



**CONSOB**

COMMISSIONE NAZIONALE  
PER LE SOCIETA' E LA BORSA

*RELAZIONE PER L'ANNO 2002*

ROMA, 31 MARZO 2003

---

---

*COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETÀ E LA BORSA*

---

*Presidente*

Luigi SPAVENTA

*Componenti*

Lamberto CARDIA

Filippo CAVAZZUTI

Enrico CERVONE

Carla RABITTI BEDOGNI

---

*Direttore Generale*

Massimo TEZZON

---

---

## INDICE GENERALE

### DISCORSO DEL PRESIDENTE DELLA CONSOB AL MERCATO FINANZIARIO

<i>La reazione ai misfatti</i>	3
<i>Il mercato unico europeo</i>	5
<i>Le società quotate</i>	7
<i>Gli investimenti delle famiglie, il listino, le obbligazioni</i>	11
<i>I mercati e gli intermediari</i>	14

### RELAZIONE AL MINISTRO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE 21

### ***LINEE DI INDIRIZZO E QUESTIONI APERTE*** 23

<i>Le crisi societarie: le riforme americane e le conseguenze in Europa e in Italia</i>	25
<i>L'extraterritorialità del Sarbanes Oxley Act e le interconnessioni tra diritto societario e diritto dei mercati</i>	28
<i>La riforma del diritto societario</i>	29
<i>L'integrazione dei mercati dei capitali europei: le direttive sul prospetto e sulle offerte pubbliche d'acquisto</i>	31
<i>La proposta di una nuova direttiva sui servizi di investimento e la disciplina dei mercati</i>	33
<i>Le obbligazioni societarie e la regolamentazione dei rischi bancari del nuovo accordo di Basilea</i>	36
<i>La direttiva sugli abusi di mercato e il ruolo dell'Autorità competente</i>	37

<b>L'EVOLUZIONE DEL QUADRO DI RIFERIMENTO</b>	41
<b>I. IL GOVERNO DELLE SOCIETÀ QUOTATE</b>	43
<i>La struttura proprietaria e gli assetti di controllo</i>	43
<i>Il mercato del controllo societario</i>	50
<i>La partecipazione alle assemblee delle società quotate</i>	52
<i>I consigli di amministrazione delle società quotate</i>	55
<b>II. I MERCATI E LE IMPRESE</b>	59
<i>I mercati delle azioni e degli strumenti derivati</i>	59
<i>I mercati dei titoli a reddito fisso e gli scambi organizzati</i>	67
<i>Le operazioni di raccolta di capitali e di quotazione: un quadro d'insieme</i>	74
<i>Le offerte finalizzate alla quotazione di titoli azionari</i>	76
<i>Il collocamento di titoli delle società quotate e le operazioni di finanza straordinaria</i>	82
<i>Le operazioni di raccolta di società non quotate e di emittenti esteri</i>	85
<b>III. L'INTERMEDIAZIONE MOBILIARE</b>	87
<i>L'andamento del settore</i>	87
<i>La gestione collettiva del risparmio</i>	89
<i>I servizi di investimento</i>	94
<b>L'ATTIVITÀ DELLA CONSOB</b>	101
<b>IV. LA VIGILANZA SULL'INFORMATIVA SOCIETARIA E SULLE OPERAZIONI DI APPELLO AL PUBBLICO RISPARMIO</b>	103
<i>L'informativa continua sugli eventi price sensitive e sugli assetti proprietari</i>	103

---

	<i>L'informativa nell'appello al pubblico risparmio e nelle operazioni di finanza straordinaria</i>	109
	<i>L'informativa in sede assembleare</i>	114
	<i>L'informativa contabile e periodica e le società di revisione</i>	118
V.	<i>LA VIGILANZA SUI MERCATI</i>	122
	<i>Gli abusi di mercato</i>	122
	<i>Le società di gestione di mercati regolamentati e gli scambi organizzati</i>	129
	<i>Le società di gestione accentrata di strumenti finanziari</i>	136
VI.	<i>LA VIGILANZA SUGLI INTERMEDIARI MOBILIARI</i>	138
	<i>Le banche, le Sim e gli agenti di cambio</i>	138
	<i>Le società di gestione collettiva del risparmio</i>	142
	<i>I promotori finanziari</i>	143
VII.	<i>I PROVVEDIMENTI SANZIONATORI E CAUTELARI</i>	145
	<i>I provvedimenti relativi agli intermediari e ai promotori finanziari</i>	145
	<i>I provvedimenti relativi agli emittenti e alle società di revisione</i>	148
	<i>L'attività di enforcement via internet</i>	151
VIII.	<i>L'ATTIVITÀ REGOLAMENTARE E INTERPRETATIVA E GLI SVILUPPI INTERNAZIONALI</i>	154
	<i>La disciplina dell'appello al pubblico risparmio</i>	154
	<i>La disciplina dell'informativa societaria continua</i>	159
	<i>La disciplina dell'informativa contabile e periodica e delle società di revisione</i>	162
	<i>La disciplina dei mercati</i>	165
	<i>La disciplina degli intermediari</i>	169

IX.	<i>LE RELAZIONI INTERNAZIONALI</i>	172
	<i>La cooperazione internazionale</i>	172
	<i>L'attività nell'ambito dell'Unione Europea</i>	174
	<i>L'attività nell'ambito del Committee of the European Securities Regulators (Cesr)</i>	178
	<i>L'attività nell'ambito dell'International Organization of Securities Commissions (Iosco)</i>	180
X.	<i>I CONTROLLI GIURISDIZIONALI SULL'ATTIVITÀ DELLA CONSOB</i>	182
	<i>Il contenzioso sui provvedimenti in materia di vigilanza</i>	182
	<i>La verifica in sede giurisdizionale dell'attività dell'Istituto</i>	185
XI.	<i>LA GESTIONE INTERNA E LE RELAZIONI CON L'ESTERNO</i>	187
	<i>La gestione organizzativa</i>	187
	<i>La gestione finanziaria</i>	189
	<i>La gestione delle risorse umane</i>	191
	<i>Le relazioni con l'esterno e l'attività di investor education</i>	193
	<i>APPENDICE STATISTICA</i>	195
	<i>Indice delle tavole</i>	197
	<i>Tavole statistiche</i>	201
	<i>Note metodologiche</i>	261

*DISCORSO DEL PRESIDENTE DELLA  
CONSOB AL MERCATO FINANZIARIO*

*Il testo che segue è stato letto il 6 maggio  
2003 dal Presidente della Consob presso la  
Borsa Italiana.*



*Signor Presidente della Repubblica, Signor Ministro dell'Economia e delle Finanze, Autorità, Signore, Signori*

Ci onora la rinnovata partecipazione del Presidente della Repubblica alla presentazione di questa relazione al mercato finanziario. Gli esprimo il ringraziamento della Commissione per questo segno di attenzione, a cui aggiungo una nota di personale e calda gratitudine per una presenza, oggi, che mi permetto di considerare come conferma di un interesse autorevole e amichevole all'attività che sto per concludere.

Ringrazio il Presidente e il Consiglio d'amministrazione di Borsa Italiana per averci nuovamente ospitato in questa sede.

### ***La reazione ai misfatti***

1. Un mercato forte sopporta gli *shocks*: li metabolizza e riprende il suo percorso. Così avvenne dopo la crisi asiatica, dopo quella russa, dopo quella di un grande fondo di investimento. Un mercato intrinsecamente debole trova invece negli accadimenti imprevisti occasioni di ulteriore debolezza. L'11 settembre non toccò le variabili fondamentali; rappresentò anzi una prova di resistenza e di flessibilità del sistema finanziario. La guerra in Iraq si è conclusa in tempi brevi, senza effetti sugli approvvigionamenti di petrolio. Eppure, si è dato peso solo alle cattive notizie, trascurando quelle buone. Nelle borse a una prolungata e a volte precipitosa caduta è seguita una fase priva di tendenza e caratterizzata da elevata volatilità. Prevale l'incertezza e gli investitori, sfiduciati, non trovano voglia e occasioni per scommettere su una svolta duratura.

Forse non hanno torto: non si è pienamente compiuta la correzione degli eccessi precedenti; non si intravedono segni di una ripresa solida, che suscita aspettative più favorevoli di profitto; il trasferimento dei rischi di credito operato dalle banche e le vicissitudini dei sistemi pensionistici privati potranno ancora fare vittime; la vista del museo degli orrori societari, che continua ad aggiungere pezzi di varia provenienza alla sua già ricca collezione, induce i risparmiatori a dubitare dei conti delle imprese. Quando all'incertezza macroeconomica si aggiunge la sfiducia microeconomica, l'effetto deprimente è assicurato.

2. Negli Stati Uniti vi erano buone ragioni per quella sfiducia; ve ne sono meno oggi.

Divenne chiaro in pochi mesi che la storia di Enron come eccezionale mela marcia era una fola. Con la fine dell'euforia di borsa ci si accorse che le mele marce erano troppe: le numerose frodi societarie venute poi alla luce risultarono anche peggiori di quelle di Enron. Divenne anche chiaro che all'origine di quelle frodi vi erano vizi e debolezze di sistema: distorsioni nella struttura

degli incentivi; vanificazione dell'efficacia dei controlli interni; acquiescenza e conflitti d'interesse nella professione dei revisori; dolo e conflitti d'interesse nelle banche d'investimento; inefficacia dell'autoregolamentazione; insufficienze della regolazione e della vigilanza.

Ma la reazione pubblica americana a questi sfacciati attentati alla buona fede degli investitori, e dunque all'integrità dei mercati, e dunque allo stesso funzionamento di un sistema capitalistico che ha le sue radici nei mercati finanziari, è stata immediata e dura. I giudici e i regolatori hanno già ottenuto dalle banche di affari non solo il pagamento di somme cospicue in via di oblazione, da destinare in parte al finanziamento della ricerca indipendente, ma anche una riorganizzazione interna per prevenire i conflitti d'interesse. Le borse hanno inasprito i requisiti per l'ammissione alla quotazione. Soprattutto, il Congresso ha prodotto in pochi mesi l'intervento legislativo più penetrante sulla disciplina del settore mobiliare dopo il *Securities Exchange Act* del 1934. La legge Sarbanes-Oxley investe il governo societario, l'informazione contabile, i requisiti dei revisori, un controllo pubblico sulla qualità della revisione, i tempi e i modi dell'informazione su fatti rilevanti e della valutazione dei risultati di bilancio, i doveri degli analisti finanziari. Sono stati introdotti obblighi rigorosi e cogenti per gli amministratori e in particolare per quelli responsabili del controllo interno e sono state inasprite le sanzioni, di natura penale, a loro carico. In numerosi casi le disposizioni delegano all'autorità di vigilanza l'attuazione regolamentare dei principi enunciati: la SEC in conseguenza sta riscrivendo e integrando i suoi codici.

La nuova legislazione americana ha ricevuto critiche di segno opposto. Da un lato, se ne è messa in dubbio l'efficacia; dall'altro si è eccepito che la foga di una reazione non meditata agli scandali ha prodotto un eccesso di interventismo. Quando si considerino alcune specifiche misure, si può trovare del vero in entrambi i punti di vista. Si deve tuttavia convenire che nell'insieme la legge Sarbanes-Oxley e l'attività regolamentare della SEC hanno rafforzato i presidi posti a protezione degli investitori e costituiscono un punto di riferimento per la legislazione degli altri paesi.

3. Non si ravvisa nei paesi europei pari ansia di riforma, nonostante alcune iniziative legislative intraprese sull'onda degli eventi americani. Pur se l'Europa non ha mancato di dare qualche rilevante contributo al museo degli orrori, è un fatto che il numero e la dimensione dei casi emersi sono stati minori che negli Stati Uniti. Nei regimi di proprietà concentrata prevalenti nell'Europa continentale la *hybris* manageriale ha meno possibilità di produrre danni, mentre la sottrazione di valore agli azionisti di minoranza avviene in forme più discrete e meno clamorose. Si è anche constatato che per qualche verso le regole e le pratiche di vigilanza europee sono più efficaci di quanto lo fossero quelle americane prima della nuova legge: la revisione contabile e le regole di consolidamento sono due esempi. Ma è bene mettere da parte qualsiasi compiacimento si sia intimamente provato per le sventure altrui: oggi l'Europa deve confrontarsi con i nuovi standard adottati negli Stati Uniti.

Per l'intanto, la riforma americana pone all'Europa altri problemi. La nuova legge ha conseguenze extra-territoriali, in quanto si applica anche a emittenti stranieri quotati negli Stati Uniti (e in alcuni casi anche a società europee controllate da società americane). Le possibili incompatibilità fra legislazione americana e legislazioni europee si manifestano soprattutto con riferimento all'obbligo di registrazione delle società di revisione presso il nuovo organismo di controllo americano, ai poteri di questo sui revisori stranieri, alle funzioni e ai requisiti degli *audit committees*, agli obblighi dell'amministratore delegato. La Commissione europea e i singoli paesi hanno intrapreso una serrata trattativa per vedere riconosciuta, almeno in alcuni casi, l'idoneità di regole europee, che, pur se diverse nella forma, sono di massima equivalenti nella sostanza ai fini della protezione dell'investitore: per esemplificare, in Italia vi è già un controllo pubblico sull'attività di revisione e non vi è differenza di compiti e requisiti fra il collegio sindacale e un *audit committee*. Su alcune questioni la SEC ha già accettato le ragioni europee; resta ancora aperta la questione della sovrapposizione dei controlli sulle società di revisione.

Anche se le trattative andranno a buon fine, il tempo comunque è maturo e l'occasione propizia per introdurre in Italia alcune necessarie innovazioni sulla revisione contabile, anche seguendo i suggerimenti espressi da una commissione nominata dal Ministro dell'Economia e delle Finanze: quanto meno si auspica che il Ministero di Giustizia adotti il regolamento, atteso da cinque anni, sui requisiti d'indipendenza delle società di revisione.

### ***Il mercato unico europeo***

4. La fragilità della costruzione istituzionale dell'Europa non ha impedito progressi notevoli, e in parte inattesi, nell'attuazione del piano di azione per la costruzione di un mercato unico europeo dei servizi finanziari.

Nel 2002 sono stati approvati il regolamento sui principi contabili internazionali e le direttive sui contratti di garanzia finanziaria, sulle vendite a distanza, sugli abusi di mercato, sui conglomerati finanziari. Entro il 2003 saranno certamente approvate la direttiva sui fondi pensione e quella sulla modernizzazione delle disposizioni contabili; probabilmente quella sui prospetti. Anche la direttiva sulle offerte pubbliche d'acquisto e quella sui servizi di investimento potrebbero andare in porto prima del rinnovo del Parlamento europeo nel 2004. È stata presentata dalla Commissione la direttiva sugli obblighi di trasparenza degli emittenti di titoli quotati.

La procedura divisa dal rapporto Lamfalussy, sancita dal Consiglio europeo di Stoccolma del 2001 e successivamente dal Parlamento europeo, ha cominciato ad operare. L'adozione delle misure tecniche di attuazione delle direttive, elaborate dal Comitato europeo delle autorità di vigilanza (CESR) e proposte dalla Commissione, è affidata a un Comitato dei valori mobiliari, composto da rappresentanti degli Stati Membri, senza procedura di co-decisione: si spera che in quella sede non si riproducano le divisioni che hanno sovente ritardato le decisioni del Consiglio.

5. Riemerge periodicamente la proposta di istituire un regolatore unico europeo: se ne dovrebbe offrire la base giuridica, che oggi manca, in un'apposita disposizione della nuova costituzione europea. Ma non è affatto ovvio che sia questa, almeno oggi, la soluzione migliore per assicurare coerenza delle regole nello spazio finanziario europeo. Un percorso più graduale e più flessibile pare consigliabile, anche in coerenza con la tendenza verso un decentramento dei controlli che si va affermando in altri campi a livello comunitario.

Le funzioni assegnate al CESR dal Consiglio di Stoccolma, seguendo anche in questo caso le indicazioni del rapporto Lamfalussy, individuano questo percorso. Il CESR deve definire l'interpretazione e verificare il recepimento della legislazione comunitaria; indicare alle regolazioni nazionali indirizzi coerenti e fissare principi comuni e verificarne l'attuazione nei contenuti e nella pratica. Un'azione convinta e condivisa dei regolatori degli Stati membri in questa direzione consentirebbe di rimuovere gli ostacoli che la frammentazione delle regole e delle pratiche di vigilanza frappongono all'integrazione. Ne risulterebbe una desiderabile ma non sempre desiderata intrusione nell'autonomia delle autorità nazionali, che dovranno accettare, senza resistenze nazionaliste o protezioniste, i vincoli che derivano dal loro inserimento nel mercato europeo dei servizi finanziari.

6. Le direttive approvate e quelle che lo saranno imporranno importanti innovazioni negli ordinamenti nazionali. La direttiva sugli abusi di mercato offre un esempio di particolare rilievo per l'Italia.

Nel nostro sistema l'abuso di informazioni privilegiate e l'aggiotaggio sono reati perseguibili penalmente. La Consob, se non sollecitata da un pubblico ministero, trasmette all'autorità giudiziaria gli esiti delle indagini compiute di propria iniziativa. Nei suoi accertamenti può compiere ispezioni ed esigere la trasmissione di dati e notizie solo quando si tratti di soggetti vigilati; può disporre, ma non imporre, l'audizione di altri soggetti. L'efficacia preventiva e repressiva dell'attuale sistema è modesta. Vi sono difficoltà obiettive: in Italia come in altri paesi europei è sempre difficile collegare l'autore dell'abuso alla fonte dell'informazione privilegiata. Ma si deve anche notare che i poteri della Consob sono limitati e che il processo penale è inevitabilmente lento nel suo svolgimento e nella sua conclusione.

La nuova direttiva sancisce l'obbligo di sanzione amministrativa per gli abusi di mercato e prevede che all'autorità di vigilanza competente siano assegnati poteri ispettivi, informativi e di intervento assai più penetranti. Gli Stati Membri possono, ma non devono, imporre anche sanzioni penali. Si dovrà, in conseguenza, riscrivere un intero capo del Testo Unico della Finanza. Il legislatore e il regolatore saranno dunque chiamati ad affrontare problemi di non poco conto: disegnare un sistema di sanzioni amministrative che, come chiede la direttiva, siano "efficaci, proporzionate e dissuasive"; valutare l'opportunità di mantenere le sanzioni penali e, se del caso,

definirne il rapporto con quelle amministrative; individuare il soggetto che irroga le sanzioni, considerando la preferenza della legge comunitaria, delle intese di cooperazione e della prassi internazionale ad assegnare questo compito ad un'autorità amministrativa indipendente; ridisegnare non solo i poteri, ma anche la organizzazione della Consob, al fine di separare la fase istruttoria da quella di decisione sul procedimento sanzionatorio.

### ***Le società quotate***

7. In Italia è stata attuata una riforma che rende più moderno il nostro diritto societario, in linea con le esigenze del mercato e gli obblighi comunitari. Per le società quotate, soggette al regime speciale previsto dal Testo Unico della Finanza, vi sono alcune apprezzabili innovazioni.

Migliorano le regole di trasparenza, soprattutto in materia di conflitto d'interesse degli amministratori e di relazioni di gruppo. Il previo deposito delle azioni per la partecipazione alle assemblee si trasforma da obbligo generale in previsione facoltativa degli statuti, con termini accorciati e modalità semplificate: si agevola così la partecipazione dei soci minoritari e soprattutto degli investitori istituzionali. Viene liberalizzata la possibilità di emettere obbligazioni. La disciplina per le società quotate è opportunamente estesa alle società con titoli diffusi.

Pone invece problemi la nuova disciplina penale. Le soglie quantitative, qualitative, oggettive, soggettive introdotte per la sanzionabilità delle false comunicazioni sociali sono causa di incertezze, anche per le eventuali denunce della Consob. La modifica del reato di agiotaggio su strumenti finanziari, concepita come una mera razionalizzazione, è stata intesa in sede applicativa come una restrizione delle fattispecie rilevanti: non resisterà alla nuova direttiva.

Se si vuole che il rimedio penale intervenga solo in ultima istanza, ritenendosi che non sia sempre il più adatto a contrastare gli illeciti societari e di mercato, devono essere disponibili sanzioni amministrative severe e rimedi civilistici efficaci. In Italia le prime sono miti e i secondi poco efficienti, nonostante le innovazioni introdotte dal Testo Unico. L'azione sociale di responsabilità è complessa nelle procedure, difficile, perché deve essere intentata da soci in possesso di almeno il 5 per cento del capitale sociale, costosa per le spese di tutela legale e per i tempi di risoluzione delle controversie.

Si rileva inoltre che la perseguibilità d'ufficio del reato di false comunicazioni sociali soltanto per le imprese quotate aumenta la specialità della disciplina applicabile a queste e potrebbe ridurre la propensione alla quotazione.

8. La nuova normativa richiede un'opera di coordinamento con il Testo Unico della Finanza.

Nei nuovi modelli di amministrazione e controllo alternativi a quello vigente le funzioni del collegio sindacale vengono attribuite a un consiglio di sorveglianza o a un comitato di controllo interno al consiglio d'amministrazione: i componenti del primo sono eletti dall'assemblea; quelli del secondo, nominati dal consiglio d'amministrazione, non possono svolgere funzioni esecutive nella società e devono possedere i requisiti d'indipendenza richiesti per i sindaci. Oggi il collegio sindacale delle società quotate ha rilevanti compiti di vigilanza e obblighi di segnalazione alla Consob delle irregolarità riscontrate. Pur se la nuova legge enuncia un principio generale di applicabilità ai nuovi soggetti deputati al controllo di tutte le norme compatibili, v'è almeno una questione che merita un più preciso chiarimento normativo.

A norma del Testo Unico gli statuti delle società quotate devono consentire una rappresentanza delle minoranze nel collegio sindacale. Mancando una esplicita previsione, ci si chiede se questa disciplina valga anche per il consiglio di sorveglianza e per quello di controllo interno, alternativi al collegio sindacale: ove così non fosse, si compirebbe un deprecabile passo indietro rispetto al Testo Unico.

L'elezione assembleare o il possesso di requisiti formali di indipendenza degli amministratori possono offrire (ma, come si è visto negli Stati Uniti, non sempre offrono) una garanzia agli azionisti minori in sistemi a proprietà diffusa, come quelli anglosassoni, ove non prevalgano partecipazioni di controllo. La offrono molto meno quando, come in Europa continentale e segnatamente in Italia, larga parte delle società è controllata di diritto o di fatto da soci maggioritari. In definitiva, sarà sempre il controllante a scegliere gli amministratori che lo dovrebbero controllare: non bastano la legittimazione assembleare o il possesso di requisiti formali per evitare la sostanziale dipendenza dei secondi dal primo. La presenza di rappresentanti delle minoranze offre un presidio più efficace ai diritti degli azionisti: l'associazione dei gestori dei fondi la chiede alle società del MIB30 per i consigli d'amministrazione, raccomandando anche che le minoranze designino il presidente del collegio sindacale o del consiglio di sorveglianza.

9. L'introduzione negli statuti di clausole che consentano la rappresentanza delle minoranze e la stessa liberalizzazione dei tempi e dei modi di deposito delle azioni per partecipare alle assemblee offrono agli azionisti minoritari un'opportunità. Per coglierla, questi devono essere presenti e attivi nelle assemblee. Non lo sono in Italia: i sindaci di minoranza, pur previsti in tutti gli statuti, sono presenti in meno di un quarto delle società quotate.

Gli azionisti minoritari in condizione di contare e di esercitare i loro diritti non sono quelli individuali, anche perché da noi la raccolta di deleghe è un istituto consentito ma quasi mai praticato. Potrebbero e dovrebbero attivarsi gli investitori istituzionali. Ma un'indagine sulle assemblee ordinarie di approvazione del bilancio 2001 delle prime cinquanta società quotate rivela che la partecipazione dei fondi italiani, con una quota media di possesso vicina al 5 per cento, è stata

di appena lo 0,5 per cento del capitale sociale e dell'1 per cento di quello presente; l'assenteismo è stato massimo nelle assemblee delle banche e delle società finanziarie. La presenza alle assemblee straordinarie è più elevata; ma sindaci e amministratori vengono designati nelle assemblee ordinarie, che comunque rappresentano un momento importante per l'espressione di un giudizio sulla gestione. In confronto, la partecipazione dei fondi esteri è stata assai maggiore. Si apprezzano gli sforzi dell'associazione di categoria per indurre i fondi italiani a un maggiore attivismo: resta tuttavia l'impressione che la loro dominante matrice bancaria non sia estranea ai peccati di omissione assembleare.

10. Gli obblighi di informazione e di trasparenza assumono particolare importanza in un sistema in cui la proprietà è concentrata ed è pertanto debole la voce degli azionisti minoritari, l'attivismo degli investitori istituzionali è modesto, le tutele giurisdizionali sono poco efficaci e comunque costose. Come diceva un grande giudice americano, per prevenire le patologie dei mercati non vi è miglior disinfettante della luce del sole. La legislazione italiana sulla trasparenza è fra le più avanzate; le prescrizioni regolamentari e la pratica di vigilanza dedicano cura particolare all'adempimento dei doveri di informazione continua e periodica da parte degli emittenti.

Con recenti innovazioni di regolamento si sono imposti obblighi di pubblicità per operazioni societarie rilevanti con parti correlate, in potenziale conflitto con gli interessi degli azionisti, e di comunicazione mensile delle operazioni compiute dalle capogruppo sui titoli quotati emessi da società del gruppo.

La soglia per la comunicazione obbligatoria della partecipazione in una società quotata, fissata al 2 per cento del capitale, è più bassa che in ogni altro paese e inferiore al limite del 5 per cento indicato dalla proposta di direttiva sulla trasparenza. Recenti vicende societarie hanno palesato l'opportunità di perfezionare la disciplina vigente. Con modifiche regolamentari, i tempi della diffusione dell'annuncio saranno opportunamente ridotti; potrebbero essere diminuiti gli intervalli di variazione degli acquisti al di sopra del 2 per cento di cui si deve dare comunicazione; la nozione di partecipazione, che già include il diritto ad un acquisto futuro, può essere ampliata per includervi altri contratti derivati di recente diffusione. Compete al legislatore, se lo ritiene, ridurre la soglia del 2 per cento a un livello ancora più basso.

11. La Consob esige sovente dagli emittenti quotati una integrazione delle informazioni da rendere in assemblea, per assicurarne la completezza e l'adeguatezza. In altre occasioni si chiede alle società di correggere i dati contabili contenuti nei documenti di periodo: le modifiche apportate hanno evitato l'attivazione dei poteri di impugnativa di bilancio.

La fine dell'euforia degli anni novanta fa emergere per alcuni emittenti incertezze sulla possibilità di continuità aziendale e situazioni di evidente sofferenza patrimoniale. Le società di revisione che rifiutano la certificazione o esprimono pesanti riserve fanno il loro dovere: l'autonomia e l'indipendenza del loro lavoro non devono essere condizionate dalle proteste dei soggetti interessati. La Consob ha imposto alle società quotate in condizioni critiche l'obbligo di comunicare mensilmente al pubblico notizie aggiornate sul loro andamento: ve ne sono sinora dodici.

Un recente regolamento europeo obbliga le società quotate a redigere dal 2005 i propri conti consolidati in conformità con i principi contabili internazionali (*International Financial Reporting Standards*): si raggiunge così il duplice fine di migliorare la qualità dell'informazione e di armonizzarla nell'ambito del mercato europeo.

Agli Stati membri viene lasciata la facoltà di estendere quell'obbligo anche ai bilanci non consolidati e alle società non quotate. Si deve auspicare che questa facoltà venga esercitata, quanto meno per i bilanci d'impresa, anche per garantire una effettiva comparabilità dell'informazione finanziaria nel caso, ad esempio, di emittenti che non redigano conti consolidati. Ne seguirà la necessità di un adattamento della normativa nazionale, soprattutto per quanto riguarda le implicazioni di natura tributaria. Non risulta che il regolamento europeo preveda principi contabili adattati al settore merceologico in cui l'impresa opera: si tratta di una singolare innovazione introdotta in Italia con riferimento alle società di calcio.

Facendo seguito ad una richiesta formulata dal Consiglio e dal Parlamento europeo, il CESR ha adottato alcune importanti regole generali per rendere più efficace e più omogeneo fra i diversi paesi il controllo amministrativo sulla qualità dell'informazione contenuta nei conti delle società quotate e nei prospetti informativi pubblicati in Europa. Il modello di vigilanza in base al rischio suggerito dal CESR rappresenta il punto di riferimento per un accordo anche con le autorità americane.

12. I compiti di vigilanza della Consob sugli emittenti di titoli quotati sono precisamente definiti dal Testo Unico. Accade tuttavia che si chieda alla Consob di intervenire o di esprimersi su materie che non sono di sua competenza; e neppure sono di competenza delle autorità di vigilanza dei mercati in altri paesi.

Per esemplificare, non è compito della Consob esprimersi sulla congruità dei rapporti di concambio per fusioni o acquisizioni: dopo la delibera assembleare, per impugnare le valutazioni peritali ci si deve rivolgere al tribunale. In generale, il compito di dirimere le controversie fra gli azionisti e gli amministratori spetta al giudice ordinario, a cui del resto si indirizza anche la Consob quando esercita i suoi ben definiti poteri di impugnativa.



Né è certamente compito della Consob esprimersi sul merito tecnico, industriale, sistemico o politico di pur controverse operazioni societarie, o di battaglie intraprese per mutare gli assetti di potere, non infrequenti in un sistema chiuso come quello italiano. La Consob deve accertare che quelle operazioni avvengano e che quelle battaglie si svolgano nel rispetto delle regole e deve intervenire quando le regole non siano osservate: nulla di meno, ma anche nulla di più.

### ***Gli investimenti delle famiglie, il listino, le obbligazioni***

13. Nell'ultimo quinquennio dello scorso secolo le famiglie italiane, deluse dalla caduta dei rendimenti dei titoli di Stato e attratte da un rialzo dei mercati apparentemente inarrestabile, aumentarono drasticamente la propria esposizione al rischio, sino a raggiungere in brevissimo tempo i livelli dei paesi più avanzati. Il peso delle azioni quotate italiane sulla consistenza della loro ricchezza finanziaria si quadruplicò, quello dei fondi comuni aumentò di quasi cinque volte, e di sei volte quello dei fondi azionari; si raddoppiò il peso delle obbligazioni, si ridusse a un terzo quello dei titoli di Stato. Nel complesso, l'investimento in attività prive di rischio passò da poco meno dell'80 per cento nel 1995 a circa il 50 per cento nel 2000.

Quanto fu rapida la conversione agli investimenti rischiosi, tanto è stata dolorosa, e rilevante nei suoi effetti, la sferzata del tracollo dei mercati, con una caduta delle quotazioni del 45 per cento in due anni. Fra la fine del 2000 e il settembre 2002 il peso sulla ricchezza finanziaria delle azioni quotate italiane si è ridotto a un terzo, quello dei fondi azionari si è dimezzato: queste variazioni sono conseguenza in parte maggiore del calo delle quotazioni; ma in parte non piccola (fra un terzo e un quinto) sono dovute a disinvestimenti. La esposizione ad attività rischiose è quasi tornata al livello del 1995.

14. Sul versante delle imprese, la caduta dei mercati e il conseguente aumento del costo del capitale non solo ha drasticamente ridotto le offerte di azioni di società di nuova quotazione, ma ha dato incentivo ad offerte di acquisto in vista di cancellazioni dal listino. Nel triennio 2000-2002 il saldo fra le risorse raccolte con nuovi collocamenti e quelle restituite con acquisti finalizzati alla cancellazione è stato negativo per oltre 8 miliardi di euro. Il numero di società quotate sul mercato telematico azionario, cresciuto sino al 1999, si è di nuovo ridotto nel biennio successivo, rimanendo costante lo scorso anno.

Il minor numero di presenze in Europa resta così una caratteristica peculiare dei nostri listini di borsa. Per altri aspetti i mutamenti sono stati modesti. Le società di nuova quotazione hanno ringiovanito il listino: ma il grosso della capitalizzazione è ancora dovuto a quelle più anziane e, fra le meno anziane, a quelle privatizzate. La quota del flottante è aumentata: ma ancora supera di poco la metà della capitalizzazione ed è notevolmente inferiore, soprattutto per le grandi società,

a quella di ogni altro paese, anche nell'Europa continentale; le società non controllate di diritto o di fatto sono solo 32, sulle 231 quotate sul mercato telematico azionario. Di rado si ricorre a offerte di scambio per realizzare operazioni di acquisizione, che in altri paesi hanno contribuito a diluire le partecipazioni dei principali azionisti. Il doppio conteggio, dovuto alla presenza nel portafoglio delle società quotate di partecipazioni in altre società quotate, pur se di minor rilievo rispetto a pochi anni fa, riguarda ancora un quinto della capitalizzazione: recenti operazioni di accorciamento delle catene di controllo miglioreranno questa situazione e ridurranno il rapporto tuttora singolarmente elevato fra capitale controllato e capitale posseduto.

15. Pur con qualche progresso, la qualità dei nostri listini resta dunque insoddisfacente. Di ciò non si può dare colpa alla qualità tecnica dei mercati di negoziazione, che, grazie a importanti e tempestive innovazioni, sopporta con vantaggio il confronto internazionale: gli *spread* sono relativamente bassi ed il rapporto fra scambi e capitalizzazione è relativamente elevato. Il problema vero risiede nella persistenza di una scarsa propensione alla quotazione delle imprese italiane, le cui cause si rinvergono a loro volta in alcune caratteristiche della nostra struttura finanziaria e industriale. Dominano ancora banche inclini al finanziamento tradizionale, ma meno disposte o meno preparate (come risulta da studi fatti per Borsa Italiana) a offrire i servizi preliminari alla quotazione. Le imprese sono piccole e riluttanti ad aumentare la loro dimensione. Si privilegia il controllo familiare e il ricorso all'autofinanziamento. Ci si arrocca in settori tradizionali, ove si richiede un modesto impegno di investimenti per l'innovazione e lo sviluppo e dunque vi è minore necessità di capitale esterno di rischio. In conseguenza, i benefici ottenibili dalla raccolta di capitale sono modesti in rapporto ai costi della quotazione e agli obblighi da essa derivanti.

16. Anche in Italia, forse a motivo della congiuntura delle borse, comincia ad acquistare rilievo il *private equity*, quasi una terza via fra banche e mercato. Il suo contributo alla crescita delle imprese dipende dalle connotazioni che esso assume. È modesto, quando i capitali, raccolti in aree ricche ove vi è sovrabbondanza rispetto alle opportunità o ai desideri di investimento nelle imprese, sono destinati all'acquisto di partecipazioni di riferimento in società quotate: quei capitali, nati dalla produzione, vengono per così dire finanziarizzati. L'investimento di fondi privati nel capitale di promettenti imprese medie non quotate, per migliorarne la gestione, favorirne la crescita e, se del caso, ottenerne la quotazione è un modello assai più interessante di *private equity*, che favorisce lo sviluppo industriale e sperimenta nuove forme di governo societario.

In questo secondo caso le immobilizzazioni sono necessariamente di lunga durata e a rischio elevato: più adatte alla partecipazione di consistenti investitori qualificati che alla raccolta diffusa di fondi presso piccoli risparmiatori, i quali non possono né sanno intervenire nella scelta delle

imprese da capitalizzare. Tanto più ciò è vero, quando la matrice bancaria del gestore di investimenti in imprese non quotate può essere foriera di conflitti d'interesse.

17. In fuga dai titoli di Stato e poi, nell'ultimo biennio, anche dalle azioni di società quotate, i risparmiatori italiani hanno indirizzato flussi consistenti del proprio risparmio verso l'acquisto netto di obbligazioni: oltre 180 miliardi di euro fra il 1995 e il 2000, oltre 130 nel biennio successivo. Si tratta in maggioranza di obbligazioni bancarie, ma con una crescita notevole delle obbligazioni estere e, nell'ultimo biennio, di quelle emesse da imprese non bancarie. Questo comparto pare rappresentare un approdo naturale e alternativo a quello azionario per risparmiatori poco esperti e avversi al rischio: si tratta a volte solo di un'apparenza.

Le obbligazioni non bancarie, oltre a essere solitamente poco liquide, sono a rischio di insolvenza dell'emittente: ne dovrebbero dar conto, all'emissione, il prospetto informativo e il *rating* attribuito da agenzie specializzate, pur se, naturalmente, la situazione può cambiare e il *rating* può essere rivisto nel corso della vita del titolo. In Italia il grosso degli acquisti, che avviene presso gli sportelli bancari, riguarda titoli non quotati sul mercato domestico. Le emissioni di obbligazioni industriali italiane sono per lo più di modesto ammontare e - dato anomalo rispetto al resto dell'Europa - metà di esse (un quinto in termini di volumi) sono prive di *rating*.

I risparmiatori italiani sono stati colpiti pesantemente dall'insolvenza di un debitore sovrano e in misura minore da quella di un debitore industriale. In altri paesi, anche piccoli, le insolvenze industriali hanno riguardato importi ben maggiori e quote più elevate delle emissioni complessive.

Il compito di prevenzione dell'autorità di vigilanza in questi casi non è facile. Quando si accerta se il risparmiatore sia stato reso edotto del rischio assunto in contropartita della promessa di rendimenti elevati, ci si trova il più delle volte di fronte ad una messe di moduli firmati (passivamente) per accettazione. L'osservanza puramente formale delle regole di condotta non basta tuttavia a escludere violazioni passibili di sanzione: l'obbligo dell'intermediario di conoscere le caratteristiche e i rischi dei prodotti e di informarne la clientela dovrebbe infatti essere maggiore proprio quando il deposito e la consegna di un prospetto informativo non sono prescritti. In relazione a recenti episodi di insolvenza sono in corso controlli accurati sul comportamento degli intermediari. Per quanto compete alla Consob, la regolamentazione verrà modificata al fine di introdurre procedure che offrano alla clientela informazioni più adeguate sui rischi dell'investimento, soprattutto nel caso di obbligazioni prive di *rating* e, come tali, esposte statisticamente a una maggiore probabilità di insolvenza.

Il comparto delle obbligazioni bancarie pone problemi di natura diversa. Negli ultimi anni la quota di emissioni strutturate, che contiene una importante componente derivata, è fortemente aumentata rispetto a quella delle obbligazioni tradizionali (con o senza clausola di rimborso anticipato), sino ad avvicinarsi a un terzo del totale. Trattandosi a volte di prodotti assai complicati

(che sfuggono alla disciplina sulla sollecitazione, come tutte le obbligazioni bancarie), ci si chiede se l'informazione resa al risparmiatore sia adeguata. Non sempre la risposta è positiva: il costo dell'ingegneria finanziaria può avere come contropartita non tanto la gestione del rischio nell'interesse dell'investitore, quanto la traslazione a suo carico del rischio dell'intermediario. Lo stesso vale per alcune forme innovative di gestione del risparmio.

La Consob dedicherà spazio sul suo sito all'informazione sulle caratteristiche dei prodotti finanziari più complessi e, come tali, più problematici: lo si è già fatto per le obbligazioni *reverse convertible*, le cui emissioni si sono azzerate. Una direttiva europea di prossima approvazione prevede che l'obbligo di prospetto sia esteso anche alle obbligazioni bancarie.

### ***I mercati e gli intermediari***

18. La tecnologia e la concorrenza provocano grandi mutamenti nella struttura e nei modi di funzionamento dei mercati e degli intermediari e nelle stesse distinzioni tradizionali tra funzioni degli uni e degli altri. Si moltiplicano, si frammentano e competono i luoghi virtuali di negoziazione: i sistemi di scambio multilaterale si aggiungono alla borsa; soprattutto all'estero, gli intermediari si promuovono essi stessi a mercati; i grandi investitori aspirano ad essere controparti dirette nel mercato, senza essere intermediati. Questa è la forza delle cose, che è opportuno disciplinare, ma che sarebbe vacuo contrastare con la regolamentazione. Non sappiamo del resto quale sarà a medio termine l'esito di questi processi: potrebbe anche trattarsi della fase di un ciclo di distruzione creatrice, che vedrà alla fine, fra mercati e intermediari, solo pochi e forti sopravvissuti.

La prima vittima di questa fase, per l'istante, è stata la nozione di concentrazione degli scambi. Già ora la concentrazione è solo parziale: ne sono esenti, in Italia, le transazioni ai blocchi, quelle compiute da investitori non residenti, quelle di cui i clienti autorizzano l'esecuzione a condizioni migliori su mercati non regolamentati. La coesistenza di una pluralità di mercati regolamentati e di questi con sistemi di scambio alternativi svuoterà il requisito di concentrazione di possibili contenuti operativi: tanto riconosce il progetto della seconda direttiva sui servizi di investimento, da cui è assente qualsivoglia riferimento alla concentrazione.

Venendo meno la concentrazione, rischia di vanificarsi la possibilità di accertare e sanzionare il rispetto dell'obbligo di miglior possibile esecuzione degli ordini del cliente. Come si può mantenere, ad esempio, la presunzione di adempimento di quell'obbligo in caso di esecuzione sul mercato regolamentato (ossia, finora, in borsa), quando i mercati regolamentati sono più d'uno e coesistono con sistemi di scambio alternativi? D'altra parte, come è possibile accertare che la singola transazione sia avvenuta a condizioni non meno favorevoli di quelle offerte su altri sistemi di scambio, trascurando fra l'altro i costi di ricerca sia per l'intermediario sia per il cliente? La

stessa direttiva si trova in imbarazzo, quando cerca di definire i requisiti della *best execution* in una lista che è al tempo stesso incompleta e sovrabbondante.

Ai fini della regolamentazione, conviene forse mutare l'impostazione del problema. Si deve esigere anzitutto una piena trasparenza delle proposte di negoziazione al dettaglio in tutti i mercati: si agevola in tal modo l'arbitraggio e si offre agli intermediari sia la possibilità di assicurare la migliore esecuzione degli ordini, sia l'incentivo a farlo, per non esporsi alle proteste di clienti che siano messi in grado di confrontare i prezzi quotati sui diversi mercati. Correttamente la direttiva, mentre consente agli intermediari di "internalizzare" gli ordini facendosi essi controparte, impone a quelli che lo fanno di renderli pubblici in anticipo. Le rumorose proteste contro tale disposizione paiono dettate dalle temute conseguenze sui costi e profitti di alcuni grandi intermediari stranieri, piuttosto che da motivazioni di carattere generale.

Ottenuta una soddisfacente trasparenza delle quantità e dei prezzi, l'attenzione della vigilanza sulla qualità dell'esecuzione in una situazione di frammentazione dei luoghi di negoziazione deve spostarsi dai mercati agli intermediari. Piuttosto che imporre regole o presunzioni rigide, il regolatore dovrà considerare con rinnovata attenzione le procedure di esecuzione degli ordini, per valutarne l'adeguatezza anche con riguardo alla scelta del luogo di negoziazione.

19. Nel Testo Unico si parla di mercati regolamentati, al plurale, e non di borsa, al singolare. I regolamenti della Consob avevano tradotto il plurale in singolare. Il diritto comunitario vigente disciplina solo la "ammissione alla quotazione ufficiale" e non distingue fra ammissione alla quotazione e ammissione alle negoziazioni: lo fa la nuova direttiva sui servizi d'investimento. In Italia, il solo mercato regolamentato oggi esistente dispone insieme l'ammissione alla quotazione e alle negoziazioni. In Inghilterra l'ammissione alla quotazione è sottratta ai mercati, che possono ammettere a negoziazione tutti i titoli ammessi a quotazione da un'autorità pubblica. In Germania e in Belgio è prevista l'ammissione alle negoziazioni su mercati regolamentati diversi da quello ufficiale anche senza richiesta dell'emittente.

La Consob ha da poco mutato i suoi regolamenti. Dal prossimo 1o luglio potranno essere riconosciuti altri mercati regolamentati e vigilati dalla Consob, ove i titoli quotati da Borsa Italiana potranno essere ammessi a negoziazione senza richiesta dell'emittente. Borsa Italiana, a cui va riconosciuto l'indubbio merito di aver creato un mercato moderno ed efficiente, in linea con la migliore esperienza internazionale, non ha, comprensibilmente, gradito questa innovazione. Osservo tuttavia che a lungo andare la concorrenza dà sempre buoni frutti: anche la concorrenza fra mercati, soprattutto quando evita che la privatizzazione di un monopolio pubblico dia luogo a un monopolio privato.

Si comprendono le ragioni che inducono Borsa Italiana a chiedere la quotazione di se stessa, soprattutto in vista di matrimoni e alleanze internazionali. La Consob non ha alcuna obiezione a

questo desiderio di quotazione. Trova oggi una difficoltà nella possibilità di realizzarlo: non rinviene base di legge per assumersi essa compiti di quotazione e di vigilanza, posto che non è pensabile che Borsa quoti se stessa e vigili su se stessa. Un'innovazione legislativa potrebbe risolvere questo problema.

20. Le società di intermediazione mobiliare paventano gli effetti di alcune novità contenute nel progetto di direttiva sui servizi di investimento. In esso si consente alle imprese di assicurazione di essere controparti dirette nei mercati; si lascia agli Stati Membri la facoltà di ammettere come controparti dirette anche i fondi di investimento, i fondi pensione e le loro società di gestione.

La disintermediazione potrebbe consentire ai gestori del risparmio una riduzione dei loro costi di transazione, a beneficio (si spera) della clientela: per questa ragione, la possibilità di essere controparti dirette nel mercato merita valutazione positiva in termini di benessere collettivo. Non possono trascurarsi d'altra parte alcuni effetti negativi sull'industria dei servizi d'investimento, e in particolare sulle imprese minori. Queste potrebbero essere messe fuori mercato dalla riduzione di fatturato, con un conseguente aumento della concentrazione. In alternativa, la ulteriore diminuzione dei ricavi da commissioni potrebbe indurre le società d'intermediazione a garantirsi una sopravvivenza intensificando pratiche di *trading* infra-giornaliero o di negoziazioni incrociate con chiusura immediata, o comportamenti nocivi per il mercato, e come tali sanzionabili, quali le improprie cancellazioni degli ordini o il *front running*: sono pratiche e comportamenti già oggi troppo diffusi, divenuti più frequenti in coincidenza con il peggioramento della redditività degli intermediari.

21. Un aumento della concentrazione nel settore dell'intermediazione mobiliare potrebbe ridurre il pluralismo dei servizi di analisi e di ricerca offerti agli investitori. Prima di chiedersi se questo sia un danno, ci si deve interrogare sull'affidabilità e sull'indipendenza di quei servizi. La Consob fu prima a documentare la frequentissima mancanza di quei requisiti e, compatibilmente con una legge che ignora la figura degli analisti, ad assumere iniziative regolamentari, nei limiti consentiti dalla mancanza di analoga regolamentazione in altri paesi. Gli scandali societari dell'ultimo biennio hanno aperto gli occhi di tutti sulla gravità e sulla diffusione del problema.

Negli Stati Uniti la SEC ha stabilito nuove regole sia nell'ambito di un patteggiamento complessivo con le imprese di investimento sia con un regolamento dello scorso febbraio. Alcuni paesi europei si muovono nella stessa direzione. La direttiva europea sugli abusi di mercato prevede norme di correttezza e piena trasparenza dei conflitti d'interesse, anche con riferimento ai compensi degli analisti. L'organizzazione internazionale delle commissioni di vigilanza (IOSCO) emanerà alcuni principi, a cui dovrebbero ispirarsi le legislazioni nazionali, riguardanti la trasparenza, le regole di condotta degli analisti, i loro compensi e la loro qualificazione professionale, le procedure

degli intermediari. In esito a queste iniziative, le normative nazionali dovranno convergere verso un comune quadro regolamentare.

In Italia, il legislatore dovrà provvedere una base normativa all'attività regolamentare. Sarà comunque importante il contributo dei soggetti interessati. L'Associazione italiana degli analisti finanziari ha di recente aggiornato e migliorato il proprio codice, prevedendo, in caso di violazione, censure anche pubbliche. Si tratta di un'iniziativa responsabile, apprezzabile, ma anche impegnativa, che dovrà essere verificata nel rigore della sua attuazione. Una autoregolamentazione efficace consente una regolazione pubblica meno invadente e meno onerosa, sia per il mercato che la deve subire sia per il regolatore che la deve attuare.

\* \* \*

Il Testo Unico della Finanza ha assegnato alla Consob nuove responsabilità; altre deriveranno dalla legislazione europea. L'attività di vigilanza e di regolamentazione deve confrontarsi con le innovazioni dei mercati e dell'industria finanziaria. Cresce il numero di soggetti vigilati; aumenta l'investimento dei risparmiatori in attività rischiose. Si fanno più numerose le patologie potenziali: per evitarle, occorrono controlli preventivi, continui e sistematici. Gli impegni europei e internazionali si fanno pressanti.

In altri paesi, dopo le recenti vicende societarie, sono aumentate le risorse destinate alla vigilanza dei mercati. Non così in Italia. Fra il 2001 e il 2003 i trasferimenti dello Stato alla Consob si sono ridotti di oltre 7,5 milioni di euro.

La Consob, dal 1995, può imporre contributi ai soggetti vigilati. Alla riduzione dei trasferimenti statali l'Istituto ha fatto fronte nella misura del possibile con il contenimento della spesa, ottenuto con adeguati strumenti di pianificazione e di controllo sull'impiego delle proprie risorse. Ma non ha potuto evitare un ulteriore aumento dei contributi a carico del mercato, passati da meno del 40 per cento del preventivo di entrata negli anni 1997-98 a oltre il 50 per cento nel biennio 2000-2001, a quasi il 64 per cento nel 2003.

Non è dato programmare l'evoluzione futura della composizione delle entrate, poiché gli stanziamenti triennali del bilancio statale subiscono poi riduzioni impreviste in relazione alla congiuntura della finanza pubblica. Una maggiore certezza sarebbe di giovamento sia all'Istituto, sia ai contribuenti privati, che hanno il diritto di conoscere quanta parte degli oneri della vigilanza essi sono chiamati a pagare. Sono concepibili, come insegna l'esperienza degli altri paesi, modelli diversi di finanziamento dell'attività di vigilanza: è importante che se ne scelga uno e ci si attenga ad esso con coerenza.

La Consob, che sta per compiere trent'anni, fu la primogenita nella prolifica famiglia delle cosiddette autorità amministrative indipendenti: primogenita, ma non certo favorita. Non gode di privilegi che il legislatore attribuì alle sue creature più giovani; sopporta ancora alcuni vincoli che si ritenne di imporre nella prima sperimentazione.

Alla sua nascita la Consob era poco più che un dipartimento dell'allora Ministero del Tesoro. Si affrancò da questa situazione solo dopo un decennio, quando, dotata di personalità giuridica, ottenne di poter assumere personale dall'esterno. Ma non riuscì a liberarsi da altri lacci burocratico-amministrativi: una struttura di carriere rigida e frammentata in comparti poco permeabili, che è difficile modificare; la necessità di ottenere dalla Presidenza del Consiglio un visto di esecutività per qualsiasi decisione organizzativa di qualche rilievo. Prassi legate alle sue origini e radicatesi nei regolamenti di organizzazione riportano alla sede collegiale decisioni che potrebbero essere meglio assunte a livello esecutivo. Non riesco a comprendere i vantaggi di questi vincoli. Ne percepisco i costi: ostacoli alle possibilità di reclutamento, al riconoscimento delle professionalità, alla flessibilità organizzativa, all'innovazione.

Eppure, la flessibilità, lo sviluppo delle professionalità, la capacità di adattamento al nuovo sono requisiti particolarmente importanti per un'autorità chiamata a sorvegliare la realtà proteiforme dell'industria finanziaria, che ha funzioni e poteri diversi da quelli di altre autorità indipendenti.

Occorre comprendere il funzionamento e lo sviluppo dei mercati, per meglio vigilarli e impedirne le patologie. Con essi conviene intrattenere un colloquio continuo e trasparente, anche per meglio elaborare soluzioni regolamentari efficienti. Una regolamentazione moderna rispetta un principio di proporzionalità fra costi amministrativi e risultati; esprime norme in grado di affrontare la sostanza dei problemi; non ingabbia il vigilante e i vigilati nell'applicazione pedissequa di minute regole formali. L'azione di vigilanza deve individuare di volta in volta le aree ove si manifestano rischi maggiori, per concentrarvi selettivamente le risorse a disposizione. Oggi, con mercati che non conoscono confini, un'autorità nazionale deve confrontarsi con un mondo più vasto: soprattutto deve parlare europeo. Ci si chiede in qual modo una geometria universale della autorità amministrative indipendenti possa tener conto adeguatamente di queste peculiarità.

Ritengo che in questi anni, nonostante i vincoli organizzativi, la cultura e la prassi della Consob si siano evolute nella giusta direzione. Se così è, ne rendo merito anzitutto ai miei colleghi della Commissione, passati e presenti, con cui ho trascorso cinque anni in comunanza di intenti, di reciproco rispetto e, quel che più conta, di autonomia di giudizio. Rendo altrettanto merito a quanti lavorano nell'Istituto: persone di grande preparazione; sottoposte a ritmi di lavoro intenso, perché il mercato esige sempre risposte urgenti; dedite al pubblico servizio; convinte che la completa indipendenza da ogni potere è il patrimonio della Consob e il loro.



Un'istituzione moderna e capace di affrontare i mercati ad armi pari nel perseguimento dei suoi compiti: questo sempre più la Consob deve divenire, adeguando le sue regole e le sue procedure. Sono certo che saprà farlo.