

ATTI PARLAMENTARI

XIII LEGISLATURA

CAMERA DEI DEPUTATI

Doc. XXVIII

n. 5

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

*(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*

(VISCO)

Trasmessa alla Presidenza il 31 maggio 2000

PAGINA BIANCA

I N D I C E

Valutazioni sulla relazione della CONSOB relativa all'anno 1999	Pag.	7
Considerazioni introduttive	»	7
Attività della CONSOB e mercato	»	8
La vigilanza regolamentare	»	8
I mercati e le nuove tecnologie	»	9
Questioni aperte in materia di vigilanza degli intermediari ed apparato sanzionatorio	»	12
Sanzioni pecuniarie	»	12
Insider trading	»	14
Linee di indirizzo e questioni aperte in materia di regolamentazione	»	15
Armonizzazione dell'ordinamento dei mercati finanziari dei Paesi UE	»	15
La proposta di direttiva comunitaria in materia di OPA	»	18
Società di gestione dei mercati	»	19
Organizzazione e finanziamento	»	19
Conclusioni	»	21
Relazione sull'attività svolta dalla CONSOB nel 1999:		
I. — L'attività della CONSOB e il mercato	»	25
L'andamento dei settori vigilati dall'Istituto	»	25
Il controllo sull'informativa e gli emittenti quotati ...	»	26
La vigilanza sui mercati	»	27
La vigilanza sugli intermediari	»	28
La gestione e l'amministrazione dell'Istituto	»	29

II. — Linee d'indirizzo e questioni aperte	Pag.	29
La regolamentazione dei mercati finanziari nelle sedi sovrnazionali	»	29
L'opera di revisione dei regolamenti	»	30
L'intermediazione attraverso Internet	»	31
Il governo societario	»	32
L'apparato sanzionatorio del Testo unico	»	32
Il personale e l'organizzazione	»	35

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

PAGINA BIANCA

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 fomisca 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.

Ne sono testimonianza le numerose proposte in atto e le riflessioni in corso in autorevoli consessi come ad esempio il *Financial Services Policy Group* nell'ambito del quale si propugna la più ampia integrazione del mercato dei servizi finanziari, attraverso il perseguimento di iniziative anche di tipo normativo volte all'eliminazione delle barriere ancor oggi esistenti. In tale contesto il principio del perseguimento di un alto livello di armonizzazione sembra più coerente con gli obiettivi prefissati.

Si segnala, altresì, l'avanzamento dei lavori volti all'adozione di modifiche della direttiva 85/611/CEE recante norme sugli organismi di investimento collettivo del risparmio (OICVM). Sono oggetto di negoziato due progetti di direttiva in materia. La prima, diretta a specificare le tipologie di investimenti che possono essere effettuati dai fondi, la seconda, a precisare le caratteristiche strutturali ed operative delle relative società di gestione in funzione del riconoscimento dell'operatività transfrontaliera, oltre a disciplinare i prospetti informativi. Si tratta di due iniziative fortemente connesse per cui è necessario che vengano esaminate in parallelo ed approvate simultaneamente. La possibilità di ampliare la gamma di investimenti effettuabili dai fondi armonizzati, infatti, non può prescindere da una riconsiderazione degli aspetti di cui la seconda proposta è portatrice.

Per queste ragioni la nuova tendenza, di cui la proposta di direttiva sulla vendita a distanza costituisce espressione, è apprezzabile. Con l'affermarsi del processo in atto, si imporrà una riflessione attenta per valutare, di volta in volta, quali siano gli interessi nazionali da difendere e quale il modo più efficace per salvaguardarli. A tal fine la difesa strenua dell'ordinamento nazionale anche nei suoi aspetti più analitici piuttosto che nei principi fondamentali potrebbe indebolire l'efficacia dell'azione del nostro Paese nel processo di determinazione delle scelte in ambito comunitario.

Ci si può interrogare se, invece, non sia più funzionale aderire, sia pure in una ottica di inevitabile mediazione con gli altri Paesi, alla tendenza propugnata dalla Commissione UE, di sviluppare in un contesto comunitario un'architettura regolamentare unitaria compatibilmente con il mantenimento del più alto grado possibile di tutela e garanzia.

La piena realizzazione del mercato unico dei servizi finanziari nei Paesi dell'Unione in conformità al Trattato è, pertanto, una esigenza fortemente sentita in ambito comunitario.

L'armonizzazione realizzata appare, infatti, ancora insufficiente a dare una adeguata risposta alle questioni emergenti poste dal mercato finanziario, avuto riguardo alle forti spinte di globalizzazione ed all'impiego di nuove tecnologie e prodotti.

Di ciò danno conto l'ambito e la portata delle iniziative assunte dalla Commissione europea a tal fine nel corso dell'anno.

Il processo in atto, pertanto, necessita del pieno e convinto sostegno delle istituzioni nazionali competenti. Esse sono chiamate a vario titolo a dare il loro contributo nelle sedi preposte, al fine di veder affermati in ambito comunitario, pur nel confronto tra i diversi interessi dei Paesi partecipanti, quei principi fondamentali di cui il testo unico della finanza è portatore.

L'obiettivo della Commissione UE di ridurre al minimo i vincoli operativi delle imprese di investimento operanti in ambito comunitario è pienamente in linea con la nostra disciplina primaria.

La proposta di direttiva comunitaria in materia di OPA

Con riferimento alla proposta di direttiva comunitaria in tema di offerta pubblica di acquisto in corso di emanazione, la Commissione, in sede di illustrazione della modifica del regolamento emittenti resasi necessaria per via della riferita vicenda dell'Opa Generali-INA, fa presente che con l'occasione della adozione della direttiva in oggetto, si renderà necessario rivedere le scelte legislative operate nel Testo unico della finanza. In particolare ritiene che il legislatore dovrà "colmare le lacune interpretative circa la procedura ed il momento a decorrere dal quale trovano applicazione gli obblighi di passività".

La proposta di direttiva in esame costituisce il risultato di circa un decennio di negoziato al quale ha partecipato attivamente anche la Consob. L'articolato risulta compatibile con l'ordinamento interno ed accoglie molte delle posizioni sostenute dalla delegazione italiana in coerenza con le norme del Testo unico della finanza. In particolare essa non osta all'uso dell'Opa preventiva parziale quale strumento alternativo all'Opa totalitaria ed all'istituto del prezzo equo dell'azionista di minoranza.

Pur senza escludere l'opportunità che il Testo unico possa essere rivisitato da un intervento del legislatore diretto a migliorarne la formulazione, occorre dare atto del fatto che il recepimento della direttiva non sembra richiedere modifiche indispensabili a livello di normativa primaria. Sembra invece che esse possano essere apportate efficacemente in via regolamentare attraverso i poteri riconosciuti dall'ordinamento alla Consob.

Società di gestione dei mercati

Con riferimento alle società di gestione dei mercati, la Commissione pone la riflessione sulla compatibilità tra “funzioni di proprietà e gestione del mercato e funzioni di regolamentazione” e sulla difficoltà di conciliare, in circostanziate situazioni, gli interessi pubblici con quelli degli azionisti della società mercato. Essa, con l'occasione, chiede di valutare l'opportunità di attribuire, come in alcuni paesi, ad Autorità di regolazione i poteri, oggi spettanti alle società mercato, che toccano interessi generali.

Il Testo unico dell'intermediazione finanziaria, nel portare a compimento il processo di privatizzazione del mercato, ha cercato di realizzare un equo contemperamento tra interessi privatistici e pubblicistici che vengono indubbiamente in rilievo nella fattispecie.

In particolare, sotto il primo profilo il legislatore ha sancito il principio che l'attività di organizzazione e gestione dei mercati ha carattere di impresa ed è esercitata da società per azioni. Esso ha inoltre attribuito al regolamento del mercato, espressione di autonomia delle società di gestione, un ruolo centrale nella sua disciplina.

Al tempo stesso alla Commissione è riconosciuto il potere di autorizzare l'esercizio dei mercati, tra l'altro, solo ove il regolamento possa dirsi conforme alla disciplina comunitaria ed idoneo ad assicurare l'ordinato svolgimento delle negoziazioni, la trasparenza del mercato, e la tutela degli investitori. Inoltre, nell'esercizio dell'attività di vigilanza, la Consob può chiedere alle società di gestione modifiche della regolamentazione del mercato idonee ad eliminare le disfunzioni riscontrate. Può altresì adottare per le dette finalità i provvedimenti necessari anche sostituendosi alla società di gestione.

Il quadro delineato dal Testo unico, pertanto, appare compatibile con le linee di indirizzo propugnate dalla Commissione volte a chiarire in modo adeguato la natura dei poteri riconosciuti dalla legge alle società mercato.

Organizzazione e finanziamento

Quanto alla propria organizzazione la Commissione esprime perplessità in ordine alle attuali modalità di reclutamento del personale (concorsi o selezioni pubbliche) che non gli consentirebbero di far fronte agevolmente alla fuoriuscita di professionalità che trova sul mercato alternative più appetibili. Sono in corso iniziative dirette alla definizione di una nuova struttura salariale e

progressione di carriera per cui viene auspicata la favorevole valutazione della Presidenza del Consiglio dei Ministri nell'ambito dei poteri ad essa propri.

Il Ministero del Tesoro, consapevole del fondamentale ruolo svolto dalla Commissione per il mercato, valuterà con particolare attenzione le determinazioni che la Commissione stessa adotterà in merito fornendo alla Presidenza del Consiglio il parere di competenza.

Risulta che la Commissione avanzi perplessità in ordine alla struttura del finanziamento di cui alla legge 724 del 1994 per la parte della contribuzione proveniente dal mercato. La Commissione chiede una modifica della disciplina nel senso dell'adozione di un legame tra contribuzione ed attività complessiva di vigilanza su ciascuna categoria di soggetti, in quanto consentirebbe semplificazioni di rilievo tanto nei rapporti con i soggetti finanziatori quanto nella gestione.

La Commissione copre il proprio fabbisogno finanziario in parte con contributo pubblico ed in parte con entrate derivanti dai servizi resi e dal mercato. I dati offerti nel volume "Dati ed analisi" di accompagnamento alla relazione testimoniano dell'incremento negli ultimi anni dell'avanzo di amministrazione in conseguenza sia della crescita delle entrate proprie, in relazione al buon andamento del mercato, sia di quella del fondo a carico dello stato passato da 50 miliardi nel 1998 a 55 miliardi nel 1999. Sul fronte della spesa, l'Istituto ha assunto l'iniziativa di acquistare un nuovo immobile in Roma, dato avvio ai lavori di ristrutturazione dell'immobile in Milano ed al potenziamento del sistema informatico.

Si osserva, in primo luogo che lo stanziamento a carico del bilancio dello Stato per gli anni 2000 e 2001 è stato ulteriormente incrementato rispetto al 1999 attestandosi su 60 miliardi per anno.

Il notevole sviluppo del mercato, alla luce del sistema contributivo a carico dello stesso, ha del pari determinato un incremento delle entrate. In proposito si osserva che tutte le relative voci sono cresciute; in particolare le entrate derivanti da contributo di vigilanza sono passate da 39,3 miliardi nel 1998 a 74,4 miliardi nel 1999. A fronte di tali dati si registra un leggero aumento delle spese correnti ed il rilevante importo dell'avanzo, quasi pari al totale complessivo delle spese correnti, che è stato impegnato nelle richiamate operazioni immobiliari e di adeguamento della struttura informatica.

Dai dati emerge che la Commissione ha potuto disporre di risorse adeguate nel cui ambito si ritiene possono trovare soddisfazione le istanze avanzate soprattutto una volta che siano state portate a compimento le operazioni immobiliari ed di ammodernamento in corso. E' questo,

peraltro un impiego che la Commissione ha privilegiato ad altri nell'esercizio della propria autonomia.

Pur tenendo conto della perfettibilità della legge 724 si rileva come una sua revisione non possa non tener conto degli effetti che la forte crescita in corso del mercato determina sulla contribuzione. Oltre ad evitare un aggravio eccessivo dei costi della vigilanza per il mercato, occorrerà anche aver presente l'esigenza di contenimento della spesa pubblica imposto dalla politica di adesione all'unione monetaria.

Conclusioni

Il 1999 risulta caratterizzato da una ulteriore crescita del mercato finanziario e da una forte accelerazione del processo di integrazione dei mercati. Tale contesto, accompagnato dal necessario adattamento delle strutture regolamentari e di vigilanza ha mostrato la capacità delle Istituzioni preposte di fronteggiare una realtà in evoluzione.

Al tempo stesso sono sorti nuovi interrogativi ai quali le Istituzioni medesime, e la Consob in primo luogo, sono chiamate ancora una volta a rispondere con tempestività ed efficacia.

Sono in atto importanti sfide imposte dalla globalizzazione dei mercati. Ad essa continuano a contrapporsi numerosi ostacoli normativi derivanti dalla frammentazione degli ordinamenti e dalla non infrequente complessità di taluni di essi. Occorre, pertanto, tendere al superamento delle segmentazioni esistenti per assicurare competitività ed efficienza al mercato finanziario.

Nel frattempo, posto che tale obiettivo si presenta con un orizzonte temporale di non breve periodo, occorre procedere nella valorizzazione delle realtà esistenti nel nostro ordinamento. Ciò attraverso la semplificazione dell'apparato normativo e l'adattamento dell'attività di vigilanza alle esigenze del mercato secondo i principi individuati dal Testo unico dell'intermediazione finanziaria.

PAGINA BIANCA

*RELAZIONE AL MINISTRO DEL TESORO,
DEL BILANCIO E
DELLA PROGRAMMAZIONE ECONOMICA*

PAGINA BIANCA

I. L'ATTIVITÀ DELLA CONSOB E IL MERCATO

L'andamento dei settori vigilati dall'Istituto

Nel 1999 il mercato borsistico ha confermato la fase di crescita oramai in atto dal 1996; tale crescita ha interessato tanto gli scambi quanto la capitalizzazione. In particolare, il controvalore degli scambi si è attestato alla fine dell'anno a oltre 520 miliardi di euro (445 nel 1998) e l'indice di borsa Mib ha fatto registrare un progresso di oltre il 22 per cento. Il peso degli scambi in borsa di azioni su quello di titoli di Stato è passato dal 2 per cento circa nel 1995 al 22 per cento nel 1999. Alla crescita complessiva del mercato in termini di capitalizzazione (arrivata, con un aumento di oltre il 48 per cento, a 714 miliardi di euro) ha contribuito anche l'allargamento del listino, che ha visto 31 nuove ammissioni a quotazione a fronte di 7 revoche, con un numero di società con titoli quotati passato da 223 di fine 1998 a 247 dello scorso dicembre. Il fenomeno dell'aumento delle quotazioni è continuato nei primi mesi dell'anno in corso.

L'andamento della raccolta di capitale di rischio è stato altrettanto positivo: le 84 operazioni di aumento di capitale hanno consentito a società quotate o quotande di acquisire circa 23 miliardi di euro di nuovi mezzi finanziari.

Il Nuovo Mercato, operativo a partire dal mese di giugno, ha subito fatto registrare un notevole successo; gli scambi, pur interessando solo 6 titoli, rappresentano poco meno dell'1 per cento degli scambi del totale del mercato azionario. Grazie anche alle eccezionali performance di alcuni titoli, la capitalizzazione del Nuovo Mercato ha raggiunto a fine anno i 7 miliardi di euro, superando quella del Mercato ristretto (sul quale sono trattati i titoli azionari di 17 società).

Nel 1999 si è verificata una notevole crescita del segmento del mercato azionario dedicato ai *covered warrants* (negoziati a partire dal giugno del 1998). Le nuove ammissioni sono state 1.659; tenuto conto delle 216 revoche e dei 122 *covered warrants* esistenti a fine 1998, il numero totale dei *covered warrants* quotati a fine anno risultava pari a 1.565. Gli scambi hanno raggiunto un volume complessivo di 14,2 miliardi di euro, cifra che rappresenta circa il 3 per cento degli scambi complessivi operati sul mercato azionario.

Le negoziazioni di strumenti derivati sull'Idem si sono mantenute stabili, consolidando sostanzialmente i ragguardevoli risultati raggiunti lo scorso anno; in crescita sono risultati gli scambi aventi ad oggetto opzioni su singoli titoli, in termini sia di numero di contratti conclusi che di valori nozionali scambiati.

L'andamento degli scambi registrato sul Mercato Telematico delle obbligazioni e dei titoli di Stato (Mot) è stato in leggera flessione, con un controvalore risultato pari a 166 miliardi di euro contro i 175 del 1998.

Nel 1999 è continuata la crescita della domanda dei prodotti del risparmio gestito, sia pure a tassi inferiori a quelli eccezionali del 1998. Risulta confermata la tendenza verso una maggiore specializzazione dei prodotti offerti, sintomatica della maggiore maturità raggiunta dal settore. Nel complesso il mercato si è arricchito di 113 nuovi fondi comuni mobiliari e 47 fondi pensione.

La raccolta netta dei fondi comuni di investimento mobiliare aperti, nonostante l'andamento negativo degli ultimi quattro mesi dell'anno, è stata pari a circa 61 miliardi di euro e il patrimonio gestito ha superato i 475 miliardi di euro (più 28 per cento); per la prima volta dopo vari anni, la raccolta netta dei fondi azionari e bilanciati è risultata superiore a quella dei fondi obbligazionari. Cresce anche (21 per cento circa) il patrimonio complessivamente gestito da Sim e banche, che ha superato i 300 milioni di euro.

Il fenomeno delle transazioni finanziarie via Internet (*trading on-line*), già noto nei paesi finanziariamente più evoluti, ha iniziato a diffondersi in modo rilevante anche nel nostro paese. Tale modalità operativa rappresenta un'opportunità per i risparmiatori, che possono beneficiare della riduzione delle commissioni generata dall'abbattimento dei costi operativi degli intermediari. Al tempo stesso, tuttavia, si pongono problemi di tutela degli investitori, poiché lo strumento può essere egualmente utilizzato da soggetti non autorizzati, anche non residenti.

La tendenza alla diffusione della proprietà azionaria che aveva caratterizzato gli scorsi anni sembra essersi interrotta. Le società controllate da un unico soggetto a fine anno pesano in termini di capitalizzazione per il 72 per cento contro il 54 per cento del 1998; tale dato riflette l'aumento delle offerte pubbliche di acquisto, passate da 14 a 22, e le iniziative di ristrutturazione e aggregazione nel settore bancario che hanno prodotto un consolidamento del controllo. Tramite le offerte pubbliche di acquisto sono stati restituiti al mercato circa 55 miliardi di euro (inclusi i titoli offerti in scambio), un valore superiore all'insieme di tutte le offerte pubbliche realizzate tra il 1992 e il 1998; a tale risultato ha peraltro contribuito in misura preponderante l'Opa su Telecom Italia.

Il controllo sull'informativa e gli emittenti quotati

Nel 1999 sono state effettuate e rese note al mercato circa 1.000 dichiarazioni relative a partecipazioni rilevanti in società quotate contro le 1.700 circa del 1998. Gli annunci relativi a costituzioni o modifiche di patti di sindacato sono risultati oltre 100 e hanno riguardato 47 società quotate; considerando anche i patti pubblicati precedentemente, il fenomeno ha interessato 70 società che rappresentano il 32 per cento del listino in termini di capitalizzazione.

I prospetti informativi depositati presso l'Archivio Consob, relativi a offerte pubbliche di acquisto o vendita di titoli non quotati ovvero di collocamento finalizzate alla quotazione, sono nel complesso risultati pari a 250, cui vanno aggiunti ulteriori 196 prospetti concernenti l'offerta di parti di organismi di investimento collettivo.

Nei confronti degli esponenti aziendali di 7 società la Commissione ha proposto l'applicazione di sanzioni amministrative pecuniarie per un controvalore complessivo di 280 milioni di lire. In un caso sono stati attivati i poteri di impugnativa delle delibere assembleari di approvazione del bilancio di esercizio e in 16 casi l'Istituto ha richiesto la divulgazione al pubblico di dati e notizie ritenuti necessari per garantire l'adeguata informazione del mercato.

Nell'ambito dei controlli sulle società di revisione sono state eseguite 2 ispezioni le cui risultanze stanno tuttora formando oggetto di valutazione.

L'Istituto è più volte intervenuto con chiarimenti e raccomandazioni in materia di informazione contabile. In particolare, con riferimento alla contabilizzazione degli effetti delle variazioni dei criteri contabili utilizzati, la Commissione ha chiarito che nell'ordinamento nazionale (e fatti salvi gli specifici casi previsti dalla legge) può trovare applicazione unicamente l'*allowed treatment* dettato dallo *International Accounting Standard* (Ias) n. 8, secondo il quale tali effetti devono essere imputati al conto economico dell'esercizio in cui si registra la variazione del criterio. Per i casi in cui gli effetti del cambiamento dei criteri contabili sul risultato di esercizio siano particolarmente rilevanti, la Commissione ha altresì raccomandato agli emittenti di provvedere alla redazione di una situazione economico patrimoniale pro forma, finalizzata a garantire il rispetto del principio di chiarezza e comparabilità delle informazioni rese in bilancio.

La vigilanza sui mercati

Nell'esercizio dei poteri a essa assegnati dal Testo unico, la Commissione ha autorizzato la Borsa Italiana spa all'esercizio del Nuovo Mercato e del Mercato telematico delle euro-obbligazioni e delle *asset backed securities* (Euromot) e la Mts spa all'esercizio del mercato all'ingrosso delle obbligazioni non governative e dei titoli emessi da organismi internazionali partecipati da Stati.

A seguito della fusione per incorporazione del Mif spa nella Borsa Italiana spa, quest'ultima è stata altresì autorizzata all'esercizio del mercato dei contratti uniformi a termine su titoli di Stato.

Con tale fusione, i mercati regolamentati nazionali risultano far capo a 2 sole società di gestione; la Borsa Italiana spa e la Mts spa, ciascuna delle quali attiva in un separato comparto. Alla sostanziale assenza di competizione tra società-mercato nazionali, si affiancano le iniziative (avviate nel corso dell'anno e tuttora in via di consolidamento) assunte da intermediari che gestiscono scambi organizzati. Ancorché la maggior parte delle segnalazioni di scambi organizzati ricevute dalla Commissione riguardino titoli di Stato e azioni proprie, a partire dalla fine del 1999 hanno iniziato a operare circuiti attivi su di una vasta gamma di strumenti quotati.

Nel corso dell'anno le procedure organizzative, informatiche e di controllo utilizzate dalla Borsa Italiana spa per il calcolo degli indici di mercato hanno formato oggetto di verifica da parte dell'Istituto; all'esito dei controlli svolti sono emersi profili di criticità per la risoluzione dei quali la Commissione ha formulato specifiche raccomandazioni.

Il rapidissimo sviluppo del segmento dei *covered warrants*, la circostanza che tutti i *covered warrants* quotati risultano emessi da solo 8 soggetti e l'assenza dell'obbligo di predisporre un prospetto di sollecitazione per l'offerta al pubblico hanno indotto la Commissione a esaminare con particolare attenzione il fenomeno, anche al fine di valutare l'opportunità di sollecitare alla Borsa Italiana spa modifiche del proprio regolamento. In particolare, nel mese di marzo del corrente anno la Commissione ha concordato con la Borsa Italiana spa la diffusione giornaliera delle volatilità implicite nei prezzi, l'introduzione di un obbligo periodico di

comunicazione al pubblico delle consistenze in circolazione e la standardizzazione delle caratteristiche degli strumenti.

Sotto un profilo generale, l'esperienza maturata in questi primi due anni di operatività delle società di gestione dei mercati ha sollecitato una riflessione sulla compatibilità tra funzioni di proprietà e gestione del mercato e funzioni di regolamentazione e sulla difficoltà a conciliare, in circostanziate situazioni, gli interessi pubblici con quelli degli azionisti della società-mercato. In altri ordinamenti, questi problemi sono stati esplicitamente affrontati nel momento in cui i mercati hanno abbandonato la tradizionale forma associativa per trasformarsi in società di capitali; sovente sono stati risolti trasferendo alle Autorità di regolazione i poteri che toccavano gli interessi generali.

In materia di abuso di informazioni privilegiate e aggrigotaggio, l'Istituto ha concluso 38 istruttorie e inviato all'Autorità Giudiziaria 30 segnalazioni di ipotesi di reato, 22 delle quali relative a casi di *insider trading* (17 nel 1998) e le rimanenti 8 a casi di manipolazione (4 nel 1998). All'aumento del numero delle segnalazioni si è accompagnato un sostanziale incremento delle richieste di dati e notizie inviate a operatori e società quotate (passate da 415 a 507); in 21 casi ci si è avvalsi della collaborazione di Autorità estere. I dati sottolineano la crescente complessità delle indagini svolte per ricostruire operazioni sempre più articolate.

Delle 22 segnalazioni relative a casi di *insider trading*, 13 hanno riguardato operazioni di scalata o acquisizione del controllo societario. In 4 di queste operazioni (Telecom Italia, Zucchini, Banca Nazionale dell'Agricoltura, Investimenti Immobiliari Lombardi), l'annuncio ufficiale dato al mercato in occasione della delibera del consiglio di amministrazione della società offerente è stato preceduto da numerosi *rumors* e indiscrezioni riportate dalle principali agenzie di stampa e quotidiani. Le analisi condotte dalla Commissione hanno messo in luce come vi sia stata una salita dei prezzi dei titoli delle società oggetto di acquisizione già circa 10-15 giorni prima della data di diffusione delle prime indiscrezioni, e che tali rialzi sono stati pari, in media, all'8-10 per cento circa (tenuto conto della variazione dell'indice di mercato).

La vigilanza sugli intermediari

Nel corso del 1999 sono stati avviati accertamenti ispettivi nei confronti di 8 Sim, 3 agenti di cambio e 11 promotori finanziari. Le ispezioni, unitamente all'esame delle segnalazioni di vigilanza e agli esposti dei risparmiatori (348 quelli analizzati nel corso dell'anno), hanno dato luogo alla formulazione di proposte di applicazione di sanzioni amministrative pecuniarie ai sensi degli artt. 190 e 195 del Testo unico nei confronti di esponenti aziendali e dipendenti di 7 Sim e 5 banche per un totale di 142 soggetti; l'ammontare delle sanzioni proposte assomma a circa 2,3 miliardi di lire, cui vanno aggiunte sanzioni per 233 milioni di lire proposte nei confronti di agenti di cambio. L'Istituto ha inoltre provveduto a riformulare o a formulare *ex novo* proposte sanzionatorie nei confronti di 18 Sim e 18 banche per fatti dalle stesse commessi nel vigore della legge n. 1 del 1991.

Sotto il profilo dei provvedimenti cautelari e di gestione delle crisi, sono stati adottati un provvedimento ingiuntivo, un provvedimento di sospensione di urgenza degli organi amministrativi di una Sim, un

provvedimento di sospensione cautelare di un agente di cambio ed è stata proposta l'adozione di un provvedimento di amministrazione straordinaria (nei confronti di una Sim).

Sempre intensa è risultata, infine, la vigilanza nei confronti di promotori finanziari che ha motivato 127 provvedimenti sanzionatori, 74 provvedimenti cautelari e 106 segnalazioni di ipotesi di reato alla magistratura.

La gestione e l'amministrazione dell'Istituto

Nel mese di dicembre la Commissione ha definito il regime contributivo valevole per l'anno 2000, individuando, secondo quanto previsto dall'art. 40 della legge 724/1994, le attività a fronte delle quali esigere contribuzioni, i soggetti tenuti al loro pagamento, la misura delle singole contribuzioni dovute. I relativi provvedimenti riflettono l'invarianza del quadro normativo di riferimento e rispetto a quelli valevoli per il 1999 presentano, di conseguenza, solo limitate modifiche indotte dall'esperienza applicativa, ovvero dai processi di integrazione e innovazione che hanno interessato i mercati.

Nel corso dell'anno sono state avviate le opportune iniziative finalizzate all'avvio dei lavori di ristrutturazione dell'immobile ottenuto in concessione per 60 anni dal Comune di Milano e destinato a nuova sede milanese dell'Istituto e all'acquisizione di una nuova sede in Roma. L'acquisto di un nuovo immobile in Roma consentirà di migliorare l'attuale situazione logistica che vede gli uffici allocati in due immobili (uno di proprietà e uno in locazione) tra loro distanti e non più sufficienti. Con la riunificazione degli uffici in un unico immobile si supereranno le disfunzioni operative e si realizzerà il consistente risparmio del canone di locazione.

II. LINEE DI INDIRIZZO E QUESTIONI APERTE

La regolamentazione dei mercati finanziari nelle sedi sovranazionali

Nell'anno trascorso l'attività della Commissione Europea si è incentrata nell'individuazione degli interventi necessari per una completa realizzazione del mercato interno nel campo dei servizi finanziari. In questo ambito, essa ha, tra l'altro, individuato nella revisione della direttiva 93/22/CEE uno degli strumenti da utilizzare; la revisione dovrebbe consentire agli intermediari comunitari di operare con maggiore libertà all'interno dell'Unione Europea, senza formalità di natura legale e amministrativa. La Consob condivide l'opportunità di ridurre al minimo i vincoli operativi delle imprese di investimento attive su base transnazionale, purché ciò non si traduca in una riduzione della tutela accordata agli investitori.

Alla fine del febbraio scorso è stato raggiunto un accordo in sede di Consiglio dell'Unione Europea sulla proposta di direttiva sul commercio elettronico. Secondo uno dei principi cardine della proposta, ai servizi prestati via Internet si applicano le disposizioni vigenti nel paese ove è stabilito colui che presta il servizio (*home*

country control). Il principio presenta rischi potenziali per la tutela degli investitori non professionali, perché offre l'opportunità di arbitraggi regolamentari e può produrre una competizione al ribasso dei sistemi di regolamentazione e controllo all'interno della UE. L'emananda direttiva sulla vendita dei servizi finanziari a distanza rappresenta la sede dove tali rischi potranno essere contenuti; si ritiene opportuna una iniziativa del Governo in questa direzione.

Anche nel 1999 l'Istituto ha attivamente partecipato ai lavori degli organismi internazionali in cui si affrontano le questioni della regolamentazione dei mercati e degli intermediari finanziari. Nel contesto di maggiore integrazione dei mercati finanziari, il rilievo di tali sedi è negli ultimi anni divenuto crescente.

Il Presidente della Commissione partecipa ai lavori del *Financial Stability Forum* costituito dal G7 nel mese di febbraio, sulla base del Rapporto Tietmeyer, con lo specifico compito di coordinare l'attività delle Autorità di vigilanza, valutare le carenze nella regolamentazione e nei controlli, nonché sovrintendere alle iniziative necessarie per far fronte a tali problematiche.

Il contributo fornito dalla Consob ai lavori della *International Organization of Securities Commissions* ha trovato riconoscimento nell'assegnazione a personale dell'Istituto dell'incarico di presidente del Gruppo di lavoro n. 2 (nel cui ambito vengono elaborate le raccomandazioni in materia di mercati mobiliari) e di coordinatore europeo dei partecipanti al Gruppo di lavoro n. 1 (che si occupa di principi contabili).

Nel corso dell'anno la Commissione ha, infine, stipulato un *Memorandum of Understanding* con la *China Securities Regulatory Commission* e ha sottoscritto l'accordo multilaterale del *Forum of European Securities Commissions* (Fesco), portando in tal modo a 21 il numero totale di accordi di cui è parte.

L'opera di revisione dei regolamenti

Come era prevedibile, già nel corso del 1999 si è manifestata la necessità di apportare alcune modifiche e integrazioni alla disciplina regolamentare emanata in attuazione del Testo unico. Questa opera di manutenzione della normativa ha riguardato, sia pure in misura diversa, tutti i settori affidati alle cure della Commissione che si è avvalsa, come per il passato, della collaborazione delle categorie interessate.

In particolare, dopo una fase di consultazione delle Associazioni degli operatori iniziata nel 1999, all'inizio del 2000 sono state varate le modifiche al Regolamento intermediari. Si tratta di modifiche limitate, dato che la normativa è già sufficientemente consolidata, dirette essenzialmente a puntualizzare taluni aspetti delle procedure in attuazione delle norme di semplificazione amministrativa ovvero a specificare ulteriormente obblighi di comportamento degli intermediari.

Di più vasta portata sono le integrazioni che, già elaborate, saranno apportate alla normativa secondaria sugli emittenti. Alcune di esse traggono origine da recenti innovazioni legislative: in attuazione della legge n. 130 del 1999 in materia di cartolarizzazione dei crediti, è stato definito lo schema di prospetto informativo da utilizzare per il collocamento presso il pubblico di titoli rivenienti da operazioni della specie. Il Regolamento sugli emittenti sarà inoltre integrato con nuove disposizioni in materia di relazione semestrale delle società

quotate; la normativa in materia conterrà opportune differenziazioni in ragione della natura degli emittenti interessati, in modo da evitare alle banche e alle imprese di assicurazione oneri informativi aggiuntivi rispetto a quelli previsti dalla normativa di settore.

Infine, le note decisioni dei tribunali amministrativi del Lazio in merito all'operazione di offerta pubblica di acquisto proposta dalle Generali sulle azioni dell'Ina hanno imposto una revisione della disciplina regolamentare sulle Offerte pubbliche di acquisto. Anche se tale ripensamento non era obbligato, la Commissione ha preferito aderire a una interpretazione letterale delle disposizioni del Testo unico concernenti la definizione temporale della procedura di offerta, al fine di prevenire ulteriori casi di ricorso alla giustizia amministrativa, con pregiudizio delle regole su cui gli operatori devono poter contare.

Le scelte legislative operate nel Testo unico andranno peraltro riviste in occasione dell'adozione della direttiva comunitaria sulle offerte pubbliche; il legislatore dovrà, in tale occasione, colmare le lacune normative circa la procedura di Opa e il momento a decorrere dal quale trovano applicazione gli obblighi di passività.

L'intermediazione attraverso Internet

La tutela degli investitori dipende, oltre che dall'efficacia della vigilanza, dalla loro capacità di comprendere i meccanismi di funzionamento del mercato e di proteggersi autonomamente dagli illeciti. La Consob ritiene di estrema importanza il contributo che essa stessa può dare in tale direzione.

Proprio a tal fine, la Commissione arricchirà, a partire dal prossimo mese di aprile, il proprio sito Internet per rafforzarne la natura di strumento informativo con particolare riguardo alla finanza *on-line*: in particolare, la sezione del sito "Per il risparmiatore" verrà integrata con avvertimenti sui relativi rischi. Inoltre, verrà introdotto nel sito un modello standard di segnalazione alla Consob per i casi di sospetto utilizzo della rete a fini illeciti. Sarà anche ampliata la sezione "Albi e elenchi" per consentire di verificare, in tempo reale, se chi propone un investimento via Internet sia effettivamente un soggetto autorizzato.

Da un punto di vista interpretativo, sono stati chiariti alcuni dei profili di maggior rilevanza giuridica conseguenti all'uso di Internet quale veicolo di promozione e collocamento di servizi di investimento e di prodotti finanziari. È stato infatti chiarito che un sito *web*, in quanto contenente strumenti di interazione rapida, ovvero documenti e messaggi aventi contenuto promozionale o negoziale, è assimilabile alle altre tecniche di comunicazione a distanza regolate. Sono stati inoltre enucleati gli indicatori presuntivi idonei a stabilire, nei singoli casi concreti, quando l'utilizzo di Internet da parte di soggetti italiani e stranieri configuri attività di promozione e collocamento di prodotti finanziari e servizi di investimento e, quindi, le fattispecie rilevanti ai fini dell'applicabilità della normativa italiana di settore; il principale di essi è stato individuato nella "residenza" dell'investitore.

La Commissione ha anche precisato le modalità che devono essere rispettate in ordine al collocamento tramite Internet di quote di fondi comuni di investimento. In particolare, la Consob ha affermato che nulla osta alla pubblicazione sul sito *web* del prospetto informativo e del modulo di sottoscrizione relativi ai fondi comuni

collocati, purché l'investitore possa ottenerne una stampa e sia messo in condizione di acquisire una puntuale informazione sui rischi connessi all'operazione di investimento.

Più in generale, la Commissione riesaminerà tutto il proprio apparato regolamentare per valutarne la compatibilità con le nuove forme di comunicazione e di conclusione dei contratti proprie della finanza *on-line*. In tale rilettura delle proprie norme, la Commissione si atterrà al principio, indicato anche dalla Iosco, che le regole fondamentali della disciplina del mercato finanziario non debbano cambiare in relazione ai mezzi utilizzati. L'Istituto ritiene, inoltre, che la finanza via Internet, rappresentando un'opportunità per i risparmiatori di fruire di servizi migliori a costi più contenuti, non debba essere osteggiata dalla regolamentazione.

Il governo societario

Il progetto elaborato dalla Commissione Ministeriale di studio per la riforma del diritto societario, che ha avuto il supporto di esperienze e conoscenza di due Commissari della Consob, interviene in molteplici direzioni per completare la riforma del diritto societario avviata con il Testo unico. Per numerosi profili - tra gli altri la raccolta di risorse finanziarie, le modalità di aumento e riduzione del capitale, l'estensione delle regole di protezione previste nel Testo unico, l'intervento sull'organizzazione della giustizia - il progetto delinea le soluzioni, ponendo le premesse perché il legislatore possa compiutamente disciplinare. In altri casi il progetto presenta risposte di massima. Ci si riferisce, in particolare, alla disciplina dei conflitti di interessi degli amministratori - su cui anche in altri ordinamenti si sta intervenendo (Francia e Regno Unito) - e dei gruppi societari. Si tratta di materie non toccate dal Testo unico e per le quali forte si avverte l'esigenza di un intervento normativo.

La Consob ha accolto con interesse l'iniziativa di autoregolamentazione assunta dalla Borsa Italiana spa con il codice italiano di *corporate governance*, ritenendo, in linea di principio, essenziale per la maturità del mercato e per la sua capacità di attrarre investitori stranieri, che i soggetti che vi fanno parte si allineino alla *best practice* internazionale. Si auspica che in futuro possano essere disciplinati in modo più puntuale i conflitti di interessi e le operazioni con le parti correlate, il ricorso alle strutture piramidali (scatole cinesi), la figura e il ruolo degli amministratori indipendenti e, infine, le procedure per verificare e sanzionare i comportamenti devianti, di cui occorre dare tempestiva e compiuta informazione al pubblico.

L'apparato sanzionatorio del Testo unico

Alla prova pratica di due anni di applicazione, l'apparato delle sanzioni amministrative e penali delineato dal Testo unico della finanza richiede una rimeditazione. Le norme in vigore non sembrano, infatti, riuscire a combinare adeguatamente i fattori che determinano il livello di deterrenza di un sistema sanzionatorio.

L'efficienza di un sistema di repressione degli illeciti si misura sulla capacità delle sanzioni di costituire un deterrente. La deterrenza di una sanzione è funzione non solo del rischio che il comportamento illecito venga

scoperto, ma anche della gravità della misura punitiva prevista. In tal senso il legislatore deve provvedere una graduazione delle misure sanzionatorie che sia tale da scoraggiare effettivamente le violazioni.

A livello amministrativo, la sanzione massima prevista nel caso di comportamenti in grado di compromettere gravemente il regolare funzionamento del mercato finanziario e la sua stessa integrità - quali ad esempio l'effettuazione di sollecitazioni del pubblico risparmio non preventivamente autorizzate dalla Consob, la violazione degli obblighi di offerta pubblica di acquisto o la mancata comunicazione al pubblico di eventi *price sensitive* - è pari a solo 200 milioni di lire (Tav. 1). È appena il caso di rilevare che al rischio di essere oggetto di una tale sanzione si contrappongono interessi economici di ben più rilevanti dimensioni. A ciò si aggiunge la presenza nel Testo unico di un regime di pubblicità delle sanzioni non automatico e di complessa applicazione che non consente di aumentare, con un danno alla reputazione, la scarsa afflittività delle sanzioni amministrative.

TAV. 1

LE PRINCIPALI MISURE SANZIONATORIE DI INTERESSE CONSOB NEL TESTO UNICO

SANZIONI	INTERMEDIARI	EMITTENTI	OFFERENTI (OPV-OPA)
AMMINISTRATIVE	La violazione delle regole di comportamento e trasparenza è punita con la sanzione pecuniaria da L. 1 a L. 50 milioni (art. 190)	La violazione degli obblighi di comunicazione alla Consob e al mercato previsti dagli artt. 113, 114 e 115 è punita con la sanzione pecuniaria da L. 10 a L. 200 milioni (art. 193)	L'effettuazione di sollecitazioni in violazione degli obblighi di comunicazione preventiva alla Consob o in mancanza dell'autorizzazione della Consob e la violazione dei provvedimenti interdittivi adottati dalla Consob sono punite con la sanzione pecuniaria da L. 10 a L. 200 milioni (art. 191). La stessa sanzione si applica alla violazione dell'obbligo di promuovere Opa (art. 192)
PENALI	L'esercizio abusivo dei servizi di investimento è punito con la reclusione da 6 mesi a 4 anni e con la multa da 4 a 20 milioni (art. 166) La gestione infedele e la confusione di patrimoni sono punite con l'arresto da 6 mesi a 3 anni e con l'ammenda da 10 a 200 milioni (artt. 167 e 168) La comunicazione alla Consob di fatti non rispondenti al vero è punita con la reclusione da 1 a 5 anni e con la multa da 2 a 20 milioni (art. 171)	La comunicazione alla Consob di fatti non rispondenti al vero è punita con l'arresto da 6 mesi a 3 anni e con l'ammenda da 10 a 100 milioni (art. 174)	La comunicazione alla Consob di fatti non rispondenti al vero è punita con l'arresto da 6 mesi a 3 anni e con l'ammenda da 10 a 100 milioni (art. 174)

Il problema generale della scarsa afflittività del sistema sanzionatorio risulta aggravato dalla circostanza che agli autori delle violazioni delle disposizioni in materia di emittenti è data la possibilità di effettuare il pagamento in misura ridotta ai sensi dell'art. 16 della legge 24 novembre 1981, n. 689. Ne deriva, altresì, un effetto di ulteriore opacità delle violazioni riscontrate, in quanto a seguito dell'oblazione non si dà luogo all'adozione di alcun provvedimento sanzionatorio nei confronti dei responsabili dell'illecito.

L'applicazione dell'istituto dell'oblazione è espressamente esclusa dal Testo unico per le sanzioni riguardanti le violazioni in materia di intermediari e mercati ma non per quelle concernenti gli emittenti; tale circostanza induce a ritenere che il disallineamento delle norme in materia (e la disparità di trattamento che ne consegue) sia da ascrivere, più che alla precisa volontà del legislatore, a un mero difetto di coordinamento delle norme.

A differenza di altre autorità indipendenti (Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato, Garante per la tutela delle persone e di altri soggetti rispetto al trattamento dei dati personali, Autorità per l'Energia Elettrica e il Gas, Autorità per le Garanzie nelle Comunicazioni e Istituto per la Vigilanza sulle Assicurazioni Private e di Interesse Collettivo) e di molte autorità estere (Sec. Cob, Fsa, Cnms, BAWe), la Consob non dispone del potere di irrogare direttamente sanzioni pecuniarie (salvo il caso delle sanzioni applicate nei confronti di promotori finanziari), dovendosi limitare a proporre l'applicazione al Ministero del tesoro. Per perseguire i fini assegnati alla Consob dalla legge, la possibilità di sanzionare direttamente i comportamenti scorretti appare più efficiente, rispetto alla mera possibilità di proposta, poiché accorcia i tempi del procedimento; conferisce piena responsabilità all'azione di vigilanza; evita che il soggetto sanzionato intrattenga contemporaneamente rapporti con più istituzioni (Autorità proponente; Autorità irrogante); semplifica l'instaurazione del contenzioso nelle sedi giurisdizionali competenti. Si possono ipotizzare diverse soluzioni per mantenere all'interno della stessa istituzione la terzietà dell'organo giudicante rispetto all'organo istruttorio. Viceversa, alla previsione per legge di una separazione di compiti tra Autorità proponente e Autorità irrogante non sempre consegue, nei fatti, una separazione chiara di responsabilità sul contenuto finale del decreto di applicazione della sanzione, sulla durata della procedura sanzionatoria, sulla sua regolarità amministrativa, sulle scelte in materia di diritto di accesso.

Con riferimento agli illeciti penalmente sanzionati, l'esercizio abusivo dei servizi di investimento (reato di sempre più difficile accertamento nell'attuale contesto di evoluzione tecnologica) è punito nel massimo con 4 anni di reclusione e la multa di 20 milioni di lire. Per la comunicazione da parte di intermediari alla Consob di fatti non rispondenti al vero al fine di ostacolarne l'attività di vigilanza la sanzione minima è la reclusione di un anno e la multa di 2 milioni di lire (Tav. 1). Per l'analogo caso di false informazioni rese alla Consob da emittenti e offerenti il Testo Unico prevede l'applicazione di misure detentive e pecuniarie diverse, per tipologia e dimensione. L'istituto del patteggiamento riduce ulteriormente un sistema di per sé già scarsamente afflittivo.

Nel caso dei reati di *insider trading* e aggio, non sembra esser stata adeguatamente valutata l'importanza che rivestono, in queste specifiche fattispecie e in aggiunta alle pene detentive, le sanzioni pecuniarie. A fronte dei 50 milioni di lire previsti nel massimo per il reato di aggio vi sono proventi di ben altra dimensione e il rischio di compromettere gravemente la fiducia nel mercato da parte dell'intera comunità finanziaria internazionale.

Alla lievità delle misure penali si accompagna inoltre l'assenza di misure di intervento sul piano amministrativo che consentano alla Consob di assumere tempestive iniziative nei confronti degli intermediari che abbiano consapevolmente partecipato all'azione criminosa. Leve di cui le Autorità di controllo di altri paesi evoluti dispongono (Tav. 2).

Nonostante il Testo unico abbia rafforzato le capacità di intervento della Commissione nei casi di violazioni compiute da operatori ordinariamente sottoposti al suo controllo, permane l'impossibilità di agire con un'adeguata strumentazione di poteri nei confronti degli altri soggetti coinvolti in un caso di *insider trading* o manipolazione.

TAV. 2

SANZIONI APPLICABILI IN CASI DI *INSIDER TRADING*: UN CONFRONTO INTERNAZIONALE

AMMINISTRATIVE		PENALI
ITALIA	--	Pena detentiva fino a un massimo di 2 anni; sanzione pecuniaria in misura variabile da 20 a 600 milioni (aumentabile sino 1.8 mld se, tenuto conto dell'offensività del fatto e dell'entità del profitto, quella massima risulta inadeguata)
USA	Possibilità di sospendere e revocare le autorizzazioni rilasciate agli intermediari coinvolti in casi di <i>insider trading</i>	Pena detentiva sino a un massimo di 10 anni; sanzione pecuniaria in misura variabile da 2 a 5 mld di lire
UK	Sanzioni pecuniarie commisurate alla gravità della violazione e alle condizioni economiche dell' <i>insider</i> . Sospensione e revoca delle autorizzazioni rilasciate agli intermediari coinvolti	Pena detentiva sino a un massimo di 7 anni
FRANCIA	Sanzione amministrativa pecuniaria applicata in misura variabile sino a un massimo di 10 volte il profitto illecitamente conseguito (fino a 3 mld. di lire se inferiore)	Pena detentiva sino a un massimo di 2 anni; sanzione pecuniaria sino a un massimo di 10 volte il profitto illecitamente conseguito (fino a 3 mld. di lire se inferiore)

Il personale e l'organizzazione

Il fenomeno della fuoriuscita di personale che trova sul mercato alternative professionali più appetibili ha assunto dimensioni di rilievo; il saldo tra il numero di nuove assunzioni e il numero di dipendenti che hanno rassegnato le dimissioni (25) a fine 1999 ha ridotto le disponibilità totali di risorse a 364 unità contro le 383 di inizio anno. Stanti le attuali modalità di reclutamento del personale (concorsi o selezioni pubbliche), non è agevole far fronte tempestivamente a tali fuoriuscite, e ciò è causa di rilevanti problemi di funzionalità dell'Istituto.

È intenzione della Commissione procedere alla definizione di una nuova struttura salariale e di progressione in carriera che tenga meglio presenti le retribuzioni offerte dal mercato del lavoro esterno e che consenta di contenere il *turnover* del personale a livelli fisiologici. Si confida sin da ora nella favorevole valutazione dell'iniziativa da parte della Presidenza del Consiglio dei Ministri deputata, ai sensi di legge, al controllo di legittimità delle disposizioni regolamentari Consob in materia di personale.

Nel corso del 1999 sono stati immessi in ruolo, espletata la procedura concorsuale interna prevista dall'art. 62 della legge 27 dicembre 1997, n. 449, 60 dipendenti già titolari di contratto di lavoro subordinato a tempo determinato. A seguito di una pubblica selezione, 5 dipendenti a contratto sono stati assunti presso la sede di Milano.

Nei primi mesi del 2000, in esito ai risultati delle relative procedure concorsuali espletate nel corso del 1999, sono stati infine immessi in servizio 31 coadiutori di ruolo presso la sede di Milano e 2 funzionari di 2° a contratto presso quella di Roma.

Per quanto riguarda l'organizzazione, l'emanazione del Testo unico e le conseguenti modificazioni nelle competenze di controllo attribuite alla Consob hanno fornito motivo per l'avvio, a partire dal 1998, di un riesame della struttura organizzativa dell'Istituto. La riorganizzazione, che nel corso del 1999 ha richiesto un approfondimento circa il dimensionamento ottimale degli uffici e l'applicazione della legge n. 241/1990, troverà completamento nell'anno in corso. Gli interventi organizzativi previsti, oltre a ridefinire in modo compiuto l'articolazione delle funzioni tra la sede di Roma e quella di Milano, si propongono di migliorare l'efficienza dell'azione amministrativa e razionalizzare i procedimenti istruttori.