgono all'assunzione di posizioni in strumenti finanziari derivati, dal valore o dall'andamento del valore di prodotti finanziari, tassi di interesse, valute, merci e relativi indici, nonché obbligazioni il cui rimborso e/o la cui remunerazione dipendono in tutto o in parte dal verificarsi di determinati eventi o condizioni.

Offerta di sottoscrizione

Offerta relativa ad azioni di nuova emissione.

Offerta di vendita - Opv

Offerta relativa ad azioni già esistenti.

Offerta pubblica di scambio - Ops

Offerta pubblica di acquisto avente come corrispettivo strumenti finanziari.

Opa incrementale

Offerta pubblica di acquisto obbligatoria promossa, ai sensi dell'art. 10, comma 8, della legge 149/1992, da chi, detenendo una quota dei diritti di voto di una società quotata in borsa o ammessa

alle negoziazioni nel mercato ristretto pari alla metà della partecipazione di controllo o di maggioranza relativa, abbia aumentato tale quota di un quinto, ovvero in misura superiore al 2 per cento del capitale sociale, in un arco di 12 mesi. La legge 149/1992 è stata abrogata dal Tuf (art. 214, comma 1, lett. e)).

Opa preventiva

Offerta pubblica di acquisto avente ad oggetto almeno il 60 per cento delle azioni ordinarie di una società italiana quotata in un mercato regolamentato italiano, promossa ai sensi dell'art. 107 del Tuf. Nel periodo di vigenza della legge 149/1992, per Opa preventiva si intendeva un'offerta pubblica promossa al fine di acquisire, direttamente o indirettamente, il controllo di una società quotata in borsa o ammessa alle negoziazioni nel mercato ristretto.

Opa residuale

Offerta pubblica di acquisto promossa da chiunque venga a detenere una partecipazione superiore al 90 per cento delle azioni con diritto di voto di una società italiana quotata in un mercato regolamentato italiano, ai sensi dell'art. 108 del Tuf. Nel periodo di vigenza della legge 149/1992, per Opa residuale si intendeva l'offerta promossa da chi, direttamente o indirettamente, avesse acquisito il controllo di una società quotata in borsa o ammessa alle negoziazioni nel mercato ristretto, nel caso in cui il flottante della società divenisse inferiore al 10 per cento o al minor limite stabilito dalla Consob.

Opa successiva

Offerta pubblica obbligatoria totalitaria promossa ai sensi dell'art. 106 del Tuf da chiunque, a seguito di acquisti a titolo oneroso, venga a detenere una quota dei diritti di voto di una società italiana quotata in un mercato regolamentato italiano superiore al 30 per cento. Nel periodo di vigenza della legge 149/1992, per Opa successiva si intendeva l'offerta obbligatoria promossa da chiunque avesse acquisito il controllo o la maggioranza relativa dei diritti di voto di una società quotata in borsa o ammessa alle negoziazioni nel mercato ristretto.

Opa volontaria

Offerta pubblica di acquisto non obbligatoria e non volta all'acquisizione del controllo della società quotata emittente i titoli oggetto dell'offerta.

Opzione

Contratto in base al quale una parte acquisisce il diritto ad acquistare (opzione *call*) o vendere (opzione *put*) un'attività finanziaria a un dato prezzo, entro (opzione americana) o a una data scadenza (opzione europea).

Organismi di investimento collettivo del risparmio - Oicr

I fondi comuni di investimento e le Sicav.

Parametro oggettivo di riferimento - *Benchmark*

Indice di riferimento di una gestione patrimoniale, individuale o collettiva, da comunicare all'investitore e da utilizzarsi ai fini della verifica dei risultati della gestione stessa. Deve essere coerente con i rischi connessi alla gestione e deve essere costruito facendo riferimento a indicatori finanziari elaborati da soggetti terzi e di comune utilizzo.

Partecipazione rilevante

Partecipazione in una società quotata in misura superiore al 2 per cento del capitale, oppure partecipazione di società con azioni quotate in società non quotata o in una società a responsabilità limitata in misura superiore al 10 per cento del capitale.

Prodotti finanziari

Gli strumenti finanziari e ogni altra forma di investimento di natura finanziaria (art. 1, comma 1, lett. u), Tuf).

Promotori finanziari

Soggetti individuati dalla legge per lo svolgimento dell'attività di offerta fuori sede di strumenti finanziari. Sono iscritti all'albo tenuto dalla Consob ed esercitano professionalmente tale attività, in qualità di dipendente, agente o mandatario, con un vincolo di monomandato, ossia nell'interesse esclusivo di un solo soggetto abilitato.

Prospetto informativo

Documento redatto da coloro che intendono effettuare una sollecitazione all'investimento, contenente le informazioni necessarie affinché gli investitori possano pervenire a un fondato giudizio sulla situazione patrimoniale, economica e finanziaria della società emittente i prodotti finanziari oggetto della sollecitazione (art. 94, Tuf).

Relazione motivata

Documento trasmesso, ai sensi dell'art. 186 del Tuf, dal Presidente della Consob al Pubblico Ministero al termine dell'attività di accertamento delle ipotesi di reato di *insider trading* e di agiotaggio.

Rome interbank offered rate - Ribor

Tasso d'interesse calcolato come media semplice delle 10 migliori quotazioni lettera, di importo superiore a 5 miliardi, rilevate a mezzogiorno sul mercato interbancario dei depositi.

Servizi accessori

Indica le attività di: custodia e amministrazione di strumenti finanziari; locazione di cassette di sicurezza; concessione di finanziamenti agli investitori per consentire loro di effettuare un'operazione relativa a strumenti finanziari, nella quale interviene il soggetto che concede il finanziamento; consulenza alle imprese in materia di struttura finanziaria, di strategia industriale e di questione connesse, nonché consulenza e servizi concernenti le concentrazioni e l'acquisto di imprese; servizi connessi all'emissione o al collocamento di strumenti finanziari, ivi compresa l'organizzazione e la costituzione di consorzi di garanzia e collocamento; consulenza in materia di investimenti in strumenti finanziari; intermediazione in cambi, quando collegata alla prestazione di servizi di investimento (art. 1, comma 6, Tuf).

Servizi di investimento

Indica, quando hanno per oggetto strumenti finanziari, le attività di: negoziazione per conto proprio; negoziazione per conto terzi; collocamento, con o senza preventiva sottoscrizione o acquisto a fermo, ovvero assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente; gestione su base individuale di portafogli di investimento per conto terzi; ricezione e trasmissione di ordini nonché mediazione (art. 1, comma 5, Tuf).

Sistema di scambi organizzati - Sso

Insieme di regole e di strutture, anche automatizzate, che consente in via continuativa o periodica di raccogliere e diffondere proposte di negoziazione di strumenti finanziari e di dare esecuzione a dette proposte.

Sistemi di indennizzo

Garantiscono gli investitori nei loro rapporti con gli intermediari per quanto riguarda la copertura dei crediti derivanti dall'obbligo dell'intermediario di rimborsare i fondi, nonché gli strumenti finanziari, dovuti o appartenenti agli investitori e detenuti, amministrati o gestiti per loro conto. V. anche Fondo Nazionale di garanzia.

Società bersaglio

Società quotata i cui titoli sono oggetto di una scalata ostile.

Società di gestione di mercati regolamentati - Società mercato

Soggetto al quale è riservata l'attività di organizzazione e gestione di mercati regolamentati di strumenti finanziari.

Società di intermediazione mobiliare - Sim

Le società, diverse dalle banche e dagli intermediari finanziari iscritti nell'elenco previsto dall'art. 107 del Testo unico bancario, aventi sede legale e direzione generale in Italia, autorizzate alla prestazione di servizi di investimento ai sensi del Tuf.

Società di investimento a capitale variabile - Sicav

Organismi di investimento collettivo del risparmio, disciplinati dal Tuf, costituiti in forma di società per azioni a capitale variabile aventi per oggetto esclusivo l'investimento collettivo del patrimonio mediante l'offerta al pubblico delle proprie azioni.

Stock option

Forma di remunerazione dei dipendenti, utilizzata per lo più da società quotate, realizzata tramite l'assegnazione di opzioni per l'acquisto di azioni della società.

Strumenti derivati

Indica: i contratti future su strumenti finanziari, su tassi di interesse, su valute, su mercati e sui relativi indici, anche quando l'esecuzione avvenga attraverso il pagamento di differenziali in contanti; i contratti di scambio a pronti e a termine (*swaps*) su tassi di interesse, su valute, su merci, nonché su indici azionari (*equity swaps*), anche quando l'esecuzione avvenga attraverso il pagamento di differenziali in contanti; i contratti a termine collegati a strumenti finanziari, a tassi di interesse, a valute, a merci e ai relativi indici, anche quando l'esecuzione avvenga attraverso il pagamento di differenziali in contanti; i contratti di opzione per acquistare o vendere strumenti finanziari e i relativi indici, nonché i contratti di opzione su valute, su tassi di interesse, su merci e sui relativi indici, anche quando l'esecuzione avvenga attraverso il pagamento di differenziali in contanti; le combinazioni di contratti o di strumenti finanziari.

Strumenti finanziari

Indica: le azioni e gli altri titoli rappresentativi di capitale di rischio negoziabili sul mercato dei capitali; le obbligazioni, i titoli di Stato e gli altri titoli di debito negoziabili sul mercato dei capitali; le quote di fondi comuni di investimento; i titoli normalmente negoziati sul mercato monetario; qualsiasi altro titolo normalmente negoziato che permetta di acquisire gli strumenti precedenti; i contratti derivati (V. Strumenti derivati); le combinazioni di contratti o di titoli precedentemente indicati.

Struttura proprietaria

Indica gli assetti proprietari ovvero le quote di partecipazione diretta e indiretta nel capitale di una società.

Tippee

Chiunque abbia, direttamente o indirettamente, ottenuto le informazioni privilegiate dagli *insiders* (V.).

Tuyautage

Individua il reato compiuto dagli *insiders* (V.) che consigliano a un terzo, in base alle informazioni privilegiate di cui dispongono, di acquistare, vendere o compiere altre operazioni su strumenti finanziari avvalendosi delle informazioni medesime.

Underpricing

Nel caso di offerte finalizzate all'ammissione a quotazione, la variazione percentuale tra il prezzo di mercato, riferito a una certa data, e il prezzo di offerta, corretta per la variazione dell'indice di borsa.

Venture capital

Forma di finanziamento, a titolo di capitale di rischio, generalmente ottenuta da imprese giovani o di nuova costituzione operanti in settori a elevata crescita, concessa da investitori istituzionali specializzati.

Volatilità

Misura la variabilità del prezzo o dei rendimenti rispetto alla media, all'interno di un periodo temporale.

SIGLARIO

Apc	Azioni di partecipazione cooperativa
Btp	Buoni del tesoro poliennali
c.c.	Codice civile
Cda	Consiglio di amministrazione
CEE	Comunità Economica Europea
c.p.	Codice penale
c.p.c.	Codice di procedura civile
c.p.p.	Codice di procedura penale
d.l.	Decreto legge
d.lgs.	Decreto legislativo
d.m.	Decreto ministeriale
d.p.r.	Decreto del Presidente della Repubblica
Euribor	<i>Euro Interbank Offered Rate</i>
Fesco	<i>Forum of European Securities Commissions</i>
Fib30	Future sull'indice di borsa Mib30
FibO30	Opzione sul Fib30
Fspg	<i>Financial Services Policy Group</i>
Gafi	<i>Groupe d'Action Financière sur le Blanchiment des Capitaux</i>
Gip	Giudice per le indagini preliminari
Gup	Giudice per l'udienza preliminare
G7	Gruppo dei sette principali paesi industriali
Hlis	<i>High Leveraged Institutions</i>
Ias	<i>International Accounting Standards</i>
Iasc	<i>International Accounting Standards Committee</i>
Idem	Mercato italiano dei derivati
Iosco	<i>International Organization of Securities Commissions</i>
Ltcm	<i>Long Term Capital Management</i>

Mcw	Mercato dei <i>covered warrants</i>
Mibtel	Indice azionario generale della borsa valori di Milano
Mib30	Indice azionario della borsa valori di Milano relativo ai principali 30 titoli
MibO30	Opzione sull'indice azionario Mib30
Midex	Indice dei titoli a media capitalizzazione
Mif	Mercato italiano dei future
Mot	Mercato obbligazionario telematico
Mou	<i>Memorandum of Understanding</i>
Mpr	Mercato dei premi
Mta	Mercato telematico delle azioni
Mto	Mercato telematico delle opzioni
Mts	Mercato telematico dei titoli di Stato
Ocse	Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico
Oicr	Organismi di investimento collettivo del risparmio
Opa	Offerta pubblica di acquisto
Opas	Offerta pubblica di acquisto e scambio
Ops	Offerta pubblica di sottoscrizione
Opse	Offerta pubblica di scambio
Opv	Offerta pubblica di vendita
P.A.	Pubblica Amministrazione
P.M.	Pubblico Ministero
Ribor	<i>Rome Interbank Offer Rate</i>
sas	Società in accomandita semplice
scarl	Società cooperativa a responsabilità limitata
Sec	<i>Securities and Exchange Commission</i>
See	Spazio Economico Europeo
Sgr	Società di gestione del risparmio
Sicav	Società di investimento a capitale variabile
Sim	Società di intermediazione mobiliare
spa	Società per azioni

srl	Società a responsabilità limitata
Sso	Sistema di scambi organizzati
Tar	Tribunale amministrativo regionale
Tuf	Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58
UIC	Ufficio Italiano dei Cambi
UE	Unione Europea

INDICE DEI RIQUADRI

1.	<i>I takeovers ostili falliti</i>	51
2.	<i>La disciplina degli organi di controllo e il codice di autoregolamentazione</i>	58
3.	<i>I compensi di amministratori e sindaci</i>	62
4.	<i>Il ruolo degli investitori istituzionali nella formazione del prezzo delle offerte iniziali</i>	79
5.	<i>Rapporti di concambio e metodi di valutazione in alcune operazioni di finanza straordinaria relative a società quotate</i>	82
6.	<i>La regolamentazione del mercato italiano dei covered warrants</i>	90
7.	<i>I Nuovi Mercati in Europa</i>	92
8.	<i>La metodologia dell'Event Studies Analysis e il modello probabilistico per la determinazione del profitto dell'insider</i>	104
9.	<i>L'indicazione del benchmark nel prospetto informativo dei fondi comuni</i>	119
10.	<i>I quesiti in materia di promozione e collocamento a distanza</i>	121
11.	<i>Le attività del Financial Stability Forum</i>	132
12.	<i>Le attività della Iosco in materia di principi contabili</i>	134

INDICE

PARTE PRIMA

RELAZIONE AL MINISTRO DEL TESORO, DEL BILANCIO E DELLA PROGRAMMAZIONE ECONOMICA	7
I. L'ATTIVITÀ DELLA CONSOB E IL MERCATO	
<i>L'andamento dei settori vigilati dall'Istituto</i>	9
<i>Il controllo sull'informativa e gli emittenti quotati</i>	10
<i>La vigilanza sui mercati</i>	11
<i>La vigilanza sugli intermediari</i>	12
<i>La gestione e l'amministrazione dell'Istituto</i>	13
II. LINEE DI INDIRIZZO E QUESTIONI APERTE	
<i>La regolamentazione dei mercati finanziari nelle sedi sovranazionali</i>	14
<i>L'opera di revisione dei regolamenti</i>	15
<i>L'intermediazione attraverso Internet</i>	16
<i>Il governo societario</i>	17
<i>L'apparato sanzionatorio del Testo unico</i>	17
<i>Il personale e l'organizzazione</i>	20
DISCORSO DEL PRESIDENTE DELLA CONSOB AL MERCATO FINANZIARIO	23
<i>Il mercato globale e i problemi della regolamentazione</i>	25
<i>Lo sviluppo dei mercati in Italia</i>	27
<i>La tutela del mercato e degli investitori e la vigilanza della Consob</i>	31

<i>L'attività di regolamentazione della Consob</i>	34
<i>Il governo delle società e i diritti degli azionisti</i>	36

PARTE SECONDA

<i>DATI E ANALISI SULL'ATTIVITÀ DELLA CONSOB E SULL'EVOLUZIONE DEL QUADRO DI RIFERIMENTO</i>	43
---	----

I. *LA PROPRIETÀ DELLE SOCIETÀ QUOTATE*

<i>La struttura proprietaria e il controllo nelle società quotate</i>	45
<i>I trasferimenti di controllo e le Opa su società quotate</i>	49
<i>Le privatizzazioni di società quotate</i>	52

II. *I CONTROLLI SULLE SOCIETÀ QUOTATE*

<i>I conflitti di interessi e la trasparenza: le verifiche sull'operato degli esponenti aziendali</i>	56
<i>I consigli di amministrazione delle società quotate</i>	60
<i>I controlli sull'informativa continua</i>	64
<i>I controlli sull'informativa contabile e periodica</i>	65
<i>L'informativa contabile via Internet</i>	68
<i>L'attività delle società di revisione</i>	70
<i>L'attività regolamentare e interpretativa in materia contabile</i>	71

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

<i>Le offerte finalizzate all'ammissione a quotazione</i>	74
<i>Gli intermediari nelle offerte iniziali</i>	76

<i>Gli aumenti di capitale delle società quotate e le operazioni di finanza straordinaria</i>	78
<i>Le offerte pubbliche relative a titoli non quotati</i>	84
<i>Le nuove disposizioni sulla sollecitazione all'investimento</i>	85
IV. I MERCATI REGOLAMENTATI	
<i>Il mercato di borsa e dei derivati</i>	87
<i>L'attività di controllo sui mercati regolamentati</i>	92
<i>Gli studi sulle società quotate da parte degli intermediari</i>	95
<i>La regolamentazione degli scambi organizzati</i>	96
V. L'ABUSO DI INFORMAZIONI PRIVILEGIATE E L'AGGIOTAGGIO	
<i>I risultati delle indagini</i>	98
<i>Gli esiti delle relazioni inviate all'Autorità Giudiziaria</i>	100
<i>Alcune tipologie di abuso di informazioni privilegiate e di aggioaggio finanziario</i>	101
<i>Le metodologie di indagine: la determinazione del profitto conseguito dagli insiders</i>	103
VI. GLI INTERMEDIARI MOBILIARI	
<i>Andamenti e struttura del settore</i>	106
<i>L'attività di vigilanza</i>	111
<i>I provvedimenti sanzionatori e cautelari</i>	113
<i>I sistemi di indennizzo</i>	115
<i>La vigilanza sui promotori finanziari</i>	117
<i>La regolamentazione sull'informativa delle gestioni collettive</i>	118
<i>L'attività regolamentare e interpretativa</i>	120

VII.	<i>L'ATTIVITÀ IN SEDE GIURISDIZIONALE</i>	
	<i>Il contenzioso sui provvedimenti in materia di vigilanza</i>	123
	<i>La verifica in sede giurisdizionale dei comportamenti dell'Istituto</i>	125
	<i>L'attività svolta nei procedimenti per i reati di abuso di informazioni privilegiate e agiotaggio</i>	127
VIII.	<i>LE RELAZIONI INTERNAZIONALI</i>	
	<i>La cooperazione internazionale</i>	130
	<i>L'attività dell'Unione Europea in materia di servizi finanziari</i>	131
	<i>L'attività della International Organization of Securities Commissions</i>	133
	<i>L'attività del Forum of European Securities Commissions</i>	135
IX.	<i>LA GESTIONE FINANZIARIA, IL PERSONALE E LE RELAZIONI CON L'ESTERNO</i>	
	<i>La gestione finanziaria</i>	137
	<i>L'organizzazione e le risorse umane</i>	139
	<i>Le relazioni con l'esterno</i>	141
	<i>APPENDICE</i>	
	<i>Indice delle tavole</i>	145
	<i>Tavole statistiche</i>	149
	<i>Note metodologiche</i>	191
	<i>Glossario</i>	197
	<i>Siglarario</i>	211