



CONSOB
COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETA' E LA BORSA

RELAZIONE PER L'ANNO 2000

ROMA, 31 MARZO 2001

COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

Presidente
Luigi SPAVENTA

Componenti
Salvatore BRAGANTINI
Lamberto CARDIA
Renato RORDORF
Filippo CAVAZZUTI

Direttore Generale
Massimo TEZZON

INDICE

PARTE PRIMA

RELAZIONE AL MINISTRO DEL TESORO, DEL BILANCIO E DELLA PROGRAMMAZIONE ECONOMICA	7
I. L'ATTIVITÀ DELLA CONSOB E IL MERCATO	
<i>L'andamento dei settori di interesse dell'Istituto</i>	9
<i>Il Testo unico e la regolamentazione secondaria</i>	11
<i>Il controllo sull'informativa</i>	12
<i>La vigilanza sulle società di gestione dei mercati e sugli operatori</i>	12
<i>L'attività in sede giurisdizionale</i>	15
<i>Le relazioni internazionali</i>	16
<i>La gestione e l'amministrazione dell'Istituto</i>	16
II. LINEE DI INDIRIZZO E QUESTIONI APERTE	
<i>Il mercato unico dei capitali e dei servizi finanziari</i>	18
<i>Il governo societario</i>	19
<i>I problemi della securities industry</i>	21
<i>Le emissioni obbligazionarie</i>	22
<i>La vigilanza sui promotori finanziari</i>	22
<i>Il personale e l'organizzazione</i>	23
DISCORSO DEL PRESIDENTE DELLA CONSOB AL MERCATO FINANZIARIO	27
<i>Verso un mercato unico dei capitali e dei servizi finanziari in Europa?</i>	30
<i>Lo sviluppo dei mercati</i>	32

<i>Il sistema finanziario italiano</i>	33
<i>I problemi del governo societario</i>	38

PARTE SECONDA

<i>DATI E ANALISI SULL'ATTIVITÀ DELLA CONSOB E SULL'EVOLUZIONE DEL QUADRO DI RIFERIMENTO</i>	47
---	----

I. *LA PROPRIETÀ DELLE SOCIETÀ QUOTATE*

<i>La struttura proprietaria e il controllo nelle società quotate</i>	49
<i>I trasferimenti di controllo e le Opa su società quotate</i>	57

II. *I CONTROLLI SULLE SOCIETÀ QUOTATE*

<i>I conflitti di interessi, la trasparenza e l'operato degli esponenti aziendali</i>	63
<i>I consigli di amministrazione delle società quotate</i>	67
<i>I controlli sull'informativa continua</i>	73
<i>I controlli sull'informativa contabile e periodica</i>	74
<i>L'informativa contabile via Internet</i>	75
<i>L'attività delle società di revisione</i>	76
<i>L'attività regolamentare e interpretativa in materia contabile</i>	78

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

<i>Le offerte finalizzate all'ammissione a quotazione</i>	81
<i>Gli intermediari nelle offerte iniziali</i>	85
<i>Il collocamento di titoli delle società quotate e le operazioni di finanza straordinaria</i>	87

	<i>Le offerte pubbliche relative a titoli non quotati e le offerte di emittenti esteri</i>	90
IV.	I MERCATI REGOLAMENTATI	
	<i>Il mercato di borsa e dei derivati</i>	92
	<i>L'attività di controllo sui mercati regolamentati</i>	96
	<i>Gli studi sulle società quotate da parte degli intermediari</i>	99
V.	L'ABUSO DI INFORMAZIONI PRIVILEGIATE E L'AGGIOTAGGIO	
	<i>I risultati delle indagini</i>	102
	<i>Gli esiti delle relazioni inviate all'Autorità Giudiziaria</i>	104
	<i>Alcune tipologie di abuso di informazioni privilegiate e di aggioaggio finanziario</i>	105
	<i>I seminari di studio con l'Autorità Giudiziaria</i>	108
VI.	GLI INTERMEDIARI MOBILIARI	
	<i>Andamenti e struttura del settore</i>	110
	<i>L'attività di vigilanza</i>	114
	<i>I provvedimenti sanzionatori e cautelari</i>	119
	<i>I sistemi di indennizzo</i>	121
	<i>La vigilanza sui promotori finanziari</i>	123
	<i>L'attività regolamentare e interpretativa</i>	125
VII.	L'ATTIVITÀ IN SEDE GIURISDIZIONALE	
	<i>Il contenzioso sui provvedimenti in materia di vigilanza</i>	132
	<i>La verifica in sede giurisdizionale dei comportamenti dell'Istituto</i>	134
	<i>L'attività svolta nei procedimenti per i reati di abuso di informazioni privilegiate e aggioaggio</i>	136

VIII. *LE RELAZIONI INTERNAZIONALI*

<i>La cooperazione internazionale</i>	139
<i>L'attività dell'Unione Europea in materia di servizi finanziari</i>	140
<i>L'attività della International Organization of Securities Commissions</i>	141
<i>L'attività del Forum of European Securities Commissions</i>	144

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

<i>La gestione finanziaria</i>	146
<i>L'organizzazione e le risorse umane</i>	148
<i>Le relazioni con l'esterno</i>	150

APPENDICE

<i>Indice delle tavole</i>	155
<i>Tavole statistiche</i>	159
<i>Note metodologiche</i>	203

*DISCORSO DEL PRESIDENTE DELLA
CONSOB AL MERCATO FINANZIARIO*

*Il testo che segue è stato letto il 5 aprile
2001 dal Presidente della Consob presso
l'Università Bocconi in Milano.*

La presenza del Presidente della Repubblica onora questa occasione di incontro della Commissione nazionale per le società e la borsa con il mercato finanziario. A nome della Commissione e dell'Istituto rivolgo al Capo dello Stato un caldo ringraziamento e un deferente saluto.

Signor Presidente della Repubblica, signor Ministro, Autorità, Signore, Signori,

nel nostro incontro annuale nella città di Milano, siamo ospiti quest'anno dell'Università Bocconi. Per questa ospitalità porgo al Presidente e al Magnifico Rettore il ringraziamento della Commissione e un mio ringraziamento particolare. Ho qualche volta avuto il privilegio di insegnare alla Bocconi; in Bocconi vi sono colleghi con cui ho lavorato e da cui ho appreso. È mia convinzione ferma che il contributo della riflessione e della ricerca che si svolgono nelle università è di importanza essenziale per ogni amministrazione, e in particolare per un istituto come la Consob: insegna a meglio comprendere l'evoluzione della realtà in cui si opera; induce a chiedersi se i mezzi impiegati siano proporzionati rispetto ai risultati che si vogliono ottenere; obbliga a mettere in discussione prassi e convenzioni.

L'organizzazione della Consob ha fatto passi importanti negli ultimi dodici mesi. Si è compiuta la divisata articolazione delle funzioni fra la sede di Roma e la sede di Milano, che si rafforza nella dotazione di personale. È stato definito un progetto di riforma delle carriere, per rimuovere i troppi ostacoli che oggi impediscono la crescita interna dei più giovani. È stato nominato Direttore generale il dottor Massimo Tezzon, in precedenza reggente di quella carica.

La legge finanziaria per l'anno 2001 ha reso più flessibile la determinazione delle contribuzioni dovute alla Consob dai soggetti vigilati, non più vincolata alla definizione di corrispettivi per servizi resi. Questa semplificazione consentirà di razionalizzare il sistema contributivo, con la consultazione dei soggetti interessati. Per l'anno in corso, intanto, la Consob ha già provveduto a ridurre l'entità delle contribuzioni.

Il Testo unico della finanza ha definito un valido modello di distinzione per finalità della vigilanza sugli intermediari, affidando alla Banca d'Italia il compito di contenere il rischio e assicurare la stabilità patrimoniale e alla Consob quello di assicurare la trasparenza e la correttezza dei comportamenti. Il Testo unico chiede che i due Istituti operino in modo coordinato: ciò avviene a tutti i livelli, in uno spirito di proficua e continua collaborazione.

* * *

Verso un mercato unico dei capitali e dei servizi finanziari in Europa?

1. Da una maggiore e più rapida integrazione dei mercati finanziari europei si otterrebbero grandi benefici: per i risparmiatori, migliori opportunità di diversificare i loro investimenti e minori costi, grazie a una più vivace concorrenza nell'offerta dei servizi; per le imprese, la possibilità di raccogliere fondi a migliori condizioni su mercati più ampi e più liquidi. Lo sviluppo dei mercati finanziari, come prova la ricerca empirica, darebbe un importante contributo alla crescita economica dell'Europa.

L'euro ha offerto uno stimolo potente all'integrazione dei mercati. Ma ostacoli numerosi sono di impedimento a progressi ulteriori. Le differenze nei sistemi legali e giudiziari, nei regimi di tassazione, nella cultura dei partecipanti al mercato potranno essere ridotte solo gradualmente. Mentre in Europa i costi di negoziazione sono bassi, la frammentazione dei servizi a valle della negoziazione aggrava il costo complessivo delle transazioni transfrontaliere, anche a motivo di rendite di posizione e ostacoli alla concorrenza: l'industria dei servizi finanziari se ne lamenta, ma nulla fa per ottenere soluzioni più efficienti. La balcanizzazione degli assetti regolamentari nell'Unione costituisce un ulteriore, grave impedimento all'integrazione.

2. Nel silenzio dei trattati europei, che si occupano di moneta ma ignorano la finanza, l'intervento comunitario si è avvalso degli strumenti previsti per la realizzazione del mercato interno, producendo una legislazione che non ha favorito la convergenza degli assetti regolamentari. La legislazione è lacunosa, poiché lascia alla piena discrezione nazionale numerose e importanti materie. Là dove esiste, è insufficiente, poiché stabilisce, spesso ambiguamente, solo requisiti minimi di armonizzazione. È a volte incoerente, nell'assenza di comuni principi ispiratori. È rigida e lenta, e pertanto soggetta a una rapida obsolescenza rispetto al passo tanto più rapido dei mercati.

I risultati li conosciamo. Non esiste disciplina comune in alcune importanti materie. Il principio del mutuo riconoscimento trova applicazione troppo limitata, sia per i servizi di investimento, sia, soprattutto, per gli emittenti, che non dispongono di un passaporto europeo per la raccolta di capitali. L'impossibilità di raggiungere un'armonizzazione sufficiente nella protezione degli investitori al dettaglio impedisce il completo affidamento dei controlli al paese di origine. Vi sono interpretazioni divergenti delle norme comunitarie a livello nazionale. La disciplina dell'ammissione a quotazione, vecchia di oltre vent'anni, quella degli organismi collettivi di investimento e quella dei servizi d'investimento sono superate dalle innovazioni dei prodotti e dei sistemi di negoziazione. I tempi necessari per introdurre nuove direttive e per aggiornare quelle esistenti sono di almeno tre anni; quelli per il recepimento nelle legislazioni nazionali sono poi affidati alla buona, o alla cattiva, volontà degli Stati membri.

Sono questi gli effetti dell'assetto istituzionale entro cui si svolge il processo di decisione. Le proposte della Commissione, che ha potere di iniziativa, devono trovare l'assenso del Consiglio

e del Parlamento Europeo. A livello di Consiglio, il compromesso fra i rappresentanti nazionali produce sovente accordi al tempo stesso minimali e inutilmente dettagliati. Il Parlamento Europeo è chiamato ad esprimersi anche su disposizioni tecniche e di dettaglio. Costretto entro un'architettura siffatta, il lento e incerto procedere della legislazione comunitaria non può destare sorpresa.

3. Due soluzioni estreme e opposte a questi problemi istituzionali non paiono efficaci o praticabili. L'una propone di affidarsi a una competizione fra ordinamenti, piuttosto che a una convergenza legislativa, nell'ipotesi di un adeguamento spontaneo all'ambiente regolamentare preferito dall'industria. In tal modo, tuttavia, o il livello di tutela degli investitori sarebbe quello deciso da un singolo Stato membro o, più probabilmente, si offrirebbe il destro ai singoli Stati di erigere barriere protezionistiche a vantaggio dell'industria nazionale; il consolidamento, in prospettiva, fra mercati di diverse giurisdizioni richiederebbe comunque un'armonizzazione di regole. La proposta, all'altro estremo, di un regolatore unico europeo pare incompatibile con la persistenza di profonde differenze regolamentari e legislative. Se poi a quel soggetto si volesse affidare potere regolamentare sopranazionale, sarebbe necessaria una modifica del Trattato.

Con il suo "piano d'azione per i servizi finanziari", presentato quasi due anni fa e fatto proprio dal Consiglio Europeo di Lisbona, la Commissione ha definito i molteplici interventi legislativi da attuare per ottenere l'integrazione dei mercati. L'iniziativa della Commissione merita consenso per il contenuto delle proposte. Resterà tuttavia nulla più che una dichiarazione di buone intenzioni, sin quando il processo di decisione a livello comunitario sarà quello che è oggi.

Nel luglio scorso il Consiglio dei Ministri economici e finanziari chiese ad un gruppo di esperti di avanzare proposte per promuovere l'integrazione. Quel gruppo ha ritenuto che poco vi fosse da aggiungere all'elenco del piano d'azione e che, per ottenerne un'attuazione spedita, si dovesse piuttosto intervenire sul meccanismo legislativo. La principale raccomandazione, accolta non senza compromessi procedurali dal recente Consiglio Europeo di Stoccolma, è di affidare alle direttive, in codecisione del Consiglio e del Parlamento, solo la definizione di obiettivi generali, delegando a un *Securities Committee*, formato da rappresentanti ad alto livello degli Stati membri, la definizione delle disposizioni attuative e l'adattamento di esse alle evoluzioni dei mercati. Un altro comitato, composto da un rappresentante dell'autorità competente in ciascuno Stato per la vigilanza sui mercati dei valori mobiliari, diversa da quella prudenziale, assisterà la Commissione in questo compito e provvederà anche a coordinare le prassi di vigilanza e ad assicurare la convergenza delle misure nazionali di recepimento. Timoroso che le sue prerogative possano essere lese, il Parlamento Europeo rilutta ad accogliere tale soluzione: queste resistenze potrebbero essere di ostacolo all'approvazione di direttive, che, per ridurre i tempi di decisione, contengano deleghe a una sede di legislazione secondaria.

Questi ostacoli all'attuazione di una legislazione necessaria per un mercato unico dei servizi finanziari, importanti di per sé, sono anche sintomo delle contraddizioni fra le sfide che l'Europa dovrebbe affrontare e la fragilità della sua costruzione istituzionale.

Lo sviluppo dei mercati

4. Nello scorso anno il mercato azionario italiano ha accorciato la distanza dagli altri grandi mercati europei: la sua capitalizzazione è passata al 14 per cento di quella complessiva dei mercati dell'euroarea, dall'11 per cento del 1999. Ancor più veloce è stata la crescita degli scambi, che rappresentano ormai il 15 per cento del totale. Per la prima volta, da quando hanno inizio serie storiche affidabili, il valore degli scambi ha superato la capitalizzazione.

Le società italiane ammesse a quotazione nel 2000 sono state 49, di cui 33 sul Nuovo Mercato: tante furono solo nel 1986. Si tratta di società giovani, di cui quasi nessuna appartiene a gruppi già quotati e che operano in prevalenza in settori innovativi. Le società hanno raccolto con offerte pubbliche iniziali circa cinque miliardi di euro: un valore senza precedenti e di gran lunga superiore a quello complessivo degli ultimi cinque anni.

Le emissioni quotate sul mercato dei *covered warrants* sono raddoppiate, da 1.500 ad oltre 3.000; gli scambi sono passati da 14 a 31 miliardi di euro. Borsa Italiana ha rafforzato la propria posizione competitiva su questo segmento, dedicandovi una piattaforma capace di accogliere fino a 20.000 emissioni. La Consob ha introdotto modifiche regolamentari che rendono più celeri le procedure di collocamento sul mercato primario. Le lacune della legislazione comunitaria impediscono il mutuo riconoscimento dei prospetti informativi, richiesto dagli emittenti.

5. Nella seconda parte del 2000 è iniziata una significativa riduzione dei corsi azionari in tutti i principali paesi industrializzati. I rapporti che esprimono la redditività (quello fra prezzi e utili, quello fra prezzi e dividendi) avevano raggiunto livelli mai prima toccati, sia negli Stati Uniti, in un'esperienza secolare, sia in Europa, in un'esperienza pluridecennale. Se non fosse avvenuto un ribasso dei prezzi, il graduale ritorno alle medie di lungo periodo, sempre verificatosi in passato, avrebbe richiesto nei prossimi anni tassi di crescita degli utili del tutto inconsueti, che neppure ipotesi avventurose di aumento della produttività potevano giustificare. Quando le attese di profitto sono state rivedute al ribasso, addirittura rispetto ai livelli correnti, la correzione è avvenuta, come di solito, sul versante dei prezzi; come di solito, è stata drastica, subitanea e accompagnata da elevata volatilità. Ci si può tuttora chiedere se essa sia bastata a riportare gli indici di redditività a valori non troppo distanti da quelli medi di lungo periodo, sia pure corretti per la riduzione osservata nel premio al rischio.

In Italia, l'aggiustamento è stato particolarmente violento per i titoli dei settori più innovativi. Alla fine del 1999 il rapporto fra prezzi e utili delle società di telecomunicazioni, di tecnologie informatiche e di mezzi di comunicazione eccedeva di circa il 50 per cento quello dei titoli industriali ed era il doppio di quello dei titoli bancari; ora è tornato ad avvicinarsi alla norma degli altri settori.

Questa correzione non deve troppo sorprendere, soprattutto per le imprese di nuova quotazione. Molte di queste erano prive di storia passata, o la avevano molto breve; per molte era impossibile riferirsi a grandezze patrimoniali certe. I tassi di crescita attesi del fatturato e degli utili che avrebbero giustificato i prezzi di collocamento, e a volte quelli raggiunti dopo il collocamento, erano tanto ambiziosi da apparire implausibili.

Alla speranza di rendimenti tanto più alti avrebbe dovuto accompagnarsi certezza dell'assunzione di più alti rischi. Nel caso di settori nuovi e in crescita rapida la valutazione deve riguardare l'aggregato delle imprese che si rivolgono al mercato: una popolazione che necessariamente presenta un tasso di mortalità più alto che nei settori tradizionali. Chi ha investito nelle imprese che riescono a sopravvivere e a crescere potrà ottenere un rendimento maggiore; ma chi ha investito nelle altre destinate a scomparire subirà una perdita. Prima che il settore sia giunto a maturità e sia avvenuto il processo di selezione, ci si deve attendere non solo alta volatilità delle quotazioni, ma anche forte correlazione nell'andamento di tutti i titoli del segmento.

Sia la volatilità dei rendimenti giornalieri, sia la correlazione fra essi sono peculiarmente elevate per i titoli quotati al Nuovo Mercato: più elevate non solo rispetto ai titoli dei settori tradizionali, come è naturale, ma anche rispetto ai titoli dei nuovi mercati di altri paesi europei. Questa differenza è sintomo non solo della ridotta dimensione del listino e dell'insufficiente diversificazione settoriale delle società che vi sono quotate, ma anche di una incapacità del mercato di esprimere prezzi che scontino in maniera adeguata i fattori di rischio specifici di ogni impresa.

Il sistema finanziario italiano

6. Il rapido e massiccio passaggio dall'intermediazione ai mercati avvenuto negli ultimi anni trova evidenza nei dati sul mutamento di composizione della ricchezza finanziaria delle famiglie. Fra la fine del 1995 e gli inizi del 2000, la quota di circolante, depositi, obbligazioni e titoli di Stato è scesa dal 71 al 42 per cento. Nello stesso periodo, quella di azioni e partecipazioni è raddoppiata, dal 13 a 26 per cento, in larga parte per effetto dell'aumento del possesso diretto di azioni quotate. La quota gestita da organismi di investimento collettivo di diritto italiano è passata dal 4 al 20 per cento; arriva al 30 per cento quando si includano anche quelli di diritto estero e le gestioni individuali. Il peso delle attività sull'estero è raddoppiato.

A questo notevole cambiamento nella natura degli strumenti in cui il risparmio viene investito non si è accompagnato analogo mutamento dei soggetti che lo gestiscono. Come è stato

osservato, il ruolo delle banche “permane dominante”. Se, oltre che della raccolta, si tiene conto dell’intermediazione in titoli, il peso del sistema bancario è aumentato, sino a toccare livelli mai prima raggiunti.

La quasi totalità delle società di gestione dei fondi comuni di investimento è di proprietà del settore bancario; i ricavi dell’attività di gestione contribuiscono in misura sostanziale alla redditività delle banche. Il grosso dell’intermediazione mobiliare è operata da società di derivazione bancaria. Le banche, oltre ad essere in rapporti d’affari con gli emittenti, sono sponsor delle nuove emissioni, coordinano i collocamenti azionari e partecipano ai consorzi; producono e diffondono ricerche e analisi sulle prospettive dei singoli titoli; sono emittenti di strumenti finanziari, spesso assai complicati, destinati al pubblico. Per completare il quadro, il settore bancario controlla la società di borsa, il mercato dei titoli di Stato, le società di servizio.

7. La disputa sui meriti relativi di sistemi basati sulle banche o sul mercato è ormai largamente superata, anche a causa della prevalenza in Europa del modello di banca “universale”. È tuttavia indubbio che una concentrazione accentuata negli stessi soggetti di tutte le attività connesse all’impiego e alla gestione del risparmio impedisce una efficace interazione fra soggetti portatori di interessi diversi e in qualche modo contrapposti, con potenziale pregiudizio per la tutela degli investitori.

Proprio per questa ragione va accolta con favore l’iniziativa di Assogestioni di elaborare e proporre agli associati l’adesione a un protocollo di autonomia: da intendersi come autonomia delle scelte del gestore, che devono essere indirizzate a massimizzare i rendimenti di chi gli affida il proprio risparmio, dagli interessi diretti o indiretti della casa madre. Per la stessa ragione vanno apprezzati comportamenti dei fondi difformi da quelli delle banche a cui quei fondi fanno capo. Su tali questioni la Consob ha instaurato un proficuo dialogo con l’associazione di categoria.

8. La vigilanza mirata alla tutela dell’investitore deve farsi più attenta quando le strutture contrattuali e la pratica operativa offrano incentivi a giochi a somma nulla, in cui la perdita dell’investitore si tramuta in guadagno per il gestore o per l’intermediario.

In via di principio, le commissioni riscosse dai gestori non rientrano in questi casi. Esse rappresentano il prezzo di un servizio liberamente offerto e liberamente richiesto: provvederà la concorrenza, che sarà sempre più intensa, a farle approssimare ad un livello di equilibrio più basso. La condizione richiesta è la trasparenza: l’investitore deve poter conoscere il costo complessivo che deve sopportare, in tutte le sue componenti, confrontare le condizioni offerte dai diversi concorrenti, compiere scelte consapevoli in base ai rendimenti attesi al netto delle commissioni. La vigilanza sulla trasparenza serve a stabilire criteri di migliore comportamento degli intermediari, pur tenendo presente la necessità di non aumentare per essi tempi e costi.

In almeno un caso, tuttavia, si manifestano sia mancanza di trasparenza, sia incentivo ad operare per interesse diverso da quello del cliente. Quando la gestione venga gravata delle cosiddette commissioni di movimentazione, l'investitore non sarà in grado di valutarne in anticipo i costi; soprattutto non potrà essere certo in qual misura la movimentazione del portafoglio sia motivata dalla ricerca di un maggiore rendimento e in qual misura, invece, serva ad aumentare gli introiti del gestore e dell'intermediario. Di ciò gli investitori devono essere consapevoli.

Qualche problema, sia pure di natura diversa, sorge anche nel caso di gestioni che investano in fondi: non in qualsiasi fondo tuttavia, ma solo nei fondi, per dir così, di famiglia. Al rilievo che in questo caso il gruppo di appartenenza del gestore finisce per percepire le commissioni due volte - sulla gestione di un patrimonio e sui fondi in cui quel patrimonio viene investito - si risponde che la scelta e il dosaggio dei diversi fondi costituiscono pur sempre un servizio aggiuntivo. La verifica empirica mostra, tuttavia, che il profilo rischio-rendimento dell'investimento "monomarca" è assai meno efficiente di quello che si otterrebbe con un investimento distribuito su una popolazione più ampia di fondi: come è ovvio, del resto, poiché la limitazione a una sola famiglia vincola la composizione ottimale del portafoglio.

9. Le obbligazioni dette strutturate, ossia quelle a cui sono frequentemente associati contratti derivati, soprattutto di opzione, vengono emesse dalle banche perché riducono il costo della raccolta. Destinate soprattutto alla clientela al dettaglio, prima dell'ammissione a quotazione sono distribuite agli sportelli con un semplice foglio informativo (e senza neppure quello sino a poco tempo fa). Quelle ammesse a quotazione, per le quali il prospetto esiste, rappresentano una frazione del totale. I fondi investono in obbligazioni strutturate solo una quota minima del loro portafoglio. Quando lo fanno, tuttavia, manifestano una spiccata preferenza per quelle emesse dal gruppo di appartenenza, che, in alcuni casi, superano il 50 per cento della consistenza delle obbligazioni strutturate in portafoglio.

Nel *genus* delle obbligazioni strutturate, le ultime arrivate sono quelle dette *reverse convertible*: fra l'agosto del 1998 e il febbraio del 2001 le emissioni sono state pari a 12,3 miliardi di euro, con durata media di 9 mesi. Sono strumenti complicati, con molte varianti, che incorporano spesso opzioni di tipo esotico. Nella versione più semplice offrono cedola elevata, ma prevedono il rimborso in un titolo azionario, qualora il prezzo dell'azione sia caduto al di sotto di un certo livello. Le banche che le emettono (con una forte concentrazione, posto che oltre tre quarti delle emissioni di emittenti italiani fanno capo a cinque soggetti), normalmente cedono tutti i rischi dell'operazione a un intermediario-banca d'affari. Pur se gli emittenti sono banche, la Consob ritiene che le obbligazioni in questione debbano, per la maggior parte, essere accompagnate da prospetto, trattandosi di "prodotti finanziari che permettono di acquisire...azioni"; in conseguenza ha provveduto a contestare il mancato rispetto dell'obbligo.

Fra l'agosto del 1998 e il gennaio scorso, circa il 37 per cento delle emissioni scadute hanno dato luogo a consegna di titoli anziché di contante: in questi casi il valore dei titoli rimborsati è stato, di norma, sensibilmente inferiore al valore di sottoscrizione dell'obbligazione. Il meccanismo di rimborso espone il sottoscrittore al rischio potenziale derivante dalla presenza di incentivi sbagliati. Interventi in vendita sui titoli sottostanti da parte dell'intermediario che si accolla il rischio potrebbero infatti spingere il prezzo al di sotto del livello minimo richiesto per il rimborso in contanti. Da un'analisi dei casi di rottura di prezzo si rilevano a volte notevoli anomalie connesse a operazioni di vendita: elevata dimensione dell'ordine; consistente caduta di prezzo; successivo rimbalzo. Qualora si configuri l'ipotesi di reato prevista dall'art. 181 del Testo unico (aggiotaggio su strumenti finanziari), gli esiti vengono trasmessi all'Autorità Giudiziaria competente. Di tale trasmissione, come di quella per abuso di informazione privilegiata, viene data notizia sul sito della Consob, con la sola menzione dei titoli su cui l'abuso ipotizzato è avvenuto. In tutti questi casi, il mercato ha dato prova di elementare buonsenso, non confondendo i titoli oggetto del presunto abuso con le società emittenti di quei titoli: un'analisi statistica mostra infatti che non si verifica alcuna alterazione significativa del prezzo in seguito alla diffusione della notizia.

10. L'affollamento di imprese che, nell'ultimo biennio, hanno chiesto la quotazione in borsa è un fenomeno certamente positivo: le nuove quotazioni riguardano in larga misura imprese giovani, che raccolgono capitale per crescere e per investire, e non solo per consentire al proprietario dell'azienda di monetizzare una quota di proprietà senza rinunciare al controllo. Proprio la giovane età di quelle imprese, prive di una storia passata a cui far riferimento, pone tuttavia alcuni problemi.

In Italia, diversamente che in alcuni altri ordinamenti, la decisione di ammissione a quotazione e quella di approvazione del prospetto, entrambe di valenza pubblica, sono affidate a soggetti separati: a Borsa Italiana la prima; alla Consob la seconda. Fra i requisiti di ammissione alla quotazione figura un numero minimo di bilanci: la concessione di deroghe è di competenza di Borsa Italiana.

Tutte le imprese, ma in particolare quelle prive di storia passata, dovrebbero offrire una completa e fedele rappresentazione anche di tutti quegli elementi non patrimoniali che consentano una valutazione delle prospettive della società: ad esempio, il numero effettivo e atteso di clienti, di abbonati ai servizi, di utenti della rete. È difficilmente concepibile, né avviene altrove, che Borsa Italiana, ammettendo a quotazione, e Consob, approvando il prospetto, possano accertare puntualmente la corrispondenza al vero delle informazioni date.

Le informazioni contenute nel prospetto sono fornite dagli amministratori sotto la propria responsabilità, asseverate dai sindaci della società, certificate dai revisori, garantite dal coordinatore dell'emissione. La Consob deve, come prescritto dalla legge, "vigilare sulla correttezza delle informazioni fornite al pubblico", accertandone caso per caso la coerenza, la attendibilità e la verosimiglianza. A tal fine, richiede solitamente elementi aggiuntivi e individua i profili di rischio

che l'emittente deve riportare; ma, ordinariamente, non può essa stessa intraprendere indagini alternative a quelle compiute dai soggetti che si assumono nel prospetto la responsabilità della veridicità dell'informazione, e tanto meno esprimere giudizi sulla congruità economica dei valori. Naturalmente, ove dagli elementi a disposizione emergano serie ragioni di dubbio, la Commissione potrà attivare poteri invasivi di indagine: il ricorso ad essi, tuttavia, può avvenire solo in via eccezionale e non rappresentare una modalità ordinaria dell'azione di vigilanza, anche considerando il termine ristretto entro cui le operazioni devono essere realizzate. Del resto, questo è quanto stabiliscono sia le regole di altri paesi, sia i principi della Iosco, l'organizzazione che riunisce le autorità di controllo di oltre cento paesi.

Nel caso di imprese giovani che offrono al pubblico le proprie azioni, il compito di garanzia e di certificazione verso l'esterno, affidato al collegio sindacale, ai revisori, agli intermediari che "portano" in borsa l'emittente e ne sono anche i collocatori, deve essere svolto da questi con particolare attenzione. I sindaci e gli sponsor, firmando il prospetto, e i revisori si rendono corresponsabili verso i sottoscrittori e verso il mercato della veridicità e della completezza delle informazioni in esso contenute. Non sempre questi soggetti paiono aver esercitato i loro compiti con la dovuta diligenza e nella piena consapevolezza delle rispettive responsabilità.

A volte, in particolare, si sono rilevate notevoli carenze nelle presentazioni da parte degli sponsor. In non pochi casi, la valutazione della situazione e delle prospettive della società era condizionata dalle analisi di mercato svolte in prossimità dell'offerta. L'attestazione che accompagna le richieste di ammissione al listino è apparsa spesso inadeguata, soprattutto quando si trattava di imprese nuove. I rapporti di finanziamento e di partecipazione della banca sponsor con l'emittente non erano resi evidenti con il dovuto rilievo, anche quando la banca che portava in borsa l'impresa era uno dei principali finanziatori di essa.

Un problema analogo di coesistenza di interessi potenzialmente contrapposti si pone anche nel caso degli studi e delle analisi distribuiti al pubblico da banche e da intermediari, che possono avere rapporti di vario tipo con l'emittente.

11. Nel caso degli studi e delle analisi, la Consob ha deciso di rendere più incisivo il disposto dell'art. 69 del regolamento per gli emittenti. Dopo consultazione, si accinge a diffondere una comunicazione, ove si precisa in che cosa possa consistere lo "specifico interesse" di chi diffonde gli studi "riguardo agli emittenti, agli strumenti finanziari e alle operazioni oggetto di analisi", di cui si deve dar conto "con evidenza grafica", "indicandone le ragioni e l'estensione".

La figura dello sponsor, ignorata dal Testo unico, è definita nel regolamento dei mercati gestiti da Borsa Italiana. Tocca a Borsa Italiana, nel caso di inosservanza degli obblighi previsti, infliggere sanzioni, che vanno dal richiamo alla dichiarazione di inidoneità. Tocca altresì a Borsa Italiana giustificare la deroga al numero minimo di bilanci come condizione di ammissione a quotazione.

La Consob anche in questo caso si affida alle regole autonomamente imposte dalla società di gestione del mercato, richiedendo e confidando che l'applicazione di esse possa essere rigorosa e puntuale, non solo a tutela dell'investitore ma anche negli interessi del mercato.

I problemi del governo societario

12. In un contesto internazionale aperto, il modello societario delle imprese italiane si confronta e compete con quelli che prevalgono in altri paesi. Un buon governo societario deve offrire adeguate garanzie che amministratori e soci di controllo non possano compiere, a favore proprio e di soggetti ad essi collegati, operazioni che ledano i diritti legittimi degli azionisti di minoranza. Quanto migliori sono quelle garanzie, tanto minore è il costo della raccolta di capitale e tanto maggiore è lo sviluppo del mercato azionario.

La qualità del governo societario si manifesta nella distribuzione dei poteri all'interno della società; è condizionata dalla struttura proprietaria; è influenzata dall'ambiente in cui la società opera. I contrappesi al potere degli amministratori si rinvengono nell'efficacia dei meccanismi di controllo interno e nelle possibilità offerte agli azionisti di minoranza di far sentire la loro voce e di esercitare la loro iniziativa. Quei contrappesi sono tanto più deboli, quanto maggiore è la concentrazione dei diritti di proprietà e di controllo e quanto più disperso è l'azionariato di minoranza. All'esterno della società, i revisori, gli intermediari, gli analisti, gli investitori istituzionali, i mezzi d'informazione possono esercitare un'importante funzione di monitoraggio sul comportamento degli amministratori: tanto meglio possono farlo, quanto più è completa e trasparente l'informazione societaria.

13. La letteratura specializzata, sia accademica sia prodotta dalle organizzazioni internazionali, non dà un giudizio lusinghiero sulla qualità del governo societario in Italia: nelle graduatorie compilate in base a diversi parametri di protezione dei diritti degli investitori di minoranza il nostro paese viene collocato agli ultimi posti fra i maggiori paesi industrializzati.

Siffatte drastiche valutazioni non possono essere condivise, sia per la poca robustezza dei criteri e dei metodi di misura adottati, sia, e soprattutto, perché esse si riferiscono a un passato ormai remoto e non considerano un presente migliore. Molto di nuovo è accaduto in pochi anni.

La diminuzione del disavanzo pubblico e la riduzione dei tassi d'interesse, le privatizzazioni totali o parziali di grandi aziende, l'offerta di capitale di rischio da parte di imprese giovani nate in settori nuovi hanno favorito un ingresso cospicuo di investitori individuali sul mercato azionario. Pur nella persistente assenza di fondi pensione, si è fatta massiccia la presenza degli investitori istituzionali. Il dissolvimento della lira nell'euro ha stimolato l'arrivo di investitori esteri. Si è creata così una variegata *constituency* portatrice di un comune e corposo interesse al miglioramento

della qualità del mercato. Gli effetti positivi di questa pressione si sono manifestati nelle innovazioni legislative e regolamentari; in mutamenti sia della struttura societaria sia nel comportamento degli investitori; nei primi, pur se ancor timidi, vagiti di autoregolamentazione.

Il Testo unico sull'intermediazione finanziaria e la regolazione amministrativa che ad esso fa capo hanno promosso sui mercati maggiore trasparenza, maggiore simmetria informativa e maggiore significatività dei prezzi. Sono le premesse perché possano risultare più efficaci le misure introdotte dallo stesso Testo unico per rafforzare la tutela degli azionisti: ampliamento dei poteri di minoranze qualificate che siano in grado di bloccare le deliberazioni dell'assemblea straordinaria, di promuovere l'azione di responsabilità nei confronti degli amministratori e convocare l'assemblea, di nominare un sindaco, di sollecitare le deleghe di voto; maggiore responsabilizzazione dei controlli interni, con la valorizzazione della funzione dei sindaci e, in caso di loro inerzia, attribuzione alla Consob di poteri di intervento nei loro confronti, che giungono sino alla possibilità di denuncia al tribunale.

La pressione di investitori istituzionali più numerosi ed agguerriti ha prodotto conseguenze di rilievo sulla struttura del mercato. Grazie alla valutazione accurata e impietosa dello *holding discount* e all'entrata sul mercato di imprese nuove, non appartenenti a gruppi e dotate di piena autonomia gestionale, si è ridotta la presenza di strutture piramidali costituite da più società quotate, che era caratteristica precipua del mercato italiano. Tra il 1990 e il 2000, il numero di società quotate riferibili ai primi dieci gruppi privati è passato da settanta a trenta; il rapporto fra capitale controllato (in termini di diritti di voto) e capitale posseduto (in termini di diritto ai dividendi) è sceso da 2,4 a 1,8. Si è ridotto l'utilizzo di azioni con voto limitato. La maggiore liquidità del mercato, dovuta al forte aumento dei volumi negoziati, meglio consente agli investitori di esprimere il loro gradimento nei confronti dei titoli con l'esercizio del cosiddetto potere di *exit*: nel decennio, il periodo di detenzione media di un titolo è passato da 4 anni a meno di un anno.

L'iniziativa, promossa da Borsa Italiana, di redigere, in collaborazione con gli emittenti, un codice di autodisciplina per le società quotate, con facoltà di conformarsi ad esso, ma con obbligo di render conto della mancata adesione, rappresenta un segnale positivo di diffusione di una migliore cultura del mercato, pur se le prescrizioni del codice sono miti rispetto ad altre esperienze estere.

Molto dunque è cambiato, in meglio. Ma, nel confronto con altri ordinamenti, con cui dobbiamo competere, non si può ritenere sufficiente il progresso compiuto. Se ciò dipende in parte dalla struttura proprietaria e di controllo delle imprese quotate, che consente ancora ampi margini di opacità della gestione, si deve anche riconoscere che, nel nostro sistema, il grado di tutela degli azionisti di minoranza è ancora al di sotto di livelli altrove garantiti.

14. La struttura del nostro sistema societario offre tuttora occasione per operazioni in potenziale conflitto con gli interessi degli azionisti di minoranza.

Pur se affievolite, persistono infatti strutture in cui la concentrazione del controllo con diluizione dei diritti di proprietà accresce la divaricazione fra gli interessi del controllante e quelli degli azionisti minori. Anche per questo continua ad essere ridotta la contendibilità del controllo. Nelle 123 società non controllate dal settore pubblico rimaste quotate tra il 1990 e il 2000, la proprietà media del primo azionista è rimasta sostanzialmente inalterata, su valori di poco inferiori al 50 per cento. Nelle società che sono entrate in borsa nel decennio la quota del primo azionista, pur se inferiore, è ancora pari, in media, al 44 per cento. In oltre metà delle non molte società in cui il primo azionista detiene una quota inferiore al 25 per cento del capitale ordinario vigono patti di sindacato o, nelle società cooperative (essenzialmente banche), vincoli all'esercizio del diritto di voto.

15. Per aumentare la tutela degli azionisti di minoranza, il Testo unico da un lato ha introdotto alcune prescrizioni obbligatorie, dall'altro ha aperto spazio all'autonomia statutaria per introdurre clausole più favorevoli agli azionisti, come anche suggerisce di fare il codice di autodisciplina. Ad oggi quello spazio di autonomia è rimasto quasi vuoto.

Sino allo scorso ottobre, infatti, solo cinque società quotate avevano ridotto la soglia del capitale per la convocazione dell'assemblea da parte dei soci; solo quattro aumentato il quorum deliberativo per l'assemblea straordinaria; solo sette introdotto il voto per corrispondenza. Di maggiore rilievo è il fatto che, mentre solo una società ha aumentato il numero dei sindaci a cinque, nove società lo hanno invece ridotto da cinque a tre, così evitando la presenza di due sindaci eletti dalle minoranze, i quali avrebbero titolo a convocare l'assemblea. È di qualche consolazione che fra le società che si sono avvalse della facoltà di introdurre clausole migliorative figurano alcune fra le più importanti; nessuna tuttavia ha ridotto le soglie per la denuncia al collegio sindacale e al tribunale e per l'azione di responsabilità.

È forse troppo presto per valutare il grado di adesione al codice di autodisciplina, poiché per le società già quotate il regolamento di borsa fissa nelle prossime assemblee di bilancio il termine di comunicazione. Fatto sta che 161 delle società quotate sul mercato ufficiale alla fine dello scorso anno non avevano ancora fatto alcun comunicato e 21 avevano espresso una mera dichiarazione di intenzione. Delle 48 società che hanno adottato almeno una delle previsioni del codice solo otto (anche se alcune importanti) hanno adottato quella che non consente delega a singoli amministratori per le operazioni più significative e in particolare per quelle con parti correlate.

Financo le prescrizioni obbligatorie del Testo unico volte a tutelare le minoranze hanno trovato a volte attuazione inadeguata. La nomina dei sindaci di minoranza ha incontrato difficoltà per i tempi e per i modi con cui sono stati introdotti i meccanismi per la loro elezione. Con l'eccezione di pochi casi, gli amministratori non hanno provveduto a convocare l'assemblea per recepire le previsioni indicate dal Ministero della Giustizia a cui riferire i requisiti di professionalità per i sindaci. Numerose società non hanno adeguato i propri statuti per stabilire i diritti ulteriori

degli azionisti di risparmio in caso di esclusione dalle negoziazioni delle azioni ordinarie o di risparmio. Come ribadirò, le regole di comportamento e di informazione che sindaci e amministratori dovrebbero seguire in caso di specifiche operazioni societarie sono sovente disattese, almeno nella sostanza.

16. Nella pratica, non solo italiana, difficilmente gli azionisti minori riescono a far valere efficacemente i loro diritti nella sede dell'assemblea, luogo idealmente deputato per l'esercizio della democrazia societaria. Né la carta bollata, se non in casi estremi, rappresenta a quel fine un rimedio efficace. Ai mezzi assembleari e, al limite, a quelli legali difficilmente possono far ricorso azionisti minoritari che non posseggano quote rilevanti, troppo alti essendo i costi economici e di acquisizione dell'informazione. Come ha notato la dottrina, italiana e straniera, nei moderni mercati finanziari l'azionista minore, più che un socio proprietario è un investitore finanziario, il cui investimento il più delle volte non ha carattere di permanenza. Oggi, assai più che in passato, l'espressione del giudizio dell'azionista sulla gestione della società avviene con rapide "entrate" o "uscite", la cui conseguenza si manifesta sul prezzo delle azioni e dunque sul costo del capitale per la società. Ma, affinché questa espressione possa essere tempestiva, ragionata e motivata, l'informazione offerta dalla società deve essere tempestiva, continua ed esauriente, soprattutto per quanto riguarda tutte quelle operazioni che potrebbero dar luogo a trasferimenti di reddito o di ricchezza a danno dei soci di minoranza. Questa condizione è anche necessaria affinché voci esterne più possenti di quelle dei piccoli azionisti (quelle degli investitori istituzionali, degli analisti, dei mezzi di comunicazione specializzati) possano farsi sentire per esercitare un continuo controllo sul comportamento degli amministratori.

Anche, e soprattutto, su questo versante la situazione italiana appare insoddisfacente, in assoluto e rispetto a quella di altri paesi.

17. Nelle *listing rules* vigenti nel Regno Unito si impongono requisiti stringenti di autonomia gestionale per ottenere l'ammissione alla quotazione. Le operazioni delle società quotate con parti in potenziale conflitto di interessi sono disciplinate in dettaglio, con previsione di obblighi di informazione continua, oltre che periodica, agli azionisti e al mercato e, ove l'operazione superi certi limiti, di convocazione dell'assemblea. Regole analoghe valgono negli Stati Uniti. Il *Securities Exchange Act* negli Stati Uniti e il *Companies Act* nel Regno Unito impongono altresì obblighi di informazione continua sulle transazioni di esponenti aziendali in titoli della società presso cui operano.

Molte di queste regole, come quelle sui requisiti di quotazione e sugli obblighi di informazione e di comportamento delle società quotate, nascono non da imposizione del legislatore, ma da iniziative autonome di regolazione e di esercizio di poteri di controllo da parte delle borse, nella consapevolezza che lo sviluppo dei mercati dipende dal grado di tutela che in essi si offre agli

investitori. Solo in un secondo momento regole e controlli vengono trasferiti a un soggetto pubblico. Nel Regno Unito una autorità pubblica ha recepito integralmente le regole di quotazione del *London Stock Exchange* dopo la trasformazione di questo in una società a fini di lucro.

Gli obblighi di informazione e di comportamento favoriscono e stimolano a loro volta l'azione di controllo svolta dall'ambiente esterno. La maggiore trasparenza e il monitoraggio continuo delle operazioni societarie a cui gli emittenti sono esposti a Londra o a New York sconsigliano sovente società aduse a maggiore opacità dal cercare la quotazione in quei mercati.

18. In Italia, almeno in passato, le voci dell'ambiente esterno sono state assai fievoli. Nell'insieme degli investitori istituzionali è assente il segmento dei fondi pensione. I fondi di diritto italiano sono nella quasi totalità filiazioni di istituti bancari, essi stessi quotati o comunque in stretto rapporto con emittenti quotati. La struttura proprietaria della quasi totalità dei mezzi di comunicazione, e in particolare della stampa, non offre l'ambiente ideale per l'elaborazione di analisi indipendenti sulle vicende societarie.

Di recente, tuttavia, la situazione ambientale mostra qualche segno di miglioramento. Grazie alla diffusione dell'investimento azionario, la stampa dedica maggiore attenzione ai problemi societari. Anche a motivo della concorrenza crescente, gli investitori istituzionali si fanno più diffidenti verso comportamenti che potrebbero ridurre i rendimenti del patrimonio gestito: la loro voce si comincia a sentire, nelle assemblee e per il tramite della associazione di categoria.

Ma, sin quando l'informazione resta carente, è più difficile che il mercato possa esercitare un controllo sistematico.

Per quanto riguarda l'informazione periodica, il Testo unico impone ai sindaci il dovere di esigere che gli amministratori riferiscano sulle operazioni di maggior rilievo svolte dalla società e dalle sue controllate, e in particolare su quelle in potenziale conflitto d'interessi. Come ebbi a dire lo scorso anno, e come confermo quest'anno, le raccomandazioni rivolte dalla Consob ai collegi sindacali sono state sovente disattese, nella sostanza, se non nella forma. Per questa ragione, la Consob si accinge a indicare per i sindaci criteri di comportamento, volti a rendere più rigorosa e attiva l'azione di controllo.

Le carenze sono maggiori sul versante dell'informazione continua. Il Testo unico disciplina specificamente quella che possa influenzare i prezzi e solo in termini generali quella al pubblico. Il regolamento di borsa sull'ammissione a quotazione, debole nella definizione dei requisiti di autonomia gestionale, non si occupa affatto dell'informazione continua sulle operazioni societarie.

19. Nel sistema vigente, per migliorare questa situazione sono concepibili due strade: non alternative, ma che possono affiancarsi e infine sovrapporsi.

La prima, in linea di principio preferibile, è quella percorsa in altri paesi. Sia il mercato a dettarsi autonomamente le sue regole, nella consapevolezza che la sua crescita e la sua capacità di competere con altre piazze dipendono dalla qualità di esse. Borsa Italiana non esprime il collettivo dei partecipanti al mercato: da soggetto pubblico, è divenuta una società privata, con azionisti che sono essi stessi emittenti e intermediari interessati ai processi di quotazione. Ad essa, contestualmente alla privatizzazione, fu tuttavia assegnata la funzione, di interesse pubblico, dell'ammissione a quotazione. Il Testo unico chiede che il regolamento dei mercati sia idoneo "ad assicurare...la tutela degli investitori". Borsa Italiana potrebbe prevedere condizioni di quotazione che raggiungano gli stessi obiettivi di quelle contenute nelle *listing rules* britanniche per quanto riguarda i rapporti con l'azionista di controllo e le operazioni con parti correlate,.

Ove ciò non avvenga, resta la strada della regolamentazione. Questa non può riguardare norme di comportamento degli amministratori (quali l'obbligo di convocazione dell'assemblea per transazioni con parti correlate superiori a una certa soglia), che dovrebbero trovare fondamento nella disciplina civilistica. Avrebbe potuto servire a tal fine la riforma del diritto societario: un'occasione persa nella legislatura che si è conclusa. La regolamentazione può invece intervenire sull'informazione continua. Il Testo unico consente alla Consob di richiedere "anche in via generale" che siano "resi pubblici...notizie e documenti necessari per l'informazione al pubblico". Mancando una iniziativa regolamentare da parte della società di gestione, la Consob potrà dettare prescrizioni precise sull'adempimento di un obbligo di comunicazione circa le operazioni societarie con parti correlate.

* * *

Nota uno studioso americano come vi sia un che di magico nell'esistenza di un mercato dei titoli: un mercato in cui gli investitori sono disposti a versare somme ingenti a degli sconosciuti per ottenere diritti intangibili, il cui valore dipende interamente dall'informazione che viene resa disponibile e dall'onestà del venditore. Quella magia, giorno dopo giorno, può avvenire, e un mercato può prosperare, se, e solo se, esiste un presidio di istituzioni e di regole le quali tutelino l'investitore sotto un duplice profilo: riducendo, nella misura del possibile, la sua inferiorità informativa; proteggendolo dal rischio che gli affidatari del suo investimento compiano operazioni a suo danno per proprio beneficio. Per assicurare quel presidio, serve certo un intervento pubblico; ma non basta.

Come scriveva ben più di un secolo fa un mio – egli illustre – omonimo, "il diritto non esiste solo perché si scrive nelle leggi: vi è d'uopo di uno spirito o senso vivificatore che ne faccia una realtà; vi bisognano uomini che sappiano pretenderne l'osservanza per sé e che l'osservino per gli altri". Per più di una ragione, queste sagge parole valgono in modo peculiare per il diritto delle società e dei mercati. Là dove meglio protegge i risparmiatori, esso, in parte importante, non fu

calato dall'alto, ma nacque dal basso: dall'autonoma determinazione delle regole da osservare per partecipare a un mercato, fissate nella consapevolezza che la tutela dell'investitore è funzionale allo sviluppo finanziario, e questo alla crescita di un sistema capitalistico. Quando tale consapevolezza sia diffusa, e sia diffuso il "senso vivificatore" che delle leggi fa realtà, la regolamentazione può permettersi di essere meno invadente, e pertanto meno costosa per i soggetti interessati, i quali potranno trovare maggiore spazio di autonomia nel devisare i mezzi più efficienti per raggiungere gli obiettivi che ispirano la legislazione sui mercati. Quando quegli obiettivi siano condivisi, chi non rispetta le regole sopporta un maggior costo: alle sanzioni previste dalle norme, si aggiunge, più efficace, quella di perdita di reputazione, *name-shame*, inflitta dal mercato.

La qualità di un mercato finanziario non dipende solo da quella delle norme che lo regolano e delle istituzioni pubbliche che lo vigilano. Dipende anche dalla qualità dei comportamenti dei soggetti che, in esso, raccolgono, gestiscono e intermediano il capitale. Proprio in ciò il mercato finanziario italiano può e deve compiere ulteriori progressi.