



CONSOB

COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETA' E LA BORSA

RELAZIONE PER L'ANNO 1997

ROMA, 31 MARZO 1998

COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

Presidente

Tommaso PADOA-SCHIOPPA

Componenti

Marco ONADO

Salvatore BRAGANTINI

Lamberto CARDIA

Renato RORDORF

Direttore Generale

Marco MARTINI

INDICE

PARTE PRIMA

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

I L'ATTIVITÀ DELLA CONSOB E IL MERCATO

- L'andamento del mercato*
- La privatizzazione della borsa*
- La regolamentazione dei mercati e dei servizi d'investimento*
- Le offerte al pubblico*
- L'informativa societaria e contabile*
- La vigilanza sugli operatori e sul mercato*
- La cooperazione internazionale*
- L'attività interna*

II LE LINEE D'INDIRIZZO

- L'attuazione del Testo unico della finanza*
- I collegamenti internazionali*
- La privatizzazione della borsa*

III LE QUESTIONI APERTE

- L'istituzione Consob*
- La cooperazione internazionale*
- Le sanzioni agli intermediari e la depenalizzazione*
- Il finanziamento della Consob*
- Il personale*
- Le sedi*

DISCORSO DEL PRESIDENTE DELLA CONSOB AL MERCATO FINANZIARIO

- L'attività della Consob*
- La Piazza finanziaria italiana*
- Il 1997: sviluppo e problemi*
- La cessione di imprese pubbliche*
- Le imprese private: offerta azionaria e controlli*

Il mercato come impresa
Gli intermediari finanziari
Il mercato e il fisco
Il Testo unico della finanza e la regolamentazione
Il fondamento della fiducia
La cooperazione internazionale

PARTE SECONDA

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

I. LE SOCIETÀ QUOTATE E LA SOLLECITAZIONE DEL RISPARMIO

La proprietà e il controllo nelle società quotate
I trasferimenti di controllo e le offerte pubbliche di acquisto
Le offerte finalizzate all'ammissione a quotazione
Le operazioni di finanza straordinaria
La privatizzazione di società quotate
Le operazioni di sollecitazione relative a titoli non quotati
L'attività regolamentare e interpretativa

II. L'INFORMATIVA CONTABILE E LA REVISIONE DEI CONTI

I controlli interni
Il controllo sull'informativa contabile
La vigilanza sulle società di revisione
L'attività regolamentare e interpretativa

III. I MERCATI REGOLAMENTATI

Il mercato di borsa e dei derivati
La privatizzazione della borsa
L'accesso remoto e il servizio di liquidazione
L'attività di controllo e di regolamentazione

IV. L'ABUSO DI INFORMAZIONI RISERVATE E LA MANIPOLAZIONE

Le azioni per il rispetto della normativa
Le segnalazioni delle ipotesi di reato
Tipologie di utilizzo di informazioni riservate e di manipolazione

- V. *L'INTERMEDIAZIONE MOBILIARE: GLI ANDAMENTI*
La gestione del risparmio attraverso gli Oic
Le commissioni di incentivo e di gestione nei fondi comuni
I fondi pensione
Le attività di intermediazione mobiliare disciplinate dal D.Lgs. 415/96
Gli intermediari mobiliari
L'attività di intermediazione relativa ai collocamenti e all'acquisizione di partecipazioni
- VI. *L'INTERMEDIAZIONE MOBILIARE: LA VIGILANZA*
L'analisi degli esposti e l'attività ispettiva
I provvedimenti cautelari e sanzionatori nei confronti degli intermediari
Le crisi degli intermediari e il Fondo nazionale di garanzia
La vigilanza sui promotori finanziari
L'attività regolamentare
L'attività interpretativa
- VII. *IL CONTROLLO GIURISDIZIONALE*
La verifica in sede giurisdizionale dei provvedimenti in materia di vigilanza
La verifica in sede giurisdizionale dei comportamenti della Consob
Le segnalazioni di ipotesi di reato e l'attività di supporto prestata all'Autorità Giudiziaria
- VIII. *LA COOPERAZIONE INTERNAZIONALE*
L'Unione Europea
Le iniziative in ambito internazionale
La Iosco
- IX. *L'AMMINISTRAZIONE DELLA CONSOB*
La gestione finanziaria
La gestione delle risorse umane e l'organizzazione interna
Le relazioni con l'esterno
- X. *IL TESTO UNICO IN MATERIA DI MERCATI FINANZIARI*
Gli intermediari
I mercati
Le società e il mercato
Il governo societario
L'uso illecito dell'informazione

APPENDICE

Indice delle tavole

Tavole statistiche

Note metodologiche

Siglarario

*DISCORSO DEL PRESIDENTE DELLA
CONSOB AL MERCATO FINANZIARIO*

La relazione che segue è stata presentata in data 7 aprile 1998, a Milano, dal Presidente della Consob.

Signor Ministro, Autorità, Signore e Signori,

è la prima volta che la Consob tiene il proprio Incontro annuale a Milano.

La scelta, compiuta in accordo con il Governo, vuole sottolineare la posizione di Milano quale primo centro finanziario del paese e sede, insieme con Roma, della stessa Consob. Ma vuole anche porre in evidenza che l'organo di controllo delle società e della borsa ritiene suo dovere rendere conto del proprio operato oltre che al Governo e al Parlamento nelle forme stabilite dalla legge, anche ai soggetti sui quali esercita la vigilanza e dai quali trae parte delle proprie risorse: gli emittenti di valori mobiliari, il mercato, gli intermediari bancari e non bancari, le società di revisione.

Come ogni Autorità di governo dell'economia, la Consob ha infatti un duplice riferimento: le istituzioni dell'Esecutivo e del Legislativo e le istituzioni del mercato. Illustrare a entrambe la propria condotta e le proprie intenzioni è corollario dell'autonomia che la legge ci chiede e ci garantisce. Quest'anno la Consob assolve a tale compito con due distinti documenti: la relazione al Ministro del tesoro, dedicata ai profili che interessano Governo e Parlamento; e il discorso di oggi. A sostegno di entrambi è predisposto, come di consueto, il volume Dati e Analisi illustrativo dell'attività svolta.

La città di Milano ci ospita in una sede illustre. La Commissione è grata al Sindaco per avere voluto così sottolineare il significato di questo incontro con un'istituzione centrale dello Stato.

L'importanza assunta da Milano nel panorama della finanza nazionale è nota. Qui hanno sede la Società di borsa, oltre l'80 per cento degli intermediari finanziari non bancari nazionali, 44 delle 52 banche estere insediate in Italia; le banche con sede centrale nella città raccolgono quasi un quarto dei depositi del paese.

All'inizio del secolo Milano non era la piazza nazionale di maggior rilievo. Riuscì ad affermarsi coniugando lo sviluppo dell'industria e del terziario con la capacità di coordinare verso obiettivi comuni le forze pubbliche e private della città. Un'analoga sfida si pone ora in uno spazio molto più ampio, quello europeo, e in un tempo molto più breve, non più di due o tre anni.

L'attività della Consob

Si conclude in questi giorni il primo anno di attività della Commissione nella sua attuale composizione; il collegio a nome del quale Vi parlo ha formato e consolidato una pratica di lavoro comune che è ausilio insostituibile all'equilibrio e all'indipendenza del decidere.

Il paziente lavoro compiuto nel quinquennio della Presidenza Berlanda ha avviato un rinnovamento di stile e di metodo e ha arricchito l'Istituzione con l'innesto di esperienze professionali differenziate, alcune maturate nel settore privato. Questa Commissione ha continuato con rinnovata lena. Lo scorso marzo ha lasciato il servizio, per raggiunti limiti di età, l'avvocato Corrado Conti, che ha servito l'Istituzione per un periodo di circa 14 anni, contribuendo al suo sviluppo e al suo funzionamento in circostanze non facili; a lui va il nostro ringraziamento. Alla carica di Direttore Generale è stato nominato l'ingegner Marco Martini, a cui vanno i nostri auguri di buon lavoro.

L'attività di controllo svolta sui tre fronti delle società, del mercato e degli intermediari può essere riassunta in alcuni dati.

Sul fronte societario sono state approvate 23 comunicazioni per l'esecuzione di offerte pubbliche d'acquisto su società quotate; nella medesima materia hanno trovato risposta 18 quesiti. Presso l'archivio della Consob sono stati depositati 260 prospetti informativi per operazioni di sollecitazione di pubblico risparmio. E' stato deliberato l'inizio delle contrattazioni per 14 nuove società. E' stato rivisto il sistema di comunicazione delle partecipazioni rilevanti che, grazie alla razionalizzazione e alla semplificazione degli adempimenti delle imprese, ha consentito una significativa riduzione del numero delle dichiarazioni.

Il controllo sull'informativa ai mercati si è tradotto in 3.100 comunicazioni su eventi societari di rilievo.

Nell'attività di vigilanza sono state concluse 175 istruttorie e 31 ispezioni; sono stati individuati 208 casi di ipotesi di infrazione delle norme esistenti, tradotti in altrettante segnalazioni all'Autorità Giudiziaria. Sono stati assunti, o proposti al Ministro del tesoro, 30 provvedimenti sanzionatori di natura amministrativa. Intensa l'attività istruttoria e di controllo in materia di *insider trading*.

All'attività di controllo si è affiancata quella normativa, nella quale si segnalano i due nuovi regolamenti emanati ai sensi del D.Lgs. 415 in materia di servizi d'investimento e di promotori finanziari e la revisione di numerosi altri. Tre comunicazioni di rilievo sono state emanate in tema di informativa societaria e contabile: sui principi ispiratori dei controlli societari, sul controllo contabile delle situazioni semestrali, sulle offerte pubbliche di titoli non quotati.

Questa Commissione rivolge crescente attenzione all'esigenza di rendere più rapido il disbrigo delle pratiche di autorizzazione, controllo, risposta al mercato. Gli uffici pubblici devono essere consapevoli del valore del tempo, sia per l'interesse privato degli operatori economici sia per quello generale tutelato dalla loro azione. Nonostante le carenze di organico, e grazie a un impegno eccezionale, il tempo di istruttoria delle pratiche - che ora viene misurato - si sta rapidamente accorciando mentre si eleva la qualità del lavoro. E' in via di realizzazione, e si perfezionerà nei prossimi mesi, una definizione dei tempi di esame delle autorizzazioni e degli altri atti più rilevanti dell'Istituto, al fine di dare rapidità e trasparenza all'attività svolta. La Commissione è grata ai molti operatori e osservatori che in questi mesi hanno mostrato di notare l'impegno dell'Istituto e di apprezzarlo. Al personale rivolgo un vivo ringraziamento per aver guadagnato questo riconoscimento.

La Piazza finanziaria italiana

Il compito della Consob, perseguire correttezza e trasparenza nel mercato dei valori mobiliari, si colloca nella funzione pubblica di tutela del risparmio e ha nell'articolo 47 della Costituzione il proprio fondamento. La dottrina giuridica parla di interessi diffusi; quella economica di beni pubblici. Entrambe affermano la necessità di una tutela pubblica.

La figura a cui l'azione della Consob fa ideale riferimento è un risparmiatore bisognoso di una garanzia diversa dalla sicurezza del valore nominale del suo investimento, che l'ordinamento offre al depositante; è una garanzia di trasparenza e di correttezza da parte dei mercati. Si può parlare di un risparmiatore consapevole, capace cioè - se vi sono correttezza e trasparenza - di tutelare da sé il proprio interesse, assumendosi il rischio dell'investimento compiuto.

Se questa è la cornice entro cui si muove l'azione della Consob, conviene dichiarare subito l'obiettivo concreto al quale tale azione dev'essere indirizzata oggi: contribuire a sviluppare in Italia un mercato finanziario, una "Piazza finanziaria italiana", come si usa dire, di importanza pari alla capacità di produzione e di risparmio del nostro paese. Per Piazza finanziaria intendiamo qui non solo il mercato in senso stretto - tra cui la borsa e il mercato dei titoli di Stato (Mts) - ma anche gli intermediari, gli emittenti, le strutture di supporto, la regolamentazione. Così intesa, la Piazza finanziaria italiana è oggi inadeguata sia per dimensione sia per qualità.

Per dimensione, perché, fatta eccezione per quello del debito pubblico, il nostro mercato, pur dopo l'eccezionale crescita dei mesi recenti, capitalizzava a fine marzo poco più della metà della media delle principali borse dell'Europa continentale.

Per qualità, perché efficienza, correttezza, trasparenza, non sono ancora diventate un costume e perché la composizione del listino presenta squilibri; oltre il 75 per cento degli scambi

complessivi ha per oggetto i maggiori 30 titoli, contro una media del 60 per cento circa in Francia e Germania, mentre scarseggiano le imprese medio-grandi.

Ci si può chiedere se dotare l'Italia di un mercato a misura di paese sia obiettivo che giustifica un impegno eccezionale; o se si possa rimanere indifferenti alla delocalizzazione.

Riteniamo che l'indifferenza sarebbe miope e nociva per la nostra economia. La presenza *in loco* di un mercato finanziario vitale facilita l'accesso delle imprese al risparmio in quanto fa meglio considerare le esigenze, le caratteristiche e le opportunità dell'investimento in quell'economia; consente perciò maggiore sviluppo; grazie alla vicinanza di un'Autorità di controllo tutela più efficacemente il risparmiatore. E l'intermediazione finanziaria e il mercato sono essi stessi industrie che producono valore aggiunto e posti di lavoro.

Ma in uno spazio economico unificato la garanzia che ogni paese abbia un suo mercato è venuta a mancare. E' finito il tempo in cui il perimetro dello Stato-nazione bastava ad assicurare che ogni paese avesse una sua borsa, che le imprese ad essa si rivolgessero, che le famiglie le affidassero il proprio risparmio, che lo facessero per il tramite di intermediari nazionali, ricorrendo alla moneta e alla legislazione nazionali. Quell'unità è finita.

Nello stesso tempo, le economie di scala e la tecnologia spingono rapidamente verso la concentrazione della finanza europea in poche piazze. Nel giro di pochi anni emergeranno nell'Europa continentale tre-quattro centri finanziari, o circuiti di collegamento tra piazze. Nessuno degli attuali mercati regolamentati sfuggirà alla selezione. Il processo è in fase avanzata per i mercati dei derivati; sarà rapido, dopo il passaggio all'Euro, per i mercati dei titoli pubblici; si estenderà ai mercati azionari.

In queste condizioni l'importanza della Piazza finanziaria italiana dipenderà interamente dalla sua competitività: nei costi operativi, nella capacità professionale degli operatori, nel sistema fiscale, nella regolamentazione, nelle attrezzature logistiche, nella qualità degli organi di informazione.

La Consob contribuisce alla competitività della Piazza finanziaria italiana allineandone correttezza e trasparenza ai migliori livelli internazionali, alleggerendo gli adempimenti formali, emanando regolamenti di principio, adottando procedure trasparenti e rapidi tempi di risposta alle richieste degli operatori. Queste sono le linee che guidano la Commissione.

Sviluppare in Italia, a Milano, uno dei principali centri finanziari dell'Europa continentale è possibile; ma richiede un impegno eccezionale e convergente di molti soggetti.

A Londra, Parigi, Francoforte, le amministrazioni municipali si sono attivamente impegnate, in collaborazione con le istituzioni finanziarie e con l'appoggio del Governo centrale, nella realiz-

zazione di progetti di sviluppo delle rispettive piazze finanziarie. La Consob ritiene urgente la costituzione di un apposito organo di proposta e di coordinamento per lo sviluppo della Piazza finanziaria italiana. In tale organo dovrebbero essere rappresentati il Governo, la Consob, le Autorità cittadine, la Società di borsa, le associazioni di categoria, altre istituzioni interessate.

Il 1997: sviluppo e problemi

Nel 1997 il riequilibrio dei conti pubblici ha innescato un calo dei tassi d'interesse e alimentato la domanda di titoli azionari. Si è formata e via via consolidata l'aspettativa che l'Italia farà parte del sistema dell'Euro dal suo avvio. Gli investitori esteri hanno mostrato crescente interesse per i titoli azionari italiani. Il mercato italiano attraversa un periodo di attività intensa, di cambiamento, di crescita, di effervescenza soprattutto nelle ultime settimane.

La riduzione del rischio paese ha contribuito a contenere le conseguenze della crisi dei mercati asiatici. Dopo la flessione di ottobre, le quotazioni sono risalite più che negli altri mercati, mentre la loro volatilità è aumentata di meno.

La crescita dei prezzi azionari nel 1997 è stata del 58 per cento, una delle più forti degli ultimi decenni, simile solo a quella registrata all'inizio e a metà degli anni ottanta e, più indietro, alla fine degli anni cinquanta. Nei primi tre mesi di quest'anno l'indice di borsa è ulteriormente salito del 43 per cento.

Il rapporto prezzo-utili delle società italiane quotate alla fine del 1997 si era posto in linea con quello dei principali paesi industrializzati, escluso il Giappone. Nei primi tre mesi di quest'anno si è ulteriormente innalzato, raggiungendo per alcune categorie di titoli, come quelli bancari, livelli nettamente superiori a quelli degli altri mercati.

La capitalizzazione, raddoppiatasi nel corso degli ultimi dodici mesi, è migliorata per qualità: la quota di flottante ha superato la simbolica soglia del 50 per cento passando dal 39 del 1996 al 53 della fine del 1997. Si delinea la tendenza a rendere più breve la catena verticale delle società quotate appartenenti al medesimo gruppo. Si sono ritirate dalla borsa alcune società il cui titolo era privo di ogni movimentazione.

Rimane però modesto il numero di imprese che scelgono di quotarsi. Nel 1997 sono entrate in borsa 14 nuove società, che ai prezzi di fine anno capitalizzavano solo l'un per cento dell'intero mercato. Se si escludono le quotazioni di Eni e Mediaset, il contributo delle società di nuova quotazione alla crescita della borsa italiana era stato marginale anche nel biennio precedente.

L'attività di intermediazione mobiliare si è sviluppata soprattutto nel settore del risparmio gestito. Complessivamente il patrimonio gestito, in forma individuale o collettiva, è aumentato nel

1997 del 62,4 per cento. Un confronto, limitato ai soli fondi comuni indica, per il triennio 1995-1997, una crescita degli operatori italiani più che doppia rispetto alla media europea. A settembre 1997 in rapporto al Pil il patrimonio degli organismi di investimento collettivo era pari a circa il 16 per cento per l'Italia; era del 7 per cento in Germania e del 37 in Francia.

Nel 1997 gli investitori privati hanno disinvestito titoli di Stato per circa 34.000 miliardi di lire, mentre nel 1996 vi avevano investito per 16.000 miliardi. La quota delle azioni sul totale del risparmio gestito, in forma individuale o collettiva, è salita dall'11,3 per cento del dicembre 1996 al 14,1 circa alla fine di quest'anno; contestualmente, il peso dei titoli di Stato è diminuito di quasi 12 punti percentuali, dal 65,4 al 53,9 per cento; la differenza si è prevalentemente indirizzata verso investimenti esteri; l'investimento in azioni italiane rimane appena marginalmente superiore a quello in azioni estere (l'8,1 per cento rispetto al 6).

Negli anni a venire l'alleggerirsi del debito pubblico influirà in modo determinante sulla struttura del mercato e dei flussi finanziari. Obiettivo enunciato dal Governo è la riduzione del rapporto tra debito pubblico e Pil al di sotto del 100 per cento per il 2003. In tale scenario si libererà, a parità di propensione al risparmio, una domanda di attività finanziarie dell'ordine di 80.000 miliardi annui. Nell'arco del prossimo quinquennio potrebbero quindi affluire verso titoli privati capitali per 400.000 miliardi. Sulla capacità del nostro mercato di convogliare queste risorse verso imprese che creino crescita e occupazione si gioca una parte considerevole dello sviluppo futuro del paese.

La forza di un mercato di borsa non è misurata dalla lievitazione dei corsi. Né l'Autorità di controllo misura l'efficacia della propria azione sull'andamento delle quotazioni: al contrario, è consapevole che una borsa crescente può attenuare la sensibilità dell'investitore a comportamenti poco corretti senza peraltro rendere quei comportamenti meno frequenti.

Per certi versi, il risveglio della domanda ha colto impreparati il mercato azionario e il sistema finanziario italiani, nonostante che nel 1997 l'offerta sia stata molto abbondante: 45.000 miliardi tra aumenti di capitale e offerte di vendita, comprese le privatizzazioni. Senza un'adeguata risposta dell'offerta e di tutte le strutture del mercato, rischia di generarsi più euforia che sviluppo, di perdersi l'occasione di consolidare l'intero sistema della finanza in un vero processo di crescita.

È da questa angolazione che vanno guardati i principali elementi che hanno concorso, e dovranno concorrere, al rafforzamento del mercato: l'offerta di azioni, la Società di borsa, l'attività degli intermediari, il trattamento fiscale della finanza, l'ordinamento giuridico, il collegamento con gli altri mercati. Su ciascuno di questi elementi ora mi soffermerò, per illustrare la loro evoluzione e l'azione condotta dalla Consob.

La cessione di imprese pubbliche

L'offerta del capitale di grandi società pubbliche a investitori privati costituisce un impareggiabile fattore di sviluppo per le borse e il sistema finanziario: lo confermano tanto l'esperienza di un grande mercato di antiche tradizioni, come è Londra, quanto quella di mercati piccoli e recenti nell'America Latina o nel centro Europa.

Così è stato, e può continuare a essere, in Italia, dove le privatizzazioni hanno notevolmente ampliato il mercato. Ai prezzi di fine 1997 le società privatizzate di nuova quotazione capitalizzavano circa un quinto del listino. Dal 1993 sono stati effettuati collocamenti complessivi per 65.500 miliardi di lire. Il flottante di società già quotate interessate dalla privatizzazione parziale o totale è aumentato, nell'ultimo anno, di oltre un terzo.

Con le privatizzazioni si estende l'area delle attività produttive sottoposta al vaglio degli analisti e a vincoli di trasparenza; aumenta il grado di informazione, bene fondamentale per un'economia di mercato; cresce il numero dei cittadini che, direttamente o attraverso investitori istituzionali, legano la propria ricchezza alle attività produttive; si alleggerisce il peso del debito pubblico sulle future generazioni.

Non è compito della Consob esprimersi sulle considerazioni di ordine politico che hanno avviato anche in Italia un processo di privatizzazioni. Ma è necessario qui sottolineare come, sotto un profilo tecnico ed economico, l'aumento di offerta generato dalle privatizzazioni richiami un maggior numero di investitori ed eserciti benèfici effetti calmieratori sui prezzi dei titoli azionari.

Nelle privatizzazioni la Consob è chiamata a operare attraverso il controllo dei prospetti di quotazione o di sollecitazione, attività che nel 1997 si è esplicitata in 5 importanti casi (3 nel 1996): quelli riguardanti l'Istituto Bancario San Paolo di Torino, Eni3, Aeroporti di Roma, Telecom Italia, Banca di Roma. In molti di questi casi il nulla osta al prospetto è stato il punto di arrivo di una interlocuzione, talora serrata, tra uffici della Consob, società emittente e intermediario che coordinava l'operazione, spesso stretta dai tempi del calendario internazionale della finanza.

Il ricomporsi della domanda di attività finanziarie determinata dalla riduzione del debito pubblico consiglia di realizzare altre cessioni al mercato già nei prossimi mesi: non solo da parte dello Stato e delle *holding* da esso possedute, ma anche da parte delle fondazioni e degli Enti locali. E' una necessità. Lo Stato deteneva alla fine del 1997 circa il 12 per cento della capitalizzazione di borsa, corrispondente a 72.000 miliardi; a questi potrebbe aggiungersi l'offerta generabile dalla privatizzazione della Bnl e quella dell'Enel, un'impresa che ai prezzi medi del settore energetico si collocherebbe, per capitalizzazione, tra le prime tre società del listino. Le fondazioni bancarie, dal canto loro, detengono azioni di banche quotate, ai prezzi di fine 1997, per complessivi 18.000 miliardi. E il valore dei titoli bancari complessivamente collocabili raggiunge, ai prezzi di fine

1997, i 54.000 miliardi qualora si tenga conto degli istituti che hanno annunciato la quotazione o che hanno già collocato azioni presso il pubblico pur non essendo quotati.

Complessivamente i descritti cespiti possono generare un'offerta stimabile fino a circa 185.000 miliardi. L'importo sarebbe notevolmente superiore se valorizzato ai prezzi delle ultime settimane. Ad esse si può aggiungere l'offerta degli Enti locali che possono cedere le aziende municipalizzate in borsa e riorientare la propria azione verso opere pubbliche, come intende fare il Comune di Milano con l'Azienda Energetica Municipale.

Per l'anno in corso non è irrealistico ipotizzare un'offerta complessiva fino a 30.000 miliardi: un flusso ingente, anche se inferiore a quello eccezionale del 1997.

Gli assetti di governo delle imprese privatizzate si connotano per nuclei di controllo ristretti, contornati da un azionariato diffuso. Limiti ai possessi azionari particolarmente bassi ostacolano sia il rafforzamento di quei nuclei sia i passaggi di controllo. Si tratta di un assetto di governo nuovo per la borsa italiana, che si affianca a quello più tradizionale del controllo con forte concentrazione proprietaria in capo ad un unico soggetto o a una coalizione di soggetti. L'efficacia e la trasparenza dei sistemi di governo societario assumono il massimo peso quando la divaricazione tra proprietà e controllo è così ampia.

La comunicazione della Consob del febbraio 1997 in materia di organi societari è volta al rafforzamento di quei sistemi. Essa persegue l'obiettivo in due modi: sollecita il collegio sindacale a un più incisivo controllo sulla gestione e prospetta una disciplina delle deleghe che attribuisce a tutti gli amministratori la piena vigilanza sull'operato degli amministratori con delega. L'adesione alle indicazioni della Consob è stata nel complesso soddisfacente; ma nelle operazioni con le società del gruppo e in generale con i soggetti in conflitto d'interesse i consigli di amministrazione si sono per lo più limitati ad affermare la convenienza di dette operazioni senza fornire al mercato argomentate considerazioni.

Le imprese private: offerta azionaria e controlli

Il mercato italiano può e deve ampliarsi anche con la crescita delle imprese già in borsa e con la quotazione di altre.

Le imprese quotate hanno potuto finanziare, anche in circostanze meno favorevoli delle attuali, importanti processi di ristrutturazione e di crescita con aumenti di capitale che non hanno incontrato un limite nel mercato di borsa. Negli anni novanta questi hanno raggiunto in media 9.000 miliardi annui, un valore che, rapportato alla capitalizzazione, supera quello dei principali mercati europei.

In questa fase della storia industriale la concorrenza porta a organizzare l'offerta di beni e servizi in un numero ristretto di produttori, soprattutto attraverso l'acquisto e l'incorporazione di imprese concorrenti. E' un processo che non mancherà di investire l'industria italiana, nel quale occorrono spesso risorse finanziarie molto maggiori di quelle che l'impresa potenzialmente incorporante, pur dotata di superiore capacità strategica, manageriale e tecnologica, è in grado di generare internamente: per crescere diviene allora necessario il ricorso alla borsa. Non sono poche le imprese italiane, quotate e non quotate, in grado di sostenere queste dinamiche competitive e di mantenere posizioni di forza nei rispettivi settori: mettere in atto quelle potenzialità dipende dalla loro volontà e dalla capacità delle imprese stesse e delle banche che le assistono.

Ma anche le imprese che potrebbero quotarsi in un prossimo futuro, compiendo così un passaggio naturale del loro sviluppo, possono e devono ampliare il nostro listino.

Si può stimare, pur con la cautela suggerita da diverse esclusioni delle quali si dà conto in Dati e Analisi, un numero di circa 500 società quotabili prevalentemente medio-piccole. Di esse oltre il 50 per cento ha un patrimonio netto inferiore ai 50 miliardi, e meno del 5 per cento superiore a 250 miliardi. Una valorizzazione di questo gruppo di società ai rapporti di fine 1997 tra valore di mercato e patrimonio netto delle società quotate, fa apparire un potenziale di sviluppo della borsa italiana stimabile nell'ordine di 150.000 miliardi. Le circa 100 imprese quotabili con più di 100 miliardi di patrimonio netto operano prevalentemente nei settori cosiddetti maturi. La loro età media è superiore a quella che le società quotate operanti nei medesimi settori avevano al momento della quotazione; la loro struttura finanziaria è sostanzialmente in equilibrio. Tali elementi inducono a ritenere che l'apertura al mercato sia coerente con il ciclo di vita dell'impresa e sia compatibile con la dimensione raggiunta. In un contesto di mutamenti rapidi la scelta inerziale di restare fuori dalla borsa può rivelarsi errata.

Si discute se la costituzione di un nuovo mercato sia utile alla quotazione di imprese piccole e medie oggi fuori dalla borsa. L'esperienza estera suggerisce che il successo di tali iniziative è infrequente e legato per lo più a settori ad alta tecnologia, dove la presenza di imprese italiane è debole. Nella logica di privatizzazione dei mercati appena inaugurata dal Governo, la costituzione di un apposito mercato spetterebbe comunque in primo luogo alla Società di borsa o ad altri soggetti imprenditoriali e dovrebbe trovare in sé una convenienza economica. Più della creazione di un mercato nuovo sembra promettente la strada di adattare alcune disposizioni del mercato esistente alle esigenze delle piccole e medie imprese.

Sulle imprese quotate la Consob esercita controlli di trasparenza che si articolano in quattro momenti della vita societaria: le modifiche nella struttura proprietaria; le decisioni e gli eventi suscettibili di incidere sulla situazione economico-finanziaria dell'impresa; i risultati di bilanci annuali e infrannuali; l'offerta di strumenti finanziari.

La comunicazione alla Consob delle partecipazioni nelle società quotate e delle partecipazioni di queste nelle non quotate genera un flusso informativo ingente, quasi 5.000 comunicazioni nel corso del 1997, che viene prontamente messo a disposizione del mercato. La quantità e la qualità delle informazioni agli operatori sono elevate.

Non meno intensa è la già ricordata rilevazione degli eventi di rilievo. In questa materia la Consob ha disposto una modifica regolamentare al fine di meglio delineare gli obblighi informativi degli emittenti.

In materia di conti annuali e consolidati delle società quotate, la verifica di chiarezza e correttezza compiuta dalla Consob non è volta a esami di merito, ma a rendere le informazioni contabili più intelleggibili agli investitori. Nel 1997 vi sono stati 26 interventi che sollecitavano gli emittenti a rendere noti maggiori elementi sulle proprie situazioni contabili.

Infine, in materia di offerta di strumenti finanziari, la Consob interviene attraverso la verifica della completezza e della coerenza delle informazioni contenute nei prospetti.

Nel suo insieme, l'azione nei confronti degli emittenti di valori mobiliari pone le premesse affinché i prezzi riflettano i valori fondamentali dell'impresa e sollecita comportamenti che non danneggino gli investitori di minoranza. E' un'opera di sostegno e di valorizzazione del mercato italiano di cui beneficiano anche le società ancora non quotate perché aumentare la fiducia nel mercato è il miglior modo per rendere più conveniente, per gli imprenditori-fondatori che lo decidono, la realizzazione di parte del valore generato con l'impresa da loro fondata e sviluppata.

Sebbene i quattro momenti testé ricordati rimangono in capo alla Consob anche nel regime previsto dal Testo unico, parte dei controlli relativi all'informazione sugli eventi rilevanti e sui prospetti verrà da questa Istituzione delegata alla Società di borsa.

Il mercato come impresa

La prima istituzione interessata a sostenere la fiducia nel mercato italiano e ad ampliarne la dimensione è la borsa stessa. Essa è il centro di produzione di servizi quali l'incontro tra domanda e offerta, la formazione del prezzo, l'esecuzione del contratto, l'informazione, la certificazione implicita nell'ammissione a quotazione. Concepire il mercato come un produttore di servizi da gestire con criteri imprenditoriali è ciò che ha originato la trasformazione della borsa in società privata.

In Italia la trasformazione è stata avviata tardi, ma ha poi assunto connotati anche più radicali che in altri paesi. Si è preferita la forma della società per azioni alla cooperativa; non si è escluso che uno o pochi operatori potessero acquisirne il controllo e che l'azionariato fosse prevalentemente

bancario; si è previsto che gli organi di governo della borsa fossero interamente espressione della proprietà. In altre borse che hanno la forma della società per azioni, l'azionariato è molto frazionato, comprende investitori istituzionali ed emittenti, manca di piena autonomia nella nomina degli organi di vertice.

Quale che ne sia la forma istituzionale, le borse sono fornitrici di una pubblica utilità; dovrebbero mirare alla qualità del servizio e all'ampliamento dell'attività piuttosto che alla massimizzazione dell'utile. La loro privatizzazione non nega questo assunto.

Il fatto che in Italia i medesimi soggetti siano contemporaneamente azionisti della società-mercato, operatori in proprio e per conto della clientela, coordinatori di importanti collocamenti azionari di imprese, grandi creditori di società quotate e infine essi stessi emittenti può generare conflitti di interesse, resi più acuti da tre circostanze: l'assenza di una tradizione di autodisciplina; il fatto che quei soggetti siano per lo più banche con limitata esperienza del mercato azionario; la prospettiva che la crescita stessa del mercato possa mutare anche significativamente le posizioni relative dei partecipanti al mercato.

La Consob ha auspicato e assecondato la trasformazione della borsa in impresa privata. Quale organo di supervisione è impegnata a evitare che i problemi ora descritti compromettano l'obiettivo primario di far crescere la Piazza finanziaria italiana. Con questo intendimento essa ha esaminato lo statuto della società-mercato e, più recentemente, ha chiesto alcune modifiche al regolamento di quotazione. Nello stesso spirito ha sollecitato la società-mercato a definire un idoneo assetto organizzativo e adeguate procedure di gestione e controllo. Per la stessa ragione ha convenuto di riesaminare il regolamento già emanato, al fine di verificare se l'avvenuta introduzione di regole, assetti e procedure sia riuscita a garantire il superamento di ogni conflitto di interesse. In tutto ciò la Consob ha sviluppato una fattiva collaborazione prima con il Consiglio di Borsa, poi con la Borsa Italiana Spa.

La struttura delle borse europee si trasformerà in pochi anni. Il processo si va caratterizzando per fusioni, acquisizioni e accordi di cooperazione. La concorrenza, di qualità e di costo, investe i sistemi di negoziazione e liquidazione, la fiscalità diretta e indiretta, i principi contabili, la regolamentazione. Essa è acuita dalla possibilità di collegamenti con mercati localizzati in altri paesi europei, il cosiddetto accesso remoto.

In questa competizione l'Italia ha buone carte da giocare: non solo gli scambi in borsa, ma quelli di titoli di Stato o di strumenti monetari per contanti e a termine, sono completamente telematici, appoggiati a infrastrutture tecnologiche tra le più moderne al mondo. E' possibile offrire a operatori locali o remoti finestre elettroniche che consentono un'operatività diretta e completa su tutti i prodotti offerti e su tutte le fasi del processo.

Tuttavia, per i mercati è urgente riorganizzare la cosiddetta filiera nazionale: strutture di negoziazione, pre-liquidazione, gestione centralizzata. Oggi, la pluralità di sistemi e di soggetti, determinatasi storicamente al di fuori di un disegno unitario, aggrava i costi della piazza italiana e frena le capacità negoziali della Società di borsa nel mutato scenario internazionale.

La privatizzazione è necessaria ma non sufficiente per la sopravvivenza del nostro mercato. La sfida è difficilissima perché il confronto competitivo è molto aspro: va evitato a ogni costo che interessi di parte, difetti di cooperazione e di coordinamento, lentezze nelle decisioni prendano il sopravvento.

Gli intermediari finanziari

Gli intermediari si aggiungono agli emittenti e ai mercati come il terzo grande comparto del sistema finanziario sul quale la Consob esercita controlli di trasparenza e di correttezza.

In tutto il mondo, e soprattutto nell'Europa continentale, le banche sono la componente dominante dell'intermediazione finanziaria; in Italia tale configurazione è particolarmente accentuata perché le banche, direttamente o indirettamente, gestiscono oltre l'80 per cento della ricchezza finanziaria del settore privato e, tenuto anche conto del loro ruolo nei consorzi di collocamento, sono quasi gli unici fornitori di finanziamento esterno alle imprese.

Gli istituti bancari stanno mutando la propria conformazione. Erano prevalentemente raccoglitori di depositi, erogatori di prestiti, beneficiari di un guadagno in conto interessi. Divengono sempre più gestori di portafogli del risparmiatore, erogatori di servizi finanziari all'impresa, beneficiari di commissioni. La loro attività era quasi tutta rappresentata dalla parte attiva e passiva dello stato patrimoniale; è ora sempre più nella forma di operazioni che in esso non sono riflesse.

Questa trasformazione fa della banca stessa - e a maggior ragione degli intermediari non bancari - un'impresa sempre più partecipe delle vicende del mercato dei valori mobiliari, sempre più interessata al suo sviluppo, soggetta alle sue logiche e alle sue vicissitudini. Ed è sempre più la capacità di stare su quel mercato ciò che la banca deve veramente offrire al risparmiatore e all'impresa: per aiutare il primo a far fruttare la propria ricchezza, la seconda a produrne di nuova.

Non solo l'organizzazione e il comportamento, ma la stessa configurazione delle regole e del controllo a cui fanno riferimento le banche e gli altri intermediari finanziari viene a modificarsi per effetto di questa trasformazione. Assumono rilevanza le regole del mercato, l'informazione al pubblico, la correttezza nell'uso delle informazioni riservate, i possibili conflitti di interesse.

La complementarità fra banca e borsa emerge dunque oggi in tutta evidenza. Ed essa ha anche una componente geografica, perché è difficile che un intermediario possa sviluppare servizi di intermediazione mobiliare su mercati dai quali è lontano. In generale, il circolo virtuoso fra crescita della borsa e successo della banca ha richiesto che gli intermediari sentissero forte e prioritario l'impegno strategico di sviluppare il mercato del proprio paese.

Vista nella prospettiva dell'interazione tra banca e mercato finanziario, la metamorfosi in atto nel sistema bancario italiano presenta progressi e ritardi.

Più decisi sembrano i passi compiuti nel campo del risparmio gestito, i cui volumi crescono con i ritmi elevati sopra ricordati; ma la composizione mostra che le scelte sono ancora prevalentemente orientate verso i titoli del debito pubblico italiano e che sono lente a spostarsi verso quelli azionari, un campo che richiede notevoli capacità di analisi e investimenti tecnologici.

In materia di tutela dell'investitore l'attività di vigilanza della Consob sugli intermediari non ha fatto apparire, nel 1997, se non in casi marginali, fenomeni di grave lesione del principio di correttezza. C'è però una propensione diffusa a infrazioni di lieve entità delle norme di comportamento. Numerosi sono gli esposti pervenuti alla Consob: 375 nel 1997 rispetto ai 256 nel 1996. Le ispezioni concluse nei confronti di intermediari sono state 31 (30 nel 1996). Le proposte sanzionatorie inviate al Ministro sono state 13 nei confronti di Sim, 4 nei confronti di banche e 13 nei confronti di agenti di cambio. Nei confronti di promotori finanziari sono stati adottati 116 provvedimenti sanzionatori (83 nel 1996).

Più lente a cambiare le banche italiane appaiono nei rapporti con l'impresa. La difficoltà a muovere da un'assistenza quasi esclusivamente fondata sul prestito verso l'accompagnamento dell'impresa sul mercato e la predisposizione di operazioni complesse di finanza aziendale è un elemento di ritardo della nostra borsa. In questo campo, maggiore iniziativa e capacità mostrano gli intermediari esteri operanti nel nostro paese, che infatti hanno posizioni di preminenza nel mercato. Per le banche italiane vi è il rischio di rimanere escluse dalla parte più lucrativa del rapporto finanziario con le imprese.

Ma le connessioni tra intermediari e mercati finanziari non si limitano all'offerta di servizi. I grandi intermediari finanziari sono essi stessi società quotate in borsa, anche se non è ancora compiuto il passaggio della banca da ente pubblico, con incerta configurazione economico-giuridica e proprietà concentrata in mani pubbliche, alla banca società per azioni, con proprietà diffusa in mani private.

La trasformazione in società aperta fa entrare la banca in un sistema di comportamenti nel quale è di essenziale importanza offrire al pubblico, non più solo all'Autorità di vigilanza, un'informazione contabile rispondente ai valori fondamentali. Si tratta di un vero mutamento di

cultura rispetto a un'antica e illustre idea che un'informazione più ampia possa nuocere alla stabilità. In casi recenti banche quotate hanno variato per importi significativi la valutazione di poste di bilancio; in un caso il mercato ha reagito negativamente imprimendo al prezzo impulsi divergenti rispetto all'andamento dell'indice generale.

Il mercato e il fisco

La struttura di ogni sistema finanziario e la convenienza relativa dei diversi canali di finanziamento sono influenzate in modo determinante dal sistema tributario. In Italia questo è stato tradizionalmente sfavorevole alla borsa e al capitale di rischio.

Nel 1997, il Governo ha attuato un'ampia riforma, con innovazioni che sono destinate ad avere un effetto sui mercati finanziari: il riordino del regime sostitutivo di tassazione dei redditi da attività finanziarie; un nuovo sistema di imposizione sui redditi d'impresa denominato *Dual Income Tax* (Dit); la riforma della tassazione dei contratti di borsa.

Il riordino della tassazione dei redditi da capitale, attraverso la riduzione del numero delle aliquote e il regime speciale per il risparmio gestito, consegue due obiettivi, entrambi auspicati: la semplificazione e la canalizzazione del risparmio verso gli investitori professionali. Inoltre, il nuovo regime sulle plusvalenze derivanti da cessione di aziende aumenta i rendimenti netti di imposta sugli smobilizzi di partecipazioni rilevanti.

L'evasione fiscale è ancor oggi la principale remora all'ingresso in borsa. In molte imprese, il timore della necessaria trasparenza è la ragione ultima che trattiene dal quotarsi; così esso frena la crescita, induce a trascurare occasioni di sviluppo che la quotazione consentirebbe, distoglie da grandi progetti irrealizzabili senza l'apertura al mercato.

Per decenni, l'aliquota elevata sui profitti d'impresa ha alimentato un circolo vizioso tra pressione fiscale ed evasione, contribuendo a tenere le imprese lontane dalla borsa. Nei paesi dove le aliquote sono relativamente basse, i mercati finanziari sono più sviluppati e l'evasione fiscale più contenuta. Con la recente riforma della tassazione del reddito d'impresa (*Dual Income Tax*), l'attuale divario tra l'Italia e il resto dei paesi dell'Unione Europea si riduce nettamente, anche se l'aliquota legale complessiva resta relativamente elevata.

La *Dual Income Tax* contribuisce anche a riequilibrare la tassazione sia tra debito e capitale di rischio sia tra profitti non distribuiti ed emissioni azionarie. Prevede agevolazioni per le società che si quoteranno, con benefici che potranno giungere fino al 7 per cento dell'imponibile per le imprese che si rivolgeranno ai mercati regolamentati. L'incentivo alla quotazione opererà soprattutto nei confronti delle imprese meno capitalizzate.

Una terza innovazione, la riforma della tassazione dei contratti di borsa, è stata indotta dalla nuova normativa europea sull'accesso ai mercati regolamentati. Essa elimina un ostacolo alla competitività delle imprese di investimento italiane. L'esenzione dei soggetti non residenti, operanti ormai anche come intermediari, danneggiava gli operatori nazionali.

Rileviamo, infine, che la nuova imposta regionale sulle attività produttive (Irap) è destinata a esercitare riflessi sul contenuto informativo dei bilanci. Essa prevede infatti l'utilizzo di voci del conto economico civilistico per determinare la base imponibile, portando così a piegare il bilancio alle esigenze dell'amministrazione finanziaria. L'auspicabile avvicinamento tra gli strumenti di determinazione dell'imponibile fiscale e quelli di determinazione del reddito d'esercizio deve incontrare un limite nel fatto che l'informativa per gli azionisti e la rendicontazione per il fisco, ispirati entrambi al principio della trasparenza e del rigore contabile, rispondono tuttavia a obiettivi diversi, difficili da perseguire con uno strumento unico.

Il Testo unico della finanza e la regolamentazione

L'ordinamento giuridico del sistema finanziario italiano è stato rinnovato con l'emanazione del Testo unico della finanza. Per la Consob vi è un'amplissima coincidenza tra l'area disciplinata dal Testo unico e quella delle proprie competenze. Alla predisposizione del Testo unico la Consob ha dato un rilevante apporto sia con l'elaborazione di una proposta organica, della quale la Commissione consultiva costituita presso il Ministero del tesoro ha tenuto ampiamente conto, sia con l'attiva e costante partecipazione alle deliberazioni di quella stessa Commissione. Sul progetto adottato dal Governo nel dicembre scorso ebbi modo di esprimermi davanti alle competenti Commissioni parlamentari della Camera e del Senato. Un esame del testo definitivo è contenuto in Dati e Analisi. Qui mi limito a una valutazione di sintesi.

Viene finalmente istituita una tutela della trasparenza e della correttezza nel servizio della gestione collettiva del risparmio: seguendo il principio della specializzazione delle Autorità di controllo secondo la finalità, essa è affidata alla Consob, mentre viene confermata alla Banca d'Italia la tutela della stabilità. Viene completato il disegno della privatizzazione dei mercati e delle loro strutture ausiliarie. Vengono riformati e facilitati il regime dell'informazione societaria e quello della sollecitazione del risparmio. Nel governo delle società quotate vengono introdotte disposizioni che lo chiarificano e che nello stesso tempo accrescono la tutela delle minoranze. La legislazione sulle offerte pubbliche di acquisto, uno dei temi più dibattuti nel corso dei lavori, è stata semplificata e adeguata a quelle dei principali paesi europei. E' stato consentito agli emittenti quotati anche su mercati extracomunitari di redigere i bilanci consolidati seguendo principi contabili internazionali.

Nel complesso il quadro delle norme viene alleggerito, allineato a quello dei sistemi finanziari più evoluti, reso flessibile da un'ampia delegificazione.

Guardando al Testo unico dal punto di vista della primaria esigenza di sviluppare il nostro mercato, è indubbio che esso fa compiere all'ordinamento significativi progressi. E il giudizio largamente positivo resta nonostante alcuni limiti, che non possono esser taciuti.

In parte essi sono conseguenza dell'aver legiferato sulla base di una delega riferita alle sole società quotate. Non sarebbe stato consigliabile, con quel riferimento vincolante, apportare innovazioni più incisive al regime giuridico delle sole società quotate, perché ciò avrebbe ampliato il divario rispetto alle non quotate e rischiato di tradursi in un disincentivo alla quotazione. E neppure sarebbe stato possibile, sempre per la formulazione della delega, rivedere in maniera completa il sistema delle sanzioni. Su tali aspetti si dovrà però tornare, auspicabilmente con un intervento normativo che ridisegni l'intera disciplina delle società di capitali; e in quella sede sarebbe opportuno porre mano a questioni sulle quali ora non si è potuto intervenire, quali la struttura del consiglio di amministrazione, una più organica disciplina dei gruppi, una migliore graduazione delle sanzioni.

Soprattutto, pare necessario ripensare la stessa distinzione giuridica che oggi esiste tra i tipi di società, in modo da renderla più aderente alle differenti tipologie economiche, disegnando statuti societari diversi a seconda che i canali di finanziamento dell'impresa siano più o meno aperti al mercato.

Altri limiti discendono da alcune scelte che non sembrano in linea con i principi ispiratori dell'intero Testo unico e della delega che ne è all'origine. Conviene qui soffermarsi su due punti: la revisione contabile e l'obbligo di prospetto. Di un terzo, l'abuso di informazioni privilegiate, dirò tra breve.

In materia di revisione contabile il Testo unico sopprime il controllo preventivo della Consob sul conferimento assembleare dell'incarico di revisione e perciò la possibilità di revocare l'incarico per ragioni di inidoneità tecnica. Istruttorie volte a verificare la capacità tecnico-organizzativa del revisore o l'eventuale esistenza di incompatibilità potranno essere condotte solo in modo occasionale, nell'esercizio dei poteri ordinari di vigilanza.

In materia di trasparenza il Testo unico esenta da ogni obbligo di prospetto, anche semplificato, le obbligazioni bancarie e le polizze assicurative a contenuto finanziario. L'esigenza di norme siffatte si poneva in primo luogo per le obbligazioni bancarie, dove i controlli di trasparenza sono pressoché assenti; ma anche per i prodotti assicurativi a contenuto finanziario, dove gli obblighi oggi previsti non sono omogenei rispetto a prodotti simili. In entrambi i casi si è trascurato il fatto che l'obiettivo della stabilità affidato alle Autorità di settore può confliggere,

e spesso confligge, con quello della trasparenza verso l'investitore. L'aver ottenuto un'esenzione da obblighi d'informativa agli investitori conferisce l'illusione di un vantaggio; ma con il progredire della cultura del mercato potrebbe risolversi in un danno di credibilità.

All'approvazione del Testo unico seguirà un'ampia produzione di regolamenti da parte della Consob. Il Testo unico rimette infatti al potere regolamentare di questa molte materie sinora disciplinate dalla legge. Voci, anche autorevoli, hanno parlato di eccesso di regolamentazione. Per fare chiarezza occorre ben comprendere la natura della questione, i suoi aspetti tecnico-economici, comparatistici, istituzionali.

In tutti i paesi il campo dei vincoli a cui sono soggetti i comportamenti del mercato si divide in almeno quattro categorie: le norme primarie, europee e nazionali; i regolamenti pubblici; i codici di autoregolamentazione; l'autodisciplina del singolo soggetto, spesso codificata negli statuti o anche solo nelle buone abitudini di mercato. Le linee di confine tra queste categorie si modificano nel tempo e secondo i luoghi, in funzione delle condizioni iniziali. Nel Regno Unito, ad esempio, il legislatore sta riconducendo nell'area della regolamentazione pubblica gran parte delle materie finora lasciate, con risultati giudicati oggi inefficaci, all'autoregolamentazione.

In Italia il legislatore si è mosso in senso inverso e ha ampliato gli spazi della regolamentazione e dell'autoregolamentazione: sia perché, diversamente da quella creditizia, la vigente legislazione primaria del settore mobiliare era sovraccarica, perciò rigida e inadatta alla competizione tra norme che oggi caratterizza tutti i mercati; sia perché spingere la disciplina verso le fasce basse della scala dei vincoli significa accrescere la libertà del sistema economico.

Nel seguire questo indirizzo è stato disegnato un ordinamento nel quale la Consob non ha poteri di regolamentazione più estesi di quelli delle consorelle di altri paesi. Anzi, in alcune materie importanti - come l'Opa e l'*insider trading* - essi sono meno ampi; in altre, la loro estensione dipenderà dall'uso che la Consob farà della facoltà di delegare funzioni all'autoregolamentazione.

La Consob, come già illustrato al Parlamento, è consapevole che nell'emanare la regolamentazione non coglierebbe il senso della riforma se alla delegificazione non facesse seguire una deregolamentazione: testi snelli, concepiti come regole di principio più che di minuziosa precettistica; delega al mercato, alle associazioni e ai singoli soggetti di funzioni che possono essere da essi efficacemente svolte.

Il Testo unico verrà reso operativo, attraverso l'emanazione dei regolamenti necessari, dal primo luglio prossimo, giorno della sua entrata in vigore. Ove possibile, le tecniche operative per conformarsi alle regole saranno lasciate a scelte di categoria o di impresa; saranno ampliati gli spazi nei quali la Consob farà appello alla autoregolamentazione e all'autodisciplina. Agli operatori e alle

loro associazioni, che verranno consultati su bozze di regolamenti, chiediamo un apporto di esperienza e consiglio.

Il fondamento della fiducia

A differenza dei beni e dei servizi, tutti gli strumenti finanziari sono, in ultima analisi, promesse. Per questa ragione la fiducia è il fondamento stesso di ogni sistema finanziario, è ciò che ne determina la solidità. Non vi sono clausole contrattuali, per quanto minuziose, né vincoli regolamentari, per quanto severi, che possano sostituire la fiducia tra gli operatori e soprattutto fra questi e i risparmiatori.

Se correttezza e trasparenza del comportamento non divengono uso e costume di una piazza finanziaria, delle imprese e delle persone che vi operano, quella piazza è destinata a decadere o a divenire luogo di attrazione di cattivi soggetti. Se il principio della fiducia non riceve sostegno dal mondo degli operatori finanziari e se chi lo tradisce non è colpito dalla sanzione della disistima da parte del suo stesso ambiente, il sistema dei controlli pubblici viene caricato di un compito impervio. Non c'è apparato regolamentare, ispettivo, sanzionatorio che possa rimpiazzare il controllo sociale dei comportamenti: così come non c'è medicina che sia efficace in assenza di anticorpi.

Non si conforma al principio della fiducia la banca che consiglia al risparmiatore un titolo di cui essa ha interesse a disfarsi; né quella che acquista dai clienti di cui gestisce il risparmio titoli che sa destinati ad apprezzarsi. Non vi si conforma la società che fa appello al mercato celandogli qualche imminente perdita di bilancio; né l'amministratore che lucra guadagni su una informazione ancora non rivelata al pubblico. Non vi si conforma l'azionista di controllo che si rivolge agli azionisti di minoranza senza renderli edotti di una sua intenzione di ristrutturare il gruppo.

Il mercato finanziario italiano è ancora lontano dalla condizione nella quale la perdita della reputazione ha una funzione deterrente piena. In alcuni casi, il conseguimento di guadagni ingenti attraverso pratiche illecite o scorrette è stato forse giudicato normale, o perfino invidiato. E' stata eccessiva la rassegnata tolleranza verso comportamenti non corretti, di piccola entità se presi singolarmente, ma assai rilevanti nel loro insieme.

Da impervio il controllo pubblico diviene pressoché impossibile se le norme sono povere di effettività. Ciò può essere conseguenza di pene irrisorie rispetto all'infrazione, di una probabilità troppo bassa di incorrere nella sanzione, di un ritardo della sanzione rispetto al fatto. Visti in questa prospettiva, gli assetti normativi del mercato finanziario italiano sono stati per lungo tempo poco efficaci. Solo ora si delinea una positiva trasformazione, anche se i punti di debolezza non sono stati

eliminati. Due momenti di questa trasformazione normativa - l'uno positivo, l'altro negativo - sono meritevoli di attenzione.

Il primo riguarda la tutela del risparmio gestito in forma collettiva. Si tratta di un servizio del quale l'utente non percepisce facilmente i costi e la qualità. In esso hanno grande rilevanza non solo completezza, veridicità e intellegibilità dell'informazione, ma anche regole di comportamento che sollecitino il gestore a operare nell'esclusivo interesse dell'investitore. La sanzione nei confronti di gestori che arrecano danno agli investitori è stata rafforzata con l'introduzione, nel decreto legislativo 415, del reato di gestione infedele.

Il secondo momento riguarda l'abuso di informazioni privilegiate (*insider trading*) e la manipolazione dei prezzi. Qui, purtroppo, il Testo unico è un'occasione mancata. Non ha rafforzato il sistema vigente, forse lo ha indebolito.

Le evidenze raccolte indicano che l'abuso di informazioni privilegiate e la manipolazione sono mali diffusi. Nel 1997 la Consob ha più che raddoppiato, da 21 a 52, il numero delle istruttorie concluse; in 19 casi (9 nel 1996) ha inviato una relazione motivata all'Autorità Giudiziaria; l'attività di indagine ha portato ad acquisire dati e notizie nei confronti di 328 soggetti.

L'efficacia della lotta all'*insider trading* riposa ovunque sulla capacità deterrente delle norme, quindi sulla rapidità ed esemplarità della loro applicazione. Il principio è affermato anche nella direttiva europea che richiede agli Stati membri di predisporre sanzioni sufficientemente dissuasive, lasciandoli liberi di applicare disposizioni più severe o supplementari, purché di portata generale.

La Consob, in sede di redazione del Testo unico, auspicava l'introduzione di sanzioni amministrative pecuniarie fortemente dissuasive e rapidamente applicabili a chi, in possesso di informazioni privilegiate, non si fosse astenuto dall'operare. Per evitare sovrapposizioni, la fattispecie di rilevanza penale avrebbe potuto essere connotata dal conseguimento di un vantaggio patrimoniale dall'operazione.

Il Testo unico non ha creato un efficace sistema sanzionatorio e i poteri di indagine attribuiti alla Consob sono stati sì estesi, ma restano privi di efficacia coercitiva, sicché il loro effettivo esercizio dipenderà dalla buona volontà degli indagati. Gli strumenti di lotta rimangono così meno penetranti di quelli delle Autorità dei principali paesi. Ciò ritarda la cooperazione internazionale e non giova alla reputazione della Piazza finanziaria italiana. La Consob farà ogni sforzo per trarre il massimo dalla legislazione vigente. Ma sulla materia dell'*insider trading* il legislatore italiano dovrà ritornare.

La cooperazione internazionale

Adoperarsi per lo sviluppo della Piazza finanziaria italiana non significa chiudersi al mondo, né restringere i canali della cooperazione internazionale. Al contrario, significa inserirsi maggiormente nel sistema finanziario globale in entrambe le sue componenti: quella degli operatori e dei mercati e quella delle Autorità pubbliche e dei controlli.

L'Europa muove rapidamente verso un mercato finanziario più integrato, unificato dall'Euro, organizzato in pochi centri tra loro collegati e diversamente specializzati. Mentre in materia bancaria la legislazione europea ha ricreato, per l'intero continente, lo stesso tipo di ordinamento che tradizionalmente vige entro gli Stati, nel settore dei valori mobiliari questa completezza non è stata raggiunta, anche perché è tecnicamente più difficile da conseguire. Le norme europee parlano di mercati regolamentati, ma non danno di questi una utile definizione, né indirizzi per la loro disciplina. Esse attribuiscono la tutela della correttezza al paese ospitante nel caso di servizi finanziari offerti a distanza, ma non specificano con chiarezza le circostanze nelle quali questa disposizione va applicata. Impongono la tutela dell'investitore, ma indicano principi tanto generali da lasciare uno spazio eccessivo alla pur auspicabile competizione fra le regole. Il risultato è un duplice pericolo: insufficiente tutela del risparmiatore e uso protezionistico degli spazi liberi.

In queste circostanze è urgente che la cooperazione europea si rafforzi, sia con l'utilizzo della capacità legislativa di cui l'Unione dispone, sia con lo strumento informale della cooperazione tra Autorità di controllo del mercato.

Quando, nel campo dei servizi d'investimento, la domanda e l'offerta, cioè il risparmiatore e l'intermediario, appartengono a paesi diversi l'investitore è tutelato dalle regole dell'uno o dell'altro secondo che l'incontro con l'intermediario sia avvenuto nell'uno o nell'altro paese: oggi che i sistemi di comunicazione sono divenuti raffinati e diffusi, la distinzione si è fatta pressoché impossibile. Se allora vi è tra i due paesi una diversità significativa di regole, di comportamenti delle Autorità di controllo, di tradizioni e metodi del sistema giudiziario la tutela dell'investitore si fa incerta e dunque più debole.

Noi riteniamo che sarebbe grave errore dare vita a un sistema nel quale l'Autorità di controllo è lontana, per ragioni geografiche, di lingua, di metodi operativi dalla parte più debole della transazione, che è appunto l'investitore. Ma comprendiamo anche come l'Autorità geograficamente vicina all'intermediario sia indispensabile per un efficace controllo.

Da questa difficoltà si potrà allora uscire solo con una strategia fondata su due obiettivi: in primo luogo, un grado più elevato di armonizzazione delle regole di trasparenza e di correttezza; in secondo luogo, un'organica cooperazione tra l'Autorità del paese dell'investitore e di quello dell'intermediario. Questa posizione è largamente condivisa dai paesi dell'Europa continentale.

Trova incerta la Commissione di Bruxelles. E' interesse dell'Italia che sia sostenuta con vigore in tutte le sedi negoziali.

La recente istituzione del Fesco (Forum of European Securities Commissions) quale organo formale di cooperazione tra le Autorità di controllo nel settore dei valori mobiliari crea le premesse per il necessario sviluppo della cooperazione. L'Europa dell'Euro e della Banca centrale europea non si è dotata, per ora, di istituzioni proprie nei campi della vigilanza sui settori bancario, mobiliare, assicurativo. E' una lacuna che dovrà essere colmata nei fatti, se non lo sarà negli ordinamenti. Il Fesco costituisce l'embrione di una Autorità europea di controllo del settore mobiliare. La Consob ha contribuito alla sua creazione e si adopererà attivamente per il suo sviluppo.

La cooperazione internazionale tra Autorità di vigilanza sui mercati e sugli intermediari dei valori mobiliari si svolge nell'ambito della Iosco (International Organization of Securities Commissions) e la Consob vi partecipa attivamente. L'Organizzazione concentra i suoi sforzi sulla definizione di *standard* minimi per la cooperazione e di regole comuni per i mercati e i servizi di investimento. Lo sforzo della Iosco è incentrato altresì sull'armonizzazione dei principi contabili per i bilanci consolidati degli emittenti multinazionali e sulla definizione di schemi uniformi di informazione al mercato.

La crescente importanza assunta dalle transazioni transfrontaliere rende indispensabile l'assistenza reciproca tra Autorità di controllo anche geograficamente molto lontane. La Iosco è riuscita ad assicurarsi la partecipazione di tali Autorità; negli anni a venire dovrà anche darsi una struttura capace di garantirle il necessario ruolo di guida nella formulazione di regole internazionalmente riconosciute per le Autorità di vigilanza, gli intermediari e gli operatori.

* * *

Signor Ministro, Autorità, Signore e Signori,

nel breve arco di dodici mesi i mercati sono divenuti imprese private; la capitalizzazione di borsa è quasi raddoppiata; lo Stato ha dimezzato la propria domanda di risparmio; la legislazione del mercato mobiliare è stata riscritta.

L'intero sistema economico italiano è in una fase di mutazione: il peso del debito pubblico da tre anni va calando; la produzione pubblica di beni e servizi si è fortemente ridotta; lo Stato

quale erogatore di risorse finanziarie ha lasciato spazio ai mercati; la concorrenza sta progressivamente divenendo la misura di comportamenti pubblici e privati.

Un sistema di mercato dove il potere economico è diffuso richiede un governo dell'economia a sua volta articolato, flessibile, bilanciato nella distribuzione dei poteri.

In questo disegno trovano spazio le istituzioni che oggi vanno sotto il nome di Autorità indipendenti, di cui la Consob è antesignana. A istituzioni siffatte la legge affida funzioni fortemente tecniche di regolazione e controllo, con margini di discrezionalità riferiti a fini definiti, tra i quali hanno preminenza, nella sfera economica, la tutela del risparmio e della concorrenza.

L'indipendenza è necessaria affinché l'interesse pubblico sia perseguito senza interferenze di interessi particolari, siano essi politici o economici. Essa si realizza per mezzo di accorgimenti istituzionali quali la collegialità delle decisioni, le procedure di nomina, la durata predeterminata e sufficientemente lunga del mandato. Trova il proprio complemento nel dovere di rendere conto del proprio operato e dei propri intendimenti alle istituzioni dello Stato ma anche, come oggi abbiamo inteso fare, allo stesso mercato.

L'esigenza di rafforzare il mercato finanziario italiano, tema ricorrente delle considerazioni di oggi, è resa più pressante da una duplice circostanza: il prossimo passaggio dalla Lira all'Euro, che apre prospettive di stabilità e di sviluppo ma accresce il rischio della delocalizzazione; il momento della borsa, che può essere occasione di un suo sviluppo ma che contiene il rischio di un'euforia effimera.

La Consob è consapevole dell'importanza della sfida che si svolge oggi e nel prossimo futuro. Sa di potere contribuire a un esito positivo solo per una parte, ma questa parte cerca di svolgerla in modo pieno e determinato. Sa che il suo impegno non potrà supplire alle decisioni imprenditoriali dei privati.

Perché la sua azione possa divenire più efficace, la Consob auspica una revisione del proprio statuto di Autorità di controllo, che, in materie istituzionali e di bilancio, allinei le norme del 1974 al modello di Autorità indipendente che si è venuto definendo da allora. Essa si augura anche che per lo sviluppo della Piazza finanziaria italiana venga al più presto istituita una sede di coordinamento degli sforzi che il Governo, la città di Milano, le società-mercato, le imprese, gli intermediari, altri soggetti, la stessa Consob dovranno compiere.

Nell'esercizio delle sue funzioni, la Commissione si propone di conseguire due risultati nei prossimi mesi: la messa in opera del Testo unico della finanza dal primo luglio prossimo, con la predisposizione dei necessari regolamenti; la standardizzazione e ogni possibile riduzione dei tempi di disbrigo delle pratiche. La Consob intende informare ambo le attività previste dalla legge - i controlli e la regolamentazione - al principio di una vigilanza rigorosa e amica del mercato.

Dare all'Italia un mercato finanziario che promuova la crescita economica e che sia all'altezza della posizione del paese nel sistema economico internazionale è un risultato a portata di mano. Il coglierlo dipende dall'impegno di noi tutti.