

normativa. I regolamenti sono da poco entrati in vigore e quindi una loro revisione appare prematura.

Allo scopo di approfondire gli effetti economici delle regole introdotte e le eventuali modifiche da apportare, la Commissione intende procedere alla predisposizione di appositi documenti di consultazione attraverso i quali dare continuità al rapporto dialettico tra Autorità e mercato, inaugurato in sede di stesura della normativa di attuazione del Testo unico.

Il controllo sull'informativa

Nel 1998 sono state effettuate e rese note al mercato 6.979 dichiarazioni di acquisizione o di variazioni di partecipazioni rilevanti, di cui 1.694 relative a partecipazioni in società quotate.

Gli annunci relativi a patti di sindacato riguardanti società quotate sono risultati 32 (rispetto ai 47 dello scorso anno); di questi 14 sono risultati riferiti alla costituzione di nuovi patti e 18 alla modifica di patti già esistenti.

Nel corso dell'anno sono state effettuate 14 operazioni di offerta pubblica di acquisto e/o scambio su titoli di società quotate (24 nel 1997). Nonostante la consistente riduzione del numero di offerte promosse, il controvalore complessivo è nettamente aumentato, passando da 1.996 a 3.883 miliardi di lire.

Nel complesso, sono stati depositati presso l'Archivio della Consob 306 prospetti informativi per l'effettuazione di operazioni di sollecitazione del pubblico risparmio (260 nel 1997); tra queste, meritano richiamo le operazioni di collocamento delle azioni Bnl e della quarta *tranche* Eni. A partire dal mese di ottobre sono, inoltre, stati depositati i primi 18 prospetti relativi a fondi pensione aperti.

Nell'ambito dell'esame dei prospetti di ammissione a quotazione di obbligazioni strutturate, gli emittenti sono stati in più occasioni invitati a integrare le informazioni ivi contenute, allo scopo di fornire agli investitori un quadro più trasparente.

La Commissione è più volte intervenuta, tramite apposite comunicazioni, sulla materia dell'informazione contabile. Vanno, in particolare, segnalate le comunicazioni relative alla cosiddetta *segment information* e alle operazioni con parti correlate (entrambe basate su principi contenuti negli *International Accounting Standards*) e le comunicazioni di carattere generale relative all'informativa da rendere in bilancio in occasione dell'avvio della moneta unica e dei problemi connessi al passaggio all'anno 2000. Numerosi sono stati, inoltre, i pareri su questioni specifiche in materia contabile sollecitati dalle società quotate.

La vigilanza sulle società di gestione dei mercati e sugli operatori

Nel 1998 si è concluso, con il rilascio delle autorizzazioni e l'avvio dell'operatività della Borsa Italiana Spa, della Mts Spa e della Mif Spa, il processo di privatizzazione dei mercati previsto dal D.Lgs. 415/96.

Coerentemente con le previsioni del citato D.Lgs. 415/96, confermate anche dal Testo unico, la Commissione ha nel corso dell'anno abbandonato le attività di regolazione e amministrazione diretta dei mercati per assumere il ruolo, assegnatole dalla legge, di responsabile dell'alta vigilanza. Peraltro, in considerazione della circostanza che il 1998 è stato, sotto il profilo dei mercati, un anno di transizione, le attività dell'Istituto riferite alle società di gestione dei mercati sono risultate di tipo essenzialmente autorizzatorio (e, quindi, a carattere straordinario) e l'attività di vigilanza è stata assolta, per lo più, tramite la prestazione della propria assistenza e consulenza alle società mercato.

Nel 1999 gli obiettivi di trasparenza, ordinato svolgimento delle negoziazioni e tutela dei risparmiatori saranno perseguiti anche attraverso l'adozione di iniziative strutturali di vigilanza sulle società di gestione dei mercati, così come previsto dal Testo unico.

Nel corso del 1998 la Commissione ha proposto l'applicazione di 34 sanzioni pecuniarie relative a Sim, banche e agenti di cambio; in particolare, per le Sim e le banche le proposte hanno riguardato, rispettivamente, 65 e 84 esponenti aziendali. Rispetto allo scorso anno è diminuito (da 9 a 5) il numero dei provvedimenti di sospensione degli organi amministrativi, di amministrazione straordinaria e di liquidazione coatta amministrativa di Sim assunti dalla o su proposta della Consob. In numero ben superiore al 1997 sono invece risultati i provvedimenti adottati nei confronti di promotori finanziari. In particolare, la Commissione ha assunto 170 provvedimenti sanzionatori (di cui 11 richiami, 73 sospensioni e 86 radiazioni) e 76 provvedimenti di sospensione cautelare (contro, rispettivamente, i 52 e i 64 dello scorso anno).

La Commissione ha, in totale, deliberato l'esecuzione di 24 ispezioni nei confronti di intermediari mobiliari; gli accertamenti ispettivi iniziati nel corso dell'anno hanno riguardato 6 Sim, 9 banche e 3 agenti di cambio.

L'attività di vigilanza, oltre che delle segnalazioni periodiche provenienti dagli intermediari, ha tenuto conto anche degli esposti autonomamente indirizzati all'Istituto dagli investitori. Il numero degli esposti ricevuti è stato pari a 337 (contro i 181 dello scorso anno); di questi 230 hanno riguardato banche e i rimanenti 107 Sim e agenti di cambio.

Nell'ambito dei controlli sulle società di revisione sono state eseguite 5 ispezioni; sulla base del complesso degli accertamenti svolti sono stati assunti un provvedimento di intimazione a non avvalersi di un *partner* e un provvedimento di divieto di acquisire nuovi incarichi di

revisione e sono state applicate due sanzioni amministrative pecuniarie.

Con riferimento alla vigilanza sulle società quotate, è stata deliberata l'esecuzione di 2 ispezioni. Il controllo del rispetto degli obblighi di informazione continua ha dato luogo all'individuazione di 4 casi di comportamento irregolare. In 11 casi l'Istituto ha richiesto a società quotate di diffondere dati e notizie integrativi, necessari per l'adeguata informazione del mercato su fatti societari rilevanti.

In materia di abuso di informazioni privilegiate e aggio l'Istituto ha concluso 36 istruttorie e inviato all'Autorità Giudiziaria 21 relazioni motivate (19 nel 1997). Nell'ambito degli accertamenti sono state indirizzate a vari soggetti 398 richieste di dati e notizie e sono state eseguite 8 verifiche ispettive e 7 audizioni; in 17 casi ci si è avvalsi della collaborazione di Autorità di vigilanza estere.

Le relazioni internazionali

Il 1998 ha visto una presenza attiva dell'Istituto in tutte le sedi internazionali in cui si affrontano i problemi connessi alla regolamentazione dei mercati finanziari e all'armonizzazione delle relative disposizioni. La rilevanza del ruolo svolto in queste sedi è stata confermata dalla rielezione del Presidente dell'Istituto in qualità di membro del Comitato esecutivo della *International Organization of Securities Commissions* (Iosco).

Nel corso dell'anno sono stati stipulati due accordi di cooperazione con la *Hungarian Banking and Capital Market Supervision* e la *Australian Securities and Investments Commission* che si aggiungono a quelli conclusi negli scorsi anni con numerose altre Autorità di controllo comunitarie ed extracomunitarie.

L'anno trascorso ha visto, inoltre, il rilevante impegno delle Autorità aderenti al *Forum of European Securities Commissions* (Fesco) volto alla definizione di un "Memorandum multilaterale sullo scambio di informazioni e sulla vigilanza", formalmente siglato nel gennaio 1999. Con tale *Memorandum* tutte le Autorità partecipanti al Fesco si sono impegnate alla massima reciproca collaborazione e assistenza al fine di potenziare l'attività di vigilanza in materia, tra l'altro, di *insider trading* e aggio, prestazione dei servizi di investimento, mercati e informazione societaria.

La gestione e l'amministrazione dell'Istituto

Analogamente a quanto fatto nel 1997, la Commissione ha ritenuto di operare una programmazione delle principali attività da svolgere nel 1999. Nel piano delle attività programmate per il 1999 si individuano due grandi aree di intervento: quella dei progetti istituzionali finalizzati a migliorare l'efficacia dell'azione amministrativa (consolidamento della normativa secondaria e sub-secondaria, miglioramento dei sistemi di vigilanza attraverso la ricerca di strumenti di valutazione e intervento uniformi) e quella dei progetti di funzionamento interno tesi a rendere più efficiente l'Istituto (razionalizzazione delle competenze decisionali e di firma, formalizzazione e standardizzazione delle procedure di lavoro, introduzione di un sistema di contabilità analitica, incremento dell'utilizzo delle dotazioni informatiche all'interno e nei rapporti con i soggetti vigilati).

Notevole impulso alle relazioni con l'esterno è venuto dalla realizzazione, a partire dal 1° luglio, del sito Internet dell'Istituto; su di esso sono disponibili numerose informazioni sugli operatori del mercato, sulle attività svolte dall'Istituto, oltre a tutto il materiale istituzionale prodotto (Relazione Annuale, Quaderni di Finanza, *Newsletter*, delibere, comunicazioni e regolamenti). È in corso di realizzazione l'inserimento nel sito di tutti i documenti e le informazioni, non coperti da vincoli di segreto, di cui l'Istituto dispone (prospetti informativi, assetti proprietari delle società quotate, etc.), in modo da rendere gli stessi immediatamente, gratuitamente e facilmente accessibili al pubblico.

Nei primi giorni del 1999 si è concluso, con il rilascio del visto di esecutività da parte del Presidente del Consiglio dei Ministri, l'iter relativo all'adozione dei provvedimenti disciplinanti il regime contributivo. Nella relativa definizione, la Commissione ha ritenuto opportuno attestarsi, per quanto possibile, sui provvedimenti valevoli per il 1998, apportando a questi le modifiche e le integrazioni indotte dal Testo unico, riconnesse all'abrogazione di disposizioni preesistenti e all'attribuzione alla Consob di nuove funzioni. L'eccezione principale è costituita dall'introduzione di un nuovo contributo sulle negoziazioni riferito allo svolgimento da parte dell'Istituto di compiti specifici di vigilanza sui mercati regolamentati.

Sempre in materia di finanziamento, si è realizzato un sostanziale equilibrio tra contribuzioni provenienti dal mercato e finanziamento dello Stato; tale equilibrio rappresenta un importante risultato che trova fondamento nella natura di bene pubblico di alcuni dei servizi prestati dalla Consob. Nel contempo, conformemente ai principi che avevano ispirato il legislatore del 1994, il finanziamento da parte degli operatori costituisce un importante stimolo ad adottare regole di vigilanza che tengano conto dei costi diretti oltreché di quelli che gli intermediari devono sostenere per rispettarli.

Peraltro, l'attuale formulazione della legge impone alla Consob di applicare contribuzioni in capo ai beneficiari dei propri servizi (tramite un meccanismo che equipara le contribuzioni stesse al prezzo di una prestazione), determinando, in tal modo, un irrazionale frazionamento delle attività di vigilanza svolte dalla Commissione nelle specifiche fasi che la compongono (esami, iscrizione ad albi, estensione dell'autorizzazione, controlli) a fronte di ciascuna delle quali viene percepito un distinto contributo (per la partecipazione a esame, istruttorio, di vigilanza).

Ciò complica notevolmente sia la definizione, di anno in anno, del regime contributivo (ad esempio in relazione all'attribuzione alla Consob di nuove competenze vengono individuati nuovi servizi svolti, nuovi beneficiari e nuove contribuzioni), sia i meccanismi di pagamento e incasso, rendendo il sistema, in sintesi, scarsamente efficiente: per la Consob, in relazione agli alti costi di gestione, per gli operatori, in relazione alla circostanza che questi, in numerosi casi, sono tenuti a effettuare un singolo pagamento per ciascuno dei servizi di cui usufruiscono.

In conclusione, appare auspicabile una riforma della disciplina del finanziamento della Consob (art. 40 della legge 724/94) che sostituisca il legame tra le contribuzioni e i singoli servizi resi dall'Istituto con il legame tra le contribuzioni e l'attività complessiva di vigilanza (da intendersi quindi in tutte le sue fasi) su ciascuna categoria di soggetti. Tali contribuzioni sarebbero comunque da parametrare ai costi sostenuti.

Qualora tale nuovo quadro normativo venisse adottato sarebbe possibile rafforzare il processo di consultazione con i soggetti percossi sulle disposizioni dell'Istituto che regolano le contribuzioni e introdurre forme di controllo da parte del mercato sulla rispondenza tra costi e contribuzioni.

Il 1998 ha rappresentato un anno di transizione in materia di gestione del personale. In attuazione delle disposizioni previste dall'art. 62 della legge 662/97 e del D.Lgs. 58/98 sono stati indetti e conclusi, nel gennaio di quest'anno, i concorsi interni riservati al personale a contratto.

Alla luce dell'attuale situazione del personale, come risulta dopo l'immissione in ruolo di sessanta dipendenti già contrattisti, la Consob sta valutando l'opportunità di riprendere l'esame della tematica attinente alla riforma delle carriere, anche con il rafforzamento dei criteri meritocratici.

La possibilità di introdurre nuovi sistemi di sviluppo professionale che tengano conto dell'alta qualificazione del personale, acquisita sia attraverso procedure di ingresso particolarmente selettive, sia attraverso una formazione specialistica maturata nell'esercizio dell'attività, è stata già valutata dalla Presidenza del Consiglio dei Ministri in occasione dell'approvazione del vigente Regolamento del personale dell'Istituto.

L'obiettivo va perseguito nel rispetto del contratto collettivo di lavoro della Banca d'Italia, al quale va fatto riferimento ai sensi della legge 281/85, assegnando, tuttavia, il giusto rilievo

alle specifiche esigenze funzionali e organizzative della Consob, caratterizzata da una struttura, da un'articolazione territoriale e da una composizione quali-quantitativa del personale diversa da quella dell'Istituto di emissione.

La Consob è a un tempo Autorità di garanzia di diritti costituzionali e Autorità di regolazione di uno specifico settore dell'economia. In questa prospettiva va riconsiderato l'istituto del visto di esecutività sui Regolamenti interni previsto dall'art. 1 della legge 216/74. A questo riguardo si deve osservare che sia l'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato, sia le autorità di regolazione dei servizi di pubblica utilità istituite con la legge 481 del 1995 hanno previsioni diverse, potendo deliberare le norme concernenti il trattamento giuridico ed economico del personale e l'ordinamento delle carriere, nonché la propria organizzazione, in modo del tutto autonomo.

Questa Commissione auspica quindi che il Governo voglia assumere iniziative finalizzate a una revisione della normativa, coerentemente con quanto previsto per analoghe Autorità di garanzia e/o di regolazione.

II. LINEE DI INDIRIZZO E QUESTIONI APERTE

La normativa sull'abuso di informazioni privilegiate e sull'agiotaggio

Il Testo unico della finanza ha innovato sensibilmente l'ordinamento giuridico degli intermediari mobiliari, delle società quotate, della sollecitazione del risparmio. Solo dalla sua applicazione per un periodo di tempo ragionevolmente lungo potranno emergere puntualmente gli aspetti che necessitano di una revisione normativa.

Peraltro, i limiti dell'impostazione con la quale sono stati rivisti alcuni istituti sono apparsi evidenti già da questi primi mesi di applicazione.

L'apparato repressivo dei reati di abuso di informazioni privilegiate e di agiotaggio su strumenti finanziari non configura un sistema nel quale la minaccia della sanzione riesce a scoraggiare i comportamenti fraudolenti. Già, per la natura dell'illecito, il reo gode di una probabilità relativamente bassa di essere individuato; a ciò si aggiunge che la massima pena detentiva prevista (due anni) consente, attraverso il patteggiamento, di monetizzare integralmente la responsabilità penale con costi non certo tali da disincentivare la perpetrazione del reato; le stesse pene accessorie - tra cui quella, particolarmente severa per un operatore economico, dell'interdizione temporanea dagli uffici direttivi delle persone giuridiche e delle

imprese - pure previste dall'art. 182 del Testo unico, vengono a decadere con l'istituto del patteggiamento.

Inoltre, la scelta di attribuire la competenza per la cognizione dei delitti in esame al pretore (e non più al Tribunale avente sede nel distretto di Corte d'Appello nel cui territorio è stato commesso il reato) non giova alla auspicabile formazione, considerato anche il tecnicismo della materia, di una "Magistratura specialistica".

Da ultimo, i ritardi della giustizia penale - connessi anche al carattere frequentemente multinazionale di questo genere di illeciti - allungano notevolmente i tempi del giudizio definitivo e quindi, in una qualche misura, ne attenuano la severità. Sotto quest'ultimo profilo è opportuno ricordare che delle 58 segnalazioni inviate all'Autorità Giudiziaria dal 1991 al 1998 (di cui 21 relative al 1998) 37 sono nella fase istruttoria.

Come più volte manifestato, lo sviluppo dei nostri mercati mobiliari dipende in primo luogo dalla capacità di attrarre gli investitori esteri e quindi anche dalla credibilità dell'apparato normativo e regolamentare. Gli investitori esteri sono evidentemente svantaggiati se la percentuale di scambi guidata da informazioni privilegiate è elevata.

Intenzione di questa Commissione è delineare alcune ipotesi di riforma al fine di affiancare, secondo un appropriato coordinamento, le sanzioni amministrative a quelle penali, così come già realizzato nella legislazione francese e in modo da conferire una maggiore effettività all'azione repressiva.

La nozione di strumento finanziario contenuta nel Testo unico non è definita in via generale, come pure accade in altri ordinamenti, ma in base a un numero di strumenti singolarmente individuati. Solo il Ministro del tesoro, del bilancio e della programmazione economica può individuare, con apposito regolamento, nuove categorie di strumenti finanziari. Questi, a loro volta concorrono a definire il più vasto insieme dei prodotti finanziari.

La lista degli strumenti finanziari esistenti al momento della elaborazione del Testo unico può divenire obsoleta per gli effetti della incessante innovazione finanziaria che caratterizza i mercati senza che ciò produca alcuna automatica integrazione di quella lista. Di ciò il Parlamento e il Governo hanno già avuto prova, allorquando nel d.d.l. in materia di *securitization* è stato necessario affermare esplicitamente, ai fini dell'applicazione delle disposizioni del Testo unico, l'equiparazione agli strumenti finanziari ivi contemplati dei titoli emessi a fronte delle operazioni di cartolarizzazione dei crediti.

Dal momento che gli ambiti applicativi delle norme del Testo unico sono delimitati anche dalla nozione di strumento finanziario si configura il rischio di una progressiva diminuzione del perimetro regolamentato. Nel Riquadro 1 si riporta una valutazione quantitativa del fenomeno ora accennato.

RIQUADRO 1

Il perimetro delle attività finanziarie vigilate dalla Consob

Per individuare l'aggregato di attività finanziarie che dovrebbe teoricamente essere oggetto di controlli sotto il profilo della trasparenza informativa nelle operazioni di offerta al pubblico, si è partiti dalla definizione di attività finanziarie contenuta nella Relazione annuale della Banca d'Italia.

Tale definizione comprende le attività liquide (costituite da circolante, depositi, operazioni pronti contro termine e titoli a breve termine), i titoli a medio e a lungo termine, le azioni e partecipazioni, le quote di fondi comuni, le attività sull'estero, le riserve per premi assicurativi (ramo vita e ramo danni) e le altre attività finanziarie (che includono i fondi di quiescenza e altre partite minori).

Per giungere all'aggregato controllato da un *security regulator* sono stati esclusi, rispetto a tale definizione, le attività liquide e i titoli di Stato (infatti, tali prodotti non necessitano di controlli in materia di trasparenza informativa), le riserve assicurative relative al ramo danni e una parte di quelle relative al ramo vita, le attività sull'estero e le altre attività finanziarie.

Per quanto concerne i prodotti assicurativi, l'esclusione delle polizze danni e il parziale mantenimento delle polizze vita sono giustificati dal fatto che le prime non sono considerate strumenti finanziari in alcuno degli ordinamenti dei maggiori paesi industrializzati, mentre una parte consistente delle assicurazioni vita è caratterizzata da un elevato grado di omogeneità rispetto ad altre forme di investimento, quali ad esempio i fondi comuni. Omogeneità che si ritrova anche nelle operazioni di capitalizzazione in cui l'elemento demografico è completamente assente. Tali prodotti vengono esplicitamente considerati strumenti finanziari all'interno degli ordinamenti anglosassoni: nel Regno Unito, i contratti di assicurazione sulla vita sono inclusi nella nozione di *investments* prevista dal *Financial Services Act* del 1986; negli Stati Uniti, le rendite finanziarie e i contratti di assicurazione sulla vita il cui rendimento è collegato a una gestione separata (*variable annuities* e *variable life insurance*) ricadono nell'*Investment Company Act* del 1940 e le relative polizze sono considerate valori mobiliari ai sensi del *Securities Act* del 1933.

Sono state altresì escluse le attività sull'estero; esse infatti, benché comprendano anche le attività finanziarie che possono ricadere sotto il controllo di un *security regulator* (come ad esempio quote di fondi comuni di diritto estero non armonizzati), costituiscono un insieme completo all'interno del quale non è possibile operare distinzioni. Infine, i fondi di quiescenza (conteggiati dalla Banca d'Italia nelle "Altre attività finanziarie") sono stati esclusi tenuto conto della loro natura prevalentemente previdenziale e del fatto che, implicando la necessità di tenere vincolati i relativi fondi per un determinato periodo, non garantiscono quella libertà di investimento che caratterizza invece gli strumenti finanziari.

Sempre al fine di determinare l'aggregato di attività finanziarie di competenza di un'Autorità di vigilanza sul mercato mobiliare, sono state apportate alcune ulteriori correzioni: all'interno della voce azioni e partecipazioni sono state prese in considerazione le sole emissioni di azioni quotate (che comprendono anche le obbligazioni convertibili); sono state considerate, per i titoli obbligazionari, le emissioni lorde (da parte di banche e di altri soggetti), in luogo delle variazioni nel corso dell'anno; le polizze vita sono state stimate sulla base dei premi incassati e non della variazione delle riserve.

- Segue -

Per effetto di queste correzioni (soprattutto il passaggio alle emissioni lorde per le obbligazioni), l'aggregato totale delle attività finanziarie che dovrebbero rientrare nell'ambito delle competenze di un'autorità di vigilanza sul mercato mobiliare risulta pari a 313.893 miliardi di lire; di questi, la Consob controlla effettivamente un ammontare di 166.659 miliardi, pari a circa il 53 per cento.

TAV. 1

ATTIVITÀ FINANZIARIE E CONTROLLO CONSOB¹
DATI 1997

VOCI	DI COMPETENZA TEORICA DI UN'AUTORITÀ DI VIGILANZA SUL MERCATO MOBILIARE (A)	CONTROLLATE EFFETTIVAMENTE DALLA CONSOB (B)	(B)/(A)
OBBLIGAZIONI	154.126	13.028 ²	8,5 %
AZIONI E PARTECIPAZIONI	10.456	10.456	100,0 %
QUOTE DI FONDI COMUNI	143.175	143.175	100,0 %
ASSICURAZIONI VITA	6.136 ³	0	0,0 %
TOTALE ATTIVITÀ	313.893	166.659	53,1 %

Fonte: Relazioni annuali Banca d'Italia e Consob per l'anno 1997, statistiche trimestrali Isvap. Valori in miliardi di lire; si considerano: per le obbligazioni, le emissioni, nel corso dell'anno, da parte di banche e di altri soggetti; per le azioni e partecipazioni, le emissioni di azioni quotate nel corso dell'anno (il dato include anche le obbligazioni convertibili); per le quote di fondi comuni, la raccolta netta; per le assicurazioni vita, i premi incassati. ² Il dato comprende le emissioni obbligazionarie quotate al Mot e le altre emissioni obbligazionarie soggette alla disciplina della sollecitazione all'investimento. ³ Operazioni di capitalizzazione e polizze vita connesse a fondi di investimento.

Internet

Nell'anno trascorso il fenomeno delle transazioni finanziarie via Internet, già noto nei paesi finanziariamente più evoluti del nostro, ha iniziato a diffondersi anche in Italia. Come più in dettaglio specificato nel Riquadro 2, l'esperienza internazionale mostra che le frodi a mezzo Internet sono per lo più perpetrate da soggetti che accedono alla rete con il preciso scopo di realizzarle. L'Autorità deve in questo quadro estendere i propri controlli dai soggetti abilitati a quelli che abusivamente utilizzano Internet.

In questo contesto la mancata attribuzione all'Istituto di poteri di intervento diretto nei confronti dei soggetti non ordinariamente vigilati rappresenta un punto di debolezza del sistema. Fa eccezione l'attività di sollecitazione all'investimento che, se abusivamente svolta, può essere vietata direttamente dalla Consob (pur dovendosi rilevare che la sanzione massima prevista, pari a lire 200 milioni, risulta troppo bassa).

RIQUADRO 2

L'intermediazione finanziaria attraverso Internet e la tutela dei risparmiatori

La prestazione dei servizi della *securities industry* attraverso Internet rappresenta una delle frontiere dell'intermediazione finanziaria ed è destinata ad alterare i rapporti di forza fra gli attori del mercato, a incidere sulla microstruttura dei mercati finanziari e a condizionare l'operato di coloro che sui mercati sono chiamati a vigilare.

Occorre tuttavia sottolineare come gli elementi che rappresentano i fattori di successo della finanza in rete sono anche quelli che la rendono un ambiente ideale per la nascita di frodi a danno dei risparmiatori; molte delle forme classiche di violazione delle norme in materia di intermediazione e sollecitazione possono essere più facilmente realizzate in forma elettronica. La facilità con cui è possibile accedere alla rete (anche creando un sito commerciale dal quale offrire strumenti finanziari o servizi di investimento) coniugata alla difficile perseguibilità degli illeciti costituiscono elementi in grado di spingere un numero maggiore di soggetti a intraprendere comportamenti fraudolenti.

L'esperienza internazionale mostra come le frodi perpetrate via Internet non sono di solito poste in essere da operatori sani ma da soggetti che accedono alla rete al solo scopo di realizzare una frode. Nel guardare al fenomeno della finanza *on line* ci si deve, pertanto, riferire non solo (e non tanto) a operazioni (al più scorrette) poste in essere dai soggetti tradizionali (intermediari o emittenti che siano) e ai peculiari aspetti di tutela degli investitori che esse sollevano in considerazione della natura del mezzo utilizzato ma, piuttosto, all'attività di operatori che, intenzionalmente e sin dall'inizio, si affacciano su Internet al preciso fine di realizzare uno schema ingannatorio.

Considerata la dimensione sovranazionale della rete Internet, una disciplina nazionale, per quanto avanzata, rischia, indipendentemente dall'efficienza con cui le competenti Autorità di controllo si adopereranno per il rispetto delle regole, di rimanere inefficace. L'*enforcement*, in mancanza di accordi internazionali di collaborazione fra paesi e *Authority*, resterebbe, di fatto, privo di rilevanza pratica poiché potrebbe rivelarsi assai arduo far cessare l'azione illecita o comminare altre sanzioni al soggetto che avesse violato la regolamentazione operando secondo la modalità transfrontaliera, tipica della rete.

Nel caso di Internet, la tradizionale questione dell'individuazione a livello comunitario delle Autorità responsabile della vigilanza (*home vs. host country control*) è resa ulteriormente complessa dalla attiva presenza sulla rete di operatori extra comunitari.

Nel concreto, in aggiunta alla cooperazione internazionale vera e propria che, con la definizione di accordi bi- e multi-laterali, mira a dare effettività all'apparato regolamentare di un paese anche nell'ipotesi di comportamenti posti in essere da un altro paese, sono possibili altre due vie attraverso le quali realizzare

- Segue -

(con un grado di integrazione tra sistemi crescente) questo approccio internazionale: i) la definizione di regole comuni; ii) l'individuazione, in sede di organizzazioni internazionali, di criteri guida a cui le legislazioni nazionali si devono ispirare per assicurare un livello "minimo" alla normativa di settore. Alle delineate vie per un approccio internazionale sono riconducibili, rispettivamente, la recente proposta di direttiva dell'UE e il *Report dell'Internet Task Force dell'International Organization of Securities Commissions* (Iosco).

A livello comunitario, attualmente, non esiste una specifica regolamentazione delle offerte *on-line* di servizi finanziari, trovando, di conseguenza, specifica applicazione le normative dei singoli Stati aderenti all'UE. In questo quadro è da segnalare la proposta di direttiva, presentata il 14 ottobre 1998, finalizzata a regolamentare in modo specifico le modalità di conclusione a distanza dei contratti aventi ad oggetto servizi finanziari.

Le raccomandazioni della Iosco, emanate il 19 settembre 1998, si pongono l'intento di fornire delle indicazioni alle quali le Autorità di settore dei diversi paesi si dovranno attenere, disciplinando la materia per quanto di loro competenza; tale uniformità di indirizzi dovrebbe garantire un'armonizzazione delle disposizioni e, soprattutto, un approccio più univoco.

La Commissione intende affrontare il problema dei controlli su Internet anche attraverso l'istituzione di unità operative specificamente preposte al monitoraggio della rete, oltre che con il rafforzamento della cooperazione internazionale. In materia sembra comunque necessario un intervento legislativo, anche alla luce dell'esito della discussione in corso sulla proposta di direttiva comunitaria.

Le norme in materia di privatizzazioni

Nel corso di quest'anno la Consob è intervenuta più d'una volta nell'applicazione della normativa primaria e secondaria relativamente a società che sono state oggetto di privatizzazione e alle quali sono stati applicati gli istituti introdotti con la legge 474 del 1994.

L'esperienza mostra che le norme introdotte nel 1994 hanno generato una qualche incertezza in capo agli investitori relativamente alla concreta applicazione di due istituti: i poteri speciali e i limiti ai possessi azionari; entrambi hanno generato un "rischio da regolamentazione degli assetti societari".

Per quanto riguarda il primo aspetto, i poteri speciali e, indipendentemente da ogni considerazione circa la loro compatibilità con il diritto comunitario, la mancata previsione, in pendenza di offerta pubblica, del momento nel quale possa essere eventualmente esercitato il diritto di gradimento in essi previsto, producono una notevole incertezza tra gli investitori, come anche mostrato recentemente dal caso Telecom.

Diverso è il rischio, sempre di natura regolamentare, generato dalla possibilità di introdurre dei limiti al possesso azionario negli statuti delle imprese privatizzate, prima che avvenga la dismissione. Questi limiti, nella loro concreta esperienza applicativa, hanno assunto valori molto bassi e hanno richiesto un numero relativamente elevato di partecipanti al nucleo stabile al momento della dismissione; ciò può indebolire la capacità di indirizzo strategico della società privatizzata, il che genera incertezza tra gli investitori. In secondo luogo, essi costituiscono un meccanismo di difesa del gruppo che ha assunto il controllo della società privatizzata e, essendo il loro mantenimento affidato alla volontà assembleare, tendono a permanere oltre i limiti temporali previsti dalla norma.

Le privatizzazioni hanno dato in questi anni un contributo elevato allo sviluppo del nostro mercato finanziario. È auspicabile che le prossime operazioni possano essere realizzate con una nuova disciplina sulle privatizzazioni e che la revisione, attualmente all'esame del Parlamento, riduca i vincoli sui diritti di proprietà, rimuovendo, almeno in parte, gli ostacoli - e quindi i costi - che attualmente vengono frapposti a una riallocazione del controllo, successiva a quella realizzata al momento della dismissione.

La partecipazione ai lavori della Commissione di studio per la riforma del diritto societario

Il D.Lgs. 58/98 ha apportato numerosi e importanti cambiamenti al diritto societario, delineando un vero e proprio statuto delle società con titoli quotati; queste risultano oggi regolate, sotto numerosi e non marginali aspetti, da una normativa diversa da quella prevista dal codice civile per le società per azioni.

Tali differenze non sempre trovano adeguata giustificazione nel particolare *status* delle società quotate; alcune delle esigenze di tutela del risparmio e degli azionisti di minoranza che ispirano le disposizioni del Testo unico sussistono, infatti, anche per le società che, pur non essendo quotate, ricercano presso un pubblico indistinto di finanziatori il capitale di rischio o di credito necessario al loro operare.

Anche per tali motivi, assai opportuna appare l'iniziativa assunta dal Governo di istituire una commissione di studio incaricata di predisporre una bozza di legge delega per la riforma del diritto delle società non quotate. Ai lavori di questa commissione, presieduta dal Professor Mirone, la Consob sta dando e continuerà a dare il proprio convinto contributo, al pari delle altre istituzioni e degli eminenti studiosi che vi partecipano.

L'obiettivo che con l'istituzione della commissione il Governo intende perseguire è sicuramente ambizioso. Si tratta di costruire una normativa che sia flessibile e adatta alle esigenze di crescita in autonomia delle imprese italiane, così da favorirne lo sviluppo e migliorarne la competitività in campo internazionale, anche attraverso misure che incoraggino

l'afflusso verso le stesse di una più consistente quota di risparmio. A tal fine è necessario che la disciplina sia in grado di garantire adeguatamente gli interessi di chi, pur non partecipando alle scelte imprenditoriali, investe i propri risparmi in tali società e, più in generale, di tutti coloro che con esse entrano in contatto.

Alcune modifiche al codice civile in tema di finanziamento di impresa, la cui introduzione è ritenuta auspicabile da questo Istituto, sono riportate nel Riquadro 3.

RIQUADRO 3

Le modalità di raccolta di capitale di rischio e di debito

Due specifici interventi normativi sembrano auspicabili. Essi riguardano le modalità di raccolta di capitale di rischio e di debito da parte delle società che fanno appello al pubblico risparmio (e in particolare quotate). Entrambi gli interventi non porrebbero sostanziali problemi di compatibilità con le direttive europee.

Il primo intervento riguarda la modifica della disciplina del diritto d'opzione in caso di aumenti di capitale a pagamento effettuati da società con titoli diffusi ed eventualmente quotate. Il metodo dei diritti rappresenta, sulla base della vigente norma codicistica, il metodo della raccolta di capitale di rischio, dovendo la rinuncia a quel metodo rispondere a un particolare requisito (dimostrare che "l'interesse della società lo esige") e a particolari onerose procedure (relazione degli amministratori contenente i criteri adottati per la determinazione del prezzo, parere del collegio sindacale sul prezzo).

Nel sistema attuale è prassi che le società quotate pongano in essere operazioni di aumento di capitale in opzione agli azionisti a un prezzo di collocamento notevolmente inferiore al prezzo di mercato. Ciò è fatto al fine di indurre una massiccia, e spesso forzata, adesione all'aumento di capitale. Da un lato, infatti, se gli azionisti di minoranza non aderiscono all'aumento di capitale si espongono ad una perdita in conto capitale per effetto della diluizione del valore delle loro azioni derivante dal fatto che la società sta emettendo nuove azioni a un prezzo inferiore, mentre, dall'altro lato, spesso non possono negoziare il diritto d'opzione al suo valore effettivo.

Sarebbe opportuno pertanto procedere a una sostanziale equiparazione, compatibile con il disposto delle normative comunitarie, per le società che fanno appello al pubblico risparmio fra l'offerta in opzione e quella con esclusione del diritto d'opzione.

Il secondo intervento riguarda la disciplina dell'emissione di obbligazioni ordinarie o non convertibili da parte di società aperte. La scarsa diffusione delle emissioni di obbligazioni ordinarie (e non) da parte di imprese non-finanziarie (anche quotate) è una delle peculiarità che contraddistinguono il mercato finanziario italiano. È possibile incentivare lo sviluppo del mercato dei titoli obbligazionari non-bancari, e più in generale di imprese non-finanziarie, rimuovendo alcuni vincoli che allo stato attuale gravano sull'emissione di obbligazioni.

Il primo vincolo è rappresentato dal limite quantitativo fissato dal primo comma dell'art. 2410 del c.c., che impedisce alle Spa di emettere obbligazioni per un importo superiore al capitale versato. Questo limite potrebbe essere innalzato fino ad arrivare almeno alla somma del capitale versato più le riserve

- Segue -

distribuibili, come attualmente previsto per le sole società quotate.

Il secondo vincolo all'emissione di obbligazioni ordinarie deriva dal fatto che la decisione è rimessa all'assemblea straordinaria, con possibilità di delega agli amministratori (artt. 2365 e 2420 c.c.). La decisione può essere delegata agli amministratori solo se espressamente previsto nell'atto costitutivo o in successive modifiche (art. 2420-ter). Tuttavia, se si assimila la decisione di emettere obbligazioni ordinarie a un atto di ordinaria amministrazione, così come accade per l'accensione di un prestito bancario, si potrebbe pensare di delegare per intero questa materia alla discrezionalità degli amministratori, salvo previsioni diverse rimesse all'autonomia statutaria.

La competitività dei mercati regolamentati e l'organizzazione della vigilanza

L'organizzazione dei mercati non ha ancora trovato un proprio assetto definitivo; sono tuttora allo studio ipotesi di integrazione tra i mercati e le relative strutture, sia a livello nazionale che internazionale.

L'Istituto guarda con estrema attenzione alle iniziative in corso, anche se non spetta alla Consob esprimere una preferenza per l'uno o l'altro assetto. Quest'ultimo, tuttavia, dovrebbe essere coerente con la privatizzazione dei mercati e con il principio dell'indipendenza delle società di gestione da singoli azionisti. Si osserva che i riassetti in corso nel settore bancario non sembrano pienamente garantire il rispetto della condizione dell'indipendenza. Una integrazione proprietaria tra le società mercato, Borsa Spa e Mts Spa, che hanno ciascuna una missione, un gruppo di prodotti e un segmento di mercato ben distinti e definiti, non appare strettamente necessaria. È però auspicabile che anche le società di supporto siano uniche per ciascuna tipologia di servizio offerto (compensazione e garanzia, custodia e regolamento, servizi tecnologici), per motivi di economie di scopo e di scala e per meglio consentire i collegamenti con le piazze finanziarie estere.

Nel corso del 1998 si sono svolti i lavori del Comitato Piazza Finanziaria, istituito sulla base di una direttiva del Presidente del Consiglio dei Ministri. Il Comitato ha rappresentato una sede istituzionale d'incontro sulle tematiche connesse allo sviluppo dei mercati finanziari italiani. In questo anno ha condotto una ricognizione sulle cause che concorrono a determinare il successo di una piazza finanziaria, individuato alcune problematiche e formulato delle proposte.

La competitività del sistema è influenzata anche dagli assetti istituzionali dei controlli. In diversi paesi, la vigilanza sul mercato finanziario sta formando oggetto di un ripensamento, anche radicale, da parte del legislatore e dell'esecutivo, nel convincimento che, in presenza di

libertà di movimento di capitali e di libera prestazione di servizi, le capacità di attrarre risparmio e operatori sono determinate anche dal grado di complessità delle regole, dal numero delle autorizzazioni necessarie per operare, dal livello di intrusione nelle scelte degli operatori, dal livello dei costi delle Autorità che devono essere finanziati. Non emergono tendenze univoche ma la ricerca di un assetto maggiormente funzionale è comune a tutti i paesi.

In Italia, la delega concessa dal Parlamento al governo nel febbraio del 1996 per la redazione di un Testo unico della finanza non ha consentito di intervenire sulla struttura istituzionale dei controlli, se non marginalmente.

La vigilanza per finalità - secondo la quale, in presenza di una sostanziale omogeneità nei servizi finanziari, gli obiettivi di stabilità e trasparenza sono più facilmente raggiungibili quando le diverse Autorità sono responsabili di uno soltanto di essi e indipendentemente dalla natura dell'intermediario - è stata ribadita ma non è ancora principio informatore dei controlli su tutto il mercato finanziario. La sua effettiva e definitiva adozione richiede un ripensamento generale, così come avvenuto in altri paesi europei, su compiti e ruoli delle diverse istituzioni di controllo.

L'auspicio è che, con l'indirizzo del Ministero del tesoro, del bilancio e della programmazione economica, questa riflessione prenda avvio.