

RELAZIONE
SULL'ATTIVITÀ DELLA COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA (CONSOB)
(Anno 1999)

VALUTAZIONI SULLA RELAZIONE DELLA CONSOB RELATIVA ALL'ANNO 1999.**Considerazioni introduttive.**

Nel corso dell'anno è continuata la crescita del mercato finanziario nel suo complesso e si è registrata una importante accelerazione della tendenza alla globalizzazione dei mercati derivante dall'impiego di nuove tecnologie e da *Internet*. Il processo di modernizzazione del sistema finanziario è stato accompagnato da una consistente attività normativa avviata con l'adozione del Testo unico dell'intermediazione finanziaria e continuata con l'emanazione dei relativi regolamenti di attuazione.

Il contesto del mercato in continua espansione ed evoluzione ha comportato la necessità di fornire agli operatori una pronta ed efficace attività delle Autorità pubbliche.

La maggiore flessibilità della normativa secondaria ha consentito di recepire prontamente le nuove istanze regolamentari e ciò in piena rispondenza al modello delineato dal Testo unico che ha attuato a tal fine una ampia delegificazione della materia.

Al tempo stesso, l'attività comunitaria ha impegnato la Consob e le altre Autorità verso l'obiettivo dell'integrazione dei mercati attraverso l'armonizzazione degli ordinamenti nazionali.

In tale ambito, le Istituzioni coinvolte e la Commissione svolgono ciascuna il proprio ruolo per lo sviluppo del mercato finanziario in armonia con i principi posti dal Trattato UE, nel rispetto delle linee guida indicate dal legislatore nazionale nel Testo unico dell'intermediazione finanziaria.

La relazione corredata del volume "Dati ed Analisi" illustra l'attività della Commissione nel corso dell'anno. L'Istituto, nell'ambito dei settori affidati alla sua competenza, fotografa la situazione del mercato finanziario ed il suo andamento nel corso del 1999, pone le linee di indirizzo della sua azione e richiama l'attenzione sulle questioni ancora aperte. Di esse viene dato conto nel prosieguo della presente relazione privilegiando l'esame degli aspetti ritenuti di maggior interesse.

ATTIVITA' DELLA CONSOB E MERCATO

La vigilanza regolamentare

Nel corso dell'anno la Commissione ha dato il proprio contributo all'opera di completamento dell'architettura regolamentare del sistema finanziario quale delineata dal Testo unico dell'intermediazione finanziaria.

Il 1999 è stato caratterizzato, infatti, da una intensa attività di revisione della disciplina che ha riguardato, sia pure in misura diversa, tutti i settori affidati alla competenza della stessa.

La Consob segnala che sono state introdotte, con la delibera 12409 del 1 marzo 2000, limitate modificazioni al regolamento in materia di intermediari (n. 11522 del 1 luglio 1998) relativamente ai profili concernenti la semplificazione amministrativa e gli obblighi di comportamento che sono stati ulteriormente specificati.

Significative risultano anche le innovazioni apportate con la delibera 12745 del 6 aprile 2000 alla regolamentazione degli emittenti (n. 11971 del 14 maggio 1999). Tale novella si è resa necessaria, tra l'altro, al fine di evitare appesantimenti informativi per banche ed imprese di assicurazioni in ordine alla relazione semestrale delle società quotate ed al fine di recepire le novità legislative in materia di cartolarizzazione di crediti (legge n.130/99).

Di notevole interesse è la nuova disposizione del regolamento emittenti in tema di Offerta pubblica di acquisto (art. 37).

La formulazione introdotta non implica più, come invece il testo previgente, un obbligo specifico di prima comunicazione alla Consob dell'intenzione di procedere ad una offerta pubblica quale adempimento distinto dalla trasmissione del documento d'offerta e della scheda di adesione. Si tratta di un aspetto che ha rilevanti implicazioni operative, in particolare per la determinazione del momento a partire dal quale la società bersaglio è tenuta ad astenersi dal compiere atti od operazioni che possono contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta, fatta salva l'autorizzazione dell'assemblea (c.d. *Passivity rule* – art. 104 T.u.f.).

La Consob, con la previgente formulazione del regolamento, aveva privilegiato una interpretazione funzionale dell'art. 102 T.U.F. che, allontanandosi dal testo della norma primaria, ha dato vita a notevoli incertezze applicative. Esse hanno occasionato sia comunicazioni interpretative della Commissione (DIS/99071599 del 2 ottobre 1999; DIS/99013832 del 27 febbraio 1999) sia due importanti decisioni del giudice amministrativo in relazione all'Opa Generali- INA

con cui, disattendendo l'interpretazione dell'Istituto, è stata disposta la sospensione dell'applicazione della regola di passività in pendenza della presentazione del prospetto.

La modificazione del regolamento tiene conto della esigenza di evitare il ripetersi di contestazioni giuridiche. Tale circostanza richiama l'attenzione sulla necessità che l'ampio potere normativo dalla legge affidato alla Consob venga esercitato prestando la massima attenzione alle dinamiche di mercato.

I mercati e le nuove tecnologie

Un contributo importante è stato dato dalla Commissione, sia in ambito nazionale sia internazionale, nell'opera di adeguamento delle strutture alla rapida evoluzione dei mercati anche derivante dalle interconnessioni sempre maggiori esistenti tra gli stessi.

In particolare, la Commissione riserva una particolare attenzione alle nuove tecnologie legate alla rete *Internet*. Questa si pone sia quale efficace strumento per il perseguimento delle finalità istituzionali della Consob sia quale veicolo sempre più diffuso per la promozione ed il collocamento di servizi di investimento e di prodotti finanziari, specificamente per la sua idoneità a consentire agevolmente l'operatività transfrontaliera.

Sotto il primo profilo, la Consob ha realizzato il potenziamento del proprio sito *Internet* di cui è stata rafforzata la funzione di strumento informativo.

Tale sensibilità è particolarmente apprezzabile ove si correlino le ben note potenzialità e l'efficacia del mezzo con la natura ed i compiti che la legge affida all'istituto.

Quanto al secondo aspetto, la Commissione ha operato numerosi chiarimenti interpretativi che si sono resi necessari a seguito dell'impiego della rete nelle operazioni finanziarie. In particolare, si è precisato che la normativa sulla trasparenza e sulla correttezza trova applicazione anche alle attività effettuate su *Internet*.

E' in corso da parte dell'Istituto una rilettura delle proprie norme per valutarne la compatibilità con le nuove forme di comunicazione e di conclusione dei contratti proprie della finanza *on line*.

In tale attività la Commissione, si legge nella relazione, ha quale linea guida la considerazione che la finanza via *Internet*, rappresentando una opportunità per i risparmiatori di fruire dei servizi migliori a costi più contenuti, non deve essere osteggiata dalla regolamentazione.

In particolare, l'esplicazione dell'attività regolamentare deve rispondere al modello delineato dal Testo unico dell'intermediazione finanziaria in cui, con riferimento alle finalità della vigilanza, l'interesse alla tutela degli investitori è posto sullo stesso piano della competitività e del buon funzionamento del sistema finanziario (art.5 Tuf). I nuovi problemi posti dal commercio elettronico nel settore finanziario impongono una urgente attenzione da parte del legislatore; in proposito il Tesoro potrebbe farsi promotore dell'elaborazione di un testo normativo, anche in vista dell'emanazione e del recepimento della nuova legislazione comunitaria in materia.

La Commissione partecipa attivamente ai lavori di numerosi organismi nazionali ed internazionali in cui vengono affrontate questioni inerenti alla regolamentazione dei mercati e degli intermediari finanziari, specificatamente in ambito comunitario (*Fesco*, UE etc.) ed internazionale (*Finacial stability group*, *International Organization of Securities Commission*, etc.).

In ambito nazionale, si segnala inoltre il contributo offerto ai lavori relativi al progetto elaborato dalla Commissione Ministeriale di studio per la riforma del diritto societario.

Dall'analisi dei dati forniti dalla Commissione emerge che nel corso dell'anno è continuata la crescita del mercato borsistico sia in termini di scambi sia di capitalizzazione. In particolare si sono registrati l'allargamento del listino, il positivo andamento della raccolta di capitale di rischio, la notevole crescita del segmento del mercato azionario dedicato ai *covered warrants*, l'incremento della domanda del risparmio gestito.

La raccolta netta dei fondi azionari e bilanciati è risultata per la prima volta dopo vari anni superiore a quella dei fondi obbligazionari mentre si sono confermati i buoni risultati delle negoziazioni di strumenti derivati sull'*Idem*.

Vengono segnalati il leggero calo dell'andamento degli scambi sul Mercato telematico delle obbligazioni e dei titoli di Stato e, da alcuni dati elaborati dalla Commissione, sembra essersi interrotta la tendenza alla diffusione della proprietà azionaria in conseguenza di numerose iniziative che hanno prodotto un consolidamento del controllo (offerte pubbliche di acquisto e concentrazioni, in particolare nel settore bancario).

Se da un canto i dati sulla propensione all'investimento in capitale di rischio sono confortanti, sotto il profilo della allocazione della proprietà azionaria, risulta necessario continuare nell'attività svolta fino ad oggi. Di particolare rilevanza è il contributo che a tal fine potrà essere apportato dal fenomeno in costante crescita che va sotto il nome di *new economy*.

Quanto alla vigilanza sui mercati, la Consob ha autorizzato la Borsa Italiana spa all'esercizio del Nuovo Mercato, operativo da Giugno e di cui si registra un notevole successo, ed all'impianto del Mercato telematico delle euro obbligazioni e delle *asset backed securities*. Del pari la Mts spa è stata autorizzata alla gestione del mercato all'ingrosso delle obbligazioni non governative e dei titoli emessi da organismi internazionali partecipati da Stati.

La Borsa Italiana s.p.a. e la Mts s.p.a. risultano le sole società di gestione di mercati regolamentati nazionali. Ad esse si affiancano iniziative assunte da intermediari che gestiscono scambi organizzati.

Si condivide, inoltre, l'interesse e l'apprezzamento della Commissione per l'iniziativa della Borsa Italiana s.p.a. di adottare un codice italiano di *corporate governance* espressione di autoregolamentazione in conformità alla *best practice* internazionale ed alle linee ispiratrici del testo unico dell'intermediazione finanziaria.

Infine, si segnalano nuove iniziative in atto negli ultimi mesi destinate ad incidere profondamente sulla struttura del mercato. Il riferimento è in particolare all'accordo diretto all'istituzione della *International exchange* (iX) la società che nascerà dalla fusione delle Borse di Londra e Francoforte e destinata a diventare il primo mercato europeo in termini di capitalizzazione. Sono in corso sviluppi finalizzati a concretizzare la partecipazione della Borsa italiana ad iX.

A fronte di tali iniziative e dell'apporto che l'evoluzione tecnologica dà alla integrazione anche dell'attività di servizi (ad es. *clearing*) risulta evidente la necessità di presidiare con tempestività ed efficacia le nuove istanze che tali evoluzioni determineranno. La rapidità dell'evoluzione del mercato rende necessario valutare la tenuta dell'accordo intervenuto nel novembre scorso tra le società mercato e gli operatori sull'assetto delle strutture dedicate a fornire servizi strumentali.

Oltre allo svolgimento di un'efficace attività di vigilanza, la Commissione dovrà assicurare un quadro normativo adeguato per i mercati ed i sistemi di *clearing* e *settlement*. Tra l'altro, si segnala che è in via di emanazione il decreto legislativo di recepimento della direttiva 98/26/CE, la quale disciplina la definitività degli ordini di pagamento immessi in un sistema. In coerenza con i

principi ispiratori enunciati nell'emanando decreto legislativo occorrerà che anche il sistema nazionale fornisca agli intermediari che vi operano il più ampio quadro di certezza dei rapporti di scambio e di regolamento effettuati al suo interno.

QUESTIONI APERTE IN MATERIA DI VIGILANZA DEGLI INTERMEDIARI ED APPARATO SANZIONATORIO

Sanzioni pecuniarie

Quanto alla vigilanza sugli intermediari, la relazione Consob esprime un giudizio sostanzialmente non molto favorevole sull'attuale assetto sanzionatorio del Testo Unico della Finanza che si assume incapace di costituire un valido deterrente alla verifica di comportamenti antigiuridici.

Una prima critica è diretta alla entità della sanzione stessa, che nel suo livello massimo è pari solo a duecento milioni di lire nel caso di comportamenti in grado di compromettere gravemente il regolare funzionamento del mercato finanziario.

La fissazione di un tale tetto si spiega da un lato nell'adesione alle indicazioni previste dalla legge delega e dall'altro con riferimento al mutamento del destinatario della sanzione amministrativa pecuniaria, che non è più la persona giuridica ma la persona fisica che con il suo comportamento si pone *contra ius*.

Le predette considerazioni non ostano a che, per ragioni di opportunità, possano prevedersi emendamenti alla predetta normativa, anche se un innalzamento sensibile delle sanzioni potrebbe far venir meno il coordinamento con quelle stabilite dalle leggi vigenti in materia finanziaria e creditizia per violazioni che siano omogenee e di pari offensività.

In merito agli auspici espressi dalla Consob, appare opportuno svolgere alcune riflessioni che tengano conto della natura delle misure sanzionatorie amministrative e della loro coerenza con l'intero sistema sanzionatorio.

A questo proposito, infatti, si ritiene che la finalità preventiva ossia la credibilità della "minaccia" contenuta in una norma sanzionatoria dipenda in gran parte dalla sua "concretizzazione".

E' noto, infatti, come sia più efficace una pena lieve prontamente applicata che una pena severa di lontana e incerta applicazione.

Sulla scorta di tali considerazioni, occorrerebbe valutare le vigenti norme sanzionatorie in chiave di afflittività e di prontezza applicativa.

In particolare si evidenzia la circostanza che l'azione amministrativa legata all'irrogazione della misura afflittiva potrebbe essere perfezionata senza operare alcun intervento legislativo, ove ci si limitasse a valorizzare il profilo della prontezza dell'irrogazione della sanzione pecuniaria.

Al riguardo si è riscontrato come non sempre siano stati brevi i tempi di accertamento e di contestazione delle infrazioni riscontrate e per questo motivo si è determinato un allungamento dei tempi procedurali.

In qualche occasione poi il predetto rilievo procedurale è stato utilizzato in giudizio dai soggetti sanzionati per contestare i provvedimenti sanzionatori davanti all'autorità giudiziaria e in taluni casi ha comportato la vanificazione dell'azione amministrativa per mere irregolarità formali.

In questi casi, tra l'altro, se fosse stato previsto un regime di pubblicità automatico della sanzione, come sembra auspicabile secondo le osservazioni della Consob, si sarebbe inflitto un grave pregiudizio alla reputazione dell'intermediario che avrebbe potuto porre successivamente un problema di risarcimento del danno per attività amministrativa illegittima.

In linea generale occorre valutare con cautela la previsione di una pubblicità automatica, che funge da vero e proprio moltiplicatore della afflittività della sanzione, soprattutto in quei casi in cui le violazioni non siano tali da produrre reali conseguenze dannose per gli investitori.

Ad ogni modo, si ritiene che una riflessione sulla eventuale introduzione di nuove forme di pubblicità delle sanzioni non possa prescindere da una complessiva valutazione dell'efficacia del sistema informativo oggi esistente, volto a consentire scelte di investimento consapevoli da parte degli investitori: questo nell'ottica di favorire una semplificazione del complesso di informazioni disponibili soprattutto a vantaggio di quelle categorie di investitori che non presentano un adeguato grado di conoscenze tecniche del mercato finanziario.

Per quanto concerne l'ipotesi di una devoluzione alla Consob del potere di irrogare direttamente sanzioni pecuniarie, si osserva che alla Commissione è già riconosciuto in alcune ipotesi un potere sanzionatorio autonomo. Tuttavia, il trasferimento del predetto potere alla Consob, anche in quegli ambiti in cui attualmente dispone solo di un potere di proposta, è una valutazione che deve essere operata dal legislatore che dovrebbe rivedere l'architettura del sistema oggi delineato dal testo unico della finanza.

Nell'indubbia constatazione che un biennio di esperienza maturata in questo settore può fornire utili suggerimenti per le iniziative che il legislatore ritenesse di assumere, si osserva che le ragioni addotte dalla Commissione, in merito alle prospettive di riforma, necessitano di ulteriori approfondimenti.

Là dove la Commissione è destinataria in via esclusiva del potere di adozione dei provvedimenti sanzionatori, cioè nei confronti dei promotori finanziari, essa auspica una maggiore

partecipazione degli intermediari al controllo sull'operato di tali soggetti e una valorizzazione dei codici di autodisciplina elaborati da Associazioni di categoria. Resta pertanto da definire quale possa essere l'equilibrio ottimale tra l'attribuzione in via esclusiva del potere ovvero la condivisione dello stesso con altre Istituzioni pubbliche e private.

Per quanto riguarda la prontezza dell'azione amministrativa, si ribadisce che non è imputabile al momento decisivo il ritardo nell'adozione dei relativi provvedimenti, considerato che questa fase avviene entro termini brevi e rigorosi.

Sul punto invece del perseguimento di un modello di piena indipendenza della Consob rispetto all'attuale organizzazione dello Stato amministrazione, si evidenzia che tale questione è oggetto di un ampio dibattito.

E' un dato di comune conoscenza, infatti, che le Autorità indipendenti, pensate dal legislatore per rispondere ad esigenze di imparzialità e di autonomia in determinati settori chiave dell'ordinamento, non aderiscono ad un modello unitario, in quanto pur possedendo tutte come tratto comune la funzione tutoria, presentano invece un grado di autonomia diverso a seconda della legge istitutiva.

In particolare, in materia sanzionatoria il legislatore non ha optato per una devoluzione della funzione in via esclusiva alla Consob, ma ha attribuito al Ministero del Tesoro, in funzione di garanzia, il potere di irrogare la sanzione, nell'esercizio del quale l'Amministrazione non è vincolata alla proposta della Commissione ma è chiamata ad esprimere una valutazione sia pure circoscritta al controllo di legittimità nelle varie forme conosciute dall'ordinamento. In tale ottica è altresì auspicabile ricondurre i procedimenti sanzionatori nel settore finanziario in generale, e quindi anche in quello creditizio, nel medesimo schema operativo che dovrebbe essere quello delineato dal T.U.F., che rappresenta l'elaborazione più compiuta e meditata in materia.

Insider trading

Quanto all'attività diretta alla repressione dei reati di insider trading, la Commissione richiama l'attenzione sulla crescente complessità delle indagini svolte a fronte di operazioni sempre più articolate. In particolare, da analisi condotte riferisce un dato: in alcuni casi si è registrato un importante incremento dei prezzi (dell'ordine dell'8 - 10 %) dei titoli delle società oggetto di acquisizione già circa quindici giorni prima della data di diffusione delle prime indiscrezioni sull'operazione. Si tratta di un fenomeno di ampie proporzioni che, rapportato al numero non

elevatissimo delle segnalazioni, sollecita una necessaria riflessione sull'efficacia dell'azione e sull'opportunità di nuove iniziative legislative in materia.

In proposito la Commissione propone di riconsiderare nel *quantum* le sanzioni pecuniarie previste nel senso di procedere ad un inasprimento delle stesse, che si assumono inadeguate alla rilevanza del fenomeno. Al tempo stesso l'Istituto chiede l'attribuzione di nuovi poteri al fine di consentire allo stesso di intervenire tempestivamente anche nei confronti degli intermediari che abbiano consapevolmente partecipato all'azione criminosa. A tal fine si richiama l'esperienza propria di altri Paesi in cui, ad esempio, è previsto il potere dell'autorità di controllo di sospendere e revocare le autorizzazioni rilasciate agli intermediari coinvolti in casi di *insider trading*.

La Commissione lamenta, inoltre, l'impossibilità di agire con strumenti adeguati nei confronti dei soggetti diversi da quelli sottoposti al suo controllo pure coinvolti in operazioni di *insider* o manipolazione.

Le questioni sollevate dalla Consob sono di estrema delicatezza e impongono una urgente riflessione.

LINEE DI INDIRIZZO E QUESTIONI APERTE IN MATERIA DI REGOLAMENTAZIONE.

Armonizzazione dell'ordinamento dei mercati finanziari dei Paesi UE

Nel corso della relazione la Commissione richiama l'attenzione del Legislatore su alcune questioni emerse dall'esperienza operativa e dalla propria partecipazione a numerosi organismi nazionali ed internazionali e sollecita l'adozione di talune iniziative in materia di regolamentazione dei mercati e dei servizi finanziari. In particolare, la Consob esprime preoccupazione sul rischio che certe istanze di armonizzazione delle normative nazionali avanzate in sede comunitaria possano determinare una riduzione della tutela degli investitori. In proposito, l'Istituto riferisce dette perplessità alla proposta di direttiva in tema di commercio elettronico sulla quale recentemente è stato raggiunto un accordo in sede UE ed in cui ha trovato accoglimento l'adozione del principio dell'*Home country control* per i servizi prestati via *Internet*.

Per la Commissione tale criterio, col rendere applicabili le disposizioni vigenti nel paese in cui è stabilito colui che presta il servizio, è fonte di rischi potenziali per l'investitore non professionale in quanto può determinare una competizione al ribasso dei sistemi di regolamentazione e controllo all'interno dell'Unione.

L'Istituto sollecita un'adeguata attività del Governo finalizzata all'adozione di opportune cautele nell'ambito del parallelo negoziato relativo alla proposta di direttiva sulla vendita a distanza dei servizi finanziari.

E' questa una importante iniziativa della Commissione UE che va a completare, con riferimento ai servizi finanziari, la disciplina già introdotta a livello comunitario con la direttiva (97/7/CE), di recente recepita nel nostro ordinamento (d. lgs 22 maggio 1999, n.185), sulla materia della tutela dei consumatori nei contratti a distanza in generale.

La proposta di direttiva in esame è stata redatta con l'obiettivo di realizzare una armonizzazione massima delle discipline nazionali nella materia considerata e ciò attraverso la previsione del divieto espresso per gli Stati di emanare norme più stringenti. Essa ha per scopo la regolamentazione della commercializzazione di qualunque servizio finanziario (bancario, assicurativo e finanziario in genere) purchè rivolta ai consumatori e con l'impiego di tecniche di comunicazione a distanza. La tutela del consumatore si incentra in estrema sintesi su obblighi di informazione pre-contrattuale e sulla previsione di un diritto di recesso.

Si tratta di un esempio del nuovo approccio con cui in ambito comunitario si iniziano ad affrontare le questioni di armonizzazione. Esso non solo prende atto delle interconnessioni esistenti nel mercato finanziario tra i segmenti bancario, finanziario ed assicurativo, solitamente considerati e disciplinati partitamente, ma soprattutto recepisce la necessità di addivenire al pieno superamento delle numerose frammentazioni ordinamentali, perché ritenute sempre più inadeguate alle caratteristiche dell'attuale mercato finanziario ed alla piena realizzazione dei principi del Trattato.

Ad essa si contrappone l'impostazione ancor oggi prevalente in base alla quale la difficoltà di individuare soglie minime di tutela ritenute adeguate per tutti i paesi aderenti viene superata con il rinvio alla disciplina nazionale del paese ospitante per la regolamentazione di aspetti anche di rilievo. Di esso costituisce applicazione il principio del *c.d. host country control* di cui è un esempio l'art. 11 della direttiva 93/22/CE in materia di regole di comportamento nella prestazione di servizi di investimento.

Tale approccio, pur avendo il pregio di non impedire la realizzazione del mercato unico, non è però risolutivo in quanto può determinare distorsioni concorrenziali fondate sul diverso impatto delle regolamentazioni vigenti nei Paesi membri e costringe spesso ad ulteriori iniziative in ambito comunitario.