

ATTI PARLAMENTARI

XIII LEGISLATURA

CAMERA DEI DEPUTATI

Doc. XXVIII

n. 3

RELAZIONE SULL'ATTIVITÀ DELLA COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETÀ E LA BORSA (CONSOB) (Anno 1997)

*(Articolo 1. della legge 7 giugno 1974, n. 216,
modificato dall'articolo 1 della legge 4 giugno 1985, n. 281)*

*Presentata dal Ministro del tesoro,
del bilancio e della programmazione economica*

(CIAMPT)

Trasmessa alla Presidenza il 30 maggio 1998

PAGINA BIANCA

I N D I C E

Osservazioni sulla relazione della CONSOB per l'anno 1997	Pag.	7
Lettera di trasmissione della relazione da parte del Presidente della CONSOB al Ministro del tesoro	»	17
Relazione sull'attività svolta dalla CONSOB nel 1997:		
I. — L'attività della CONSOB e il mercato	»	21
II. — Le linee d'indirizzo	»	30
III. — Le questioni aperte	»	34

PAGINA BIANCA

RELAZIONE
SULL'ATTIVITÀ DELLA COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA (CONSOB)
(Anno 1997)

PAGINA BIANCA

Osservazioni sulla relazione della CONSOB per l'anno 1997

La presentazione della relazione è l'occasione per informare sull'attività espletata dalla Consob nell'anno trascorso. Nello stesso tempo la Commissione ha l'opportunità di illustrare l'evoluzione della propria struttura al fine di fronteggiare i nuovi o mutati compiti istituzionali, di segnalare le eventuali carenze di mezzi e risorse e di proporre soluzioni normative che siano il punto di incontro tra le esigenze degli operatori e il corretto e regolare andamento del mercato finanziario.

La Commissione ha riferito sull'attività svolta, sui propri programmi operativi e sui punti critici della normativa che hanno frenato il pieno sviluppo dell'azione di vigilanza, rinviando al volume "dati ed analisi" le informazioni dettagliate su società quotate, mercati regolamentati, intermediari mobiliari e attività internazionale, e dedicando poi un capitolo specifico alle modifiche introdotte dal T.U. in materia di intermediazione finanziaria di recente emanazione.

Proprio da questo ultimo argomento si vuole partire per avviare una riflessione sul potenziamento della competitività dell'ordinamento nazionale rispetto a quelli degli altri partner europei, nel convincimento che i costi e gli oneri a carico degli operatori devono essere ragionevoli ed essere bilanciati da alti livelli di trasparenza dei mercati, di tutela degli investitori e di operatività degli intermediari.

In vari incontri pubblici si sono già analizzati e valutati gli interventi innovativi operati dal legislatore delegato e concorde è il plauso sul testo; se qualche critica è stata avanzata, e ciò era prevedibile in quanto si è inciso su orientamenti di fondo, essa ha riconosciuto comunque la qualità e la complessità della mediazione tra opposte esigenze.

In primo luogo si è accentuato un meccanismo di produzione normativa già in via di introduzione nei settori dell'ordinamento caratterizzati da forte complessità tecnica.

Accanto all'individuazione dei principi chiave su cui si devono muovere gli intermediari, i mercati, le società quotate o che offrono prodotti finanziari sono state introdotte ampie aree di delegificazione. Per la regolamentazione di tali aree è stato affidato alle Autorità di vigilanza il compito di scrivere norme flessibili e adattabili alle realtà operative ma sempre rispettose dei canoni di imparzialità e tempestività che devono caratterizzare l'intervento regolamentare.

Il risultato sarà quindi un corpo normativo primario e una serie di provvedimenti, da emanare entro l'anno, che completeranno la materia dell'intermediazione finanziaria e il

tutto sarà raccolto, a cura di questo Ministero, in una apposita pubblicazione da aggiornare annualmente. Questa raccolta di normativa secondaria è stata voluta dal legislatore per facilitare la consultazione per argomento, date le scelte effettuate: si pensi alla vigilanza per finalità della Banca d'Italia e della Consob sugli intermediari, alla privatizzazione dei mercati e della gestione accentrata di strumenti finanziari, alla informazione pubblica delle operazioni di sollecitazione all'investimento, alla informazione societaria, alla raccolta di deleghe di voto, alla revisione contabile e, infine, all'OPA. Allo stesso tempo essa costituirà un utile strumento per l'interprete per verificare la coerenza complessiva del sistema.

Non è più il caso di soffermarsi sulle scelte effettuate nel T.U.; leggeremo nella prossima relazione della Consob quale sarà stato il loro impatto operativo e soprattutto come sarà stata utilizzata l'azione regolamentare. Mentre il legislatore primario normalmente non può in tempi brevi modificare il proprio obiettivo o la propria strategia, l'Autorità che ha il contatto diretto e quotidiano con il mercato può avvertire immediatamente i punti di frizione tra le regole e le esigenze di operatività degli emittenti, intermediari e investitori.

Questa sensibilità è ancora più decisiva per il nostro mercato nel momento in cui la moneta unica faciliterà gli scambi nell'area europea e quindi si attuerà una reale concorrenza tra sistemi giuridici, economici e finanziari. Chiusi i lavori del T.U. e rispettosi della volontà del legislatore, bisogna ora verificare la bontà delle soluzioni, a cui ha partecipato attivamente la stessa Commissione con i propri membri, e rinviare le perplessità o le riserve o le richieste di modifica a tempi successivi, quando e se emergeranno in concreto necessità di interventi integrativi.

Certamente è ancora da approfondire il versante delle società che non si appellano al pubblico risparmio, come pure è da considerare sollecitamente l'ipotesi di riassumere in un testo unico tutta la disciplina dell'intermediazione creditizia, finanziaria e assicurativa. Non si può nascondere che la esistenza di più Amministrazioni e più Autorità che interagiscono su tali settori e la eterogeneità delle regole non facilitano i rapporti degli operatori e non sempre assicurano la chiarezza dell'ordinamento; occorre quindi intervenire per eliminare duplicazioni e stabilire meccanismi di coordinamento.

Inoltre vecchie discipline, quale quella sulle fiduciarie, devono essere aggiornate e riformulate, e nuove discipline, quale quella sui fondi pensione, andrebbero ricondotte

nell'area finanziaria per caratterizzare il ruolo dei fondi quali investitori istituzionali e non delimitare la loro funzione alla erogazione della previdenza complementare.

Proprio il ruolo degli investitori istituzionali diventerà decisivo, favorito dalle nuove disposizioni sulla raccolta di deleghe di voto e sull'abbassamento di taluni quorum che renderanno naturalmente più costruttiva l'azione delle minoranze nelle vicende societarie. Ne beneficeranno i risparmiatori che si rivolgono alle gestioni collettive e i lavoratori che si aspettano un adeguato rendimento dalle risorse affidate alla previdenza integrativa.

E' vero che in questo momento c'è più preoccupazione per la carenza di offerta di strumenti finanziari sul mercato di borsa, data l'esplosione della domanda a seguito della riduzione dei tassi di interesse, ma è auspicabile che una appropriata politica imprenditoriale da parte del gestore del mercato e una diversa politica di finanziamento della nostra industria di medie dimensioni potenzino il mercato, pena la completa emarginazione.

Le nuove regole di "corporate governance" sono lo strumento per favorire l'equilibrio tra efficiente gestione e contendibilità delle società quotate e rappresentano la condizione necessaria ma non sufficiente per una reale svolta. Il dato decisivo sarà la volontà della proprietà dell'impresa di sottoporsi al giudizio del mercato, come avviene altrove, compiendo quel salto di qualità che gli investitori si aspettano.

Ora che è stato eliminato l'apparato pubblicistico viene affidato alla iniziativa privata l'esercizio dei mercati regolamentati che possono accogliere la piccola-media industria; sul punto si può e si deve attirare l'attenzione e manifestare preferenze di tipo organizzativo, ma in capo agli operatori, sia emittenti che intermediari, graverà poi la responsabilità di individuare e realizzare le potenzialità economiche e di sviluppo di una tale iniziativa, che interessa uno dei settori più vitali della nostra industria. Il momento è favorevole, anche dal punto di vista fiscale, e quindi bisogna stimolare le società sottocapitalizzate a raccogliere capitale di rischio presso il pubblico, approntando una organizzazione degli scambi trasparente, efficiente ma non gravosa per l'emittente.

Tornando all'attività della Commissione si deve apprezzare il rinnovato impulso organizzativo, l'azione regolamentare, il contributo di studio, il potenziamento della vigilanza e la cooperazione internazionale, attraverso l'uso più efficiente di mezzi tecnici e di risorse umane disponibili. Il sistematico avvicinamento alle istanze degli operatori è stato realizzato anche attraverso comunicazioni e risposte a quesiti, così da assolvere in modo compiuto le proprie funzioni istituzionali.

La raccolta di "dati ed analisi" allegata mette bene in evidenza lo spazio occupato nella continua e pressante cura di tenere il passo con lo sviluppo del mercato; gli elementi qualitativi e quantitativi raccolti e i commenti formulati rendono conto pienamente dello sforzo compiuto.

In questa sede ci si dedica ad approfondire alcuni punti che la Commissione ha voluto evidenziare nella relazione; ciò per dare il dovuto risalto e alle questioni e alle vicende che hanno caratterizzato lo scorso anno, le quali hanno lasciato tracce significative nel nostro sistema.

Abbiamo assistito ad una apprezzabile inversione di tendenza in materia di intermediari sotto un duplice profilo: la regolamentazione è snella e chiara e lascia molto spazio all'autonomia organizzativa; l'azione di vigilanza è volta a prevenire più che reprimere i comportamenti scorretti. Dal mercato sono stati espulsi soggetti che costituivano un rischio reale per gli investitori e ci si attende che i nuovi strumenti normativi - quali i provvedimenti cautelari, le crisi gestite in via amministrativa e le sanzioni pecuniarie alle persone fisiche - possano raggiungere più incisivamente l'obiettivo della tutela del risparmio.

E' decisivo che il pubblico e gli operatori stabiliscano un rapporto di fiducia con le Autorità di vigilanza così da fare emergere situazioni opache che influiscono negativamente su tutti gli intermediari. Lo scopo è di impedire dissesti di tali dimensioni da vanificare gli strumenti di garanzia che il legislatore ha previsto, i quali devono soccorrere situazioni eccezionali e non usuali, come invece è accaduto fino all'anno precedente.

La questione dei rimborsi, anche con un diretto impegno del Tesoro, si andrà lentamente normalizzando ed è doveroso che i piccoli risparmiatori, attraverso l'utilizzo di tutti i mezzi conoscitivi disponibili, assumano la piena consapevolezza dei propri diritti. Come richiede la normativa comunitaria il risarcimento riconosciuto nei confronti dell'intermediario insolvente sarà da ora in poi circoscritto a tali risparmiatori, proprio perché la tutela va mirata esclusivamente verso il risparmio più inconsapevole.

Anche le nuove regole sui prospetti informativi per la quotazione degli strumenti finanziari sono intervenute sollecitamente e il nuovo complesso normativo, pubblico e privato, della borsa privatizzata ha dato un preciso e coordinato segnale al mercato. Rimane da verificare se a ciò corrisponderà una vera svolta nell'espletamento del servizio di quotazione in termini di efficienza e di economicità.

In materia di revisione contabile vi sono stati significativi interventi diretti al collegio sindacale, così da rendere più pregnante il controllo sulla gestione societaria e più allineata alle esigenze di mercato la redazione della relazione semestrale. Anche in questo campo il legislatore ha ora operato sostanziali modifiche; in primo luogo ha sollevato la Commissione da alcuni oneri operativi e poi ha delineato con precisione i ruoli della società di revisione e del collegio sindacale delle società sottoposte alla revisione contabile.

Nell'anno passato c'è stato un notevole fermento nella sollecitazione del pubblico risparmio soprattutto per collocamenti di rilevante valore, mentre la riduzione del numero delle offerte pubbliche di acquisto obbligatorie ha mandato un segnale di staticità del mercato; ciò è stato il motore della nuova e più lineare riformulazione delle norme primarie. E' evidente che la modifica dell'OPA e l'introduzione dell'istituto delle deleghe di voto siano i punti nevralgici delle nuove regole di mercato e ci si aspetta una conferma fattuale della bontà delle soluzioni scelte.

Ormai buona parte delle norme comunitarie su intermediari e mercati finanziari sono state attuate; è stato quindi dato un impulso particolare all'azione di cooperazione internazionale nell'intento di sviluppare i rapporti con le altre autorità di vigilanza; in questo ambito la Commissione ha autorevolmente messo il massimo impegno a favore della eliminazione delle frontiere europee e dello sviluppo della collaborazione con gli altri paesi.

Questo però non basta ed è stato sottolineato che la cooperazione deve spingersi oltre: deve riguardare l'accesso ai dati, la definizione di principi contabili riconosciuti a livello internazionale, la ricerca di standard di vigilanza e le implicazioni degli scambi di strumenti finanziari su "internet". La globalizzazione dei mercati impone una continua ricerca di soluzioni che impediscano la divulgazione di informazioni non uniformi.

La presentazione della relazione è il momento di incontro tra la funzione istituzionale dell'autorità di vigilanza e la responsabilità politica dell'esecutivo; è compito del Tesoro di promuovere quelle istanze tese al miglioramento del sistema nel suo complesso. Gran parte del lavoro è stato fatto dal legislatore e altro sarà compiuto con i regolamenti attuativi; c'è ora da fare il punto su alcune vicende appena concluse e su alcune questioni di carattere istituzionale e organizzativo, sulle quali vengono prospettate soluzioni ritenute più idonee allo svolgimento dei compiti propri della Commissione.

Si ricorda che il decreto "Eurosime" ha inteso introdurre un'impostazione

profondamente innovativa all'assetto dei mercati: non solo vi è stato il superamento della concezione pubblicistica degli stessi, ma sono anche state ridefinite le funzioni delle Autorità nel senso di escludere ora compiti di gestione e di attribuire loro un ruolo di vigilanza esterna.

Ciò si è tradotto in una duplice iniziativa. Il Comitato di gestione dei mercati secondari dei titoli di stato è stato trasformato, da entità associativa dei principali investitori in titoli di debito pubblico, in due società per azioni (MTS e MIF) di cui ha assunto il controllo un gruppo di primari intermediari. La Borsa è stata trasformata anch'essa in soggetto privato, la Borsa Italiana S.p.A., la quale è stata oggetto di una procedura di vendita delle azioni curata dal Consiglio di Borsa, poi posto in liquidazione.

Il processo di trasformazione si è articolato in più fasi sotto la supervisione del Tesoro. Nel caso della Borsa Italiana S.p.A. la procedura si è conclusa celermente e già dall'inizio di quest'anno le nuove regole sono in vigore; per la società MTS, invece, non si è ancora concluso l'iter, ma l'imminente approvazione del regolamento operativo consentirà l'insediamento del nuovo gestore, mentre la società MIF confluirà nella Borsa.

L'obiettivo primario delle operazioni descritte è stato quello di coinvolgere tutti i soggetti, italiani ed esteri, interessati all'efficace funzionamento dei mercati regolamentati e l'esito dei collocamenti non ha deluso le aspettative perché in entrambi i casi si è realizzata una distribuzione della compagine azionaria tra gli intermediari, nel cui ambito si è formato un nucleo di riferimento.

In particolare la vendita della Borsa, per la quale è stato seguito un meccanismo di asta competitiva con offerte su lotti pari ad un massimo del 5% del capitale sociale, ha fruttato al Tesoro circa 52,7 miliardi di lire a fronte di una base di asta di circa 40 miliardi; l'azionariato è stato frazionato tra intermediari, che nel complesso hanno acquistato circa il 90% del capitale, e investitori istituzionali, che hanno acquistato il restante 10%, mentre non hanno dimostrato interesse a partecipare all'asta le società emittenti nonostante fossero state invitate a presentare offerte.

La Commissione dedica un'ampia attenzione alle problematiche relative alla propria natura di autorità indipendente ed alle connesse implicazioni sulle funzioni svolte nell'interesse del mercato, sui poteri espletati nei confronti dei soggetti vigilati e sugli strumenti operativi di cui dispone per l'attuazione dei propri compiti.

La Consob nasce dotata di autonomia in forza delle disposizioni di legge sin dal 1974, la sua indipendenza viene rafforzata nel 1985 e confermata nel 1991. Le relative

disposizioni, nel contesto evolutivo dell'ordinamento, hanno comunque dovuto trovare un equilibrio tra un assetto istituzionale dell'autorità il più possibile indipendente dall'esecutivo e la progressiva attribuzione di funzioni di vigilanza che implicano poteri sempre più penetranti nei confronti dei soggetti vigilati.

Si ritrova nella disciplina sul funzionamento della Commissione il risultato di un progressivo aggiustamento in relazione alle due esigenze prospettate. L'autorità ha assunto un carattere via via più "indipendente", seguendo gli orientamenti dei mercati internazionali, ed ha beneficiato al contempo di un ampliamento delle proprie funzioni sia di tipo ispettivo e di controllo, sia di tipo normativo.

Per quanto riguarda le funzioni normative, esse sono caratterizzate da una particolare vastità ed incisività; il rispetto del principio di legalità è garantito dalle precise finalità individuate dal legislatore, sebbene rimanga da definire il più vasto problema della coerenza della normazione secondaria nell'ambito del sistema delle fonti. L'osservazione è tanto più rilevante, ove si tenga conto della sovrapposizione dell'ordinamento comunitario a quello nazionale e, all'interno di quest'ultimo, della ripartizione di competenze tra i diversi soggetti investiti della funzione normativa.

Il principio costituzionale della tutela del risparmio viene invocato per legittimare i compiti normativi delle autorità che non sono limitati alla mera prescrizione di regole tecniche di comportamento destinate agli operatori, ma sono idonei ad incidere su situazioni giuridiche statuite da norme di rango primario. Sino a quando non interverrà una riforma, anche costituzionale, che dia assetto compiuto ed organico ai meccanismi di produzione normativa, è quindi rimessa alla capacità delle autorità medesime di coordinarsi tra loro per evitare sovrapposizioni e contraddizioni. In tale contesto deve essere valorizzata la funzione di alta vigilanza dell'esecutivo per garantire la tenuta dell'intero sistema di vigilanza sui mercati, anche con riguardo agli aspetti normativi.

Analoghe considerazioni in termini di coerenza del sistema e di rischio di sovrapposizioni con altri poteri dell'ordinamento possono essere svolte relativamente alle funzioni connesse all'attività di supporto dell'azione penale che competono alla Commissione. In questo senso le norme del Testo Unico in tema di "insider trading" non comprimono i poteri dell'autorità di mercato, ma li riconducono al contesto costituzionale attuale dei poteri giudiziari e di polizia.

Anche il raccordo amministrativo è importante a causa della parziale dipendenza finanziaria della Commissione dal bilancio dello Stato e della sua stessa natura giuridica,

la quale impone momenti di verifica delle scelte gestionali, ferma restando l'autonomia organizzativa e contabile.

Poiché il sistema attuale prevede che la Consob sia in parte finanziata con oneri posti a carico del bilancio dello Stato e in parte con entrate proprie è essenziale sia il controllo della Corte dei Conti, sia quello degli operatori tenuti alle contribuzioni. Non si può prescindere da valutazioni sulla legalità dell'imposizione e sulla compatibilità con la fiscalità generale e neppure da valutazioni sulla coerenza dei costi con gli obiettivi di contenimento della spesa pubblica.

Ciò porta a concludere che, come prospettato nella relazione, la gestione delle risorse umane e tecniche deve aderire strettamente a canoni di efficienza, rimodulando prontamente l'organizzazione in caso di necessità; in questa ottica l'onere di esecutività dei regolamenti interni non può essere visto come un intralcio alla funzionalità dell'azione di vigilanza.

In definitiva attualmente l'eliminazione del ruolo del Tesoro non comporterebbe vantaggi al mondo finanziario e anzi verrebbe meno quel dialogo tecnico normativo che si è rivelato fruttuoso nel recente passato.

Un'ultima parola va spesa per le sanzioni pecuniarie, che il Testo Unico ha riscritto in linea con la legge di delega. E' stata compiuta un'opera di razionalizzazione che ha depenalizzato alcune fattispecie di minore rilevanza ed ha circoscritto le misure delle pene, così da predisporre un rapido strumento di supporto per l'azione di vigilanza.

E' stata poi posta in capo al Tesoro, su impulso delle autorità di vigilanza, l'attività sanzionatoria nei confronti degli intermediari e degli operatori del mercato, con eccezione dei promotori finanziari. Non è stata invece scelta la via, suggerita ora di nuovo dalla Commissione, di estendere la depenalizzazione ad alcune ipotesi di "insider trading", in virtù dell'immediatezza della reazione. Ciò perché, anche in sede parlamentare, si è ritenuto di non discostarsi dalla precedente impostazione.

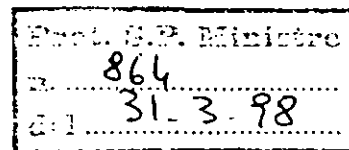
Per concludere l'argomento si precisa che le sanzioni pecuniarie previste dall'abrogata legge n.1/1991 a carico degli intermediari non sono state ancora irrogate dal Tesoro per palesi difficoltà interpretative delle norme succedutesi nel tempo, come a suo tempo riconosciuto dalla stessa Commissione, in assenza di una norma transitoria ad hoc.

Senza dimenticare che una tempestiva comunicazione degli esiti degli accertamenti di vigilanza avrebbe notevolmente ridotto il fenomeno, è stata per tempo richiesta

all'Avvocatura Generale dello Stato una qualificata consulenza sulla chiave di lettura dell'ordinamento vigente nel rispetto del principio di legalità; tale parere è ora in via di trasmissione.

Lo sforzo professionale a cui è chiamata la Commissione dal Testo Unico della finanza sarà considerevole, ma l'aver individuato un piano operativo per il raggiungimento di obiettivi predeterminati dimostra una consapevolezza del proprio ruolo istituzionale che non si arresta di fronte alla vastità e gravosità del compito. Quello in corso sarà un anno decisivo per il mercato ed essere pronti con gli strumenti adatti sarà l'impegno di tutte le istituzioni pubbliche e private coinvolte.

PAGINA BIANCA



IL PRESIDENTE
PT 98023527

Roma, 31. 3. 1998

Signor Ministro,

Le invio qui allegata la Relazione predisposta dalla Commissione ai sensi dell'articolo 1/1, comma 13°, della Legge 7 giugno 1974, nr. 216. Essa illustra l'attività svolta dalla Commissione nel 1997 e le linee di indirizzo riguardanti alcuni campi di preminente importanza.

In una terza parte della Relazione vengono illustrati alcuni problemi sui quali si ritiene necessario richiamare l'attenzione dell'autorità di Governo e, per Suo tramite, del Parlamento. La soluzione di alcune di tali questioni presuppone interventi di tipo legislativo; per altre si tratta di assicurare la massima funzionalità a procedure che coinvolgono competenze della Consob e del Tesoro; altre ancora riguardano la cooperazione internazionale.

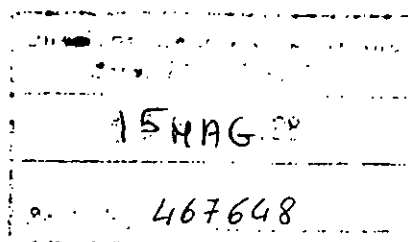
La Relazione è completata da un volume di "Dati e Analisi" sull'attività della Consob e l'evoluzione del quadro di riferimento.

La Commissione rimane a disposizione per ogni approfondimento e chiarimento.

Colgo l'occasione, Signor Ministro, per inviarLe i più rispettosi saluti.

T. Basso

Dr. Carlo Azeglio CIAMPI
Ministro del Tesoro
Via XX Settembre 97
00100 ROMA



PAGINA BIANCA



CONSOB
COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

*RELAZIONE AL
MINISTRO DEL TESORO*

(ai sensi dell'art. 1/1, comma 13, della legge 7 giugno 1974, n. 216)

ANNO 1997

ROMA, 31 MARZO 1998

SOMMARIO

I. *L'ATTIVITA' DELLA CONSOB E IL MERCATO*

- I.1. - L'andamento del mercato*
- I.2. - La privatizzazione della borsa*
- I.3. - La regolamentazione dei mercati e dei servizi d'investimento*
- I.4. - Le offerte al pubblico*
- I.5. - L'informativa societaria e contabile*
- I.6. - La vigilanza sugli operatori e sul mercato*
- I.7. - La cooperazione internazionale*
- I.8. - L'attività interna*

II. *LE LINEE D'INDIRIZZO*

- II.1. - L'attuazione del Testo Unico della finanza*
- II.2. - I collegamenti internazionali*
- II.3. - La privatizzazione della borsa*

III. *LE QUESTIONI APERTE*

- III.1. - L'istituzione Consob*
- III.2. - La cooperazione internazionale*
- III.3. - Le sanzioni agli intermediari e la depenalizzazione*
- III.4. - Il finanziamento della Consob*
- III.5. - Il personale*
- III.6. - Le sedi*

La presente relazione, per l'anno 1997, è stata predisposta dalla Commissione ai sensi dell'art. 1/1, comma 13, della legge 7 giugno 1974, n. 216, che prevede la trasmissione al Ministro del Tesoro, entro il 31 marzo di ciascun anno, di una relazione sull'attività svolta dalla Consob, sulle questioni in corso e sugli indirizzi e le linee programmatiche che intende seguire.

Una più ampia illustrazione dell'attività svolta nel 1997 è contenuta nel volume che si allega.

I. L'ATTIVITA' DELLA CONSOB E IL MERCATO

I.1. L'andamento del mercato

Il 1997 ha fatto registrare una significativa crescita del mercato mobiliare nazionale, sia in termini di scambi che di capitalizzazione complessiva. Il controvalore degli scambi è più che raddoppiato rispetto all'anno precedente e l'indice di borsa ha segnato un incremento di circa il 60% su base annua.

L'attività di intermediazione mobiliare ha tratto beneficio dal ciclo favorevole del mercato. La crescita del risparmio gestito è stata particolarmente significativa. La raccolta dei fondi comuni è cresciuta del 146,6 per cento nel 1997. Il valore del patrimonio complessivamente gestito dalle società di gestione si è incrementato, nel triennio 1994-97, del 149 per cento, più del doppio della media europea nello stesso periodo.

Il mercato ha mostrato nel '97 capacità di assorbimento molto elevate, consentendo una raccolta di circa 45.000 miliardi di lire, tra sottoscrizioni di aumenti di capitale e adesioni a offerte di vendita, a fronte di una media annua di circa 15.000 miliardi nel biennio precedente.

Le operazioni di privatizzazione hanno contribuito in misura significativa alla crescita dei volumi. Il controvalore complessivo dei titoli collocati dal 1993 ammonta a 65.000 miliardi di lire. Nel solo ultimo anno sono stati ceduti, tramite offerta pubblica e collocamento istituzionale, titoli di società quotate posseduti direttamente o indirettamente dallo Stato per un controvalore di circa 38.000 miliardi di lire; il relativo flottante è aumentato del 35%.

Le società di nuova quotazione sono state in tutto 14, mentre i provvedimenti di revoca assunti dalla Consob hanno riguardato i titoli di 18 società. Al 31.12.1997 le società con titoli quotati in borsa erano 213 (217 a fine '96) e 26 quelle negoziate nel mercato ristretto.

Nonostante si tratti di indicatori quasi tutti di segno positivo, la liquidità e le dimensioni del mercato nazionale sono tuttora piuttosto lontane da quelle degli altri paesi europei finanziariamente più evoluti.

La Consob, con i mezzi di cui dispone e nell'ambito del quadro normativo che ne disciplina l'attività, ha operato ed intende continuare ad operare per garantire l'efficienza del mercato mobiliare nazionale, affinché esso possa assumere in ambito europeo un ruolo adeguato al peso dell'economia del Paese.

Due sono i criteri a cui la Commissione, nella sua rinnovata composizione divenuta operativa dal 10 aprile 1997, ha ispirato la propria azione: *rigore e snellezza operativa*: *rigore* nello svolgimento delle proprie funzioni, volte a favorire l'efficienza del mercato e ad assicurare adeguata tutela al pubblico risparmio; *snellezza operativa*, in modo da ridurre al minimo gli oneri a carico degli operatori derivanti dall'attività di regolamentazione e di vigilanza della Consob.

1.2. La privatizzazione della borsa

La procedura delineata dal d.lgs. n. 415/96 per la privatizzazione della borsa è stata attivata dal Consiglio di borsa sul finire del 1996, con la presentazione alla Consob del progetto di trasformazione dei mercati regolamentati. Il 23 gennaio 1997 la Commissione ha approvato il progetto ed ha raccomandato al Consiglio di borsa di definire regole di organizzazione e di funzionamento dei mercati, nonché modalità organizzative della società, tali da prevenire i

conflitti di interesse tra le diverse categorie di azionisti.

Adempite le successive tappe previste dal decreto eurosim, il processo di privatizzazione si è concluso lo scorso dicembre con l'approvazione del regolamento e il rilascio alla Borsa Italiana s.p.a. dell'autorizzazione all'esercizio dei mercati regolamentati a partire dal 2 gennaio 1998.

La Commissione ha fornito in tutte le fasi il suo pieno supporto alla trasformazione in senso privatistico del mercato; all'atto dell'approvazione del regolamento ha però ritenuto - date le cautele necessarie in sede di prime esperienze di autoregolamentazione - di dover sottolineare come l'avvio della sua piena operatività esiga anche la definizione di un più ampio e complesso apparato organizzativo, di procedure gestionali e di controllo idonee a garantire l'indipendente, efficiente e corretto disimpegno dell'attività e a prevenire che la latente potenzialità di conflitti d'interessi possa tradursi in situazioni concrete.

Con la piena operatività del nuovo assetto normativo, la Consob è venuta ad assumere quel ruolo di alta vigilanza sui mercati regolamentati organizzati in forma privata (per assicurare la trasparenza, l'ordinato svolgimento delle negoziazioni e la tutela degli investitori), proprio delle autorità di controllo operanti sulle più importanti piazze finanziarie estere.

1.3. La regolamentazione dei mercati e dei servizi d'investimento

Tra gli interventi di natura regolamentare realizzati dalla Commissione nel corso del 1997 va segnalato, anzitutto, quello che ha portato all'adozione del nuovo regolamento sulla prestazione dei servizi d'investimento e dei servizi accessori, entrato in vigore lo scorso novembre.

Approvato dopo ampia consultazione degli organismi e delle associazioni di categoria interessati, il nuovo testo regolamentare rappresenta un significativo cambiamento di indirizzo rispetto al passato: esso disciplina i soli aspetti qualificanti l'attività di intermediazione mobiliare, lasciando all'autodeterminazione dei soggetti vigilati la realizzazione degli interventi procedurali e organizzativi interni coerenti con i principi fondamentali del decreto eurosim e con le regole di comportamento stabilite dalla Consob. Ciò nel presupposto che sia possibile

soddisfare le esigenze di liberalizzazione senza sacrificio per la tutela del pubblico risparmio.

All'attenuazione degli adempimenti formali dovrà ora accompagnarsi un forte e concreto impegno da parte degli operatori a tradurre il principio dell'autodeterminazione in comportamenti coerenti con i principi di sana, prudente e indipendente gestione, nonché di diligenza, correttezza e professionalità.

Per parte sua la Consob sta sempre più orientando l'azione di vigilanza verso un modello, piuttosto che meramente "sanzionatorio", che miri a prevenire più ancora che a reprimere comportamenti irregolari e scorretti.

Modifiche sono state apportate, in corso d'anno, anche alle disposizioni sul funzionamento del sistema telematico, per ampliare gli ambiti di operatività degli intermediari, e a quelle sull'informativa continua previste dal regolamento d'attuazione della legge sull'*insider trading*, prevedendo più stringenti regole di condotta per gli emittenti, tenuto conto della trasformazione dei soggetti operanti sul mercato e dell'evoluzione degli strumenti di diffusione delle notizie.

In relazione al trasferimento alla Borsa Italiana s.p.a. delle competenze su ammissione, sospensione e revoca dei titoli dalla quotazione, nonché sull'organizzazione e gestione dei mercati, la Commissione ha adottato, sul finire del '97, nuove norme disciplinanti la redazione dei prospetti informativi per l'ammissione di strumenti finanziari alle negoziazioni in borsa e nel mercato ristretto.

1.4. Le offerte al pubblico

In tutto sono state 24 (28 nel 1996) le offerte pubbliche d'acquisto aventi ad oggetto azioni quotate, effettuate ai sensi della legge n. 149/92, per le quali la Commissione ha rilasciato il nulla-osta nel corso del 1997. Nonostante la riduzione del numero di offerte promosse, il controvalore complessivo è aumentato da 1.366 miliardi a 1.966 miliardi di lire, mentre è rimasto su livelli stabili il numero e il controvalore delle offerte volontarie, finalizzate a incrementare la quota detenuta dall'azionista di controllo e alla successiva revoca del titolo dalla quotazione (5, a fronte delle 6 del 1996).

La Commissione è intervenuta in 97 casi per determinare e rendere note al mercato le soglie rilevanti per la promozione di un'opa obbligatoria, ai sensi dell'art. 10, comma 3, della legge n. 149/92. In 40 casi si è trattato di una conferma della soglia già esistente, mentre nei restanti casi si è trattato di modifiche di soglie già esistenti o della pubblicazione di nuove soglie.

Sempre sul fronte applicativo della legge n. 149/92, vanno segnalate le 17 risposte fornite a quesiti interpretativi delle disposizioni sulle offerte pubbliche d'acquisto. Tra queste, merita di essere ricordata la comunicazione del maggio '97, con cui sono state rese note le conclusioni a cui la Commissione è pervenuta su alcuni aspetti applicativi della legge n. 149/92, emersi in occasione dell'esame dell'operazione di privatizzazione dell'Istituto Bancario San Paolo di Torino, ed è stata esclusa la rilevanza degli accordi per la privatizzazione della banca torinese ai fini della promozione di un'opa obbligatoria, sulla base di quanto previsto sia dall'art. 8 della legge n. 474/94 in materia di privatizzazioni, che prevede un caso di cd. "opa speciale", sia dalla disciplina generale dettata dall'art. 10 della legge n. 149/92 in tema di opa obbligatoria.

La Commissione è pervenuta a conclusioni analoghe anche in sede di esame della procedura di privatizzazione della Telecom e della Banca di Roma, pur trattandosi di operazioni contraddistinte in parte da differenti modalità operative.

In tutto sono state 260 le istruttorie condotte dalla Consob, nel corso del 1997, conclusesi con il rilascio del nulla-osta alla pubblicazione di prospetti informativi relativi ad operazioni di sollecitazione del pubblico risparmio, tra cui meritano richiamo quelle relative alle operazioni di collocamento sul mercato dei titoli San Paolo, Telecom, Banca di Roma, Eni e Aeroporti di Roma.

1.5. L'informativa societaria e contabile

Nel 1997 sono state effettuate e rese note al mercato 4.854 operazioni di acquisizione o di variazioni di partecipazioni rilevanti ai sensi dell'art. 1/5 della legge n. 216/74, di cui 1.085 relative a partecipazioni in società quotate e 3.769 relative a partecipazioni detenute da società

quotate in società non quotate.

Dal 1° gennaio 1997 sono state introdotte nuove modalità di comunicazione delle partecipazioni rilevanti che hanno consentito, grazie alla razionalizzazione e semplificazione operata, una riduzione di circa il 16 per cento del numero di dichiarazioni inoltrate dai soggetti tenuti a tale adempimento. Con il nuovo sistema è stato reso possibile, tra l'altro, l'inoltro delle comunicazioni mediante supporto informatico o telematico; possibilità di cui ci si è avvalsi, tuttavia, solo nel 10% dei casi. La Consob auspica un più diffuso utilizzo di strumenti informatici e telematici nella trasmissione delle dichiarazioni, soprattutto da parte delle società quotate, rappresentando essi lo strumento più rapido, meno oneroso e di miglior qualità.

In 46 casi la Commissione è intervenuta, ai sensi dell'art. 1/3, lett. b), della legge n. 216/74, per richiedere a società quotate di diffondere dati e notizie integrativi, necessari per un'adeguata informazione del mercato su fatti societari rilevanti.

In materia di informativa contabile va segnalata la raccomandazione assunta dalla Commissione nel febbraio dello scorso anno, relativa all'adozione di alcuni principi in materia di controlli contabili. Con tale raccomandazione è stato sollecitato un controllo più incisivo sulla gestione da parte del collegio sindacale e prospettata una ridefinizione della disciplina delle deleghe di poteri nell'ambito del consiglio di amministrazione delle società quotate, in modo tale da attribuire agli amministratori senza deleghe una piena vigilanza sull'operato degli amministratori muniti di deleghe.

Con un secondo provvedimento, nel mese di luglio, è stato approvato il principio di revisione per il controllo contabile delle relazioni semestrali. Due sono state le esigenze fondamentali di cui si è tenuto conto nella definizione del principio di revisione: la tempestività di diffusione dei dati semestrali e l'economicità dei controlli.

1.6. La vigilanza sugli operatori e sul mercato

L'attività di vigilanza sugli intermediari ha fatto emergere, durante il 1997, casi di comportamento scorretto, lesivi degli interessi dei risparmiatori, che nelle circostanze più gravi hanno riguardato essenzialmente operatori di più piccole dimensioni.

La vigilanza ha tratto utile conoscenza dalle informazioni acquisite attraverso gli esposti. Nel corso del 1997 sono stati esaminati 375 esposti, di cui 181 ricevuti nel corso dello stesso anno. Gli esposti riferiti a banche sono stati 228, mentre 107 hanno riguardato Sim e, rispettivamente, 27 e 13 hanno avuto ad oggetto società fiduciarie e agenti di cambio. Le istruttorie concluse nel corso dell'anno sono state 175; 155 hanno comportato l'archiviazione del caso, 16 una proposta di sanzione e 4 la formulazione di una lettera di contestazione all'intermediario.

Nel corso del 1997 sono state deliberate dalla Commissione 16 ispezioni nei confronti di intermediari mobiliari, che hanno riguardato 10 società di intermediazione mobiliare, 1 impresa di investimento comunitaria, 1 banca e 4 agenti di cambio. Gli accertamenti iniziati nel corso dell'anno, svolti nei confronti sia di Sim sia di altri intermediari finanziari, sono stati 25, di cui 18 a carattere generale, 6 con oggetto mirato e 1 ai sensi dell'art. 8 della legge n. 157/91.

L'attività di vigilanza svolta nei confronti di promotori finanziari ha comportato l'adozione di 116 provvedimenti sanzionatori (83 nel 1996). In 39 casi gli accertamenti svolti hanno portato alla radiazione e conseguente cancellazione dall'Albo di altrettanti promotori, mentre in 8 casi è stata applicata la sanzione del richiamo. In tutto sono stati 5 i provvedimenti di sospensione a titolo sanzionatorio e 64 i provvedimenti di sospensione cautelare assunti a carico di promotori nel 1997.

Nell'ambito della vigilanza sulle società di revisione sono stati svolti 7 accertamenti ispettivi e, in 6 casi, sono stati assunti provvedimenti di intimazione a non avvalersi di personale a carico del quale erano state accertate irregolarità nello svolgimento dei lavori di revisione.

L'azione di controllo sull'utilizzo di informazioni riservate (*insider trading*) e su casi di manipolazione è stata ulteriormente rafforzata nel corso del 1997. Le evidenze raccolte indicano che si tratta di un fenomeno diffuso. Sono state concluse 52 indagini (21 nel 1996) e sono state inviate 19 relazioni all'Autorità Giudiziaria (9 nel 1996). L'impegnativa attività istruttoria nel complesso svolta ha comportato l'acquisizione di dati e notizie nei confronti di 328 soggetti.

1.7. La cooperazione internazionale

Anche nel corso del 1997 la Consob ha fornito il proprio contributo alle istituzioni dell'Unione europea, prendendo altresì parte alle numerose iniziative della International Organization of Securities Commissions (IOSCO), ai gruppi di lavoro dell'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (Ocse) e dell'Organizzazione per il commercio mondiale (Omc) e agli incontri di Wilton Park, relativi alla cooperazione internazionale ai fini di vigilanza, nonché a quelli delle autorità di vigilanza sui mercati di prodotti derivati.

Sono stati stipulati, in corso d'anno, *memorandum of understanding* con le autorità di controllo della Repubblica Federale di Germania, di Honk Kong e di Taipei, per la cooperazione e lo scambio di informazioni, che vanno ad aggiungersi ai precedenti accordi conclusi con altre autorità di controllo di paesi dell'U.E. ed extracomunitari (in tutto 15).

Sul finire dell'anno è stato istituito il Forum of European Securities Commissions (FESCO), il nuovo organismo costituito dalle autorità di controllo dei mercati dello Spazio Economico Europeo con lo scopo di darsi, in vista dell'introduzione dell'euro e del completamento dell'unione monetaria, un'organizzazione stabile. Finalità del FESCO è quella di consentire, tra l'altro, ai propri membri di cooperare per l'attuazione del mercato interno europeo nel settore dei servizi finanziari, di elaborare norme comuni in materia di sorveglianza dei mercati finanziari nonché nei settori non armonizzati dalle direttive comunitarie. Alla presidenza del FESCO è stato chiamato il Presidente della Consob.

* * * * *

1.8. L'attività interna

Particolare attenzione è stata posta dalla Commissione anche agli aspetti organizzativi e gestionali dell'Istituto, nella consapevolezza della rilevanza che essi assumono ai fini di un adeguato svolgimento delle funzioni istituzionali.

Interventi di riassetto organizzativo e funzionale hanno interessato sia le unità operative

che le strutture di supporto; essi sono stati dettati, da un lato, da esigenze di razionalizzazione e di rafforzamento della presenza dell'Istituto sulla piazza milanese, in modo da favorire il contatto con il mondo degli operatori; dall'altro, dalla necessità di migliorare il grado di efficienza nello svolgimento delle attività di supporto strumentali allo svolgimento delle funzioni istituzionali.

Nell'agosto dello scorso anno è stato approvato il piano d'azione della Consob per la transizione all'Euro, con l'individuazione delle attività necessarie per l'adeguamento delle procedure interne alla nuova unità di conto. Il piano, in fase di realizzazione, prevede interventi in undici settori di attività, tra cui segnalazioni di vigilanza, dati anagrafici dei soggetti vigilati, archivio sulla trasparenza proprietaria delle società quotate, sistema di vigilanza dei mercati.

Esigenze di programmazione e di razionale impostazione delle attività hanno poi portato, sul finire dello scorso anno, all'approvazione da parte della Commissione del piano operativo della Consob per il 1998. Il piano individua i principali obiettivi al cui perseguimento è orientata l'azione istituzionale, in coerenza con l'evoluzione del sistema economico nazionale e con le necessità di trasformazione e ammodernamento del sistema finanziario.

Sono state individuate sei aree-chiave: regolamentazione derivante dal Testo Unico della finanza e revisione della normativa secondaria Consob (semplificazione delle regole e chiarezza della comunicazione); privatizzazione dei mercati e ruolo della Consob; innovazione delle modalità di controllo (razionalizzazione dei procedimenti ed orientamento dei soggetti vigilati verso standard di correttezza indispensabili per la tutela dell'investitore, l'integrità e lo sviluppo del mercato); adeguamento delle modalità operative Consob agli standard internazionali (recepimento dei "modelli di mercato" esteri più evoluti e diffusione all'estero di un "modello Italia"); miglioramento dell'azione di supporto (miglioramento dei servizi generali di supporto e "contrattualizzazione" di quelli strumentali a specifici processi operativi); cultura della regolamentazione dei mercati finanziari (rafforzamento dell'azione Consob per lo sviluppo e la promozione di una cultura della regolamentazione). Le prime tre aree-chiave rappresentano la sintesi delle attività che la Commissione ritiene strategiche per l'anno in corso; le restanti tre descrivono processi trasversali e di servizio comuni a tutte le attività operative.

Rendere certi con una previsione standard e, dove possibile, ridurre i tempi di risposta della Consob nei confronti dell'esterno rappresenta una componente essenziale di un

miglioramento del servizio fornito al sistema economico, oltre che garanzia di regolarità, trasparenza e correttezza dei procedimenti. A tal fine è stato definito, a fine 1997, un progetto operativo avviato dall'inizio del corrente anno, che prevede procedure di misurazione e standardizzazione dei tempi di risposta per quanto concerne lo svolgimento dei compiti istituzionali. L'iniziativa troverà piena attuazione entro l'anno, mediante la classificazione definitiva delle tipologie di procedimenti, aggiornata sulla base delle innovazioni legislative in atto, in modo da prevedere un tempo standard per la elaborazione e la definizione di tutte le pratiche la cui tipologia lo consenta.

Sul finire del 1997 si è concluso, con il rilascio del visto di esecutività da parte del Presidente del Consiglio dei ministri, l'iter relativo all'approvazione del nuovo regolamento disciplinante il trattamento giuridico ed economico del personale dell'Istituto.

* * * * *

In sintesi, nel corso del 1997 la Commissione ha tenuto 215 riunioni, durante le quali ha esaminato circa 2.500 argomenti all'ordine del giorno ed ha assunto oltre 1.500 deliberazioni.

II. LE LINEE D'INDIRIZZO

In questa seconda parte della Relazione vengono esposte le linee d'indirizzo a cui la Commissione intende ispirare la propria azione, con particolare riferimento all'attuazione del Testo Unico, ai collegamenti internazionali e alla fase di consolidamento della privatizzazione della borsa.

II.1. L'attuazione del Testo Unico della finanza

L'attuazione del Testo Unico della finanza rappresenta uno degli impegni prioritari e rilevanti che la Consob è chiamata ad assolvere nel corrente anno. Vi è, infatti, una larghissima coincidenza tra l'area disciplinata dal Testo Unico e quella delle proprie competenze istituzionali. Tra le varie autorità pubbliche interessate, alla Consob spetta il compito di emanare il maggior numero di provvedimenti attuativi. E' fermo intendimento della Commissione, per la parte di propria competenza, procedere all'adozione di tutti i provvedimenti attuativi delle disposizioni del Testo Unico nei tempi previsti e, laddove possibile, entro un termine inferiore.

L'entrata in vigore del Testo Unico consente all'ordinamento del sistema finanziario nazionale di compiere significativi progressi e di allinearsi a quello dei paesi con mercati finanziari più evoluti. Il sistema delle norme è stato opportunamente semplificato con un'opera di delegificazione che ha consentito di fissare a livello di legge primaria i principi di carattere generale nelle varie materie, demandando alla normativa di rango secondario il completamento del quadro regolamentare.

Lo spirito e le finalità della riforma operata con il Testo Unico non troverebbero adeguata attuazione se con i provvedimenti d'attuazione non si realizzasse una regolamentazione snella, che semplifichi gli adempimenti e riconosca ampi spazi all'autoregolamentazione dei soggetti vigilati. La Consob, per quanto di competenza, intende uniformarsi a tali principi, per concorrere alla definizione di un quadro normativo basato su regole chiare, che non si traduca in adempimenti onerosi per i soggetti vigilati e che sia largamente condiviso dalle varie componenti del mercato.

II.2. I collegamenti internazionali

L'internazionalizzazione dei mercati costituisce una sfida per gli operatori, per i mercati stessi e per le autorità di vigilanza. Essa impone l'individuazione di standard comuni e la cooperazione tra le autorità di vigilanza.

La normativa europea in materia di mercati finanziari, fondata sull'armonizzazione minima ed il riconoscimento reciproco, presenta ancora "zone grigie", ambiti privi di regole comuni ed omogenee, nozioni non definite. L'assenza di un unico organismo di controllo acuisce poi tali problemi. La costituzione del FESCO risponde all'esigenza di ricercare e definire standard comuni, che permettano di assicurare adeguata tutela agli investitori.

A tal fine occorre realizzare le condizioni perchè si sviluppino forme di cooperazione tra le autorità di vigilanza che, in prospettiva, consentano l'accesso ai rispettivi *data base* e riguardino anche gli accertamenti per ipotesi di *insider trading*, manipolazione, abusiva sollecitazione del pubblico risparmio.

Con la globalizzazione dei mercati finanziari, la definizione di standard comuni e la cooperazione a fini di vigilanza rappresentano condizioni da realizzare non solo a livello europeo ma mondiale. La IOSCO rappresenta la sede in cui perseguire tali obiettivi.

La Consob partecipa attivamente ai lavori della IOSCO, di cui presiede il Comitato Regionale Europeo ed è membro del Comitato esecutivo in qualità di rappresentante della Regione Europea nonché del Comitato tecnico.

Particolare attenzione è attualmente dedicata in ambito IOSCO al tema dei principi contabili. L'obiettivo è quello di definire principi contabili riconosciuti a livello internazionale, così da assicurare agli investitori presenti sui vari mercati un'informativa uniforme.

Le transazioni di strumenti finanziari tramite la rete Internet rappresentano un altro dei temi prioritari in ambito IOSCO. Nel novembre scorso è stato predisposto un primo rapporto sulle implicazioni derivanti dal commercio elettronico sull'attività di vigilanza, con l'obiettivo di pervenire ad un'intesa tra le autorità di controllo che favorisca la più ampia collaborazione in materia.

Sia in ambito europeo che in sede IOSCO la Consob persegue gli obiettivi di concorrere alla realizzazione di standard uniformi riconosciuti internazionalmente e di favorire la più ampia collaborazione tra le autorità di vigilanza dei mercati finanziari.

II.3. La privatizzazione della borsa

A fondamento del processo di trasformazione della borsa italiana in società privata vi è la concezione del mercato inteso come struttura che produce servizi, da gestire con criteri imprenditoriali. Tale trasformazione ha finito per assumere in Italia connotati anche più radicali che in altri paesi nei quali, pur essendosi la borsa strutturata in forma di società per azioni, sono stati conservati importanti elementi pubblicistici, tra i quali la nomina degli organi di vertice.

Pur nella forma di società privata, le borse restano in larga misura "strutture di sistema", il cui scopo ultimo dovrebbe essere l'ampliamento dei volumi di attività piuttosto che la massimizzazione dell'utile. Il fatto che gli stessi soggetti siano contemporaneamente azionisti della società-mercato, operatori in proprio e per conto della clientela, coordinatori di importanti operazioni di collocamento di azioni di imprese quotate o privatizzande ed essi stessi emittenti, può dare luogo a conflitti di interessi, resi ancora più significativi in Italia da tre circostanze: l'assenza di una tradizione di autodisciplina; il fatto che tali soggetti siano in prevalenza banche con limitata esperienza del mercato azionario; la prospettiva che un rapido sviluppo del mercato sia destinato a mutare significativamente le posizioni dei diversi partecipanti al mercato stesso.

Obiettivo della Consob è di operare in modo che l'area dell'autoregolamentazione si allarghi, con il passaggio alla società-mercato di funzioni che il Testo Unico consente alla Consob di delegare. La Consob intende, tuttavia, evitare che le circostanze a cui si è fatto cenno in precedenza possano compromettere gli obiettivi di un corretto operare e di una adeguata crescita del mercato.

E' con tale intendimento che la Commissione ha sollecitato alcune modifiche al regolamento per la quotazione, prima di procedere alla sua approvazione, e ha raccomandato alla società-mercato di definire un idoneo assetto organizzativo, con adeguate procedure gestionali e di controllo, riservandosi di riesaminare il testo regolamentare per verificare la realizzazione di una struttura e l'introduzione di regole e procedure che garantiscano alla compagine societaria e al mercato un efficace superamento di ogni situazione di conflitti di interessi.

Con lo stesso spirito la Commissione intende favorire la più ampia collaborazione con

la società-mercato, affinché la borsa italiana possa vincere la difficile sfida che l'attende nel confronto con le altre borse europee. Ciò richiede uno sforzo coordinato da parte dei soggetti pubblici e privati coinvolti, animati dal comune intento di far prevalere l'interesse generale. La Consob intende avviare consultazioni periodiche con tali soggetti al fine di stimolare e favorire la cooperazione tra le varie componenti del mercato.

III. LE QUESTIONI APERTE

Di seguito si espongono alcuni problemi sui quali si ritiene necessario richiamare l'attenzione dell'Autorità di Governo e, per Suo tramite, del Parlamento; essi riguardano il profilo istituzionale della Consob, la sua autonomia e la gestione delle risorse umane e finanziarie dell'Istituto; le procedure sanzionatorie nei confronti degli intermediari; la depenalizzazione di alcuni reati, soprattutto in materia di insider trading; la cooperazione internazionale.

La soluzione di alcune di tali questioni presuppone interventi di tipo legislativo, mentre per altre si tratta di assicurare la massima funzionalità a procedure che coinvolgono competenze della Consob e del Tesoro; altre ancora riguardano la cooperazione internazionale.

III.1. L'istituzione Consob

III.1.1. Le funzioni della Consob si sono ampliate nel corso degli anni, di pari passo con le trasformazioni che hanno interessato il mercato mobiliare nazionale. Gli interventi legislativi succedutisi dal '74 in poi, frutto in gran parte del processo di adeguamento della normativa nazionale alle direttive comunitarie in materia di società emittenti, appello al pubblico risparmio e mercati regolamentati, hanno profondamente modificato l'originario assetto dell'Istituto.

Da organismo di controllo sul mercato di borsa e sulle società emittenti titoli quotati, la Consob ha assunto, con sempre maggiore pienezza di contenuti, il ruolo di autorità di regolazione e vigilanza dell'intero mercato mobiliare nazionale e dei soggetti che in esso operano.

All'evoluzione del ruolo dell'Istituto nei confronti del sistema finanziario non si sono accompagnati una revisione e un ammodernamento del quadro organizzativo-istituzionale di riferimento, che rimane quello tracciato dal legislatore con la legge istitutiva del '74 e con gli aggiornamenti apportati dalla legge n. 281/85.

L'art. 1/1, comma 9, della legge n. 216/74 subordina tuttora l'efficacia degli interventi regolamentari della Commissione in materia di organizzazione, amministrazione, contabilità e gestione del personale, al rilascio del visto di legittimità da parte del Presidente del Consiglio dei ministri. Si tratta di un vincolo di particolare rilevanza che, oltre a contrastare con il requisito della indipendenza proprio della Consob, limita notevolmente l'operatività e ritarda l'efficacia di determinazioni spesso essenziali per il buon funzionamento della istituzione.

E' da osservare come il legislatore, in anni più recenti, in sede di istituzione di altre autorità indipendenti, abbia riconosciuto alle stesse un'indipendenza più ampia e senza vincoli, con ciò consentendo un più agile perseguimento dei loro fini istituzionali. Va anche rilevato come, a seguito del riassetto della normativa in materia di mercati finanziari operata con il Testo Unico, le disposizioni della legge istitutiva n. 216 del 1974 siano state quasi tutte abrogate, fatta eccezione proprio per le norme che disciplinano l'assetto istituzionale della Consob (artt. 1/1 e 1/2).

In tale ambito va, inoltre, considerato come il puntuale e chiaro riconoscimento della missione istituzionale - che nel caso della Consob consiste nell'assicurare la tutela degli investitori nonché l'efficienza e l'integrità dei mercati finanziari - possa contribuire, in modo non irrilevante, ad aumentare l'*accountability* di un'autorità pubblica, fornendo alla collettività uno strumento di percezione, valutazione e controllo dell'azione da essa svolta.

La Commissione ritiene, pertanto, che il nuovo quadro delineato dal Testo Unico renda maturi i tempi per un intervento legislativo di riforma. Facendo venir meno le restanti norme della legge n. 216/74, esso dovrebbe definire un nuovo statuto per la Consob e, nel ribadire i presidi di autonomia e indipendenza, rendere più attuale la missione ad essa affidata,

specificando gli obiettivi finali da perseguire con risparmio di energie e facilità d'azione.

III.1.2. Attiene ai profili dell'autonomia istituzionale anche il tema dei controlli sulla spesa da parte della Corte dei Conti.

La legge n. 216/74 prevede che il rendiconto finanziario della Consob sia soggetto al controllo della magistratura contabile. Si tratta di un controllo successivo effettuato sul consuntivo annuale nel suo complesso e non anche di un controllo preventivo, su singoli atti, come in parte ancora avviene per le amministrazioni centrali dello Stato.

La legge n. 20/94 ha ridefinito le attribuzioni della Corte dei Conti, ampliandone il raggio d'azione fino alla verifica della regolarità della gestione e della rispondenza dell'azione svolta dalle singole amministrazioni agli obiettivi stabiliti dalla legge.

Il passaggio da un sistema di controlli contabili incentrato sulla verifica di legittimità a un altro in cui assume carattere di centralità il riscontro su regolarità ed efficienza gestionale non sembra tuttavia essersi ancora compiutamente realizzato, in quanto di fatto il controllo sull'efficienza gestionale ha trovato frequente attuazione anche attraverso un sostanziale controllo di legittimità atto per atto.

E' auspicabile che l'esercizio del controllo, specie nei confronti di organismi pubblici dotati di autonomia amministrativa e contabile, trovi sempre più idonea realizzazione mediante la formulazione di un giudizio complessivo sull'efficienza gestionale piuttosto che sui singoli atti, perseguendo così anche l'obiettivo di minori costi amministrativi e di minor dispendio di energie per i soggetti sottoposti a controllo.

III.2. La cooperazione internazionale

III.2.1. La legge attribuisce alla Consob il compito di svolgere, nell'ambito delle proprie competenze in materia di vigilanza, accertamenti finalizzati all'individuazione di ipotesi di violazioni di norme, per poi riferirne all'Autorità giudiziaria.

In un contesto internazionale sempre più caratterizzato da una forte integrazione tra i mercati finanziari si rende spesso necessario, per dare effettività all'azione di vigilanza, lo

svolgimento di accertamenti anche al di fuori dei confini nazionali. E', infatti, molto frequente, ad esempio in materia di *insider trading* e di manipolazione dei corsi di borsa, che ordini di acquisto o di vendita di titoli sul mercato italiano provengano da soggetti operanti attraverso banche o intermediari esteri. Ciò comporta la necessità di una attiva collaborazione da parte delle corrispondenti autorità estere per ottenere le necessarie informazioni circa l'identità dei committenti, nonchè sui tempi ed i modi degli ordini impartiti, pena l'impossibilità di portare a conclusione gli accertamenti, pur in presenza di forti indizi sulla consumazione del reato.

A tal fine sarebbe auspicabile che, o nell'ambito della Convenzione europea di Strasburgo sull'assistenza giudiziaria in materia penale del 20 aprile 1959, o in eventuali ulteriori convenzioni internazionali fosse attribuita alla Consob la possibilità di avvalersi direttamente dei canali di assistenza giudiziaria per l'espletamento dei compiti di supporto all'esercizio dell'azione penale che le competono.

III.2.2. La vigilanza sui servizi di investimento prestati su base transfrontaliera costituisce un altro settore nel quale la cooperazione a livello europeo assume un ruolo cruciale.

Quando l'intermediario e il risparmiatore appartengono a paesi diversi, la tutela dell'investitore è affidata alle regole proprie del paese in cui è avvenuto il contatto. Si tratta di un criterio di difficile se non di impossibile applicazione, alla luce dell'evoluzione dei sistemi di comunicazione, e che indebolisce e rende più incerta la tutela dell'investitore nel caso in cui vi siano tra i vari paesi significative diversità di regole, di comportamenti delle autorità di vigilanza, di tradizioni e metodi del sistema giudiziario.

La Commissione ritiene che sarebbe un grave errore dare vita a un sistema nel quale l'autorità di controllo è lontana, per ragioni geografiche, di lingua, di metodi operativi dalla parte più debole della transazione, rappresentata dall'investitore. Nello stesso tempo l'opera dell'autorità di controllo geograficamente più vicina all'intermediario è indispensabile per assicurare un'efficace azione di controllo.

Occorre allora, ad avviso della Commissione, seguire un duplice indirizzo: in primo luogo, un grado più elevato di armonizzazione delle regole di trasparenza e correttezza; in secondo luogo, una organica cooperazione tra le autorità di controllo, rispettivamente, del paese di appartenenza dell'investitore e di quello dell'intermediario. Si tratta di una posizione

largamente condivisa dai paesi dell'Europa continentale, che trova incerta la commissione di Bruxelles ma che si ritiene utile sia sostenuta con vigore dall'Italia in tutte le sedi negoziali.

III.3. Le sanzioni agli intermediari e la depenalizzazione

III.3.1. La vigilanza sugli intermediari finanziari è stata disciplinata, per gli aspetti relativi alla correttezza e alla trasparenza, dalla legge n. 1/91 fino al 1° settembre 1996 e, successivamente, dal d.lgs. n. 415/96. Entrambe le leggi hanno previsto che sia la Consob, dopo aver svolto gli accertamenti di propria competenza, a proporre al Ministero del Tesoro l'applicazione di sanzioni per le violazioni rilevate, per i profili di correttezza e trasparenza, a carico di intermediari. Tale procedura sanzionatoria è stata sostanzialmente trasfusa nel Testo Unico.

La situazione venutasi a creare per l'assenza di chiare disposizioni transitorie nel decreto eurosim e per effetto della mancata conclusione da parte dell'Amministrazione del Tesoro di numerosi procedimenti finalizzati all'irrogazione di sanzioni relativi a fatti precedenti il decreto Eurosime incide negativamente sull'efficacia e la credibilità dell'azione di vigilanza, concorrendo anche a creare situazioni di sostanziale disparità di trattamento tra i soggetti vigilati.

La Commissione ritiene di dover sottolineare in questa sede la necessità che siano assunte al più presto le iniziative necessarie per rimuovere la situazione di stallo venutasi a determinare, affinché le procedure sanzionatorie in corso possano concludersi in tempi brevi e consentire il ripristino di una situazione di normalità.

III.3.2. Il Testo Unico della finanza introduce significativi cambiamenti per quanto riguarda l'apparato sanzionatorio, riducendo il numero delle fattispecie penali e ampliando l'ambito di applicazione delle sanzioni di tipo amministrativo.

La Commissione si è espressa in senso favorevole alla depenalizzazione di una serie di fattispecie finora sanzionate penalmente, ricercando anche attraverso contatti con l'Ufficio Legislativo del Ministero di Grazia e Giustizia cambiamenti del sistema in essere, ispirati a

criteri direttivi rivolti alla trasformazione in violazioni amministrative di reati puniti con l'arresto o l'ammenda e alla più ampia applicazione di sanzioni pecuniarie, anche di consistente entità.

La depenalizzazione consente di sottrarre all'enfasi della sanzione penale fatti di minore rilevanza e costituisce anche il mezzo per rendere più efficace l'azione di contrasto a fatti illeciti di maggiore gravità, essendo la sanzione amministrativa di più rapida applicazione e di maggiore forza deterrente. L'estensione di questo principio appare particolarmente urgente nell'ambito dell'azione di repressione di fenomeni di insider trading e di manipolazione dei corsi di borsa, dove l'immediatezza della reazione è da ritenere particolarmente importante anche per i riflessi che ne derivano sui comportamenti dell'insieme degli operatori del mercato.

III.4. Il finanziamento della Consob

Nel 1994, con l'entrata in vigore della legge n. 724 (art. 40) è stato introdotto un sistema di finanziamento che ha trovato una non definitiva attuazione mediante ripartizione degli oneri tra bilancio dello Stato e contribuzioni a carico del mercato. Ai sensi di tale norma, la Commissione provvede a segnalare al Ministero del Tesoro, entro il 31 luglio di ogni anno, la previsione di fabbisogno finanziario per l'esercizio successivo, nonchè la previsione delle entrate derivanti da contribuzioni prelevate dal mercato e, per differenza, le esigenze di entrate a carico dell'erario. In attuazione di detta normativa, la Commissione determina annualmente le categorie e l'entità delle contribuzioni a carico del mercato, che diventano esecutive dopo aver ottenuto il visto di legittimità da parte del Presidente del Consiglio dei ministri, a cui fa seguito la pubblicazione nella Gazzetta Ufficiale.

Nel 1997 il fabbisogno finanziario dell'Istituto è stato complessivamente pari a 100 miliardi di lire, di cui 60 a carico del bilancio dello Stato e 40 derivanti da contribuzioni prelevate dal mercato.

La riduzione dello stanziamento statale a favore della Consob, operata in sede di approvazione della legge finanziaria per il corrente anno, e una non prevista perdita di introiti conseguente a modifiche apportate nella fase di stesura finale del Testo Unico della finanza per

la parte relativa alla disciplina delle società di revisione, hanno avuto come effetto una riduzione complessiva delle entrate a favore dell'Istituto, stimata in oltre 14 miliardi di lire. A ciò è da aggiungere che approfondimenti in corso relativi a un'altra fonte di entrata non consentono allo stato di poter prevedere una sollecita soluzione compensativa.

Pur se un relativo avanzo di gestione dell'anno precedente consentirà di sopperire in parte alle esigenze dell'anno in corso, le ripercussioni sulla gestione saranno notevoli, trattandosi di minori entrate pari a circa il 15 per cento del fabbisogno annuale complessivo, e potrebbero comportare una riconsiderazione delle iniziative programmate, alcune delle quali di rilevanza strategica.

I problemi di finanziamento rappresentano una forte preoccupazione per la Commissione e per essi occorre ricercare soluzioni che, in un'equilibrata ripartizione tra entrate a carico dello Stato e contribuzioni prelevate dal mercato, consentano all'Istituto di poter disporre dei mezzi finanziari necessari per l'ordinato ed efficiente svolgimento dei propri compiti.

III.5. Il personale

In base alle attuali disposizioni di legge, la Consob può avvalersi fino ad un massimo di 450 unità di personale, tra dipendenti di ruolo e a contratto. Il personale in servizio è attualmente composto da 396 unità, di cui 304 di ruolo e 92 a contratto. I dipendenti assegnati alla sede di Roma sono 312 e 84 quelli in servizio presso la sede secondaria operativa di Milano.

L'art. 62 del "collegato" alla legge finanziaria per il 1998 ha stabilito che la Consob, al fine di realizzare le funzioni di controllo previste dal decreto eurosim e quelle conseguenti all'approvazione del Testo Unico della finanza, proceda al completamento della propria dotazione organica mediante concorsi pubblici e, per un numero di posti non superiore a 60 unità, mediante una procedura concorsuale interna. L'art. 197 del Testo Unico ha anche disposto che la Consob provveda direttamente, nei limiti delle autonome risorse finanziarie e senza oneri aggiuntivi per la finanza pubblica, a tutte le procedure necessarie per l'immediata copertura dei posti in organico, secondo i criteri previsti dal citato art. 62.

Si tratta di previsioni che lasciano immutato il numero complessivo delle unità di personale di cui la Consob può avvalersi per legge ma che consentiranno il potenziamento dell'attuale organico di ruolo, mediante concorsi pubblici, nonché il passaggio a ruolo di una parte considerevole dei contrattisti assunti negli anni scorsi attraverso rigorosi processi di selezione; tale passaggio, da molti atteso, potrà ridurre i casi di dimissioni dal servizio, di recente divenuti piuttosto frequenti, di personale qualificato di rilevante valenza e di difficile reperibilità, attratto da migliori offerte esterne.

In attuazione di tali disposizioni, è intendimento della Commissione procedere in tempi brevi ad una significativa riduzione del numero di persone a contratto, a cui faranno seguito le procedure concorsuali occorrenti per la copertura dei posti che risulteranno ancora disponibili nell'organico di ruolo; è anche intendimento della Commissione di destinare la maggior parte del personale di nuova assunzione alla sede secondaria di Milano, per fare fronte agli impegnativi ulteriori compiti operativi che la Consob è chiamata a svolgere anche in attuazione del Testo Unico della finanza.

Come già detto, il personale della Consob è dotato di professionalità elevate e, dunque, particolarmente richieste anche all'esterno, soprattutto nel settore dei servizi finanziari. Se ciò è in parte fisiologico e, per alcuni aspetti, positivo - in quanto consente di trasferire nel mondo delle imprese esperienze e professionalità maturate all'interno dell'istituzione - nello stesso tempo è fonte di preoccupazione perchè tale personale non è facilmente reperibile; è necessario, quindi, creare e mantenere le condizioni affinché la Consob possa sempre contare su professionalità adeguate, pena uno scadimento della qualità del servizio prestato alla collettività.

Il trattamento giuridico ed economico del personale Consob è determinato, per disposizione inserita nella legge istitutiva, in base al contratto collettivo di lavoro in vigore per i dipendenti della Banca d'Italia.

Pare opportuno mantenere il raccordo normativo con il trattamento riservato al personale dell'Istituto di emissione, valorizzando ulteriormente il richiamo contenuto nella legge n. 216 alle specificità e esigenze funzionali della Consob per differenziare la disciplina del personale ogniqualvolta ciò consenta una più efficiente gestione delle professionalità esistenti o di quelle da acquisire all'esterno, in modo da assicurare la necessaria flessibilità e favorire il rapido e

idoneo ricambio delle risorse che si trasferiscono all'esterno dell'istituzione.

III.6. Le sedi

Ai sensi dell'art. 1/1, comma 1, della legge istitutiva n. 216/74, la Consob ha sede a Roma e ha una sede secondaria operativa a Milano. Il progressivo incremento numerico, negli anni, del personale in servizio, ha reso necessaria l'individuazione di nuovi spazi di lavoro. Attualmente la Consob opera in due sedi a Roma e in una sede a Milano. Di queste, la sede originaria di via Isonzo a Roma è di proprietà dell'Istituto, mentre le restanti due sono in locazione.

E' intendimento della Commissione assumere, in tempi brevi, iniziative che consentano di realizzare una migliore e più adeguata collocazione logistica degli uffici Consob sulla piazza milanese, non disgiunta da un'analoga iniziativa volta a rimuovere le attuali inefficienze e i maggiori costi derivanti dalla ripartizione degli uffici tra le due sedi di Roma.
