



CONSOB
COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETA' E LA BORSA

QUADERNI
DI
FINANZA

DOCUMENTI

LA CONSOB E LA REGOLAZIONE
DEI MERCATI FINANZIARI

F. CAVAZZUTI

N. 38 - MAGGIO 2000

I *Quaderni di Finanza* hanno lo scopo di promuovere la diffusione dell'informazione e della riflessione economica sui temi relativi ai mercati mobiliari ed alla loro regolamentazione.

Nella collana «Studi e Ricerche» vengono pubblicati i lavori di ricerca prodotti o promossi dalla Consob; nella collana «Documenti» trovano spazio gli interventi istituzionali e gli atti di convegni.

Comitato di Redazione: Marcello Bianchi, Giuseppe D'Agostino, Carmine Di Noia, Marco Fumagalli, Alfredo Macchiati, Aldo Magnoni, Salvatore Providenti, Adriana Rossetti, Giovanni Siciliano.

La cura editoriale di questo numero è di Francesca Tempestini.

LA CONSOB E LA REGOLAZIONE DEI MERCATI FINANZIARI (*)

F. Cavazzuti(**)

1. Quanto segue non adotterà l'ordine espositivo suggerito dal titolo e, pertanto, sarà prima svolta qualche osservazione in tema di mercati finanziari e successivamente qualche considerazione sulla Consob (Commissione nazionale per le società e la borsa). Saranno, così, più evidenti i problemi che la Consob deve affrontare, l'ambiente in cui la stessa è chiamata ad affrontarli e, infine, quale può essere l'obiettivo di medio e lungo periodo che la richiamata istituzione potrebbe perseguire.

Va anche precisato che sebbene con l'aggregato "mercati finanziari" si comprendano, di norma, i tre mercati costitutivi dello stesso aggregato (mercato del credito e della moneta, mercato dei prodotti assicurativi, mercato dei valori mobiliari), in questa sede con tal espressione (mantenuta al plurale per i motivi che saranno detti) si comprenderanno esclusivamente i mercati che trattano i valori mobiliari (azioni, obbligazioni e loro derivati) e che sono vigilati dalla Consob. Non saranno compresi, dunque, ma come d'abitudine, quello del credito bancario e della moneta che è soggetto alla vigilanza ed alla regolamentazione dettata dalla Banca d'Italia, e neppure quello delle assicurazioni che è vigilato dall'Isvap.

Si coglie, tuttavia, l'occasione per avvertire che la razionalità di tale distinzione è, oggi, assai dubbia, dato che gli incessanti fenomeni d'innovazione che coinvolgono il c.d. "mondo della finanza" stanno producendo strumenti finanziari le cui caratteristiche fanno sempre più sfumare gli artificiosi confini assunti nelle tradizionali distinzioni. Rammento soltanto che, per effetto della legislazione vigente, nel 1998 la Consob ha controllato il 72,9 per cento dell'aggregato di attività finanziarie il cui controllo dovrebbe teoricamente ricadere sotto la competenza di una autorità di vigilanza sul mercato mobiliare (si veda l'Appendice). Permangono, dunque, vaste aree che sfuggono ai controlli della Consob. Sfugge, in particolare, l'area delle obbligazioni emesse dalle banche: problema su cui si ritornerà poco più avanti.

Poiché l'acronimo Consob contiene un riferimento anche alla Borsa valori è opportuno avvertire che in questa sede non viene condivisa l'immagine troppo rassicurante e poco rischiosa

(*) *Testo rivisto di una lezione tenuta all'Università degli studi di Siena il 14 dicembre 1999. Le considerazioni qui contenute sono svolte a titolo personale e le opinioni controverse o controversibili non impegnano in alcun modo la Consob. Desidero ringraziare la Divisione Studi Economici della Consob per i contributi anche critici di cui ho beneficiato.*

(**) *Commissario Consob.*

che Einaudi diede della Borsa nel 1949, in occasione della prima pubblicazione delle Lezioni di politica sociale⁽¹⁾ ("una gran folla di signori, abbastanza ben vestiti, che ogni tanto tirano fuori di tasca un taccuino ed una matita e segnano qualcosa ... Nelle borse si vendono titoli di stato, azioni di società anonime, obbligazioni di comuni o di istituti di credito fondiario, ossia pezzi di carta aventi un valore più o meno alto ma tutti uguali, quelli della stessa specie, gli uni agli altri. Non è necessario vedere e toccare ..."), ma neppure è condiviso quel giudizio così trasgressivo e fulminante che Keynes diede di *Wall Street* nella *Teoria Generale* del 1936⁽²⁾ ("Si è generalmente d'accordo sul fatto che i *casinos*, in nome del pubblico interesse, dovrebbero essere resi inaccessibili e molto costosi. E ciò vale anche per le *Stock Exchanges*").

Entrambi gli autori appena ricordati, peraltro, avevano sotto osservazione un'organizzazione dei mercati che oggi non esiste più. A quei tempi gli scambi di strumenti finanziari avvenivano sul "trading floor" ove si riunivano broker, dealer, specialist e market maker. Oggi, gli stessi soggetti sono collegati ad una rete di calcolatori che abbraccia l'intero pianeta, la velocità dei movimenti dei capitali ha raggiunto valori impensabili soltanto qualche anno addietro, le nuove tecnologie informatiche che consentono il *trading on line* hanno abbattuto i costi di transazione (in particolare le commissioni).

1.1. Nonostante la dimensione planetaria e la velocità dei movimenti finanziari, è opportuno recepire una definizione, corrente nella letteratura⁽³⁾, che è valida anche con riferimento ai mercati finanziari; i mercati (compresi quelli finanziari) sono *istituzioni* (dilatate quanto si vuole, fino alla loro c.d. globalizzazione consentita, da ultimo, anche da *internet*) che esistono al fine di facilitare gli scambi e che, oltre a muovere le risorse finanziarie attraverso lo spazio ed il tempo collegando i settori in surplus finanziario con quelli in deficit, permettono anche: a) agli operatori finanziari di scambiarsi o di rubarsi informazioni; b) ai prezzi dei prodotti finanziari di svolgere la funzione di indicatori delle condizioni di scarsità o di abbondanza della domanda e dell'offerta; c) ai fenomeni legati all'innovazione finanziaria di manifestarsi concretamente, in risposta ai rischi di cambio, di prezzo e dei tassi d'interesse; d) di valutare la reputazione di cui godono i diversi soggetti che operano sul mercato; e) di ridurre i costi di transazione; f) di organizzare la contendibilità dei diritti di controllo delle società, ovvero la contendibilità delle imprese.

Al riguardo, ha scritto con grand'efficacia Coase che "al fine di concludere una transazione di mercato è necessario scoprire la persona con la quale si desidera trattare, informare la gente che

(1) L. Einaudi, *Lezioni di politica sociale*, Einaudi, Torino, 1964, pp. 12-13.

(2) J.M. Keynes, *The General Theory of Employment, Interest and Money*, MacMillan, p.159. Si veda anche A. Carabelli, *Le lezioni di Keynes del 1910 sulla speculazione: alcune osservazioni sulla loro attualità*, in A. Vercelli (a cura di), *Incertezza, razionalità e decisioni economiche*, il Mulino, Bologna, 1998, pp. 207-222.

(3) R.H. Coase, *Impresa, Mercato e Diritto*, il Mulino, Bologna, 1995, p. 48.

si desidera trattare e su quali termini, intraprendere una negoziazione che conduca all'affare, scrivere il contratto, eseguire le ispezioni necessarie per essere sicuri che vengano osservati i termini del contratto, e così via⁽⁴⁾. Ma, per fare tutto questo occorre, appunto, un mercato-istituzione, che può anche essere l'oggetto della gestione di un'impresa orientata al profitto (le c.d. società di gestione dei mercati) e ciò, come si vedrà tra poco, solleva delicati problemi di natura regolamentare.

1.2. La costruzione del mercato unico europeo ha dato un notevole contributo alla modernizzazione dei mercati finanziari della Comunità, soprattutto con l'emanazione della direttiva comunitaria sui servizi d'investimento (Direttiva 93/22) che ha messo definitivamente in crisi il monopolio delle borse valori nell'offerta di servizi di negoziazione per i titoli in esse trattati. Ne consegue che, anche nella realtà dello spazio unico europeo, è presente una molteplicità di mercati finanziari più o meno regolamentati, più o meno organizzati, e che tale diversità nella complessità contribuisce non soltanto ad accrescere la concorrenza tra i diversi mercati, ma anche a dare spiegazione delle difficoltà all'emanazione ed al recepimento di direttive comunitarie che ambiscono a uniformare, seppure a livello minimo, le diverse realtà istituzionali.

Nel caso del nostro paese, il *Testo Unico della finanza* (d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58⁽⁵⁾), coerentemente con il principio che i mercati si costituiscono e si sviluppano sulla base d'iniziativa private, amplia le possibilità di concorrenza tra produttori di servizi d'investimento, veri e propri operatori polifunzionali⁽⁶⁾ all'interno dello spazio europeo, distinguendo tra mercati regolamentati (artt. 61 – 77) e mercati non regolamentati (art. 78).

Il T.U., però, non definisce in astratto i connotati di natura economica dei mercati regolamentati, né dei sistemi che organizzano gli scambi fuori dei mercati regolamentati. Va premesso, infatti, che "l'attività di organizzazione e gestione di mercati regolamentati di strumenti finanziari ha carattere di impresa ed è esercitata da società per azioni" (art. 61, comma 1, T.U. finanza), e in luogo della definizione in termini economici della nozione di mercati regolamentati, il T.U. disciplina la procedura per l'acquisizione del relativo "status" da parte delle società di gestione dei mercati regolamentati.

(4) R.H. Coase, *op. cit.*, pp. 46-47.

(5) Il T.U. della finanza recepisce, tra l'altro, nell'ordinamento italiano la Direttiva CEE 93/22 del maggio 1993, relativa ai servizi di investimento nel settore dei valori mobiliari e la Direttiva CEE 93/6 del marzo 1993, relativa all'adeguatezza patrimoniale delle imprese di investimento e degli enti creditizi.

(6) Un operatore polifunzionale svolge, di norma, le seguenti funzioni: negoziazione per conto proprio; negoziazione per conto terzi; collocamento, con o senza preventiva sottoscrizione o acquisto a fermo, ovvero assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente; gestione su base individuale di portafogli di investimento per conto terzi; ricezione e trasmissione di ordini nonché mediazione. Si veda il T.U. della finanza, art. 1, comma 5.

In particolare, l'esercizio di un mercato regolamentato è subordinato al rilascio della relativa autorizzazione amministrativa, previa la verifica dei requisiti di capitale in capo alla società richiedente, dei requisiti di professionalità e onorabilità dei suoi esponenti aziendali e degli azionisti qualificati, nonché dell'idoneità del regolamento del mercato ad assicurare la trasparenza, l'ordinato svolgimento delle negoziazioni e la tutela degli investitori.

Per effetto del T.U., dunque, la gestione dei mercati abbandona il modello pubblicistico adottato nel 1913, per adottare quello privatistico della Società per azioni, seppure di diritto speciale⁽⁷⁾, e la Consob esercita la vigilanza anche sulle società di gestione dei mercati (ad esempio la società di gestione ha un capitale minimo definito dalla Consob)⁽⁸⁾.

Al contrario, l'attività consistente nell'organizzazione di scambi su strumenti finanziari fuori dei mercati regolamentati non è soggetta ad alcuna autorizzazione amministrativa. Il legislatore ha ritenuto necessario, tuttavia, che un livello minimo di trasparenza fosse ugualmente garantito agli investitori: pertanto il T.U. della finanza (art. 78, comma 2, lett. a), consente alla Consob di stabilire "le modalità, i termini e le condizioni dell'informazione del pubblico riguardante gli scambi".

In conclusione, il legislatore italiano ammette, al pari di quanto avviene in altri paesi, che forme organizzate di scambi possano svilupparsi fuori dei mercati regolamentati senza eccessivi "oneri regolamentari" e con ridotti costi di contrattazione, purché tale sviluppo avvenga in condizioni tali da non compromettere la tutela degli investitori.

Per effetto di questa scelta del legislatore, la Consob è chiamata a vigilare su di una molteplicità di mercati finanziari (mercato di borsa, mercato ristretto, nuovo Mercato, ecc.) ognuno dei quali è caratterizzato da un proprio regolamento, dalla prevalenza d'alcuni prodotti finanziari rispetto ad altri (ad esempio gli strumenti finanziari derivati rispetto ai titoli sottostanti costituiti dalle azioni e dalle obbligazioni), da una propria tecnologia e ciò anche al fine di facilitare gli scambi, di ridurre i costi di raccolta delle informazioni e quelli di conclusione delle transazioni⁽⁹⁾.

2. A differenza di quanto è possibile osservare nel caso dei mercati regolamentati, che si sono sviluppati particolarmente in Europa, l'analisi economica e le prospettive di disciplina dei sistemi

(7) Si veda, S. Cassese, *La nuova Borsa: un equilibrio fragile*, *Giornale di diritto amministrativo*, n. 6/1998, pp. 583-58.

(8) *La Borsa Italiana S.p.A. gestisce i seguenti mercati regolamentati: borsa valori, mercato ristretto, mercato di borsa degli strumenti finanziari derivati, nuovo Mercato, mercato dei "futures" sui titoli di Stato.*

(9) *Per l'individuazione dei criteri da utilizzare per la definizione di un sistema di vigilanza dei mercati mobiliari, si veda G. Zadra, Strutture e regolamentazione del mercato mobiliare, Giuffrè, 1995.*

di negoziazione diversi dai mercati regolamentati ha avuto luogo inizialmente in quei paesi (USA, Canada, Australia e, parzialmente, nel Regno Unito) nei quali si sono in origine sviluppati i c.d. “sistemi di contrattazione proprietaria” o “sistemi di contrattazione alternativi”.

L'impiego sempre più massiccio degli strumenti telematici ha determinato profondi cambiamenti nelle caratteristiche e nelle modalità d'offerta di prodotti finanziari, nei sistemi di contrattazione e nella struttura dei mercati.

Di là dal semplice aspetto quantitativo, gli effetti positivi di tale processo d'innovazione sono stati identificati: a) nella riduzione dei costi di contrattazione; b) nella maggiore facilità d'accesso alle informazioni e nell'incremento della quantità d'informazione disponibile; c) nell'ampliamento della gamma di prodotti e servizi offerti e della platea di potenziali investitori; d) nell'aumento della competizione e della specializzazione dei mercati e degli intermediari.

L'Italia, a differenza d'altri paesi (soprattutto gli Usa) si è mossa con un certo ritardo nella costruzione di un sistema di “scambi organizzati” diverso da quello che costituisce il mercato regolamentato gestito dalla Borsa Italiana S.p.A.

Contribuisce a dare spiegazione a tale ritardo il vincolo che impone la concentrazione in borsa degli scambi di strumenti finanziari quotati. Tale condizione limita notevolmente la possibilità che per gli strumenti finanziari *quotati* si sviluppino forme di scambio alternative ai mercati regolamentati.

Anche per effetto di tale vincolo (obbligo di concentrazione per gli strumenti finanziari quotati), la realtà italiana si è sviluppata, sulla base d'iniziative private, nella direzione di organizzare la negoziazione di strumenti finanziari *non quotati*.

Vale la pena di sottolineare che la costruzione di un mercato non regolamentato per la negoziazione di strumenti finanziari *non quotati* potrebbe introdurre una pressione competitiva tra i diversi segmenti di mercato i cui effetti sarebbero positivi per tutti partecipanti ai diversi mercati.

Al riguardo si osserva che, in Italia, esistono già da tempo scambi che coinvolgono gli investitori privati, e che spesso sono organizzati dallo stesso soggetto emittente gli strumenti finanziari oggetto di negoziazione. È il caso, ad esempio, degli scambi di azioni e di obbligazioni, non quotate sul mercato della borsa italiana, emesse da banche. Nel caso delle obbligazioni bancarie non quotate, il volume emesso si approssima a 450.000 miliardi di lire.

A fronte della dimensione di quest'ultimo fenomeno, il Presidente della Consob (prof. Luigi Spaventa), in occasione della *Relazione per l'anno 1998*, ha espresso preoccupazione per il fatto che “spesso le banche fissano i prezzi di acquisto e vendita delle obbligazioni di propria emissione sulla base di procedure amministrative poco reattive ai principali parametri di mercato che influenzano i valori dei titoli ai flussi di domanda e offerta che provengono dalla clientela attraverso

la rete degli sportelli ... resta ancora un problema di efficienza nel meccanismo di formazione dei prezzi, a motivo della segmentazione del mercato, del potere di monopolio di ogni banca nella negoziazione dei titoli di propria emissione e della rigidità dei sistemi di fissazione dei prezzi in acquisto e vendita. Questo problema può essere risolto in maniera efficace solo richiedendo la quotazione delle obbligazioni bancarie sul mercato ufficiale di borsa, al momento del loro collocamento”.

Più in generale, il fenomeno degli “scambi organizzati” non è nuovo, ed anche per questo la Consob ha emesso una comunicazione in data 24 dicembre 1998, con la quale si definiscono alcuni adempimenti (soprattutto informativi) cui devono sottostare gli intermediari che operano su tale mercato non regolamentato. Nel corso dell'estate 1999, la Consob ha definito gli obblighi informativi che sono entrati in vigore all'inizio d'ottobre dello stesso anno.

Tali adempimenti informativi sono, in sintesi, i seguenti: a) regole di funzionamento del sistema, con particolare riferimento a quelle che presidono al processo di formazione dei prezzi; b) strutture utilizzate e relative modalità di funzionamento; c) operatori partecipanti al sistema; d) strumenti finanziari trattati e relativi emittenti⁽¹⁰⁾.

Alcuni tratti, tuttavia, sono comuni a tutti questi mercati:

- a. le decisioni dei diversi operatori sui diversi mercati finanziari sono sempre prese in condizioni di *rischio* (la probabilità, date le osservazioni passate, che si verifichi un certo evento) e d'*incertezza* (l'impossibilità di assegnare una probabilità al verificarsi di un evento del tutto speciale);
- b. vi è una relazione che, di norma, è positiva tra rendimenti attesi dall'investimento e grado di rischiosità dell'investimento stesso;
- c. le regole vigenti sul mercato contribuiscono a ridurre il grado di rischio sul mercato medesimo e ad accrescerne l'efficienza; ma ciò, per altro, è controverso nella letteratura. Ad esempio, Stigler ritiene che “la regolamentazione pubblica, nell'arco della propria enorme attività, vive dei propri fini e non dei risultati; è probabile che alla fine ci si stancherà di grandi promesse che vengono così di rado mantenute”⁽¹¹⁾.

(10) *Quanto sopra è tratto prevalentemente da: Consob, Nota tecnica in materia di modalità, termini e condizioni dell'informazione al pubblico sugli scambi organizzati ex art. 78 del d.lgs. n. 59/98 (appunto interno).*

(11) *G. J. Stigler, Mercato, informazione, regolamentazione, il Mulino, 1994, pag. 399.*

A ciò si aggiunga che⁽¹²⁾:

- a. esistono diffuse imperfezioni di mercato che consentono di innalzare barriere all'entrata e di limitare la concorrenza (ad esempio tramite regimi di autorizzazione o l'imposizione di requisiti patrimoniali particolarmente elevati);
- b. in tale contesto non competitivo le imprese finanziarie sono alla ricerca di pratiche collusive (ad esempio sulle commissioni d'intermediazione o sui tassi d'interesse) che restringano ulteriormente la concorrenza;
- c. le pratiche collusive non soltanto generano prezzi e costi di transazione più elevati, ma hanno anche effetti distorsivi sul sistema economico e, pertanto, conducono all'inefficienza dell'economia.

Nulla di nuovo sotto il sole a proposito delle pratiche collusive, almeno sul piano dell'analisi economica! Si noti, infatti, che tali tratti sono coerenti e danno ragione ad Adam Smith che già ebbe l'occasione per sostenere che “è difficile che persone dello stesso mestiere si incontrino, sia pure per festa o per divertirsi, senza che la conversazione finisca in una cospirazione contro lo Stato o in qualche espediente per elevare i prezzi”⁽¹³⁾.

In particolare, su questi mercati vi è la contemporanea presenza di:

- a. *conflitto di interessi*: l'informazione imperfetta concerne il fatto che lo stesso soggetto può trovarsi in condizioni di conflitto a seconda del ruolo che, in un dato momento, svolge sui mercati finanziari;
- b. *moral hazard*: l'informazione imperfetta concerne il comportamento non osservabile dell'individuo sia esso investitore o intermediario;
- c. *insider trading*: l'informazione è riservata e sfruttata economicamente da coloro che ne sono a conoscenza.

Una prima osservazione di carattere generale può ora essere tratta: la Consob, al pari di ogni altro *regulator*, opera in una situazione di mercati finanziari imperfetti che conducono all'inefficienza dell'economia. È dunque l'imperfezione dei mercati finanziari la ragion d'essere della Consob.

Con implicito riconoscimento di ciò, la legge assegna alla Consob una funzione di vigilanza sui mercati finanziari che “ha per scopo la trasparenza e la correttezza dei comportamenti... avendo

(12) J.E. Stiglitz, *Whither Socialism ? The MIT Press, Usa, 1994, pag. 120.*

(13) A. Smith, *The Wealth of Nations, libro I, cap. X, parte II (trad. it., La ricchezza delle nazioni, New Compton ed. 1995, p. 155).*

riguardo alla tutela degli investitori..., alla competitività e al buon funzionamento del sistema finanziario (art. 5, comma 1, T.U.).

3. La premessa sui mercati consente di procedere con maggiore precisione nell'intento di descrivere l'ambiente in cui opera la Consob. A tal fine, soccorre sia una stilizzazione dei mercati finanziari, sia l'ausilio delle abituali categorie concettuali elaborate dagli economisti: domanda e offerta di strumenti finanziari e dei diritti di controllo societario in questi incorporati, ruolo degli intermediari finanziari, significato dei prezzi dei prodotti, flusso dei fondi tra i diversi settori e così via.

3.1. Sul lato dell'*offerta* del mercato finanziario operano prevalentemente i soggetti (imprese finanziarie e non finanziarie e settore pubblico) che, emettendo strumenti finanziari⁽¹⁴⁾, si pongono alla ricerca di capitali di debito o di rischio per il finanziamento dei loro investimenti (finanziari o reali che siano) al minor costo possibile e da negoziare sul mercato dei capitali. Nel linguaggio delle leggi questi soggetti sono identificati con il nome di "*emittenti*" ed hanno la veste di società per azioni. A questo riguardo non va dimenticata la recente prassi di emettere nuovi strumenti finanziari non per il finanziamento degli investimenti, ma per dotarsi dei mezzi finanziari per l'acquisto, contendibile, di società per azioni quotate⁽¹⁵⁾.

Nel caso del *capitale di debito*, le imprese emettono obbligazioni (di diversa durata) o altri titoli di debito (come le obbligazioni bancarie strutturate⁽¹⁶⁾ in un'obbligazione standard ed in un

(14) Per "*strumenti finanziari*" si intendono: a) le azioni e gli altri titoli rappresentativi di capitale di rischio negoziabili sul mercato dei capitali; b) le obbligazioni, i titoli di Stato e gli altri titoli di debito negoziabili sul mercato dei capitali; c) le quote di fondi comuni di investimento; d) i titoli normalmente negoziati sul mercato monetario; e) qualsiasi titolo normalmente negoziato che permetta di acquisire gli strumenti finanziari precedentemente indicati e i relativi indici; f) i contratti "*futures*" su strumenti finanziari, su tassi di interesse, su valute, su merci e sui relativi indici, anche quando l'esecuzione avvenga attraverso il pagamento di differenziali in contanti; g) i contratti di scambio a pronti e a termine (*swaps*) su tassi di interesse, su valute, su merci nonché su indici azionari (*equity, swaps*), anche quando l'esecuzione avvenga attraverso il pagamento di differenziali in contanti; h) i contratti a termine collegati a strumenti finanziari, a tassi di interesse, a valute, a merci e ai relativi indici, anche quando l'esecuzione avvenga attraverso il pagamento di differenziali in contanti; i) i contratti di opzione per acquistare o vendere gli strumenti indicati nelle precedenti lettere e i relativi indici, nonché i contratti di opzione su valute, su tassi d'interesse, su merci e sui relativi indici, anche quando l'esecuzione avvenga attraverso il pagamento di differenziali in contanti; j) le combinazioni di contratti o di titoli indicati nelle precedenti lettere. Vedi, T.U., art. 1, comma 1.

(15) Nel caso dell'Italia, nei periodi più recenti, le emissioni delle imprese italiane sono state effettuate principalmente tramite società finanziarie controllate.

(16) Per alcuni problemi di trasparenza e correttezza che sorgono al momento del collocamento delle obbligazioni bancarie strutturate, si veda M. Longo, G. Siciliano, *La quotazione e l'offerta al pubblico di obbligazioni strutturate*, Consob, *Quaderni di finanza*, n. 35, agosto 1999.

elemento derivativo); possono anche indebitarsi (a termini più o brevi) con il sistema bancario, ma, in questo caso, come ho già detto, escono dalla mio campo di osservazione di oggi.

Nel caso del *capitale di rischio*, le imprese emettono azioni che incorporano sia i diritti patrimoniali (ad esempio la riscossione del dividendo), sia i diritti di voto (e la somma di questi in percentuali significative del capitale sociale può portare al controllo della società), ma anche titoli, come avviene in Italia, che possono non incorporare il diritto di voto nelle assemblee dei soci: le azioni di risparmio⁽¹⁷⁾ che danno diritto al solo dividendo.

È anche frequente l'emissione di prodotti finanziari frutto della combinazione delle azioni con le obbligazioni, così come avviene nel caso d'emissione di obbligazioni convertibili (ad una certa data futura) in azioni dell'emittente.

Poiché l'emissione di strumenti finanziari avviene, di norma, tramite appello al pubblico risparmio, la normativa pone a carico degli emittenti svariati obblighi di trasparenza che la Consob è chiamata, ogni volta, a fare rispettare.

3.2. Sul lato della *domanda* del mercato finanziario operano prevalentemente le famiglie (settore tradizionalmente in surplus finanziario) alla ricerca della più efficiente allocazione del proprio risparmio e gli investitori istituzionali (fondi comuni di investimento mobiliare e fondi pensione).

È questo il mondo assai variegato degli investitori finali, che effettuano direttamente le loro scelte di portafoglio, oppure, come avviene nei sistemi finanziari più evoluti, affidano ad un operatore professionale le sorti del proprio risparmio.

Su questo lato del mercato si presenterebbero problemi di più facile soluzione se fossero certe le date future in cui, ad esempio, una famiglia avrà bisogno di un dato ammontare di fondi liquidi per fronteggiare le proprie esigenze di consumo o d'investimento reale o per fronteggiare eventi imprevisti e/o imprevedibili. Purtroppo tale certezza non esiste, e gli individui devono rinunciare, in condizioni d'incertezza, alla liquidità di oggi per ricercare quella composizione del proprio portafoglio (dato dalla la catena dei prodotti finanziari che vanno da quelli liquidi fino a quelli meno liquidi) che nel futuro si dovrebbe rivelare più facilmente liquidabile a fronte dei fabbisogni di liquidità più o meno improvvisi.

Per l'investitore, diventa dunque cruciale disporre del numero massimo di informazioni sulla liquidità di oggi e/o sulla liquidabilità di domani dei diversi titoli (di capitale di rischio o di capitale di debito) che potrebbero costituire il suo portafoglio.

(17) *Le azioni di risparmio furono introdotte in Italia con il provvedimento legislativo che, nel 1974, istituì la Consob.*

Sorge, dunque, anche in questo caso, il problema dell'esistenza di asimmetrie informative tra il venditore (di norma un professionista che meglio conosce non soltanto le caratteristiche del prodotto, ma anche quelle della società emittente il prodotto finanziario) e l'acquirente cui non dovrebbe essere venduto alcun prodotto la cui liquidabilità non fosse appropriata alle sue presumibili esigenze future.

Anche su ciò la Consob è chiamata ad esercitare la propria attività di vigilanza, affinché l'investitore sia sufficientemente informato sui rischi assunti con un dato investimento. In particolare, cruciale diviene il ruolo della Consob in occasione di sollecitazione del risparmio tramite l'offerta di strumenti finanziari non ancora emessi (ad esempio un prestito obbligazionario di futura emissione), così come può avvenire nel caso di un'offerta pubblica di scambio (ad esempio tra le azioni detenute dall'investitore e le obbligazioni che saranno emesse dalla società offerente) finalizzata all'acquisto di una società quotata. Il grado di liquidabilità dei nuovi strumenti, pertanto, è un'informazione di cui il risparmiatore deve disporre con il massimo del dettaglio.

3.3. Tra *domanda e offerta* si pongono gli intermediari (nazionali o comunitari⁽¹⁸⁾) che operano, appunto, tra il settore in surplus finanziario (le famiglie) ed il settore prenditore di fondi (le imprese e il settore pubblico).

È però vero che tali intermediari sono *operatori polifunzionali* che offrono una pluralità di servizi d'investimento. Questi operatori, infatti, non si limitano - lucrando la commissione - alla pura e semplice attività di intermediazione per conto terzi (broker), ma, assistiti da potenti tecnologie informatiche, acquistano e vendono prodotti finanziari anche per conto proprio e a proprio rischio (dealer); trasformano i titoli emessi dai prenditori di fondi in altri titoli (ad esempio titoli c.d. "derivati") che per rischio, scadenza e rendimento sono mediamente graditi ai prestatori di fondi; possono influenzare, all'insaputa di molti, i prezzi di acquisto e di vendita degli stessi prodotti finanziari; traggono vantaggi dal non rivelare alla controparte molte delle informazioni da essi possedute.

Si accentua così la rilevanza del problema cui si è prima fatto riferimento: quello del conflitto d'interessi e di asimmetria informativa tra intermediario e investitore. Il primo, investito della gestione del patrimonio del cliente, potrebbe eseguire operazioni di compravendita per il cliente che vanno a vantaggio non del cliente medesimo, ma del portafoglio dell'intermediario; ciò può

(18) La Direttiva CEE 93/22 consente agli investitori comunitari di operare in tutti i paesi della Comunità.

avvenire ogni volta che nel comportamento dell'intermediario prevale l'interesse a rendere massimo il proprio vantaggio a svantaggio del contraente non adeguatamente informato⁽¹⁹⁾.

Un caso assai recente di potenziale insorgenza di conflitto d'interesse è quello in cui la società per azioni che gestisce il mercato decidesse anche di quotare su tale mercato le proprie azioni. E' il caso dell'Australia ove la locale società di gestione dello stock exchange è ora quotata sul proprio mercato, ma anche il NYSE (New York Stock Exchange) ed il Nasdaq (National Association of Securities Dealers Automated Quotations System) stanno programmando la trasformazione del loro status da organismi posseduti dai membri dello stock exchange ad imprese orientate al profitto (si tratta del c.d. fenomeno della "demutualizzazione" delle borse valori)⁽²⁰⁾.

Domani si potrà, dunque, porre, anche per l'Italia, il problema della vigilanza sulle società di gestione dei mercati che si quotino sugli stessi mercati, al fine di contenere il potenziale conflitto di interessi che tale quotazione comporta.

3.4. Sorge, infine, il problema del valore economico di una data e certa informazione, soprattutto in relazione ai tempi della sua diffusione sul mercato, ed anche il problema di come considerare colui che sfrutta il tempo per ottenere vantaggi economici.

Appartiene a questo insieme di problemi l'ipotesi d'abuso d'informazione privilegiata ("insider trading") su strumenti finanziari che, nel nostro ordinamento giuridico, come in quasi tutti gli altri ordinamenti, è sanzionato penalmente (dal 1991)⁽²¹⁾.

Insider è colui che trae vantaggio, tramite operazioni di compravendita di strumenti finanziari, dal disporre di un'informazione privilegiata, intendendosi con questa un'informazione specifica di contenuto determinato, di cui il pubblico non dispone, che, se resa pubblica, sarebbe idonea a influenzarne sensibilmente il prezzo (art. 180 T.U. finanza).

(19) Per contenere l'insorgenza di conflitti di interessi tra intermediario e cliente, la Consob è chiamata ad operare (art. 21 T.U.) affinché gli intermediari: a) si comportino con diligenza, correttezza e trasparenza, nell'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati; b) acquisiscano le informazioni necessarie dai clienti e operino in modo che essi siano sempre adeguatamente informati; c) si organizzino in modo tale da ridurre al minimo il rischio di conflitti di interesse e, in situazione di conflitto, agiscano in modo da assicurare comunque ai clienti trasparenza ed equo trattamento; d) dispongano di risorse e procedure, anche di controllo interno, idonee ad assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi; e) svolgano una gestione indipendente, sana e prudente e adottino misure idonee a salvaguardare i diritti dei clienti sui beni affidati.

(20) C. Di Noia, *The Stock - Exchange Industry: Network Effects, Implicit Mergers, and Corporate Governance*, Consob, *Quaderni di Finanza*, n. 33, marzo 1999.

(21) Per avere anche soltanto un'idea di questo fenomeno nel caso dell'Italia, va ricordato l'anonimo commento a proposito dell'approvazione della legge sulla prevenzione dell'insider trading che "fa temere che possa danneggiare un mercato che prosperava sui rumori e sulla informazione privilegiata"; cfr. "Italy passes law banning insider trading", in *Financial Times*, 9 maggio 1991, pag. 2.

È però vero che se l'*insider* è un investitore informato, non tutti gli investitori informati sono *insider*. Si prenda il caso del banchiere Nathan Rothschild che finanziava, con ardite operazioni finanziarie sulle piazze di Parigi, Spagna, Portogallo, Sicilia e Malta, l'esercito inglese guidato dal duca di Wellington contro le armate di Napoleone. Si narra che il barone Rothschild, informato per tempo della vittoria di Waterloo (1815) da un piccione viaggiatore lanciato in Francia, abbia sfruttato per primo tale informazione, accrescendo così notevolmente le proprie fortune⁽²²⁾. Certamente il barone Rothschild "sfruttò il tempo" e fu un investitore assai bene informato, ma è difficile ipotizzare che, anche nel caso fosse esistita, come esiste dal 1980 nel Regno Unito, la legge contro l'*insider trading*, il barone potesse essere colpito da una sanzione penale per il reato di *insider trading*.

È una vecchia questione quella relativa allo sfruttamento del tempo a fini economici; e, dunque, per il barone Rothschild che sfruttò il tempo potrebbe ancora valere la condanna che, nel medio evo, Tommaso di Chobham riservava all'usuraio? "L'usuraio non vende al debitore nulla che gli appartenga, tranne il tempo che appartiene a Dio. Egli non può pertanto trarre profitto dalla vendita di un bene che non è suo"⁽²³⁾. La risposta è certamente negativa e, dunque, si continua a porre il problema del perché di una sanzione penale, e non soltanto di una multa, per l'*insider*, anche perché non è subito evidente chi sia la vittima dell'*insider*⁽²⁴⁾.

La commedia brillante della fine dell'ottocento ci offre un famoso esempio di *insider trading* che può aiutare nel formarsi di un qualche convincimento al riguardo. Si tratta della *pièce de théâtre* "Un marito ideale" di Oscar Wilde. Questa *pièce* si sviluppa tutta lungo la trama della minaccia - ricatto che la (apparentemente) perfida Mrs. Cheveley opera nei confronti dello stimatissimo, giovane e ricco politico in fulgida carriera (è già Sottosegretario agli Affari esteri). Sir Robert Chiltern, il "Marito ideale". Già dal primo atto della commedia, Mrs. Cheveley minaccia Sir Robert di far giungere ad un giornale "la lettera che avete scritto al barone Arnheim quando Voi eravate segretario di Lord Radley dicendogli di acquistare le azioni del Canale di Suez, lettera scritta tre giorni prima che il Governo annunciasse il proprio acquisto delle azioni del canale"⁽²⁵⁾. Sarebbe così stato evidente a tutta l'opinione pubblica, come il giovane e brillante politico (e marito ideale) avesse costruito tutta la sua fortuna vendendo ad "uno speculatore sullo Stock Exchange un segreto del Governo". Narra Oscar Wilde che il barone guadagnò tre quarti di un milione di sterline, delle

(22) C. P. Kindleberger, *A Financial History of Western Europe*, Allen & Unwin, Londra 1984. Trad, it. *Storia della finanza nell'Europa occidentale*, Cariplo-Laterza, Milano, 1987, pp. 326-327 e p. 359.

(23) Citato da J. Le Goff, *La borsa e la vita*, Laterza, 1987, p. 33.

(24) S. Barsella, *Insider trading e obblighi di divulgazione delle informazioni sui mercati finanziari*, Consob, *Quaderni di finanza*, n. 1, giugno 1990.

(25) Corrisponde a verità l'acquisto che Disraeli fece delle azioni del canale di Suez battendo sul tempo i francesi del *Crédit Foncier* che già ne possedeva una quota considerevole. Cfr. C.P. Kindleberger, *A Financial History...*, op. cit. p. 344.

quali 110 mila andarono a Sir Robert. Alla luce di ciò, si può convenire sul fatto che, oggi nel Regno Unito, ma a differenza del barone Rothschild, il barone Arnheim ed il giovane Sir Robert sarebbero stati condannati quanto meno per il reato d'*insider trading*, ovviamente se fossero stati scoperti.

Anche se il tema è assai controverso, si può aderire all'idea che la sanzione penale vada intesa al pari di un rischio non assicurabile (come sarebbe, invece, una multa) da parte dell'*insider* e che ciò si spieghi in considerazione del bene pubblico da tutelare: quel particolare bene pubblico costituito dalla fiducia sul corretto operare di un mercato finanziario completo. Questo mercato, per usare il linguaggio degli economisti, deve essere caratterizzato oltre che da uno spessore che consenta di ridurre la volatilità dei prezzi degli strumenti finanziari, di diversificare il portafoglio degli investitori, di ridurre i rischi trasferibili sui mercati mobiliari, anche da una legislazione che legittimi la diffusa impressione tra gli investitori che essa sia tale da "scoraggiare i ciarlatani ad entrare nel mercato"⁽²⁶⁾.

La vittima dell'*insider* sarebbe dunque il mercato.

Secondo altri le vittime sarebbero gli azionisti della società in quanto proprietari delle informazioni che riguardano la vita della loro società. In questa impostazione del problema, gli amministratori della società, favorendo loro stessi a spese degli azionisti, avrebbero violato i doveri fiduciari a cui sono tenuti nei confronti degli azionisti stessi⁽²⁷⁾.

Diverso è il caso della manipolazione, che, pure, è sanzionata penalmente; anche perché la vittima del manipolatore è di agevole individuazione.

Manipolatore è colui che divulga notizie false, esagerate o tendenziose, ovvero pone in essere operazioni simulate o altri artifici idonei a provocare una sensibile alterazione del prezzo di strumenti finanziari o l'apparenza di un mercato attivo dei medesimi (art. 181 del T.U. finanza). In questo caso non si tratta di disporre di un'informazione riservata e di "sfruttare il tempo", ma di condurre deliberatamente in errore il mercato fornendogli informazioni volutamente false.

Il tema è assai noto, anche perché la manipolazione sui mercati mobiliari ha ricevuto un suo riconoscimento nella grande letteratura popolare dell'ottocento. Si può ricordare, al riguardo, l'episodio narrato da Alexandre Dumas (Dumas *père*) ne "Il Conte di Montecristo" ai capitoli LIV e LX, ove si racconta la vendetta di Edmond Dantès compiuta con l'ausilio del telegrafo nei

(26) B.C. Greenwald, J.E. Stiglitz, *Information, Finance and Markets: the Architecture of Allocative Mechanism*, NBER Working and Papers Series, n. 3652, marzo 1991, p. 23.

(27) R. Romano, *The Genius of American Corporate Law*, The AIE Press, Washington, D. C., 1993, pag. 101.

confronti dell'odiato barone Dangles. Il Conte di Montecristo, utilizzando furtivamente il telegrafo, divulga la notizia falsa ed esagerata della fuga di Don Carlo da Bourges e del suo rientro in Spagna. La notizia avrebbe fatto crollare il valore delle cartelle del prestito spagnolo di cui Dangles possedeva un cospicuo ammontare. Lo stesso giorno il barone Dangles, come si legge nel romanzo, “perdetto cinquecentomila franchi ma si sbarazzò di tutte le cartelle”. La mattina del giorno successivo la notizia si rivelò falsa. “I titoli risalirono di una cifra doppia di quella di cui erano scesi. Ciò produsse, fra la perdita e la mancanza del guadagno, la differenza di un milione per Dangles Ottimo disse Montecristo”.

Oggi, anche in Francia, il Conte di Montecristo sarebbe passibile di una sanzione penale ed il barone Dangles riconosciuto come vittima del Conte.

3.5. Da tempo, gli economisti, gli statistici e gli econometrici si sono posti il problema di come valutare in termini quantitativi l'impatto di una data notizia (vera o falsa che sia) sul valore di mercato di un'impresa quotata. Ben si comprende come anche la Consob sia particolarmente interessata agli esiti di tali ricerche, in quanto tali esiti concorrono a definire la graduazione della pena.

La metodologia più diffusa (utilizzata anche dalla Consob) è ancora quella della regressione lineare tra la serie storica dei rendimenti del titolo della società cui si riferisce la notizia (o di cui si sono manipolati i corsi) ed i rendimenti di un portafoglio composto dai titoli più omogenei a quello della società sotto esame (ad esempio, si regredisce il rendimento del titolo della società x oggetto d'attenzione con il rendimento del portafoglio titoli dato da tutti i titoli delle società appartenenti allo stesso settore o, al limite, allo stesso mercato di riferimento).

Più di recente si vanno proponendo all'attenzione degli studiosi e dei regulator nazionali alcuni modelli che si basano su più raffinate metodologie probabilistiche; anche in Consob è oggi in corso lo sviluppo di tali nuove metodologie e la maggiore difficoltà consiste nel far dialogare insieme giuristi, statistici, economisti ed econometrici. È però vero che questo dialogo non è aiutato dalla preparazione di base che molti ricevono nelle università italiane.

Problemi di “linguaggio” non minori sorgono nei rapporti con il sistema giudiziario. La Consob, infatti, al termine della propria indagine, e nel caso ritenga che sussistano alcune ipotesi di reato di *insider trading* o di manipolazione, trasmette alla Procura della Repubblica i relativi esiti; sarà poi l'Autorità Giudiziaria a comminare la pena o ad archiviare il caso, caso mai per decorrenza dei termini.

4. È stato detto che una delle funzioni più importanti svolte dal mercato è quella di consentire la contendibilità delle società quotate tramite la compravendita dei diritti di voto incorporati nelle azioni; diritti di voto da esercitare nelle assemblee dei soci delle società per azioni sia da parte dei

soci di maggioranza per mantenere il controllo dell'impresa, sia da parte di quelli di minoranza per esercitare una qualche pressione sugli amministrazioni di maggioranza.

È anche quasi universalmente accettato che, per effetto della separazione tra la proprietà ed il controllo delle imprese, possa sorgere il conflitto d'interessi tra amministratori ed azionisti; nel senso che gli amministratori (espressione del gruppo di comando) non creano un ammontare sufficiente di profitti per remunerare gli azionisti, in particolare quelli di minoranza che non partecipano al governo dell'impresa quotata.

Si sostiene dunque che la contendibilità delle imprese costituisce la più forte pressione del mercato sugli amministratori affinché questi sia indotti ad amministrare in modo efficiente l'impresa e nell'interesse degli azionisti.

Tra i possibili casi di conflitto di interessi tra amministratori ed azionisti, si segnalano quelli che possono sorgere in caso di offerte pubbliche di acquisto o di scambio (Opa e Ops) in quanto è certamente questo il contesto più delicato in cui la Consob è chiamata ad esercitare i poteri previsti dalla disciplina vigente "avendo riguardo alla tutela degli investitori nonché all'efficienza e alla trasparenza del mercato del controllo societario e del mercato dei capitali" (art. 91 del T.U. della finanza).

Ha annotato il prof. Luigi Spaventa che la questione principale, da cui le altre discendono, è: "come contemperare l'esigenza di garantire la "contendibilità" di una società quotata con quella di non porre vincoli troppo stretti alla sua libertà di azione"⁽²⁸⁾.

È' ovvio, che la ricerca dell'equilibrio tra due interessi contrapposti (quello dello scalatore e quello della società scalata) è principalmente demandata alla legge ed alle scelte di "policy" che la sottendono: favorire o non favorire le scalate ostili ? Oppure restare indifferenti ?

È noto che il Governatore della Banca d'Italia si è pronunciato con disfavore nel caso che la contendibilità riguardi le società bancarie quotate, e a tal fine ha introdotto una procedura che scoraggia - se non vieta - le scalate ostili alle banche italiane.

Nel caso delle imprese non bancarie, assai diverse sono le interpretazioni delle norme esistenti e le procedure proposte in quanto, su questa materia, il T.U. della finanza non brilla certo per chiarezza.

Non è del tutto evidente, infatti, quale debba essere la successione temporale dei diritti e dei doveri degli amministratori della società che scala (informare il più presto il mercato per evitare

(28) L. Spaventa, *La disciplina dell'Opa in Italia: i risultati di un test*, in "Mercato Concorrenza Regole", n. 2/99, p. 246.

fenomeni di *insider trading* - art. 114 T.U.) e di quelli della società preda: astenersi dall'adozione di azioni di contrasto - la c.d. "regola della passività"⁽²⁹⁾ - se non dopo aver ascoltato la voce degli azionisti convocati in apposita assemblea che, nel caso italiano devono rappresentare almeno il 30% del capitale sociale (art. 104 T.U.).

Al riguardo, se si consente il bisticcio di parole, si può sostenere che la Consob opera in un contesto legislativo "ostile alle Opa ostili". Invero, "il combinato disposto" delle diverse norme del Testo Unico (articoli 102 - 104 - 114 del T.U.) impone agli amministratori delle società quotate di svelare al più presto al mercato (e, dunque, anche agli amministratori della società "preda") le loro intenzioni di "aggressori"; ciò al fine di prevenire l'insorgere di occasioni di *insider trading*; ma poiché da questo momento non scatta la c.d. "regola della passività" per gli amministratori delle società preda, questi ultimi sono lasciati liberi di adottare, nel corso di un periodo ragionevolmente non breve, ogni manovra difensiva tesa a contrastare l'offerta; e possono adottare tali azioni in sede di consiglio di amministrazione, senza ascoltare la voce degli azionisti.

In questo contesto normativo perché organizzare scalate ostili destinate a fallire? E chi tutela gli azionisti di minoranza nel caso in cui in cui gli interessi degli amministratori (continuare a gestire la società) possono essere in forte contrasto con quelli degli azionisti che, con l'arrivo dei nuovi amministratori, potrebbero veder valorizzate le proprie azioni? Vi è dunque il rischio che, nel contesto normativo italiano, la contendibilità delle imprese rimanga soltanto un genere letterario e che di ciò facciano le spese gli azionisti di minoranza.

Forse, e ancora una volta, sarà una direttiva comunitaria a imporre la somministrazione di alcune ulteriori dosi di competitività nell'economia italiana e a ridefinire i presupposti per la contendibilità delle società italiane quotate.

La proposta di Direttiva in materia di Opa bilancia, infatti, gli interessi contrapposti: quelli del mercato di essere informato il più presto possibile per evitare l'insorgere di *insider trading* con quelli della società "preda" di non essere troppo a lungo con le mani legate senza aver ascoltato la voce degli azionisti.

Al riguardo, la proposta di direttiva prevede infatti che:

- a. la decisione di lanciare un'Opa venga resa pubblica *without delay* (immediatamente?) e che lo scalatore rediga e renda pubblico *in a good time* (in un tempo ragionevolmente breve?) un documento di offerta che contenga tutte le informazioni necessarie per consentire di assumere decisioni sull'offerta;

(29) Per un confronto con Francia e Regno Unito si veda: Consob, *Relazione per l'anno 1998*, pp. 52-53.

- b. l'astensione dagli atti che possano contrastare l'offerta decorra *at the latest* (al più tardi ?) dopo aver ricevuto l'annuncio dell'Opa e che si estenda fino a offerta conclusa.

In sintesi, la proposta di Direttiva prevede un sistema suddiviso in due fasi: annuncio della decisione e successiva redazione e pubblicazione del documento d'offerta, anticipando la “regola della passività” al momento in cui viene resa nota al mercato la decisione di promuovere un'Opa.

6. È stato tratteggiato in quanto precede l'ambiente ed i problemi più importanti che la Consob d'oggi è chiamata ad affrontare; è ora opportuno accennare a come la Consob sia nata, anche al fine di meglio comprendere la natura dei problemi che prima sono stati riassunti.

La Consob (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa) nasce formalmente, ma all'improvviso, con decreto legge 8 aprile 1974 n. 95, convertito, con modificazioni, dalla legge 7 giugno 1974, n.216 (*Disposizioni relative al mercato mobiliare ed al trattamento fiscale dei titoli azionari*).

Come spiegò allora il deputato prof. Bruno Visentini nel suo intervento alla Camera dei Deputati, vi fu, all'interno delle forze politiche che allora sostenevano il governo, un “baratto” : le forze politiche che osteggiavano la cedolare secca del 30 per cento sui dividendi (che sottraeva i dividendi all'Irpef e garantiva l'anonimato del percettore), “accettarono l'articolo sulla cedolare secca pur di avere in corrispettivo l'istituzione della Commissione nazionale per le società e la borsa”⁽³⁰⁾.

Ma, come si presentava allora il mercato azionario ? Ecco l'analisi della Banca d'Italia: “nel comparto azionario, cessante la spinta derivante dai programmi di emissione decisi all'apice dello sviluppo avuto dall'economia nel 1973 e venuta meno la crescita dei corsi che avevano ravvivato il mercato i collocamenti sono notevolmente diminuiti....Le prospettive del mercato azionario non paiono lasciar spazio ad un suo rilancio a breve scadenza, in un momento in cui, invece, il contributo al capitale di rischio dovrebbe essere potenziato, sia per lo stato precario in cui versa la finanza aziendale, sia in vista delle ingenti necessità di finanziamento poste all'economia dalla natura della crisi recessiva⁽³¹⁾”. Non si dimentichi, infatti, che il 1973 fu l'anno del primo e fortissimo shock petrolifero.

Se sono condivisibili le preoccupazioni di Bankitalia, va pur tuttavia ricordato che i mercati finanziari di allora erano così poco sviluppati che l'ammontare di attività finanziarie che allora

(30) B. Visentini, *Intervento nell'aula della Camera dei Deputati, Atti parlamentari, seduta del 28 maggio 1974*.

(31) Banca d'Italia, *Relazione annuale (1974)*, pp. 305-306.

venne posto entro il perimetro controllato dalla Consob fu di appena il 22,6% del totale delle attività finanziarie (vedi *Appendice*).

La Consob apparve, dunque, appena 25 anni orsono nel panorama delle istituzioni italiane, con un ritardo di oltre quaranta anni rispetto alla data di nascita della Sec nord americana (*U.S. Securities and Exchange Commission*) che vide la luce nel 1933 (*Securities Act of 1933*); e nel deplorare ancora oggi questo ritardo, non è elemento di consolazione il constatare che la nascita in Italia, nel 1990, della normativa anti-trust segua con cent'anni di ritardo quella adottata negli USA nel 1890 con lo Sherman Act. Entrambi i ritardi rispetto agli USA (ma anche rispetto ad altri paesi europei) sono il segnale delle difficoltà che la "cultura della trasparenza" e quella "della concorrenza" devono affrontare per affermarsi, ancora oggi, nel nostro paese.

Ha scritto il prof. Gustavo Minervini⁽³²⁾ che "il decreto, e poi la legge, trovano i loro precedenti in un più antico progetto Ascarelli, presentato in Parlamento nel 1956 dall'on.le Villabruna e ripresentato nel 1958 dagli on.li La Malfa e Lombardi; seguirono i progetti delle Commissioni ministeriali presiedute dal Santoro- Passarelli (1962) e dal De Gregorio (1964). Quest'ultimo progetto venne rivisitato nel 1967 da De Gennaro e Visentini. Vennero poi una proposta Lombardi (1972) e un progetto della Commissione ministeriale presieduta da Dino Marchetti (1973). Vivace fu anche il dibattito fra gli studiosi, specie in margine al progetto De Gregorio. A questo progetto venne dedicato anche un importante Convegno organizzato dalla Rivista delle Società, che si tenne a Venezia nel 1966, e del quale nel 1968 furono pubblicati gli atti in tre volumi".

Conclude il prof. Minervini che "i tempi del 1974 erano quindi maturi per l'emanazione della legge. Sul piano politico, continua Minervini, probabilmente, accanto all'endemica crisi della borsa furono decisivi il precipitare del crack bancario e finanziario Sindona-Banca Privata Italiana, e l'infittirsi degli scandali relativi a "tangenti" pagate da società a partiti politici (non casualmente la legge in discorso è quasi contemporanea rispetto a quella sul finanziamento pubblico dei partiti). Apparve necessario rinsaldare la fiducia degli investitori, e di tutti i cittadini, nel corretto funzionamento delle società per azioni, in particolare di quelle quotate in borsa, e delle borse stesse, al fine di promuovere il rilancio degli investimenti nel mercato mobiliare".

Sebbene di organi di vigilanza se ne discutesse da tempo, del tutto incerta per molto tempo, rimase la loro collocazione nel panorama delle istituzioni italiane. Ad esempio, nei lavori della c.d. "Commissione De Gregorio" del 1965, ancora s'ipotizzava (art. 33) che "le società ammesse alla quotazione di borsa sono sottoposte a vigilanza governativa" e che "le funzioni di vigilanza, ad eccezione di quelle demandate al Ministro per il tesoro, sono esercitate dalla Banca d'Italia secondo le direttive del comitato interministeriale per il credito ed il risparmio"; e nella relazione

(32) G. Minervini, *La Consob. Lezioni di diritto del mercato mobiliare*, Liguori editore, Napoli, 1989, pp. 24 – 25.

d'accompagnamento si spiega che “il programma di Governo inserisce l’istituto della vigilanza governativa nell’ambito dell’esigenza di tutela del risparmio e dei piccoli azionisti, prevedendo che in relazione a queste nuove disposizioni dovrà essere prevista la formazione presso la Banca d’Italia, accanto all’esistente organo di vigilanza sulle aziende di credito, di un organo di vigilanza sulle società per azioni con compiti di tutela delle minoranze e di controllo sull’osservanza delle norme della nuova legge”⁽³³⁾. Per quanto ricordo, fu la stessa Banca d’Italia a declinare l’assunzione di tale nuova responsabilità. La Consob, dunque, nacque come Autorità indipendente.

Lo stesso nome del nascituro era noto da tempo: lo “schema di disegno di legge contenente norme modificative della disciplina delle società per azioni” redatto dalla “*Commissione Marchetti*” nel 1973, prevedeva (art. 28), infatti, l’istituzione della “Commissione nazionale per le società e la borsa” che “assicura e promuove l’informazione del pubblico sulle società i cui titoli sono quotati in borsa e sui titoli stessi, sovrintende all’esercizio delle funzioni di revisione...e vigila sul corretto funzionamento delle borse valori”⁽³⁴⁾.

Il ricordo della proposta della “Commissione Marchetti”, è utile per segnalare ciò che continua ad apparire una singolare “dimenticanza” della legge n. 216 del 1974: scomparve in quest’ultima l’esplicita “missione della Consob” proposta dalla citata Commissione (“assicurare e promuovere l’informazione al pubblico ..., vigilare sul corretto funzionamento delle borse valori”). Tale “missione” poteva dunque essere dedotta soltanto dall’analisi dei poteri analiticamente indicati dalla legge. Oggi, si affermerebbe che la legge difettava di una norma di chiusura che consentisse l’interpretazione sistematica della legge stessa. A tale omissione verrà posto rimedio, ma con una qualche vaghezza concettuale, soltanto venticinque anni dopo con l’emanazione del T.U. della finanza del 1998.

Non si tratta, tuttavia, soltanto di diversa tecnica legislativa, in quanto con tale “dimenticanza” scomparve anche ogni riferimento alle informazioni ed al mercato, e, di conseguenza, come rilevò il prof. Guido Rossi (che fu anche presidente della Consob), per effetto della legge 216 “l’organo di vigilanza e di controllo poteva intervenire soltanto sulle società con titoli quotati in Borsa, per cui la tutela del risparmio era limitata soltanto ai mercati borsistici” e, così, la Consob, “nei suoi primi otto anni di vita non ha funzionato sempre poco e male; ha soprattutto funzionato nei confronti della informazione societaria; ha funzionato nei confronti delle società più che nei riguardi della Borsa; la Commissione non ha, ad esempio, nessun potere per organizzare quello che ... in relazione alla efficienza dei mercati borsistici, è la prima riforma da

(33) *Relazione allo schema di disegno di legge concernente la riforma della disciplina delle società commerciali, a cura della c.d. Commissione di studio De Gregorio, mimeo, Roma 1965, p. XXIII.*

(34) *Commissione interministeriale per la riforma della legislazione sulle società (c.d. Commissione Marchetti), Schema di disegno di legge contenente norme modificative della disciplina delle società per azioni, Roma, 9 maggio 1973.*

adottare: la concentrazione delle operazioni. Fino a quando questa mancherà sarà impossibile pretendere che la Commissione riesca ad agire efficacemente sul mercato di borsa”⁽³⁵⁾.

Si dovrà attendere fino al 1991 per disporre di una legge (quella istitutiva delle Sim) che imponesse la concentrazione degli scambi in Borsa.

Diversa fu la nascita della Sec americana. Negli Usa, la principale preoccupazione del primo presidente della Sec (James M. Landis) fu quella di “dovere lavorare con grandi difficoltà per creare quel tipo d’organizzazione amministrativa che fosse in grado di applicare e far rispettare il Securities Act ... che colpisce in profondità la legislazione attinente le società per azioni, la sua pratica applicazione e le relative situazioni assai complesse”⁽³⁶⁾. Invero, il Securities Act del 1933 (noto anche come “truth in securities law”) non soltanto richiede che gli investitori ricevano significative informazioni di tipo finanziario con riguardo alle azioni oggetto di offerta pubblica di vendita, ma con occhio attento al mercato, pone anche il divieto di inganno, mal rappresentazione e frode nel corso della vendita delle azioni. La missione della Sec fu chiara fin da allora: “*We are the investor’s advocate*”, come si legge ancor oggi nella *home page* del suo sito internet.

Più di recente, in occasione della costituzione della FSA – Financial Services Authority, che agisce come “regolatore unico” dell’industria dei servizi finanziari del Regno Unito, è stata puntualmente definita la “missione” di tale agenzia: preservare la fiducia sulla stabilità del mercato da parte degli operatori; promuovere la conoscenza e la consapevolezza degli investitori su come i diversi servizi finanziari siano correlati alle loro esigenze di finanziamento; proteggere i consumatori di servizi finanziari dai diversi rischi presenti sui mercati; ridurre la criminalità finanziaria e l’uso che tale criminalità può fare dei soggetti vigilati⁽³⁷⁾.

7. Se la Consob del 1974 fu frutto della discussione dei venti anni precedenti, la Consob dell’anno 2000 è frutto del dibattito e degli interventi legislativi dei venticinque anni successivi al 1974.

(35) G. Rossi, *Audizione innanzi alla Commissione Finanze e Tesoro della Camera dei Deputati, Indagine conoscitiva sui problemi relativi alla funzionalità ed al livello di operatività della Consob anche a seguito dei nuovi compiti ad essa attribuiti dalla legge 23 marzo 1983, n. 77 seduta del 18 novembre 1983.*

(36) T.K. McCraw, *Prophets of Regulation, The Belknap Press of Harvard University Press, Cambridge, Mass., 1985, pag. 187.*

(37) FSA, *A new regulator for the new millennium. January 2000.*

La legge n. 216 del 1974 fu modificata in più di un'occasione, e numerose furono le leggi via via emanate per contribuire alla costruzione di una legislazione, anche di principi, che consentisse il funzionamento di "mercati finanziari bene ordinati"⁽³⁸⁾.

Devono essere ricordate almeno le seguenti leggi:

- 1) le leggi sui fondi comuni di investimento mobiliari e immobiliari (leggi n.77/1983, n. 344/1993 e n. 86/1994) che crearono alcuni investitori istituzionali, come i fondi mobiliari, reclamati da alcuni decenni (Guido Carli ne chiese l'istituzione nel 1964);
- 2) la legge che ha sancito la piena configurazione della Consob come Autorità Indipendente (legge 4 giugno 1985, n. 281);
- 3) la legge Amato (30 luglio 1990, n. 218) che, trasformando in S.p.A. gli istituti di credito di diritto pubblico, consentì la privatizzazione e la contendibilità degli stessi;
- 4) la legge sulle Sim, Società di investimento mobiliare (legge n. 1/1991) che rivoluzionò la struttura del mercato finanziario italiano introducendo, l'obbligo della concentrazione degli affari in Borsa, l'operatore polifunzionale, la disciplina del conflitto di interessi, quella della correttezza degli affari, il Consiglio di Borsa, ecc.;
- 5) la legge sull'*insider trading* (n. 157/1991);
- 6) la legge in materia di offerte pubbliche di acquisto e di scambio (legge n. 149/1992);
- 7) la legge sulle privatizzazioni (legge 30 luglio 1994, n. 474) che consente di accrescere l'offerta di strumenti finanziari e di rendere, per tale via, più liquido il mercato di borsa.

Oggi, come già ricordato, il corpo centrale delle norme che regolano l'attività della Consob è costituito dal decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 recante il "Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria". È dunque soltanto con l'emanazione del T.U. della finanza in cui sono state trasposte, razionalizzate e coordinate tutte le leggi vigenti in materia di intermediari, mercati mobiliari, ed emittenti quotati o che fanno appello al pubblico risparmio, che è stato legislativamente consacrato il ruolo della Consob di garante degli investitori sotto i profili:

- a. della trasparenza e correttezza dei comportamenti di tutti gli intermediari che operano in strumenti finanziari;
- b. della trasparenza dei mercati regolamentati e dell'ordinato svolgimento delle negoziazioni che vi si svolgono;
- c. dell'efficienza e della trasparenza del mercato del controllo societario e del mercato dei capitali;
- d. della correttezza contabile dei bilanci societari.

(38) *Va ricordato il contributo contenuto in: Consob, Linee di progetto per una riforma del mercato borsistico, Bollettino (edizione speciale), Milano, 30 aprile 1987.*

Tale garanzia si esplica, come si è dato conto nelle pagine che precedono, attraverso lo svolgimento congiunto della funzione di regolamentazione e della funzione di vigilanza sulla trasparenza e sulla correttezza di coloro – intermediari emittenti gestori di mercati – che vi operano.

8. Alcune osservazioni conclusive aiutano a meglio comprendere l'obiettivo di medio e di lungo periodo della Consob, nella sua attività di regolazione dei mercati finanziari.

Si è già detto che il campo d'azione su cui opera la Consob è quello dei mercati finanziari che hanno per oggetto titoli rappresentativi di capitale di debito e di capitale di rischio ed è pure noto che l'insieme costituito dal capitale di debito e dal capitale di rischio, se è osservato nei conti patrimoniali di un'impresa, costituisce il "passivo" dell'impresa stessa ed è un indicatore della solidità finanziaria dell'impresa medesima. Invece, la composizione di tale insieme, osservata nel portafoglio degli investitori, è un indice delle loro preferenze verso l'assunzione del rischio.

Nel caso dell'Italia, e limitando l'osservazione al "passivo" delle imprese, vi è concordanza di giudizi sulla correttezza dell'analisi⁽³⁹⁾ che porta a sostenere che la struttura del passivo delle imprese è caratterizzata da: a) un rapporto tra capitale di debito e capitale di rischio relativamente elevato; b) un elevato rapporto tra debiti bancari e debiti finanziari; c) il più elevato rapporto tra debiti bancari a breve e debiti bancari totali; d) la più elevata incidenza degli oneri finanziari sul margine operativo lordo (MOL); e) il più elevato costo implicito del debito cui contribuiscono i forti ricorsi al debito a breve e a quello bancario.

È anche opinione consolidata, che la prevalenza del capitale di debito su quello di rischio evidenzia un fattore di vulnerabilità finanziaria che espone le imprese italiane a fluttuazioni negli oneri finanziari più intense che in altri paesi.

Tra gli studiosi vi è oggi anche un largo consenso sull'esistenza di una stretta correlazione tra sviluppo finanziario e crescita economica e che, pertanto, senza lo sviluppo del sistema finanziario si riducono le possibilità di crescita economica di una data economia⁽⁴⁰⁾. Un sistema finanziario poco sviluppato può dunque costituire una barriera alla crescita delle imprese e del sistema economico nel suo complesso.

(39) Ministero del Tesoro, *Documento di programmazione Economico-finanziaria per gli anni 2000-2003, cap. II e IV.*

(40) R. Levine, *Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda*, *Journal of Economic Literature*, June 1997, n.2, pp. 688-726.

I risultati recenti di un'ampia ricerca comparata condotta su 43 paesi starebbero ad indicare che i 2/3 della crescita osservata nel corso degli anni ottanta proviene dalla crescita della dimensione delle imprese esistenti e per un terzo dalla creazione di nuove imprese⁽⁴¹⁾.

Poiché la crescita delle imprese (e la nascita di nuove) dipende crucialmente dalle innovazioni, che meritano di conseguire il profitto, che ogni singola impresa è in grado di produrre o che ogni singolo imprenditore è in grado di trasformare in una nuova impresa orientata al profitto, e poiché il processo innovativo richiede, di norma, investimenti rischiosi dai profitti attesi assai elevati, ma anche altrettanto rischiosi, si può concludere che la necessaria prudenza che deve orientare ogni banca nel valutare il merito di credito di un'impresa, mal si presta a sostenere gli investimenti rischiosi propri dell'imprenditore innovativo.

In altre parole, è il mercato dei capitali di rischio quello che pare più appropriato per sostenere finanziariamente il processo di crescita economica guidato dalle innovazioni prodotte dalle imprese. Il capitale di debito pare più appropriato al finanziamento degli investimenti di quello sciami di imprenditori imitativi che seguono l'imprenditore che innova.

È ovvio che anche una banca universale può agire attivamente sul mercato dei capitali di rischio tramite una propria ed apposita organizzazione.

La Consob opera, dunque, all'interno di un contesto maroeconomico caratterizzato da:

- a. un mercato finanziario sul cui lato d'offerta prevale l'emissione di titoli di debito rispetto a quelli rappresentativi del capitale di rischio;
- b. una molteplicità di imprese che soffrono di alcune barriere finanziarie alla crescita, oltre che di una notevole vulnerabilità finanziaria che può riflettersi sulla vita delle imprese stesse fino a condurle al fallimento.

Si può allora concludere che la Consob agisce con l'obiettivo di lungo periodo di sviluppare il sistema finanziario italiano in modo più consono alle esigenze di sviluppo del sistema economico del nostro paese.

(41) K.B. Kumar, R.G.Rajan, L.Zingales, *What determines firm size ?*, Working Paper Series, National Bureau of Economic Reserach, July 1999.

APPENDICE

Il perimetro delle attività finanziarie vigilato dalla Consob: evoluzione temporale⁽⁴²⁾.

Nelle tavole che seguono, è stato effettuato un confronto - mostrandone altresì l'evoluzione nel tempo - tra l'aggregato di attività finanziarie, il cui controllo dovrebbe teoricamente ricadere sotto la competenza di un'autorità di vigilanza sul mercato mobiliare, e l'aggregato di attività finanziarie effettivamente controllato dalla Consob.

A questo fine, sono stati considerati quali anni di riferimento il 1978, il 1989 e il 1998. Tale scelta è dovuta, oltre che all'intervallo temporale simile (circa 10 anni) che li separa, anche al fatto che il 1978 e il 1989 consentono di porsi dopo un congruo numero di anni rispettivamente dalla legge istitutiva della Consob (legge 216/74) e dalla legge istitutiva dei fondi comuni di investimento (legge 77/83) - così da considerare in pieno gli effetti sul mercato finanziario di questi due importanti provvedimenti -, mentre il 1998 è l'anno più recente per il quale risultano disponibili i dati di fine periodo. Inoltre è stato considerato il 1989, anziché il 1988, in quanto nel corso di quest'ultimo le emissioni di alcune attività finanziarie hanno risentito negativamente del crack borsistico verificatosi nell'ottobre 1997.

Nella tav. 1, l'aggregato di attività finanziarie controllato effettivamente dalla Consob è stato rapportato, per ciascuno dei tre anni considerati, all'aggregato di attività finanziarie che dovrebbero ricadere "teoricamente" sotto il suo controllo: si rileva come tale rapporto sia notevolmente aumentato nel corso del tempo, in particolare dopo la fine degli anni '80 (anche se il dato 1998 risente in parte dell'andamento molto positivo della raccolta netta dei fondi comuni di investimento). Permangono tuttavia alcune aree che sfuggono al controllo Consob in modo sensibile, con particolare riferimento alle obbligazioni emesse da banche.

Si è inoltre verificata una notevole crescita delle attività finanziarie considerate dopo il 1989, con particolare riferimento all'emissione di obbligazioni e alla raccolta netta dei fondi comuni di investimento. Anche il mercato delle assicurazioni vita a prevalente contenuto finanziario (cresciuto del 600% circa dal 1989 al 1998) ha raggiunto dimensioni ragguardevoli.

Nella tav. 2 è stato rappresentato, per ciascuna attività finanziaria considerata e per il totale di esse, l'ammontare che dovrebbe ricadere "teoricamente" sotto il controllo di un'Autorità di vigilanza sul mercato mobiliare: sono state considerate le obbligazioni (ordinarie e convertibili, queste ultime inserite nella voce azioni quotate), le azioni quotate, le quote di fondi comuni e le assicurazioni vita a prevalente contenuto finanziario⁽⁴³⁾.

(42) *A cura di: Consob, Divisione Studi Economici, Ufficio Statistiche e Informazioni.*

(43) *Questi prodotti sono esplicitamente considerati strumenti finanziari all'interno degli ordinamenti inglese e statunitense.*

Nella tav. 3, è stato invece rappresentato l'ammontare di attività finanziarie effettivamente controllato dalla Consob nei vari anni; si è presa in considerazione, per la sua determinazione, la normativa in vigore alle rispettive date⁽⁴⁴⁾.

(44) *Si fa riferimento, essenzialmente, alla legge n. 216/74 per il 1978, alla legge n. 77/83 per il 1989 e al d.lgs. n. 58/98 per il 1998.*

TAV. 1

ATTIVITÀ FINANZIARIE E CONTROLLO CONSOB¹
(VALORI IN PERCENTUALE)

TIPOLOGIA DI ATTIVITÀ FINANZIARIA	1978	1989	1998
OBBLIGAZIONI ²	0,0	0,0	13,8
AZIONI QUOTATE ³	100,0	100,0	100,0
QUOTE DI FONDI COMUNI ⁴	-	100,0	100,0
ASSICURAZIONI VITA ⁵	ND	0,0	0,0
<i>TOTALE</i>	<i>22,6</i>	<i>19,5</i>	<i>72,9</i>

-: fenomeno non esistente; nd: dato non disponibile

Fonte: Relazioni annuali Banca d'Italia e Consob; Annualrio Assogestioni; statistiche trimestrali Isvap; vari anni. ¹ Rapporto tra l'aggregato di attività finanziarie di competenza teorica di un'Autorità di vigilanza sul mercato mobiliare e l'aggregato di attività finanziarie controllate effettivamente dalla Consob; dati di fine periodo. ² Emissioni lorde, nel corso dell'anno da parte di banche e di altri soggetti. ³ Emissioni lorde di azioni quotate nel corso dell'anno; il dato comprende anche le emissioni di obbligazioni convertibili. ⁴ Raccolta netta. ⁵ Premi incassati relativi a polizze vita connesse a fondi di investimento e a operazioni di capitalizzazione.

TAV. 2

ATTIVITÀ FINANZIARIE DI COMPETENZA «TEORICA» CONSOB¹

TIPOLOGIA DI ATTIVITÀ FINANZIARIA ²	1978	1989	1998
OBBLIGAZIONI	10.136	25.565	137.715
AZIONI QUOTATE	2.966	13.218	17.193
QUOTE DI FONDI COMUNI	-	- 6.663	312.774
ASSICURAZIONI VITA	ND	1.570	11.011
<i>TOTALE</i>	<i>13.102</i>	<i>33.689</i>	<i>478.693</i>

-: fenomeno non esistente; nd: dato non disponibile

Fonte: Relazioni annuali Banca d'Italia e Consob; Annualrio Assogestioni; statistiche trimestrali Isvap; vari anni. ¹ Dati di fine periodo, in miliardi di lire. ² Per la definizione delle singole voci, si veda la tav. 1.

**ATTIVITÀ FINANZIARIE EFFETTIVAMENTE CONTROLLATE
DALLA CONSOB¹**

TIPOLOGIA DI ATTIVITÀ FINANZIARIA ²	1978	1989	1998
OBBLIGAZIONI	0	0	19.048
AZIONI QUOTATE	2.966	13.218	17.193
QUOTE DI FONDI COMUNI	-	- 6.663	312.774
ASSICURAZIONI VITA	0	0	0
<i>TOTALE</i>	<i>2.966</i>	<i>6.555</i>	<i>349.015</i>

-: fenomeno non esistente.

Fonte: Relazioni annuali Banca d'Italia e Consob; Annualrio Assogestioni; statistiche trimestrali Isvap; vari anni. ¹ Dati di fine periodo, in miliardi di lire. ² Per la definizione delle singole voci, si veda la tav. 1.

ELENCO DEI PIÙ RECENTI *QUADERNI DI FINANZA* CONSOB

- N. 24 *Studi e Ricerche* *Studi in materia di Opa*, di R. Di Salvo, A. Macchiati, G. Siciliano e S. Providenti (Gennaio 1998)
- N. 25 *Studi e Ricerche* *Volatilità dei titoli industriali e volatilità dei titoli finanziari: alcuni fatti stilizzati*, di M. Bagella e L. Becchetti (Gennaio 1998)
- N. 26 *Documenti* *Indagine conoscitiva sull'evoluzione del mercato mobiliare italiano*, audizione del Presidente della Consob T. Padoa-Schioppa presso la Commissione Finanze della Camera dei Deputati (Febbraio 1998)
- N. 27 *Studi e Ricerche* *Regulating Exchanges and Alternative Trading Systems: A Law and Economics Perspective*, di J.R. Macey e M. O'Hara (Maggio 1998)
- N. 28 *Documenti* *Lavori preparatori per il Testo unico della finanza - Servizi e strumenti di impiego del risparmio* - (Giugno 1998)
- N. 29 *Documenti* *Lavori preparatori per il Testo unico della finanza - Diritto societario* - (Agosto 1998)
- N. 30 *Studi e Ricerche* *Regolamentazione e mercato finanziario: analisi e prospettive di riforma per il sistema italiano*, di C. Di Noia e L. Piatti (Settembre 1998)
- N. 31 *Documenti* *La globalizzazione dei mercati e l'armonizzazione delle regole contabili*, Atti del convegno, Palazzo Mezzanotte, Milano 19 febbraio 1997 (Ottobre 1998)
- N. 32 *Documenti* *Seminario internazionale in materia di Opa*, Atti del convegno, Palazzo Giustiniani, Roma 29 maggio 1998 (Marzo 1999)
- N. 33 *Studi e Ricerche* *The Stock-Exchange Industry: Network Effects, Implicit Mergers, and Corporate Governance* di C. Di Noia (Marzo 1999)
- N. 34 *Studi e Ricerche* *Opzioni sul Mib30: proprietà fondamentali, volatility trading e efficienza del mercato*, di L. Cavallo, Paolo Mammola e D. Sabatini (Giugno 1999)
- N. 35 *Studi e Ricerche* *La quotazione e l'offerta al pubblico di obbligazioni strutturate*, di M. Longo e G. Siciliano (Agosto 1999)
- N. 36 *Studi e Ricerche* *Studi in materia di intermediari non bancari*, (Ottobre 1999)
- N. 37 *Studi e Ricerche* *La decorrenza della passivity rule tra delegificazione e sindacato giurisdizionale*, di G. Presti e M. Rescigno (Aprile 2000)
- N. 38 *Documenti* *La Consob e la regolazione dei mercati finanziari*, di F. Cavazzuti (Maggio 2000)

LE PUBBLICAZIONI CONSOB

- **RELAZIONE ANNUALE**
Illustra l'attività svolta annualmente dall'Istituto e dà conto delle questioni in corso, degli indirizzi e delle linee programmatiche definite dalla Commissione nelle varie materie di competenza istituzionale.
- **BOLLETTINO MENSILE**
Riporta i provvedimenti e le comunicazioni interpretative della Consob nonché altre notizie di pubblica utilità sull'attività istituzionale.
- **NEWSLETTER SETTIMANALE «CONSOB INFORMA»**
Contiene informazioni, complementari a quelle del Bollettino, sull'attività dell'Istituto e sul mercato mobiliare.
- **RACCOLTA NORMATIVA**
Riporta i testi integrati e coordinati delle leggi, dei regolamenti e delle disposizioni di carattere generale della Consob che disciplinano il mercato mobiliare.
- **QUADERNI DI FINANZA**
Raccolgono contributi scientifici di approfondimento su materie rilevanti nell'ambito delle competenze istituzionali.

■ **CONSOBTEL**

Dal 1° aprile 1996 è attiva la banca dati telematica CONSOB TEL, che contiene tutte le pubblicazioni della Consob ed altre informazioni di pubblica utilità. CONSOB TEL è accessibile mediante il sistema di banche dati ISPOLITEL-GURITEL, distribuito dall'*Istituto Poligrafico e Zecca dello Stato*. Costo abbonamento (1° gennaio - 31 dicembre 1998): Lit 250.000+Iva (due ore di franchigia; Lit 2.000/min.+Iva per tempi di connessione superiori).

Tutte le pubblicazioni Consob sono naturalmente disponibili anche in formato cartaceo. I canoni annuali di abbonamento ed i prezzi dei singoli fascicoli (ove previsti) sono i seguenti:

- RELAZIONE ANNUALE: Lit 40.000, estero: Lit 55.000.
- BOLLETTINO (abbonamento 12 numeri mensili + le varie *Edizioni Speciali*): Lit 300.000, estero: Lit 350.000; singoli numeri: Lit 30.000, estero: Lit 35.000.
- NEWSLETTER SETTIMANALE «CONSOB INFORMA» (abbonamento 50 numeri settimanali): via Postel: Lit 80.000, estero: Lit 120.000; via fax: Lit 160.000, estero: Lit 230.000.
- RACCOLTA NORMATIVA: Lit 130.000.
- QUADERNI DI FINANZA (abbonamento 6 numeri): Lit 120.000, estero: Lit 156.000; singoli numeri: Lit 24.000, estero: Lit 30.000.

Gli abbonamenti si sottoscrivono facendo pervenire l'importo esatto con assegno bancario sbarrato intestato a Istituto Poligrafico e Zecca dello Stato - Piazza Verdi, 10 - 00198 ROMA, oppure con versamento sul c/c p. n. 16716029 sempre intestato a Istituto Poligrafico e Zecca dello Stato - Piazza Verdi, 10 - 00198 ROMA.

Ulteriori informazioni su condizioni e modalità di abbonamento:

ISTITUTO POLIGRAFICO E ZECCA DELLO STATO



167-864035 • 06-8508.2221 • 06-8508.2149

