



CONSOB
COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

QUADERNI
DI
FINANZA

DOCUMENTI

LA CONSOB COME AUTORITÀ
AMMINISTRATIVA INDIPENDENTE

LA RECENTE EVOLUZIONE DELLA BORSA:
PROSPETTIVE DI AMPLIAMENTO E SVILUPPO

RECENTI PROGETTI DI COOPERAZIONE TRA LE
ORGANIZZAZIONI BORSISTICHE EUROPEE

*AUDIZIONI PARLAMENTARI DI LUIGI SPAVENTA
PRESIDENTE CONSOB*

N. 42 - OTTOBRE 2000

I *Quaderni di Finanza* hanno lo scopo di promuovere la diffusione dell'informazione e della riflessione economica sui temi relativi ai mercati mobiliari ed alla loro regolamentazione.

Nella collana «Studi e Ricerche» vengono pubblicati i lavori di ricerca prodotti o promossi dalla Consob; nella collana «Documenti» trovano spazio gli interventi istituzionali e gli atti di convegni.

Comitato di Redazione: Marcello Bianchi, Giuseppe D'Agostino, Carmine Di Noia, Marco Fumagalli, Alfredo Macchiati, Aldo Magnoni, Salvatore Providenti, Adriana Rossetti, Giovanni Siciliano.

Segreteria di Redazione: Eugenia Della Libera e Francesca Tempestini.

INDICE

LA CONSOB COME AUTORITÀ AMMINISTRATIVA INDIPENDENTE	<i>Pag.</i>	5
LA RECENTE EVOLUZIONE DELLA BORSA: PROSPETTIVE E SVILUPPO	»	15
RECENTI PROGETTI DI COOPERAZIONE TRA LE ORGANIZZAZIONI BORSISTICHE EUORPEE	»	24

LA CONSOB COME AUTORITÀ AMMINISTRATIVA INDIPENDENTE^(*)

1. Premessa

La presenza di Autorità Indipendenti con funzioni di regolazione e controllo del mercato mobiliare è comune a tutti i paesi occidentali. In Italia tali funzioni sono attribuite alla Consob. L'istituzione della Commissione risale al 1974 (legge 7 giugno 1974, n. 216), ma la sua piena configurazione come Autorità Indipendente è stata sancita dalla legge 4 giugno 1985, n. 281.

La Commissione, in un certo senso, è stata la prima, e per molti anni l'unica, Autorità indipendente presente nel nostro Paese. Tale primato, tuttavia e come si vedrà meglio in seguito, non rappresenta un vantaggio: l'elaborazione su questa materia è infatti progredita ed oggi sono forse maturi i tempi per una riforma dei primi due articoli della legge n. 216, rimasti sostanzialmente inalterati dal 1985.

Successivi interventi legislativi hanno via via esteso le funzioni e i compiti attribuiti alla Consob e ampliato gli ambiti normativi oggetto del suo intervento.

A cavallo tra la fine degli anni '80 e l'inizio degli anni '90, il nucleo originario e limitato di norme sulle società quotate e le borse valori, è stato arricchito con l'introduzione dei fondi comuni di investimento mobiliari e immobiliari (leggi n. 77/1983, n. 344/1993 e n. 86/1994), delle Società di intermediazione mobiliare (legge n. 1/1991), dei mercati di strumenti finanziari derivati (ancora con la legge n. 1/1991), della Monte Titoli (legge n. 289/1986) e della Cassa di compensazione e garanzia (legge n. 1/1991), di una specifica normativa in materia di offerte pubbliche (legge n. 149/1992) e di nuove figure di reato - *insider trading* e manipolazione - contro il corretto funzionamento del mercato mobiliare (legge n. 157/1991).

Con il Testo Unico della Finanza (d.lgs. n. 58/1998), in cui sono state trasposte, razionalizzate e coordinate tutte le leggi vigenti in materia di intermediari, mercati mobiliari ed emittenti quotati o che fanno appello al pubblico risparmio, è stato legislativamente consacrato il ruolo della Consob di garante degli investitori sotto i profili:

- della trasparenza e correttezza dei comportamenti di tutti gli intermediari che operano in strumenti finanziari (art. 5);

(*) *Audizione presso la Commissione I (Affari Costituzionali) della Camera dei Deputati il 18 novembre 1999 nell'ambito dell'indagine conoscitiva sulle Autorità Amministrative Indipendenti.*

- della trasparenza dei mercati regolamentati e dell'ordinato svolgimento delle negoziazioni che ivi si svolgono (art. 63);
- dell'efficienza e della trasparenza del mercato del controllo societario e del mercato dei capitali (art. 91);
- della correttezza contabile (impugnativa di bilancio, Albo e vigilanza delle società di revisione).

Tale garanzia si esplica attraverso lo svolgimento congiunto della funzione di regolamentazione del mercato mobiliare e della funzione di vigilanza sulla trasparenza e la correttezza di coloro - intermediari, emittenti, gestori di mercati - che vi operano. Con funzioni analoghe opera la Banca d'Italia, con competenze relative alla stabilità degli intermediari.

Anche dopo l'emanazione del Testo Unico esistono tuttavia aree di esenzione in cui la disciplina legislativa non è del tutto coerente con il principio della ripartizione dei compiti di vigilanza per finalità - alla Consob la trasparenza e la correttezza dei comportamenti, alla Banca d'Italia la stabilità patrimoniale degli operatori. Merita particolare menzione, tra gli altri, il caso delle obbligazioni bancarie che risultano sottratte per intero all'ambito dei controlli della Consob.

2. Modelli di governo delle Autorità Indipendenti

Il modello di *governance* delle Autorità di controllo dei mercati mobiliari che si è affermato a livello internazionale è quello della Commissione: nell'ambito dei paesi dotati di mercati mobiliari sviluppati fa eccezione praticamente solo il BAWe tedesco che non è un organo collegiale. In alcune di queste Autorità (ad es. l'FSA del Regno Unito), peraltro, il Presidente è spesso largamente dotato di poteri propri, anche non motivati dall'urgenza di provvedere.

In Italia, praticamente tutte le Autorità Indipendenti, e tra queste anche la Consob (per la quale è peraltro anche previsto il divieto di delega permanente di funzioni ai Commissari), sono caratterizzate da una struttura di *governance* rigidamente basata sulla Commissione con la sola eccezione dell'Isvap.

Negli ordinamenti istitutivi delle Autorità Indipendenti italiane non si rinvengono norme volte ad operare una qualsiasi distinzione di compiti tra Commissione e struttura, per quanto riguarda le funzioni di decisione, indirizzo e controllo, da un lato e quelle di gestione, dall'altro.

3. Gli aspetti organizzativi e di funzionamento della Consob

3.1 La nomina dei componenti la Commissione

Le diverse leggi che disciplinano le Autorità indipendenti evidenziano una molteplicità di modelli di riferimento circa il ruolo dell'Esecutivo e del Parlamento nel processo di nomina dei componenti le Autorità medesime. Il risultato che ne è conseguito è una legislazione assai incerta che ha individuato in modo non omogeneo di volta in volta nell'uno o nell'altro il titolare della funzione di nomina.

Il Presidente e i componenti della Consob sono nominati con decreto del Presidente della Repubblica su proposta del Presidente del Consiglio dei Ministri, previa deliberazione del Consiglio stesso. Le designazioni sono peraltro sottoposte al parere del Parlamento ai sensi della legge n. 14 del 1978 e le competenti Commissioni parlamentari possono altresì procedere all'audizione delle persone designate (art. 1, comma 3, della legge n. 216/1974).

Su tale aspetto la disciplina dell'Istituto non si discosta da quanto è possibile registrare a livello internazionale: i Presidenti della SEC statunitense, della FSA del Regno Unito, della COB francese, della CNMV spagnola e del BAWe tedesco sono tutti nominati dall'Esecutivo.

Il meccanismo di nomina governativa previsto dalla legge è, nel caso della Consob, completato da disposizioni che indicano nel Ministro del tesoro il destinatario privilegiato dell'informativa sugli atti e gli eventi di maggior rilievo che caratterizzano il funzionamento della Commissione (art. 1 della legge n. 216/1974). Il Ministro del tesoro è l'interlocutore del Parlamento nella materie che riguardano la Commissione; riceve la Relazione Annuale e la trasmette, con le proprie eventuali osservazioni, al Parlamento. In via di principio, l'esame della Relazione Annuale costituisce l'unico atto di verifica, a consuntivo, dell'attività della Consob da parte del Parlamento: nei fatti il Parlamento non si pronunzia specificamente sulla Relazione, limitandosi al più a prenderne atto. Deve tuttavia aggiungersi che frequentemente il Parlamento sollecita informazioni attraverso lo strumento delle audizioni. Sono anche frequenti le interrogazioni sulle materie di competenza della Consob.

3.2 Organizzazione e funzionamento interni

La Consob dispone del potere di disciplinare autonomamente la propria organizzazione ed il proprio funzionamento, il trattamento giuridico ed economico del personale e la gestione delle spese. I relativi regolamenti sono soggetti al controllo di legittimità da parte del Presidente del Consiglio dei Ministri che sente, a tali fini, il Ministro del tesoro. Altre Autorità Indipendenti istituite successivamente alla Consob (Antitrust, Autorità per l'Energia Elettrica e Autorità per le Telecomunicazioni) non sono soggette ad un tale vaglio di legittimità.

È questo uno dei casi in cui la primogenitura della Consob non rappresenta un vantaggio. Il controllo di legittimità in materia di organizzazione, funzionamento, trattamento del personale ha infatti un costo notevole, rappresentato dall'impedimento che ne deriva a una gestione sollecita e flessibile dell'Istituto. Proprio la continua evoluzione dei mercati, degli strumenti finanziari, dell'assetto degli operatori richiederebbero capacità di adattamento nell'organizzazione dell'agenzia di regolazione. I benefici di quei controlli sono certo minori dei rallentamenti e degli impedimenti che ne derivano.

I controlli di legittimità, per loro natura, non possono entrare nel merito delle decisioni dell'Autorità Indipendente e quindi, sotto il profilo della capacità di indirizzarne in modo rilevante le scelte costituiscono un'arma sostanzialmente "spuntata"; essi, inoltre, poiché hanno ad oggetto gli atti normativi concernenti l'organizzazione ed il funzionamento interno dell'Autorità, non svolgono effetti concreti sui comportamenti e le decisioni istituzionali che competono all'Autorità stessa.

3.3 Il personale

A regime, l'organico della Consob prevede la disponibilità di 450 unità di personale di cui 406 di ruolo e 44 a contratto; ad oggi, la Commissione si avvale di 368 dipendenti (sono peraltro in via di completamento le procedure per l'assunzione di 33 nuovi dipendenti). Tale rilevante differenza è in parte da imputare al fenomeno, divenuto più marcato negli ultimi anni, della sempre più frequente fuoriuscita di personale che trova sul mercato alternative professionali più appetibili. Peraltro, poiché la Consob può reclutare il proprio personale - di ruolo e a contratto - esclusivamente attraverso concorsi o selezioni pubblici, i tempi delle relative procedure di indizione e svolgimento non consentono una tempestiva sostituzione del personale dimissionario.

È opportuno segnalare che scambi occupazionali anche di piccole dimensioni tra Autorità Indipendenti e mercato in termini assoluti possono generare turnover percentuali assai elevati, in grado di creare problemi organizzativi non di poco conto legati all'uscita di personale esperto da sostituire con nuovi assunti.

La capacità di una Autorità Indipendente di attrarre risorse di personale - di ruolo e a contratto - dotate di elevati *standard* qualitativi dipende anche dalla retribuzione che la stessa è in grado di offrire, tenendo presenti le retribuzioni offerte dal mercato del lavoro esterno, la professionalità che presso l'Autorità stessa un dipendente ha la possibilità di acquisire, il prestigio dell'Istituzione. Se il peso relativo di questi fattori di attrazione non è ben modulato, concreto è il rischio che si generino *turnover* occupazionali elevati e che chi è in cerca di lavoro valuti l'essere occupato presso l'Autorità solo come un momento di formazione. Questo rischio - che evidentemente incide sulla possibilità di costruire un corpo di funzionari esperti e affidabili - diventa particolarmente rilevante se la struttura salariale prevede uno scarso numero di livelli retributivi legati esclusivamente ad avanzamenti di qualifica e pertanto i dipendenti - anche molto dotati - dispongono di ridotte possibilità di crescita nella scala gerarchica.

Una riforma che avesse l'esito di ridurre la possibilità di offrire, ad ogni livello, retribuzioni adeguate alla professionalità richiesta o di ridurre l'autonomia di queste Istituzioni finirebbe con incidere negativamente sul capitale umano delle Autorità e, quindi, con la possibilità di svolgere adeguatamente il loro ruolo.

Come la maggior parte delle Autorità Indipendenti che dispongono di personale di ruolo, anche la Consob ha come contratto di riferimento il contratto collettivo in vigore per la Banca d'Italia. Le motivazioni di un tale collegamento vanno individuate per la Consob nella corresponsione di un trattamento economico coerente con la affinità delle funzioni di vigilanza tra la Commissione e la Banca Centrale, già in precedenza ricordata.

Il principio dell'affinità delle funzioni - e le conseguenze che ne derivano sul piano degli istituti contrattuali - va reso compatibile con l'esigenza di una maggiore flessibilità organizzativa che si pone per una struttura di piccole dimensioni e altamente professionalizzata come la Consob. Il contratto della Banca d'Italia è infatti pensato per un istituzione che dispone di oltre 10.000 unità di personale distribuite su tutto il territorio nazionale e con grande varietà di funzioni. L'elevato numero di addetti (in connessione con la circostanza che l'istituzione della Banca d'Italia risale ad oltre 100 anni fa) assicura poi un adeguato *turnover* generazionale (tra pensionamenti e nuove assunzioni). Le Autorità Indipendenti, per contro, a causa della loro giovane età, sono caratterizzate da personale di età media relativamente bassa (anche ai gradini più alti della piramide organizzativa) e ancora molto lontano dall'età pensionabile. Anche per tale motivo, necessiterebbero di un sistema di incentivi (livelli salariali, premi di produttività, etc.) più flessibile di quello presente in Banca d'Italia.

L'evidenza mostra dunque l'opportunità che le Autorità Indipendenti siano messe in condizione di applicare gli istituti del contratto di riferimento con flessibilità, in modo da renderlo effettivamente adeguato alle proprie specifiche esigenze. La legge istitutiva potrebbe consentire alla Consob di apportare al contratto del personale della Banca d'Italia modifiche e integrazioni necessitate dalle specifiche esigenze funzionali e organizzative della Commissione, ma l'abolizione delle procedure di controllo di cui si è detto in precedenza renderebbe più agevole tale compito.

4. L'attività della Consob

La Consob è ad un tempo Autorità di regolazione di uno specifico settore dell'economia e di controllo dei soggetti economici che vi operano; è pertanto utile rappresentarne l'attività più recente utilizzando questo criterio di ripartizione.

L'attività di regolamentazione in attuazione del Testo Unico della Finanza ha costituito nell'ultimo anno e mezzo un impegno di assoluto rilievo per l'Istituto. La delegificazione operata dal detto Testo Unico è stata, infatti, accompagnata dall'assegnazione alle Autorità di vigilanza, e primariamente alla Consob, del compito di completare il quadro normativo dettato dalla legge con

disposizioni secondarie riguardanti una molteplicità di istituti e soggetti: intermediari, mercati, informazione societaria, sollecitazione all'investimento, offerte pubbliche di acquisto, deleghe di voto. Nella redazione dei regolamenti, la Commissione ha rafforzato il metodo, coerente con la prassi dei mercati più evoluti, della trasparenza delle scelte e del coinvolgimento degli operatori sugli schemi regolamentari. Gli obiettivi perseguiti sono stati quelli della flessibilità e della semplificazione, lasciando spazio, quando possibile, all'autonomia degli operatori e all'autoregolamentazione. Per facilitare la consultazione, infine, tutte le disposizioni sono state raggruppate in tre corpi regolamentari concernenti gli intermediari, i mercati e gli emittenti.

Sotto il profilo dell'attività di controllo, nel 1998 l'Istituto ha, tra l'altro:

- autorizzato l'avvio dell'operatività della Borsa Italiana Spa;
- dato il proprio nulla-osta a 14 operazioni di offerta pubblica di acquisto (OPA) su titoli di società quotate e al deposito di 306 prospetti informativi per l'effettuazione di operazioni di sollecitazione del pubblico risparmio;
- disposto 24 ispezioni nei confronti di intermediari mobiliari;
- disposto l'applicazione di sanzioni nei confronti di 4 società di revisione;
- proposto al Ministero del tesoro l'applicazione di 34 sanzioni pecuniarie relative a Sim, banche e agenti di cambio e di 5 provvedimenti di gestione delle crisi di Sim (sospensione degli organi amministrativi, amministrazione straordinaria e liquidazione coatta amministrativa);
- adottato 170 provvedimenti sanzionatori e 76 provvedimenti cautelari nei confronti di altrettanti promotori finanziari;
- concluso 36 istruttorie e inviato all'Autorità Giudiziaria 21 relazioni motivate in materia di abuso di informazioni privilegiate e aggio.

Nelle tavole allegate si forniscono informazioni aggiornate sulle principali attività di controllo svolte, oltre che sulla consistenza numerica degli Albi gestiti dalla Commissione.

In materia di esercizio dei controlli, occorre segnalare che, a differenza di altre Autorità Indipendenti (Antitrust, Garante per la Privacy, Autorità per l'energia elettrica, Autorità per le Telecomunicazioni e Isvap) 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 proporre l'applicazione al Ministero del tesoro.

La possibilità di sanzionare direttamente i comportamenti scorretti appare più efficiente, sotto il profilo del funzionamento di un'Autorità quale la Consob, rispetto alla mera possibilità di proposta. Essa infatti accelera i tempi del procedimento, rende l'Autorità maggiormente consapevole del proprio ruolo, evita che il soggetto sanzionato intrattenga contemporaneamente rapporti con più istituzioni (Autorità proponente; Autorità irrogante), semplifica l'instaurazione del contenzioso nelle sedi giurisdizionali competenti. 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.

In particolare, in applicazione dell'art. 195 del Testo Unico della Finanza:

- a) il Ministero del tesoro provvede solo ad applicare le sanzioni amministrative proposte dalla Commissione senza partecipare in alcun modo alla procedura di accertamento della violazione, contestazione degli addebiti e valutazione delle deduzioni. Ciò comporta, tra l'altro, oltre ad un allungamento dei tempi del procedimento, che sia il Ministero (e non l'Autorità che ha svolto l'istruttoria) a elaborare le motivazioni sottostanti l'applicazione della misura sanzionatoria e che per tale elaborazione si debba per necessità fare riferimento alle risultanze degli accertamenti svolti dalla Consob;
- b) l'opposizione al provvedimento di applicazione della sanzione emanato dal Ministero è notificata sia al Ministero stesso sia alla Commissione, con un effetto di scarsa chiarezza circa la responsabilità dell'atto impugnato;
- c) gli eventuali (ma sempre possibili) difetti di coordinamento tra risultanze dell'attività istruttoria svolta dalla Consob e contenuto del provvedimento di applicazione della sanzione possono riverberarsi sulle decisioni assunte in sede giurisdizionale.

Se pure deve essere riconosciuta l'esistenza di ragioni per una separazione dei poteri di accertamento da quelli sanzionatori, si ritiene che l'attribuzione del potere sanzionatorio diretto sui soggetti vigilati costituisca un completamento necessario del complesso di poteri normalmente attribuiti ad una Autorità Indipendente e della sua posizione di indipendenza istituzionale dal potere politico.

Infine, non può non accennarsi ai fenomeni dell'abusivismo e delle frodi finanziarie: la mancata attribuzione all'Istituto di poteri di intervento diretto nei confronti dei soggetti non ordinariamente vigilati - necessari per contrastare tali fenomeni - rappresenta, oggettivamente, un punto di debolezza del sistema dei controlli sul mercato mobiliare affidato alla Consob. In questo contesto, si colloca anche lo sviluppo delle transazioni finanziarie via Internet che anche il nostro mercato sta sperimentando. L'esperienza internazionale mostra che gli stessi elementi che rappresentano i fattori di successo della finanza in rete sono anche quelli che rendono la medesima un ambiente ideale per la nascita di frodi a danno dei risparmiatori: molte delle forme classiche di violazione della normativa in materia di intermediazione o di sollecitazione del pubblico risparmio possono essere più facilmente realizzate in forma elettronica. Lo sviluppo della rete coniugato alla difficoltà di individuazione dei responsabili degli illeciti costituiscono elementi in grado di spingere un numero maggiore di soggetti a intraprendere comportamenti fraudolenti.

La Commissione intende affrontare il problema dei controlli su Internet anche attraverso l'istituzione di unità operative specificamente preposte al monitoraggio della rete, oltre che con il rafforzamento della cooperazione internazionale: in materia sembra comunque necessario un intervento legislativo.

5. Il bilancio della Consob

Il finanziamento annuale dell'Istituto è assicurato, in parte, da un contributo statale, in parte dagli operatori. E trova disciplina, oltre che nella legge istitutiva n. 216/1974, nell'art. 40 della legge n. 724/1994. Il finanziamento a carico del mercato è caratteristica comune alle principali omologhe Commissioni di controllo estere: in particolare, la SEC, la COB e la FSA sono interamente finanziate dagli operatori; il BAWe lo è al 90 per cento circa.

L'attuale formulazione dell'art. 40 della legge n. 724/1994 configura le contribuzioni a carico degli operatori come "prezzo" delle prestazioni ad essi rese dalla Consob, per cui la struttura del sistema contributivo che ne consegue è necessariamente basata sul rapporto tra singola tipologia di servizio reso (rilascio di autorizzazioni e relative estensioni, indizione di esami di abilitazione, iscrizioni ad Albi, svolgimento di controlli, etc.) e relativo contributo. Ciò rende il sistema complesso e scarsamente efficiente: per la Consob, in relazione agli elevati costi di gestione connessi alla numerosità degli accertamenti di entrata e delle relative registrazioni contabili ed alla necessità di attivare e gestire più procedure di riscossione; per gli operatori, in quanto risultano assoggettati al pagamento di specifiche contribuzioni a fronte di ogni singola prestazione ad essi fornita.

Per la soluzione di tali problemi sarebbe sufficiente una modifica della norma vigente, limitata alla sostituzione del legame tra le contribuzioni e le singole prestazioni rese dalla Consob con il legame tra le contribuzioni e l'attività complessiva svolta dall'Istituto in relazione a ciascuna categoria di soggetti vigilati. Se ne auspica perciò l'introduzione, in considerazione anche della circostanza che una tale modifica consentirebbe di rendere più prevedibili e tendenzialmente più stabili i flussi di finanziamento provenienti dal mercato.

Nel 1998 si è realizzato un sostanziale equilibrio tra finanziamento dallo Stato (50 mld. di lire, pari al 49,6% del totale delle entrate) e contribuzioni provenienti dal mercato (circa 47 mld. di lire, pari al 46,6%). Tale equilibrio trova fondamento nella natura prevalentemente pubblica delle attività svolte dalla Consob e se ne auspica il mantenimento.

Dal lato delle spese, la struttura dei costi dell'Istituto si presenta con un'incidenza del costo complessivo lordo per il personale, nel 1998, pari al 70% circa dei costi totali (61,5 miliardi di lire, di cui 8 per accantonamenti di quiescenza); le ulteriori componenti di costo sono date dagli oneri per i Membri della Commissione, pari a lire 2,4 miliardi (2,6% circa del totale) e da quelli per acquisizione di beni di consumo e servizi, pari a lire 21 miliardi (23% circa del totale). Nel 1998

sono stati, inoltre, realizzati investimenti, essenzialmente in apparecchiature informatiche, dell'ordine di circa 2 miliardi di lire.

Il risultato economico del 1998 consentirà di autofinanziare, in parte, l'acquisizione di un immobile in Roma che consenta un'unica collocazione del personale, oggi disperso in due sedi con inconvenienti e perdita di efficienza. Per la sede di Milano, il Comune ha messo a disposizione un immobile di prestigio; la Consob si è assunta gli oneri di ristrutturazione. La nuova sede potrà ospitare i 150 dipendenti previsti.

* * *

Signor Presidente, Onorevoli Deputati,

Un disegno unitario sui compiti e le responsabilità degli organi di vigilanza e di regolazione costituisce un obiettivo alto da parte del Legislatore. Esso non è in contrasto con l'esigenza di ribadire l'indipendenza delle decisioni delle Autorità; indipendenza che garantisce il mercato come luogo di opportunità e di sviluppo del Paese.

Nel disegno unitario potrà essere rafforzata la responsabilità delle Autorità indipendenti, traduzione infelice dall'inglese *accountability*. Già oggi la Consob ha un rapporto istituzionale con il Ministro del tesoro e, attraverso il Ministro, con il Parlamento; è continuamente sottoposta, e si sottopone, al vaglio del mercato; i suoi provvedimenti sono impugnabili davanti alla Magistratura.

Questi legami, in particolare quelli con il Parlamento, possono essere resi più intensi e sistematici, sol che il Parlamento lo chieda, senza che ciò si ponga in contrasto con l'autonomia che deve essere comunque garantita all'attività di regolazione dei mercati.

TRATTAMENTO ECONOMICO DEI COMPONENTI LA COMMISSIONE¹
(in lire)

	IMPORTI LORDI
INDENNITÀ ANNUA PRESIDENTE	355.173.468
INDENNITÀ ANNUA MEMBRI	273.210.264
INDENNITÀ DI FINE RAPPORTO	2/12 DELL'INDENNITÀ ANNUA PER OGNI ANNO DI SERVIZIO

¹ Le indennità non costituiscono base pensionabile imponibile.

RETRIBUZIONE TABELLARE MEDIA DEL PERSONALE¹
1999
(in lire)

	IMPORTI LORDI
DIRIGENTI	193.478.597
FUNZIONARI	108.424.379
OPERATIVI	56.825.316
SERVIZI GENERALI	48.453.201

¹ Include la gratifica, al netto delle eventuali anzianità.

CONSOB
COSTI PER CONSULENZA
1998
(in milioni di lire)

CONSULENZE DI STUDIO	40,2
di cui: <i>COMITATO SCIENTIFICO</i>	5,6
CONSULENZE INFORMATICHE	69,0

LA RECENTE EVOLUZIONE DELLA BORSA: PROSPETTIVE DI AMPLIAMENTO E SVILUPPO^(*)

1. Ringrazio la Commissione per l'opportunità che mi fornisce di esporre al Parlamento qualche riflessione in materia.

Non tratterò dei profili organizzativi della Consob e per questo rinvio ad una precedente audizione svoltasi il 18 novembre scorso presso la Commissione I Affari Costituzionali. Vorrei invece fare qualche cenno sui recenti sviluppi dei mercati, sull'opportunità e sui rischi che si manifestano in seguito a questi sviluppi; vorrei poi soffermarmi sulle questioni di "attrezzatura" della Consob per far fronte ai nuovi problemi e, in proposito, sui profili sanzionatori e di deterrenza. Inoltre, accennerò alle modifiche che si stanno verificando, a seguito di sentenze di tribunali amministrativi in materia di offerte pubbliche d'acquisto. Infine, vorrei concludere la mia esposizione accennando ad un provvedimento, da tutti atteso, ma che ancora sembra tardare, cioè quello relativo alla riforma delle società, elaborato dalla Commissione Mirone.

Nel 1999, abbiamo registrato sviluppi dei mercati molto favorevoli; la capitalizzazione complessiva del mercato ufficiale è cresciuta notevolmente, arrivando a quasi il 65 per cento del PIL, con un contributo pressochè equivalente di rialzo dei corsi e di aumento di "materiale" quotato.

Hanno influito su questa evoluzione sia fattori di offerta sia fattori di domanda. Particolarmente positivo è quanto si è verificato in materia di ammissione in borsa di nuove società: sono state 28, di cui 21 tramite offerta pubblica. Il valore di mercato delle società italiana ammesse al mercato ufficiale, al netto di quelle cancellate dal listino, è stato pari a circa 67 miliardi di euro; 50 miliardi, tuttavia, erano imputabili all'ENEL.

Nel giugno 1999 ha cominciato ad operare il Nuovo Mercato sulla scia di quanto avvenuto all'estero, con il *Neuer Markt* in Germania e il *Nouveau Marché* in Francia. In Italia, nel corso dell'anno sono state ammesse a quotazioni sul Nuovo Mercato sei società che hanno raccolto mezzi freschi per 227 milioni di euro; la capitalizzazione complessiva, a fine 1999, risulta pari a circa 7 miliardi di euro. Vi è un fatto particolarmente positivo: l'età media delle imprese quotate sul Nuovo Mercato – circa 10 anni – è sensibilmente inferiore a quella media delle società ammesse in Borsa nel periodo 1995-1999, che è circa di 40 anni; tre delle sei società quotate al Nuovo Mercato

(*) *Audizione presso la Commissione VI Finanze della Camera dei Deputati del 7 marzo 2000, nell'ambito dell'indagine conoscitiva sulla recente evoluzione del mercato borsistico con particolare riferimento alle prospettive di ampliamento e sviluppo. Il testo è una versione rivista del resoconto stenografico della seduta n. 28.*

avevano meno di tre anni quando sono andate in quotazione. In particolare, tra le società entrate in nuova quotazione prevalgono, rispetto al passato, quelle in settori *high tech*.

Questi sono stati gli elementi che hanno influito positivamente dal lato dell'offerta. Vi sono poi stati alcuni elementi dal lato della domanda. Da un punto di vista "macro", si è determinata una maggiore domanda di azioni dovuta da un lato alla discesa del rapporto fra debito pubblico e prodotto interno lordo e dall'altro, e soprattutto, alla riduzione dei tassi di interesse. Inoltre vi è stato uno sviluppo del *trading* elettronico che ha reso più facile l'accesso ai mercati e ha ridotto, almeno apparentemente, i costi di transazione.

Non va infine sottaciuto che il Testo Unico sulla finanza, entrato ormai a regime attraverso l'adozione di quasi tutti i regolamenti previsti (salvo alcuni di competenza di determinati ministeri), ha contribuito alla trasparenza dei mercati e allo sviluppo del mercato.

2. Come vanno valutati questi sviluppi? Penso che la valutazione debba essere largamente positiva per le seguenti ragioni: lo sviluppo della borsa riduce il costo del capitale per le imprese che vi si approvvigionano; tale possibilità ha offerto un'opportunità di crescita per nuove imprese e per nuovi imprenditori (che è l'aspetto più importante); ha aperto le imprese (in misura non ancora sufficiente, tuttavia) alla valutazione del mercato.

La letteratura economica ha ravvisato una chiara relazione positiva fra sviluppo finanziario e sviluppo economico. Questa è una delle spiegazioni che sono state date alla maggiore crescita economica che si è verificata nei paesi anglosassoni.

Tale valutazione, del tutto positiva, non può tuttavia celare la necessità di maggiori cautele e di una forte protezione dell'investitore.

Personalmente, non ritengo che sia compito di alcuna autorità rendere gli investitori immuni dai rischi che essi liberamente assumono in corrispettivo dell'aspettativa di elevati profitti. Questi rischi si possono manifestare, soprattutto nei nuovi settori, in molteplici modi. Il "tasso di mortalità" delle nuove imprese, della *new economy* e più in generale dei settori *high tech*, sarà elevato. Solo chi ha investito sulle società che sopravviveranno, avrà realizzato una combinazione molto favorevole di rischio-rendimento.

Compito del regolatore è piuttosto quello di assicurare protezione contro possibili degenerazioni patologiche che si accompagnano ad una fase di sviluppo così intenso.

E comincio innanzitutto da Internet. Nell'esperienza degli Stati Uniti si manifestano rischi legati al fatto che alcuni *broker*, attraverso i conti Internet, prestano risorse ai risparmiatori per fare vendite allo scoperto. La Borsa di New York, il *New York Stock Exchange* e il Nasdaq hanno proposto specifiche regole sui margini per gli Internet *trader*. Una recente indagine della SEC ha

messo in luce come, per quanto riguarda i siti e i *broker* che offrono servizi di Internet *trading*, manca, molto spesso, un'adeguata rappresentazione dei rischi connessi a tale attività per gli investitori non professionali; questo è un problema che credo si manifesti anche nel nostro paese. Infine, vi sono rischi legati al fatto che, attraverso Internet i risparmiatori possono essere più facilmente raggiunti da studi e informazioni di agenzia.

Vi è poi l'ulteriore rischio di sollecitazione abusiva dell'investimento. Voglio far notare che la Consob di recente ha assunto tre provvedimenti di inibizione e di denuncia alla magistratura penale nei confronti di tre siti (*Smallexchange*, *Trading net* e *Smart trading*) con relativa pubblicazione di tale notizia sia su *Consob informa*, che è il nostro bollettino settimanale, sia sul sito Internet.

Segnalo poi ai deputati di questa Commissione un problema che si sta ponendo in sede europea (per un'emananda direttiva): ci si chiede se debbano prevalere il diritto e le regole del paese ospitante l'intermediario che fa l'offerta o se debbano prevalere quelli dell'investitore. Il problema è complesso, perché da un lato sono comprensibili le ragioni gli intermediari quando fanno rilevare la difficoltà nel confrontarsi con 15 legislazioni diverse; dall'altro, è elevatissimo il rischio per il piccolo investitore di trovarsi di fronte ad un intermediario che vende prodotti, avendo la tutela non del proprio paese ma di un paese terzo. Una possibile soluzione è quella di distinguere i principi di regolamentazione a seconda che si tratti di investitori professionali o investitori al dettaglio.

La Consob ha assunto iniziative di *investor education* – cioè educazione dell'investitore – anche in merito alle commissioni da pagare agli intermediari. Ho accennato prima al fatto che lo sviluppo dell'Internet *trading* ha abbassato drasticamente i costi di transazione; tuttavia, soprattutto negli Stati Uniti emerge che i costi complessivi per gli investitori delle operazioni via Internet, quando si includono tutte le varie commissioni che vengono caricate, possono essere superiori a quelli tradizionali. A tale riguardo la nuova versione del sito Internet della Consob, disponibile a partire dal giugno 2000, includerà una sezione che consentirà ai risparmiatori di accedere ad un modo di calcolo delle commissioni totali ed effettive dei fondi comuni e delle gestioni patrimoniali, sulla base delle commissioni percentuali indicate nei prospetti. Inoltre, nella sezione per i risparmiatori saranno disponibili delle avvertenze sull'uso di Internet nelle operazioni finanziarie, con l'esemplificazione dei casi di frode più ricorrenti. Sarà infine possibile consultare *on line* gli Albi dei soggetti autorizzati a prestare servizi di investimento gestiti dalla Consob, in particolare SIM e fiduciarie, in modo da evitare che il risparmiatore si trovi esposto ad un intermediario già sospeso o sanzionato.

Vi sono poi problemi di anomalie di prezzi. È stata condotta, proprio in questi giorni, un'analisi sull'insieme delle società che nel 1999 sono state oggetto di offerte pubbliche di acquisto o di cessioni di pacchetti di controllo, verificando quale fosse l'andamento dei prezzi di queste società in un periodo di 20 giorni precedenti l'annuncio ufficiale o l'uscita del primo *rumour*, cioè della prima indiscrezione in merito all'operazione. I risultati sono i seguenti: nel periodo precedente

l'uscita di una qualsiasi notizia, ufficiale od ufficioso, le società oggetto dell'operazione hanno guadagnato in media rispetto all'andamento di listino circa l'8 per cento nel caso di OPA e il 10 per cento nel caso della cessione di pacchetti di controllo.

3. Passo adesso a considerare come la Consob fa fronte ai problemi accennati, nonché a svolgere alcune considerazioni sul regime sanzionatorio.

Per la Consob la vigilanza sulle attività realizzate tramite Internet e quella volta ad individuare e sanzionare l'abuso di fenomeni di *market abuse* richiedono un forte impiego di risorse professionalmente qualificate. Come ho già avuto modo di affermare nell'audizione presso la Commissione affari costituzionali nel novembre scorso, la capacità di attrarre e di conservare risorse dotate di elevati standard qualitativi dipende anche dalla retribuzione che si è in grado di offrire, in confronto a quelle offerte sul mercato, e dalla professionalità che il dipendente acquisisce presso Consob. Se il peso relativo di questi fattori non è ben modulato, è concreto il rischio, che stiamo sperimentando ogni giorno, che si verifichino *turn over* occupazionali elevati e che chi è in cerca di lavoro valuti l'essere occupato presso l'autorità solo come un momento di formazione. Ho parlato di *turn over*, ma dovrei parlare di esodo. Alcuni dei nostri migliori funzionari vengono acquisiti sul mercato a prezzi di affezione proprio in virtù dell'esperienza che hanno maturato presso Consob.

Questo rischio diventa particolarmente rilevante se si è condizionati da una struttura salariale che prevede uno scarso numero di livelli retributivi, legati esclusivamente ad avanzamenti di qualifica, talché i dipendenti, anche se molto dotati, dispongono di ridotte possibilità di crescita nella scala gerarchica. Come dicevo, da qualche tempo il fenomeno delle uscite di personale qualificato dalla Consob è divenuto più consistente. Questo fenomeno è comune anche alla *Security and Exchange Commission* americana, che ha un *turn over* del 30 per cento all'anno; la SEC, tuttavia, ha una maggiore flessibilità nell'attivare i flussi di entrata rivolgendosi ogni anno direttamente alle migliori università.

La *Financial Service Authority* inglese, assume dal mercato in piena libertà. La Consob, invece, può reclutare il proprio personale, di ruolo e a contratto, esclusivamente attraverso concorsi o selezioni pubblici, con tempi e procedure di indizione e di svolgimento che non consentono una tempestiva sostituzione del personale dimissionario. Una maggiore flessibilità sia nelle procedure di assunzione sia nella mobilità interna sarebbe indispensabile affinché la Consob possa esercitare le sue funzioni non dico ad armi pari, ma quanto meno ad armi meno impari di come avvenga oggi.

Passo ora al regime sanzionatorio. Vorrei soffermarmi su due punti, l'adeguatezza e la natura delle sanzioni ed i poteri della Consob.

L'effetto deterrente della sanzione si manifesta quando il costo, per chi commette il reato, tenuta presente la probabilità di essere scoperti, è almeno uguale ai benefici che si ricavano dal reato medesimo. Da questo punto di vista, mi parrebbe opportuno avviare una riflessione

sull'adeguatezza delle sanzioni pecuniarie previste dal Testo Unico sulla finanza: nel caso dell'*insider* 600 milioni aumentabili al triplo; nel caso dell'aggiotaggio 50 milioni. Per ragioni a me non chiare come economista, si è ritenuto che l'*insider* possa essere un reato con una pena pecuniaria più grave dell'aggiotaggio. A mio avviso, invece, "rompere un semaforo" - impedire che il prezzo segnali correttamente il valore delle società - è molto più dannoso di un'operazione di *insider*. Ma, tant'è, così ha disposto il legislatore delegato!

La legislazione degli Stati Uniti adotta sanzioni non determinate indistintamente bensì rapportate ai profitti che si sono ottenuti commettendo il reato. Vi è di più: la possibilità di patteggiamento, prevista dal nostro codice penale, modifica drasticamente il rapporto di convenienza fra accertamento del reato ed entità della pena. In un paio di patteggiamenti per *insider* siamo arrivati anche a somme inferiori a 50 milioni. Inoltre, in Italia il sistema di responsabilità civile (la *civil action* americana) nei mercati finanziari è pressoché inesistente, mentre rappresenta uno dei cardini del sistema anglosassone, ove la responsabilità coinvolge gli amministratori delle società quotate, sia nella gestione ordinaria sia nelle fasi di ricorso al mercato e gli intermediari che assistono le imprese, mentre i regolatori possono costituirsi parte civile in casi di grave infrazione della normativa. Nel nostro paese invece, dalla mancanza di un'espressa previsione della responsabilità civile in caso di infrazione alle regole del TUF, risulta un ordinamento dei mercati finanziari nel quale è più difficoltoso per gli investitori essere compensati del danno subito. Il principio del risarcimento del danno dovrebbe essere centrale nel diritto dei mercati finanziari quando aumenta la diffusione dell'azionariato. Di queste tematiche si trova un'eco nei lavori della commissione di studio per la riforma del diritto societario, la quale però rimanda ad altri provvedimenti.

Per quanto riguarda i poteri della Consob, faccio presente che nell'articolo 185, comma 3, del Testo Unico sulla finanza vi è un elenco di azioni che sono consentite alla Consob, ma solo con il consenso degli interessati: ad esempio la Consob non può imporre ad una persona di essere interrogata. Faccio inoltre presente che qualsiasi elemento acquisito da Consob nel corso di interrogatori non costituisce elemento probatorio per il magistrato.

Le soluzioni ipotizzabili per superare gli attuali limiti potrebbero essere due:

- la previsione di un regime sanzionatorio amministrativo che affianchi l'attuale regime penale (il cosiddetto sistema del doppio binario che vige in altri ordinamenti);
- la depenalizzazione di alcune fattispecie con l'adozione di un sistema misto, che preveda per alcuni casi l'introduzione di un regime sanzionatorio a carattere esclusivamente amministrativo e, per altri, il mantenimento dell'attuale regime soltanto penale con qualche misura correttiva (ad esempio, un aumento dell'importo della sanzione, l'attenuazione del patteggiamento).

Devo peraltro osservare, che la Commissione del Senato intervenne per impedire un aumento dei poteri della Consob. Mentre la Camera affermò che appariva opportuno prevedere l'introduzione di più agili sanzioni pecuniarie di carattere amministrativo da affiancare a quelle già

previste di carattere penale, il Senato intervenne per limitare i poteri della Consob, affermando: “Questo specialissimo organo giudiziario” - la Consob - “che cumula funzioni di accusa e di decisione si trasforma poi in parte offesa con ardita metamorfosi che sorprende per la capacità di stravolgere fondamentali principi costituzionali”. Nonostante ripetute richieste da parte della Consob, vennero meno da un lato la possibilità di sanzioni amministrative e dall’altro i poteri che erano stati previsti in una prima versione del Testo Unico sulla finanza.

Sono consapevole che, se si dovessero introdurre sanzioni amministrative, si porrebbe anche un problema di terzietà dell’organo che irroga le sanzioni. Nel Regno Unito la *Financial Service Authority* si è posta questo problema ed è stato istituito un comitato sanzioni per stabilire una terzietà rispetto alla funzione di pubblico ministero.

Inoltre, con il presente regime viene meno quella sanzione, né pecuniaria né detentiva, che consiste nella pubblicità, cioè nell’informare il mercato che un soggetto ha fatto qualcosa che non va.

4. Vorrei ora soffermarmi su due problemi: la revisione dell’OPA e la riforma del diritto societario.

Nell’offerta pubblica di acquisto vi sono tre interessi da tutelare. Anzitutto, un interesse all’integrità del mercato, quindi all’informazione che richiede che il mercato sia tempestivamente informato sulle intenzioni di promuovere un’opa affinché non si determinino asimmetrie informative e quindi non si agevolino fenomeni di *insider*. Il secondo interesse da tutelare è quello dell’offerente; la graduazione della tutela di questo interesse dipende dall’importanza che si attribuisce alla cosiddetta contendibilità del controllo in un mercato finanziario. Il terzo interesse da tutelare (non in ordine di importanza, naturalmente) è quello della società bersaglio. Ordinamenti diversi prevedono soluzioni diverse. Nello stesso mondo anglosassone vi sono i due casi estremi: in Inghilterra si privilegia l’informazione e la contendibilità, tant’è che dal primo annuncio di un’offerta pubblica di acquisto scatta una regola di passività per la società *target*; al contrario, negli Stati Uniti, pur con alcune differenze tra i vari Stati e nel quadro di un rigoroso controllo sui doveri fiduciari degli amministratori, si consente di realizzare azioni di difesa in ogni momento (le cosiddette “pillole avvelenate”) per intralciare l’offerta. Per contemperare questi tre interessi si deve fare una scelta largamente politica.

Il Testo Unico sulla finanza sembrava orientato verso il sistema inglese. Ricordo, peraltro, che la disciplina delle offerte pubbliche di acquisto nel Regno Unito, frutto di un sistema autoregolato, perché il *take-over panel* è un organismo privato ed il *city code*, che regola la sua azione, si basa sul consenso del mercato. Il Testo Unico sulla finanza prevede in effetti una regola di passività all’articolo 104: la società oggetto di OPA può fare operazioni che intralcino l’offerta solamente con l’autorizzazione di un’assemblea straordinaria in cui vi sia una maggioranza almeno del 30 per cento. Il Testo Unico, però, è lacunoso nel determinare il momento dal quale questa

regola di passività può avere inizio. La Consob, considerando queste lacune, propose una costruzione regolamentare ed interpretativa che privilegiava l'informazione, obbligando chi volesse fare un'offerta pubblica di acquisto a comunicare immediatamente la sua intenzione al mercato fornendo gli elementi essenziali dell'offerta (e non il prospetto) e collegando l'inizio della regola di passività a questa comunicazione e non alla presentazione del prospetto. Questa fu l'interpretazione che prevalse nel caso dell'offerta di Olivetti Tecnost su Telecom; nella successiva grande offerta pubblica non concordata, quella di INA su Generali, Consob seguì la stessa interpretazione. Parlo di interpretazione perché tale fu la risposta data ad un quesito dell'INA, che chiedeva quando cominciasse la regola di passività: Consob rispose che a suo avviso la regola di passività scattava nel momento della prima comunicazione.

Due tribunali amministrativi hanno travolto questa interpretazione della Consob, con motivazioni e modalità diverse. Il TAR del Lazio sospese un articolo del regolamento, quello sulla prima comunicazione, quindi in buona sostanza mise in secondo piano l'informazione al mercato, non ritenendola più obbligatoria. Il Consiglio di Stato, riformando la sentenza del TAR (ma ottenendo alla fine gli stessi risultati), decise altrimenti: rimise in vita la prima comunicazione ma, operando su un comma di un articolo, affermò che non si poteva connettere ad essa l'inizio della regola di passività. Sui problemi generali sollevati da queste sentenze dei tribunali amministrativi vorrei citare l'opinione di due studiosi che hanno scritto di recente sulla materia, il professor Presti ed il professor Matteo Rescigno⁽¹⁾.

Tali studiosi paventano che Consob ed altre autorità siano esposte ad un rischio di sindacabilità permanente dei loro atti regolamentari sulla mera base di una risposta ad un quesito ad esse formulato. E di risposta ad un quesito si tratta, perché, in ipotesi, INA avrebbe potuto tranquillamente procedere a misure di difesa senza obbedire all'imposizione dell'articolo 104 e Generali o la stessa INA avrebbero potuto poi ricorrere in sede civile. Presti e Rescigno concludono ritenendo inadeguato il sistema dei controlli giurisdizionali sugli atti normativi e sui provvedimenti della Consob e reputano necessario uno specifico intervento legislativo in materia. Essi ritengono inadeguato l'attuale regime sia sotto il profilo della carenza della previsione di una forma di controllo giurisdizionale unitaria che eviti sovrapposizioni di intervento, sia sotto il profilo di una regolamentazione procedurale di tale forma di controllo, sia infine sotto il profilo della necessità di attribuire tali competenze di controllo giurisdizionale ad un giudice con elevato grado di conoscenza degli specifici problemi del settore regolato.

Anche se queste considerazioni sono rilevanti, nei fatti abbiamo dovuto procedere per restituire una qualche certezza ai mercati. La Commissione ha quindi approvato una proposta di riforma del regolamento sulle offerte pubbliche di acquisto, che attualmente è in consultazione

(1) *Lo studio dei Professori Presti e Rescigno, "La decorrenza della passivity rule tra delegificazione e sindacato giurisdizionale", è pubblicato nel n. 37 dei Quaderni di Finanza Consob, (Aprile 2000).*

presso i soggetti interessati. Tale proposta adotta una lettura letterale del Testo Unico sulla finanza; da ora in poi, quindi, non è prevista una prima comunicazione, ma la presentazione a Consob del prospetto completo, con un alleviamento per quanto riguarda le autorizzazioni e le assemblee societarie. La regola di passività partirà da quel momento, il che naturalmente rende molto più lungo il periodo che intercorre tra il momento in cui un'emittente decide di fare un'offerta pubblica di acquisto e il momento in cui la società bersaglio è soggetta a passività. Da questo punto di vista, se prima eravamo all'avanguardia rispetto alla proposta di direttiva europea, ora siamo in una posizione di retroguardia. Se questa direttiva sarà approvata, al momento del suo recepimento il Testo Unico sulla finanza dovrà essere cambiato perché, l'interpretazione letterale adottata, non appare conforme a tale direttiva.

5. Vengo infine alle proposte di riforma del diritto societario, elaborate dalla commissione Mirone, frutto di sollecitazioni provenienti dalle Commissioni parlamentari, volte a verificare fino a che punto poteva estendersi il regime societario previsto dal Testo Unico per le società quotate anche a società non quotate. Altre esigenze che si sono manifestate nel progetto sono quelle delle piccole e medie imprese e riguardano la necessità di rendere più flessibile il reticolo di norme che ne disciplina la nascita e la crescita in forma societaria.

Consob, insieme a Banca d'Italia, ha contribuito attivamente, attraverso i suoi uffici e con la partecipazione di due commissari, all'elaborazione delle proposte della commissione Mirone, della quale siamo ragionevolmente soddisfatti. Rammento la tipologia societaria che ne dovrebbe conseguire: società a responsabilità limitata, che sono quelle a ristretta base personale e che quindi dovrebbero godere di margini amplissimi di autonomia societaria e statutaria; società per azioni, in cui predomina più marcato l'elemento impersonale della partecipazione al capitale. Questa categoria è poi suddivisa in base al ricorso al mercato: se è ancora potenziale o se ha già avuto luogo sotto forma di obbligazioni o di azioni. Naturalmente, se il ricorso al mercato, non ha avuto ancora luogo, maggiori sono le semplificazioni.

Vi sono nella commissione Mirone previsioni di semplificazione per consentire di ridurre i tempi dell'omologa da parte del Tribunale. Emergono poi due problemi di particolare rilievo sui quali Consob si è battuta: innanzitutto, il problema delle false comunicazioni sociali. Consob ha manifestato il proprio esplicito sfavore per espressioni che facciano dipendere l'illiceità penale del falso da valutazioni di tipo quantitativo, le quali si presterebbero a giudizi arbitrari quanto incontrollabili, perché affiderebbero al pubblico ministero la determinazione di quanto modica sia la modica quantità. Un'altra questione su cui Consob si è battuta è quella della giurisdizione. A poco serve scrivere buone leggi se poi non ci si cura della loro attuazione. Da questo punto di vista, nella letteratura giuridico-economica e giuridico-econometrica internazionale, l'Italia viene classificata agli ultimi posti come qualità e tempi di giurisdizione; esiste anche in proposito una relazione precisa fra qualità del sistema legale e sviluppo dei mercati. Per far fronte agli inconvenienti della durata dei giudizi, l'istituzione di sezioni specializzate composte da magistrati dotati di specifica competenza nel campo del diritto dell'economia e l'introduzione di norme

destinate a favorire la soluzione rapida delle vertenze, costituiscono riforme importanti che auspico il Parlamento possa e voglia assumere rapidamente.

RECENTI PROGETTI DI COOPERAZIONE TRA LE ORGANIZZAZIONI BORSISTICHE EUROPEE^(*)

1. Premessa e generalità

1.1 Il professor Preda ha già esposto quanto si conosce – il poco che si conosce – sulla progettata iniziativa di fusione della borsa di Londra e di Francoforte. Una nuova società, partecipata pariteticamente dalle due società di borsa, dovrebbe gestire due mercati: in quello di Londra verrebbero trattati i titoli delle società maggiori e a più alta capitalizzazione (*blue chips*), in quello di Francoforte i titoli di società minori, ma a crescita elevata e di alta tecnologia, come quelli oggi quotati nel Neuer Markt. Entrambi i mercati impiegherebbero la medesima piattaforma, la Xetra. Per quanto se ne sa, la partecipazione di altre borse, come quelle di Milano e di Madrid, a questo accordo dovrebbe avvenire con un'assunzione di partecipazioni nella nuova società. Non è certo che questo progetto vada in porto.

Quanto se ne conosce, inoltre, è troppo poco per esprimere valutazioni che non siano meramente ipotetiche. Le incertezze riguardano sia il profilo industriale degli accordi, sia (e soprattutto) il regime di quotazione delle società che saranno trattate sul mercato integrato, denominato iX.

1.2 Per quanto riguarda il profilo industriale, si ignora come si sia giunti al calcolo della partecipazione paritaria di *Deutsche Börse* e del *London Stock Exchange* nella nuova società e si ignora come verrebbe computato il valore dell'eventuale partecipazione di Milano e di Madrid. Tale questione pare connessa a quella del regime di quotazione. Si deve ritenere, o no, che la partecipazione all'accordo implichi automaticamente la trattazione delle *blue chips* e dei titoli da nuovo mercato sui due nuovi mercati, rispettivamente di Londra e di Francoforte? Probabilmente sì, poiché altrimenti sarebbe difficile comprendere in che cosa consista il valore del conferimento; e poiché il mero impiego di una data piattaforma costituisce solo una scelta tecnologica, compatibile anche con il mantenimento di un mercato locale (Vienna e Dublino già oggi impiegano Xetra).

1.3 Sotto il profilo del regime di quotazione, occorre distinguere fra negoziazione (e ammissione alla negoziazione, o *admission to trading*), da un lato, e quotazione (e ammissione alla quotazione, o *listing*), dall'altro.

Si possono considerare le seguenti possibilità, con riferimento, per semplicità, al caso di una *blue chips*, che chiamiamo società A.

(*) Audizione presso Commissione VI Finanze della Camera dei Deputati il 31 maggio 2000, nell'ambito dei recenti progetti di cooperazione tra le organizzazioni borsistiche europee.

- a) La società A, quotata ad esempio a Milano e destinata a essere negoziata su iX, chiede di essere cancellata dalla quotazione (*delisting*) a Milano e di essere ammessa a quotazione nella sede di iX, che è Londra.
- b) La società A mantiene la quotazione a Milano, ma chiede di essere quotata, oltre che negoziata, su iX: è il caso di *dual listing*, che già oggi si verifica per alcune società.
- c) La società A mantiene la quotazione a Milano, ottiene l'ammissione alla negoziazione su iX, ma non chiede la quotazione a Londra. Questo caso è stato esplicitamente considerato dal Presidente del London Stock Exchange, Don Cruickshank, il quale, in una pubblica dichiarazione ha affermato che "le società correntemente quotate sui mercati nazionali europei saranno ammesse alla negoziazione (*admitted to trading*) sui nuovi mercati", senza dovere "rinunciare alla loro quotazione sul mercato domestico".

Di queste tre ipotesi, la seconda è priva di interesse. I casi di *dual listing* non sono frequenti e riguardano soprattutto il mercato americano. Con riferimento all'iniziativa di fusione considerata non si vede perché una società dovrebbe sopportare i costi, soprattutto regolamentari, di una doppia quotazione.

1.4 Gli altri due casi sono profondamente diversi. Nel caso di *delisting* da una piazza e *listing* su un'altra piazza si richiede: (i) un'autonoma decisione della società; (ii) una decisione dell'autorità di controllo del paese di origine: in Italia la concessione della revoca dalla quotazione è regolata dall'art. 133 del TUF (d.lgs. 58/1998) e dall'art. 144 del regolamento Consob sugli emittenti; (iii) una decisione di ammissione a quotazione da parte dell'autorità o dell'organismo di controllo dell'altro paese: nella specie da parte della *United Kingdom Listing Authority*, ora incorporata nella *Financial Services Authority* (FSA). Nell'altro caso, per contro, nessuno dei tre passaggi appena menzionati è necessario.

In conseguenza, è assai diverso, nei due casi, l'impatto sulla giurisdizione e sulle competenze di regolazione e di controllo: assai penetrante e pesante nel primo caso, con un vero e proprio (anche se non integrale) trasferimento di giurisdizione; ben più leggero nel secondo.

1.5 In quanto segue darò anzitutto conto con maggiore dettaglio delle conseguenze di giurisdizione e di ordinamento che si manifestano nei due casi (abbandono della quotazione o mantenimento della quotazione nel mercato di origine) e farò cenno ai costi e ai benefici privati che ne derivano.

In seguito svolgerò alcune considerazioni di natura più generale - strategico-politica, se si vuole - riguardanti: l'inevitabilità di un processo di consolidamento dei mercati azionari europei; le contraddizioni fra questo processo e la persistente frammentazione degli assetti regolamentari in Europa, alla quale le istituzioni europee non sanno/non vogliono porre rimedio; gli sforzi da compiere a livello nazionale, per evitare esiti non desiderabili.

2. CONSEGUENZE REGOLAMENTARI

2.1 *Ipotesi di cessazione della quotazione sul mercato nazionale*

2.1.1 La procedura di *delisting*

In base all'art. 133 del TUF, le società italiane con azioni quotate nei mercati regolamentati italiani possono richiedere l'esclusione dalle negoziazioni dei propri strumenti finanziari qualora ricorrano le seguenti quattro condizioni:

- che si adotti una delibera dell'assemblea straordinaria;
- che sia rispettato il regolamento del mercato in cui il titolo è quotato;
- che esso sia ammesso su altro mercato regolamentato italiano o di altro Paese dell'Unione Europea;
- che, all'esito del trasferimento, sia garantita una equivalente tutela degli investitori secondo i criteri stabiliti dalla Consob con regolamento.

L'art. 144 del regolamento Consob sugli emittenti condiziona l'esclusione dalle negoziazioni di azioni ordinarie "all'esistenza nel mercato di quotazione di una disciplina dell'offerta pubblica di acquisto obbligatoria applicabile all'emittente nel caso di trasferimento di partecipazioni di controllo ovvero all'esistenza di altre condizioni valutate equivalenti dalla Consob".

2.1.2. Conseguenze regolamentari

– INTERMEDIARI E MERCATI

Le regole di condotta degli intermediari non subiranno alcun effetto rilevante nell'ipotesi della creazione di un mercato regolamentato riconosciuto ai sensi dell'art. 67, comma 1, del TUF. Per quanto riguarda la disciplina dei mercati, è presumibile che, con riferimento ai titoli italiani quotati esclusivamente su un mercato di diritto inglese (presumibilmente le azioni Mib30 e Midex), la Consob non avrà alcun controllo né sulla microstruttura del mercato né sul regolamento del mercato né sulla società di gestione. Non esisterebbero registrazioni delle operazioni aventi ad oggetto tali strumenti presso la società di gestione nazionale.

A regolamentazione vigente, non sarebbero applicabili le norme sulla concentrazione con riferimento ai titoli trattati esclusivamente su iX che potrebbero essere quindi trattati per l'intera giornata sui sistemi di scambi organizzati (ad esempio TLX) in regime, tra l'altro, di *best execution*. Sono da approfondire le relazioni tra il regime di dematerializzazione e la quotazione di società italiane esclusivamente su mercati esteri.

Un'ulteriore conseguenza dell'accordo è che lo spostamento delle contrattazioni degli strumenti derivati su Francoforte porterà alla cessazione delle attività della Cassa di compensazione e garanzia in quanto controparte centrale degli stessi.

– EMITTENTI

La seguente tavola indica l'applicabilità, in linea di principio, delle principali norme riguardanti gli emittenti al caso di una società di diritto italiano quotata esclusivamente in un'altra borsa UE. Resta ovviamente da verificare la compatibilità della normativa italiana in materia con le regole del mercato di nuova quotazione.

Disciplina emittenti quotati (T.U. e Regolamento Emittenti)	Applicabilità
Sollecitazione all'investimento	Nel caso di IPO con listing su iX (London o frankfurt) ed offerta sia in Italia che in altri stati (ad esempio nello stato del mercato di quotazione), l'adempimento del prospetto verrebbe assolto con CONSOB. Nel caso di successiva offerta al pubblico (ad esempio aumento di capitale) solo in Italia, l'adempimento del prospetto verrebbe assolto con CONSOB. Nel caso di successiva offerta al pubblico (ad esempio aumento di capitale) contestuale sia in Italia che in altri stati (ad esempio nello stato del mercato di quotazione) l'adempimento del prospetto verrebbe assolto con CONSOB.
Offerte pubbliche di acquisto e di scambio	Non è applicabile la disciplina italiana in tema di obbligatorietà dell'OPA.
Informativa periodica e contabile	Nessun obbligo del Reg. Emittenti è applicabile alle società italiane quotate in altri mercati UE La possibilità di redigere un solo bilancio consolidato secondo principi contabili internazionalmente riconosciuti è applicabile a condizione che la società italiana quotata su iX lo sia anche su un mercato extracomunitario.
Informativa continua	Nessun obbligo del regolamento Emittenti è applicabile alle società italiane quotate in altri mercati UE.
Informativa su operazioni straordinarie	Nessun obbligo del Regolamento Emittenti è applicabile alle società italiane quotate in altri mercati UE.
Tutela delle minoranze	La disciplina (artt. 125-135 TUF) è applicabile.
Deleghe di voto	La disciplina (artt. 136-144 TUF) è applicabile.
Azioni di risparmio	La disciplina (artt. 145-147 TUF) è applicabile.
Collegio sindacale	La disciplina (artt. 148-154) è applicabile, ad eccezione dell'obbligo da parte del Collegio Sindacale di riferire le irregolarità alla Consob.
Assetti proprietari e patti di sindacato	La disciplina della trasparenza delle partecipazioni rilevanti (art. 120 TUF) e delle partecipazioni reciproche (art. 121 TUF) riguarda anche le società italiane quotate in borse UE, ma può essere dichiarata inapplicabile dalla Consob (art. 124 TUF). La disciplina dei patti di sindacato (artt. 122 e 123 TUF) è applicabile, Consob può concedere deroga solo alla pubblicità del preavviso di revoca (art. 122 e c. TUF).
Revisione contabile	Tutte le norme sono applicabili (artt. 155-165 TUF), ad eccezione del potere di impugnativa dei bilanci.
Altre norme del codice civile applicabili	In base all'art. 206 TUF, tutte le norme del codice civile applicabili alla società in Borsa si applicano anche alle società italiane quotate in altri mercati UE.
Poteri Consob di (i) richiesta di comunicazioni e documenti e (ii) di rendere pubblici notizie e	Le società italiane quotate in altri mercati UE sono soggette agli artt. 114 e 115 TUF in quanto società con titoli diffusi.

In sintesi si può affermare che, in questo primo scenario, nonostante rimanga fermo l'assoggettamento degli emittenti a parte della disciplina societaria italiana, i poteri di controllo del regolatore nazionale italiano verrebbero fortemente ridotti, a normativa vigente, con un trasferimento di potere in capo ad autorità straniere.

Noto infine che le regole di governo societario vigenti per le società quotate sul ISE sono assai più stringenti di quelle vigenti per le società quotate in Italia, e anche di quelle contenute nel codice di autodisciplina recentemente proposto.

- *INSIDER TRADING* E MANIPOLAZIONE

L'eventuale trasferimento delle *blue chips* ad altro mercato regolamentato non dovrebbe, a prima vista (e salvo maggiori approfondimenti), incidere sulla tutela apprestata dal legislatore avverso condotte di *insider trading* e di aggioaggio su strumenti finanziari con le norme di cui agli art. 180 e 181 del TUF.

La disciplina prevista da tali disposizioni è, infatti, mutuata dai principi fissati dalla Direttiva n. 89/592 in materia di *insider trading*, che è stata pressoché integralmente recepita nei principali paesi europei, e in particolare, nel Regno Unito e in Germania, attraverso l'adozione di una disciplina penale. Anche l'aggioaggio su strumenti finanziari è perseguito penalmente.

Dal coordinamento delle previsioni del TUF (art. 183) e di quelle generali contenute nel codice penale, la legge italiana risulta applicabile alle condotte di *insider trading* e di aggioaggio poste in essere:

- in tutto o in parte in Italia da un cittadino o da uno straniero ed aventi ad oggetto strumenti finanziari negoziati in qualsiasi mercato regolamentato, italiano o di altro paese, dell'Unione Europea;
- all'estero da un cittadino italiano o da uno straniero qualora abbiano ad oggetto strumenti finanziari quotati anche in un mercato regolamentato italiano.

Restano, pertanto, esclusi dall'ambito di applicazione della disciplina nazionale i fatti di *insider trading* e di aggioaggio commessi interamente all'estero da stranieri, anche se aventi ad oggetto strumenti finanziari di emittenti italiani negoziati in mercati regolamentati non italiani. Maggiori effetti potrebbero per contro conseguire sul ruolo della Consob e sulle relative modalità di accertamento dei reati. E' infatti ragionevole ritenere che l'individuazione di ipotesi di *insider trading* e di aggioaggio su strumenti finanziari negoziati in mercati regolamentati comunitari non italiani avvenga, di fatto, principalmente nell'ordinamento presso il quale è quotato il titolo considerato. In tali casi l'attivazione delle indagini da parte della Consob potrebbe essere prevalentemente rimessa a richieste di cooperazione da parte delle relative Autorità di vigilanza estere.

Si deve infine considerare che, in caso di sostituzione della quotazione su un mercato nazionale con una quotazione su mercati non nazionali, l'emittente italiano non rivestirebbe più la qualità di soggetto vigilato: pertanto nei suoi confronti la Consob non potrebbe esercitare i più pregnanti poteri di accertamento riservati ai soli soggetti sottoposti alla sua vigilanza, fatti salvi i più limitati poteri previsti nei confronti degli emittenti titoli diffusi.

2.2 *Ipotesi di negoziazione su iX senza cessazione della quotazione sul mercato nazionale.*

Si deve avvertire che, allo stato delle conoscenze, queste ipotesi, pur se avvalorate dalla citata dichiarazione del presidente del LSE, risulta di difficile definizione. La distinzione fra *admission to trading* e *admission to listing*, presente nell'ordinamento inglese, non sembra ricorrere infatti nelle previsioni del TUF. Resta inoltre da chiarire in qual modo l'ammissione alle negoziazioni su un mercato regolamentato sottoposto presumibilmente alla vigilanza dell'autorità britannica possa essere concesso a società che hanno ottenuto l'ammissione e quotazione in un ordinamento diverso.

Comunque, nell'ipotesi considerata, i titoli resterebbero quotati sulle borse nazionali e, a seguito dell'adozione della piattaforma comune e quindi dell'unificazione dei circuiti di LSE e DB (tramite Xetra), sarebbero automaticamente negoziati nel mercato regolamentato gestito da iX. In sostanza, l'adozione di una piattaforma comune renderebbe un titolo negoziabile su più mercati, senza necessità di chiedere l'ammissione a quotazione su ciascuno di essi. Si avrebbe un'unica procedura di quotazione, probabilmente quella del mercato del paese di origine. Borsa Italiana continuerebbe a gestire i propri mercati regolamentati e, in linea di principio, la regolamentazione rimarrebbe di competenza delle autorità italiane.

Non v'è dubbio, tuttavia, che, con una piattaforma unica, potranno manifestarsi sovrapposizioni e contraddizioni di regole diverse, applicabili a società diverse o anche alla stessa società, che sarebbero difficilmente sostenibili: ad esempio in termini di informativa continua e di microstruttura dei mercati. La soluzione a questi problemi, che possono anche provocare fenomeni di arbitraggio regolamentare, può consistere o in un coordinamento bilaterale della regolamentazione fra ciascuna sede nazionale e la sede di iX; o nell'egemonia, di fatto, della regolamentazione della sede di iX.

3. **CONSEGUENZE ECONOMICHE**

Appare difficile, al momento distinguere fra le due ipotesi prima considerate. Mi limito pertanto a poche osservazioni generali.

3.1 Intermediari

Per le banche e per le Sim domestiche si ridurrebbe il ricavo per commissioni di intermediazione su ordini provenienti dall'estero, i quali, con un'unica piattaforma, transiterebbero in maggior misura attraverso broker non italiani. E' anche possibile la perdita di una quota di affari sul mercato primario, nella misura in cui le imprese italiane che decideranno di quotarsi su iX facciano l'offerta pubblica in paesi diversi dall'Italia, con banche straniere come *lead manager* e come *global coordinator* dell'offerta.

Sul piano dei costi, la creazione di iX potrà comportare:

- nuovi investimenti nella tecnologia Xetra per trasmettere/accedere alle negoziazioni;
- eventuali minusvalenze a seguito dell'abbandono dei sistemi attualmente utilizzati (connessione ed interconnessione);
- nuovi costi di gestione ordinari (tariffe di connessione e uso del sistema, spese di formazione del personale, ecc.) per l'operatività della nuova piattaforma.

Deve notarsi che questi maggiori costi, che si rifletteranno nel bilancio degli intermediari in misura diversa a seconda della loro attuale presenza sul mercato gestito da Deutsche Börse, saranno subiti anche dagli intermediari inglesi.

3.2 Liquidità e costi di transazione

La concentrazione degli scambi di azioni di paesi diversi, in un unico "luogo" di negoziazione dovrebbe consentire un aumento del volume delle negoziazioni dei titoli ivi trattati e quindi un miglioramento di liquidità e di spessore anche grazie all'inserimento dei titoli in indici rappresentativi a livello europeo. Si potrebbe accelerare il processo di diversificazione degli impieghi del risparmio che si origina entro i confini nazionali; potrebbe ridursi il costo del capitale.

Non è invece ovvio che dei minori costi di iX beneficino senz'altro gli intermediari (grazie a più basse tariffe di connessione e uso del sistema) e che gli eventuali benefici degli intermediari si traducano in minori commissioni di negoziazione per gli investitori finali. Si deve infatti tener presente che iX assumerà una posizione di quasi-monopolio sulle principali *blue chips* europee.

Si consideri infine che il progettato accordo di iX non contiene ancora alcuna previsione sul *clearing* e sul *settlement*, ove i costi sono assai elevati.

3.3 Incentivi alla quotazione

Il problema della pura localizzazione fisica di un mercato di borsa telematico può essere una questione non marginale dal punto di vista delle implicazioni per la crescita delle imprese e gli incentivi alla quotazione. La localizzazione fisica della borsa può avere un impatto rilevante sulla possibilità di accesso al capitale di rischio per le imprese non veramente multinazionali: un mercato

“vicino alle imprese” a vocazione locale o comunque medio-piccole può essere un importante fattore per il loro sviluppo. Può esservi il rischio che un mercato di borsa domestico privo delle *blue chips*, e dunque meno rappresentativo e meno liquido, possa scoraggiare la quotazione di altre imprese medio-piccole.

4. CONSIDERAZIONI GENERALI

4.1 Il consolidamento dei mercati azionari in Europa è l'esito naturale di un processo al quale non è né utile né conveniente opporsi. L'Europa non può permettersi una pluralità di mercati, ciascuno con la sua bandiera nazionale. La concorrenza con le grandi piazze extra-europee ha luogo sull'ampiezza, la profondità e la liquidità. Tutti e tre questi attributi sono collegati positivamente con la dimensione e negativamente colla segmentazione. Non sappiamo ancora se iniziative quali iX o Euronext avranno successo. Certamente esse vanno nella giusta direzione: sono il prodotto dei mercati, di cui riflettono le esigenze.

4.2 Ancora una volta, tuttavia, l'accelerazione del passo dei mercati ha luogo in un ambiente istituzionale vecchio e reso sempre più obsoleto da questi nuovi sviluppi.

Nel Trattato di Maastricht ha cittadinanza solo la moneta: i mercati finanziari non trovano neppure menzione.

Al confronto con la regolazione finanziaria, la regolazione prudenziale in materia di banche pone problemi minori: esistono precise regole fissate a Basilea; esiste, presso la Commissione, un comitato che ha il potere di introdurre emendamenti tecnici alle direttive; esiste presso la Banca Centrale Europea un comitato per la supervisione bancaria, che costituisce un luogo efficace di collaborazione; esiste una previsione di Trattato (art. 105.6), che consente alla Banca Centrale Europea di assumere iniziative di coordinamento della vigilanza. Esiste, in altre parole, un embrione già abbastanza sviluppato di assetto istituzionale: quell'embrione che manca nel caso dei mercati finanziari.

Per i mercati finanziari non esiste una istituzione di riferimento; i comitati presso la Commissione hanno una mera funzione consultiva, senza alcun potere di intervento sulle direttive; la cooperazione fra regolatori europei, pur se efficace, ha luogo presso il FESCO (*Forum of European Securities Commissions*) su base volontaria e di consenso; le indicazioni del FESCO, se recepite dalla Commissione, lo sono in tempi lentissimi. In conseguenza, gli assetti istituzionali e normativi della regolazione dei mercati sono diversi fra i diversi paesi. L'armonizzazione operata con le direttive comunitarie è sia debole, sia parziale: debole, perché il consenso viene raggiunto solo sui principi generali; parziale, perché su alcune materie non si riesce neppure a raggiungere il consenso, e perché l'innovazione tecnologica e finanziaria pone sempre nuovi problemi.

A prova di quanto ho detto, rammento che l'ambizioso piano di azione predisposto dalla Commissione per una piena realizzazione del mercato unico dei servizi finanziari (la quale presuppone un più spinto processo di armonizzazione) stenta a decollare a oltre un anno dal suo lancio.

4.3 I progetti di fusione delle borse, se troveranno realizzazione, introducono contraddizioni potenzialmente dirompenti con la presente situazione di segmentazione degli assetti della regolamentazione e di apatia politica verso le esigenze di più incisiva armonizzazione. Semplificando, e in sommario, sono concepibili due esiti. L'uno è quello di un passaggio dall'iniziativa della Commissione, basata su un rapporto multilaterale dei paesi membri, a un ordito di rapporti bilaterali che coinvolgono da un lato l'ordinamento del mercato del paese ove trova sede il nuovo sistema di scambi, dall'altro gli ordinamenti dei mercati che a quel nuovo sistema partecipano. L'altra possibilità certamente più desiderabile, è che gli sviluppi dei mercati costringano l'Unione Europea a un sussulto di attivismo: ad assumere l'iniziativa per definire il quadro di istituzioni e di regole entro cui possano ordinatamente manifestarsi i processi che superano i confini nazionali.

Si potrebbe ritenere che la seconda delle due ipotesi prima considerate – concentrazione delle negoziazioni su un'unica piattaforma, *senza* revoca della quotazione nel mercato d'origine potrebbe essere compatibile con l'assetto attuale. Dubito che sia così, perché quella soluzione è instabile sia nella sostanza sia sotto il profilo regolamentare. Infatti:

- a. come ho già avuto modo di rilevare, i connotati di quella soluzione sono tutt'altro che chiari;
- b. come ha precisato il presidente del LSE nella dichiarazione richiamata in precedenza, per le società di nuova quotazione si prevede comunque l'ammissione a quotazione, e non solo l'ammissione alla negoziazione, sul costituendo mercato;
- c. anche per questa ragione, la tendenza sarà quella di un aumento del numero delle società che si faranno quotare sul costituendo mercato; comunque, anche nell'ipotesi più blanda, si manifesteranno sovrapposizioni e conflitti di regole, che, mancando un'armonizzazione a livello europeo, dovranno essere risolti in sede bilaterale.

4.4 Ho distinto fra un esito di accordo multilaterale e un esito consistente in un ordito di rapporti bilaterali. A ben vedere, questo secondo esito darebbe luogo fatalmente a una configurazione egemonica: l'assetto regolamentare del paese ove ha sede iX finirebbe infatti per prevalere sugli assetti degli altri paesi i cui mercati aderiscono all'accordo.

Derivano, da questa possibile evoluzione problemi schiettamente politici, che il Governo e il Parlamento dovrebbero affrontare.

Non si tratta certo di porre ostacoli alle iniziative in corso, né di auspicare un loro fallimento, né, soprattutto, di trovare modi per impedire al nostro mercato di parteciparvi: lo *stand alone* sarebbe in questo, come in molti altri casi, una strategia perdente contro la forza delle cose. Altre sono le direzioni in cui ci si potrebbe muovere:

- a. occorre in primo luogo riproporre con forza a livello di Unione Europea l'urgentissima necessità di pervenire a una armonizzazione degli assetti regolamentari e possibilmente anche alla definizione di una sede istituzionale in cui le contraddizioni di cui ho prima fatto cenno possano essere risolte. La presidenza francese pare intenzionata ad assumere iniziative in questa direzione: tali iniziative dovrebbero avere il nostro appoggio.

- b. La vicenda della cosiddetta piazza finanziaria italiana è stata una manifestazione di impotenza collettiva dei soggetti coinvolti, dovuta al potere di veto reciproco che ciascuno di essi ha esercitato. Ci presentiamo agli appuntamenti europei senza avere ancora risolto la questione dei rapporti industriali e societari fra le società di mercato e quelle dei servizi. Noto per contro che Deutsche Börse ha saputo assumere una posizione di *leadership*, anche nei confronti del mercato inglese, grazie a iniziative forti e tempestive e a determinazioni coese dei maggiori attori, che hanno riguardato anche la filiera produttiva. Una soluzione tardiva rischia, oggi, di essere superata dagli eventi. Oggi, d'altra parte, più che mai è necessaria una strategia di rafforzamento del sistema *in vista della partecipazione* al processo di consolidamento dei mercati, si tratti di iX o di altra iniziativa.
- c. Proprio nell'ambito di questa strategia di partecipazione, pare necessario compiere una rivisitazione delle norme legislative e regolamentari. Non si tratta di cedere alla tentazione di una concorrenza regolamentare al ribasso. Si tratta piuttosto di verificare se alcune delle norme esistenti non offrano, per eccesso di rigidità, un incentivo alla delocalizzazione delle quotazioni.

Per parte sua, la Consob si attiverà affinché questi problemi vengano affrontati nelle sedi multilaterali europee a cui essa partecipa, come il FESCO.

ELENCO DEI PIÙ RECENTI *QUADERNI DI FINANZA* CONSOB

- N. 24 *Studi e Ricerche* *Studi in materia di Opa*, di R. Di Salvo, A. Macchiati, G. Siciliano e S. Providenti (Gennaio 1998)
- N. 25 *Studi e Ricerche* *Volatilità dei titoli industriali e volatilità dei titoli finanziari: alcuni fatti stilizzati*, di M. Bagella e L. Becchetti (Gennaio 1998)
- N. 26 *Documenti* *Indagine conoscitiva sull'evoluzione del mercato mobiliare italiano*, audizione del Presidente della Consob T. Padoa-Schioppa presso la Commissione Finanze della Camera dei Deputati (Febbraio 1998)
- N. 27 *Studi e Ricerche* *Regulating Exchanges and Alternative Trading Systems: A Law and Economics Perspective*, di J.R. Macey e M. O'Hara (Maggio 1998)
- N. 28 *Documenti* *Lavori preparatori per il Testo unico della finanza - Servizi e strumenti di impiego del risparmio* - (Giugno 1998)
- N. 29 *Documenti* *Lavori preparatori per il Testo unico della finanza - Diritto societario* - (Agosto 1998)
- N. 30 *Studi e Ricerche* *Regolamentazione e mercato finanziario: analisi e prospettive di riforma per il sistema italiano*, di C. Di Noia e L. Piatti (Settembre 1998)
- N. 31 *Documenti* *La globalizzazione dei mercati e l'armonizzazione delle regole contabili*, Atti del convegno, Palazzo Mezzanotte, Milano 19 febbraio 1997 (Ottobre 1998)
- N. 32 *Documenti* *Seminario internazionale in materia di Opa*, Atti del convegno, Palazzo Giustiniani, Roma 29 maggio 1998 (Marzo 1999)
- N. 33 *Studi e Ricerche* *The Stock-Exchange Industry: Network Effects, Implicit Mergers, and Corporate Governance* di C. Di Noia (Marzo 1999)
- N. 34 *Studi e Ricerche* *Opzioni sul Mib30: proprietà fondamentali, volatility trading e efficienza del mercato*, di L. Cavallo, Paolo Mammola e D. Sabatini (Giugno 1999)
- N. 35 *Studi e Ricerche* *La quotazione e l'offerta al pubblico di obbligazioni strutturate*, di M. Longo e G. Siciliano (Agosto 1999)
- N. 36 *Studi e Ricerche* *Studi in materia di intermediari non bancari*, (Ottobre 1999)
- N. 37 *Studi e Ricerche* *La decorrenza della passivity rule tra delegificazione e sindacato giurisdizionale*, di G. Presti e M. Rescigno (Aprile 2000)
- N. 38 *Documenti* *La Consob e la regolazione dei mercati finanziari*, di F. Cavazzuti (Maggio 2000)
- N. 39 *Studi e Ricerche* *Il mercato primario delle obbligazioni bancarie strutturate - Alcune considerazioni sui profili di correttezza del comportamento degli intermediari*, di G. D'Agostino e M. Minenna (Giugno 2000)
- N. 40 *Studi e Ricerche* *Privatisation of Social Security: Theoretical Issues and Empirical Evidence from Four Countries' Reforms*, di N. Linciano (Agosto 2000)

- N. 41 *Studi e Ricerche* *Quale governance per le Autorità Indipendenti? Un'analisi economica delle leggi istitutive*, di A. Macchiati e A. Magnoni (Settembre 2000)
- N. 42 *Documenti* *La Consob come Autorità Amministrativa Indipendente*, Camera dei Deputati, Roma 18 novembre 1999; *La recente evoluzione della Borsa: prospettive di ampliamento e sviluppo*, Camera dei Deputati, Roma 7 marzo 2000; *Recenti progetti di cooperazione tra le organizzazioni borsistiche europee*, Camera dei Deputati, Roma 31 maggio 2000; audizioni parlamentari del Presidente della Consob L. Spaventa (Ottobre 2000)

LE PUBBLICAZIONI CONSOB

- **RELAZIONE ANNUALE**
Illustra l'attività svolta annualmente dall'Istituto e dà conto delle questioni in corso, degli indirizzi e delle linee programmatiche definite dalla Commissione nelle varie materie di competenza istituzionale.
- **BOLLETTINO MENSILE**
Riporta i provvedimenti e le comunicazioni interpretative della Consob nonché altre notizie di pubblica utilità sull'attività istituzionale.
- **NEWSLETTER SETTIMANALE «CONSOB INFORMA»**
Contiene informazioni, complementari a quelle del Bollettino, sull'attività dell'Istituto e sul mercato mobiliare.
- **RACCOLTA NORMATIVA**
Riporta i testi integrati e coordinati delle leggi, dei regolamenti e delle disposizioni di carattere generale della Consob che disciplinano il mercato mobiliare.
- **QUADERNI DI FINANZA**
Raccolgono contributi scientifici di approfondimento su materie rilevanti nell'ambito delle competenze istituzionali.

Tutte le pubblicazioni Consob sono naturalmente disponibili anche in formato cartaceo. I canoni annuali di abbonamento ed i prezzi dei singoli fascicoli (ove previsti) sono i seguenti:

- RELAZIONE ANNUALE: Lit 40.000, estero: Lit 55.000.
- BOLLETTINO (abbonamento 12 numeri mensili + le varie *Edizioni Speciali*): Lit 320.000, estero: Lit 350.000; singoli numeri: Lit 35.000, estero: Lit 40.000.
- NEWSLETTER SETTIMANALE «CONSOB INFORMA» (abbonamento 50 numeri settimanali): via Postel: Lit 90.000, estero: Lit 120.000; via fax: Lit 170.000, estero: Lit 230.000.
- RACCOLTA NORMATIVA: Lit 150.000.
- QUADERNI DI FINANZA (abbonamento 6 numeri): Lit 120.000, estero: Lit 156.000; singoli numeri: Lit 25.000, estero: Lit 30.000.
- L'ALBO DEI PROMOTORI FINANZIARI, fuori abbonamento, viene posto in vendita al prezzo di Lit. 100.000; agli abbonati viene offerto al prezzo di Lit. 50.000.

Gli abbonamenti si sottoscrivono facendo pervenire l'importo esatto con assegno bancario sbarrato intestato a Istituto Poligrafico e Zecca dello Stato - Piazza Verdi, 10 - 00198 ROMA, oppure con versamento sul c/c p. n. 16716029 sempre intestato a Istituto Poligrafico e Zecca dello Stato - Piazza Verdi, 10 - 00198 ROMA.

Ulteriori informazioni su condizioni e modalità di abbonamento:

ISTITUTO POLIGRAFICO E ZECCA DELLO STATO

FUNZIONE EDITORIA, Via Marciana Marina, 28 - 00199 Roma

E-mail: editoriale@ipzs.it - Sito web: <http://www.ipzs.it>

☎ 167-864035 • 06-8508.4126 • 06-8508.2307 • Fax 06-8508.4117

