



**CONSOB**  
COMMISSIONE NAZIONALE  
PER LE SOCIETA' E LA BORSA

*RELAZIONE PER L'ANNO 1999*

ROMA, 31 MARZO 2000

---

---

*COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETÀ E LA BORSA*

---

*Presidente*  
Luigi SPAVENTA

*Componenti*  
Salvatore BRAGANTINI  
Lamberto CARDIA  
Renato RORDORF  
Filippo CAVAZZUTI

---

*Direttore Generale (facente funzioni)*  
Massimo TEZZON

---

---

## INDICE

### PARTE PRIMA

<b>RELAZIONE AL MINISTRO DEL TESORO, DEL BILANCIO E DELLA PROGRAMMAZIONE ECONOMICA</b>	7
<b>I. L'ATTIVITÀ DELLA CONSOB E IL MERCATO</b>	
<i>L'andamento dei settori vigilati dall'Istituto</i>	9
<i>Il controllo sull'informativa e gli emittenti quotati</i>	10
<i>La vigilanza sui mercati</i>	11
<i>La vigilanza sugli intermediari</i>	12
<i>La gestione e l'amministrazione dell'Istituto</i>	13
<b>II. LINEE DI INDIRIZZO E QUESTIONI APERTE</b>	
<i>La regolamentazione dei mercati finanziari nelle sedi sovranazionali</i>	14
<i>L'opera di revisione dei regolamenti</i>	15
<i>L'intermediazione attraverso Internet</i>	16
<i>Il governo societario</i>	17
<i>L'apparato sanzionatorio del Testo unico</i>	17
<i>Il personale e l'organizzazione</i>	20
<b>DISCORSO DEL PRESIDENTE DELLA CONSOB AL MERCATO FINANZIARIO</b>	23
<i>Il mercato globale e i problemi della regolamentazione</i>	25
<i>Lo sviluppo dei mercati in Italia</i>	27
<i>La tutela del mercato e degli investitori e la vigilanza della Consob</i>	31

<i>L'attività di regolamentazione della Consob</i>	34
<i>Il governo delle società e i diritti degli azionisti</i>	36

## PARTE SECONDA

<b><i>DATI E ANALISI SULL'ATTIVITÀ DELLA CONSOB E SULL'EVOLUZIONE DEL QUADRO DI RIFERIMENTO</i></b>	43
---	----

### I. *LA PROPRIETÀ DELLE SOCIETÀ QUOTATE*

<i>La struttura proprietaria e il controllo nelle società quotate</i>	45
<i>I trasferimenti di controllo e le Opa su società quotate</i>	49
<i>Le privatizzazioni di società quotate</i>	52

### II. *I CONTROLLI SULLE SOCIETÀ QUOTATE*

<i>I conflitti di interessi e la trasparenza: le verifiche sull'operato degli esponenti aziendali</i>	56
<i>I consigli di amministrazione delle società quotate</i>	60
<i>I controlli sull'informativa continua</i>	64
<i>I controlli sull'informativa contabile e periodica</i>	65
<i>L'informativa contabile via Internet</i>	68
<i>L'attività delle società di revisione</i>	70
<i>L'attività regolamentare e interpretativa in materia contabile</i>	71

### III. *LA SOLLECITAZIONE ALL'INVESTIMENTO E LE OPERAZIONI DI FINANZA STRAORDINARIA*

<i>Le offerte finalizzate all'ammissione a quotazione</i>	74
<i>Gli intermediari nelle offerte iniziali</i>	76

<i>Gli aumenti di capitale delle società quotate e le operazioni di finanza straordinaria</i>	78
<i>Le offerte pubbliche relative a titoli non quotati</i>	84
<i>Le nuove disposizioni sulla sollecitazione all'investimento</i>	85
<b>IV. I MERCATI REGOLAMENTATI</b>	
<i>Il mercato di borsa e dei derivati</i>	87
<i>L'attività di controllo sui mercati regolamentati</i>	92
<i>Gli studi sulle società quotate da parte degli intermediari</i>	95
<i>La regolamentazione degli scambi organizzati</i>	96
<b>V. L'ABUSO DI INFORMAZIONI PRIVILEGIATE E L'AGGIOTAGGIO</b>	
<i>I risultati delle indagini</i>	98
<i>Gli esiti delle relazioni inviate all'Autorità Giudiziaria</i>	100
<i>Alcune tipologie di abuso di informazioni privilegiate e di aggioaggio finanziario</i>	101
<i>Le metodologie di indagine: la determinazione del profitto conseguito dagli insiders</i>	103
<b>VI. GLI INTERMEDIARI MOBILIARI</b>	
<i>Andamenti e struttura del settore</i>	106
<i>L'attività di vigilanza</i>	111
<i>I provvedimenti sanzionatori e cautelari</i>	113
<i>I sistemi di indennizzo</i>	115
<i>La vigilanza sui promotori finanziari</i>	117
<i>La regolamentazione sull'informativa delle gestioni collettive</i>	118
<i>L'attività regolamentare e interpretativa</i>	120

VII.	<i>L'ATTIVITÀ IN SEDE GIURISDIZIONALE</i>	
	<i>Il contenzioso sui provvedimenti in materia di vigilanza</i>	123
	<i>La verifica in sede giurisdizionale dei comportamenti dell'Istituto</i>	125
	<i>L'attività svolta nei procedimenti per i reati di abuso di informazioni privilegiate e agiotaggio</i>	127
VIII.	<i>LE RELAZIONI INTERNAZIONALI</i>	
	<i>La cooperazione internazionale</i>	130
	<i>L'attività dell'Unione Europea in materia di servizi finanziari</i>	131
	<i>L'attività della International Organization of Securities Commissions</i>	133
	<i>L'attività del Forum of European Securities Commissions</i>	135
IX.	<i>LA GESTIONE FINANZIARIA, IL PERSONALE E LE RELAZIONI CON L'ESTERNO</i>	
	<i>La gestione finanziaria</i>	137
	<i>L'organizzazione e le risorse umane</i>	139
	<i>Le relazioni con l'esterno</i>	141
	<i>APPENDICE</i>	
	<i>Indice delle tavole</i>	145
	<i>Tavole statistiche</i>	149
	<i>Note metodologiche</i>	191
	<i>Glossario</i>	197
	<i>Siglarario</i>	211

*DISCORSO DEL PRESIDENTE DELLA  
CONSOB AL MERCATO FINANZIARIO*

*Il testo che segue è stato letto il 10 aprile  
2000 dal Presidente della Consob presso  
Palazzo Marino in Milano.*



Signor Ministro, Signor Sindaco, Autorità, Signore e Signori,

torniamo quest'anno a Palazzo Marino, nuovamente ospiti del Comune di Milano, per la presentazione dell'annuale relazione al mercato alternando questa sede istituzionale ad altre, in cui si esprime la vita economica e culturale della città. Ringraziamo il Comune nella persona del suo Sindaco.

La nuova collocazione della sede milanese della Consob ha compiuto un altro passo con l'aggiudicazione, dopo pubblica gara, del lavoro di progettazione per l'adattamento del palazzo di via Broletto, generosamente concesso dal Comune.

Con i divisati interventi organizzativi si introduce una diversa articolazione delle funzioni tra le sedi di Roma e di Milano, finalizzata alla razionalizzazione dei procedimenti istruttori e delle competenze di vigilanza. È anche prevista l'istituzione presso la sede di Milano di unità per il controllo sull'informativa degli emittenti quotati e la vigilanza sui comportamenti e la trasparenza dei gestori collettivi. Il potenziamento funzionale della sede di Milano sarà accompagnato da un rafforzamento nelle dotazioni di personale.

A partire dal 1996 il finanziamento della Consob è assicurato in parte a carico del bilancio statale, in parte da contribuzioni provenienti dal mercato. La struttura del finanziamento privato prevista dalla legge n. 724 del 1994, secondo cui i corrispettivi richiesti al mercato vanno commisurati ai costi dei servizi resi, ha posto alcuni problemi applicativi. La Commissione chiede una modifica della norma: un legame tra contribuzioni e attività complessiva di vigilanza su ciascuna categoria di soggetti consentirebbe semplificazioni di rilievo tanto nei rapporti con i soggetti finanziatori, quanto nella gestione.

Nel dicembre dello scorso anno la dottoressa Giurgola Trazza ha lasciato la Consob per il raggiungimento dei limiti di età: entrata nell'Istituto sin dal 1975, è stata funzionario generale svolgendo per quasi un anno le funzioni di direttore generale. La Commissione è grata alla dottoressa Giurgola Trazza per quanto ella ha fatto per l'Istituto. Al dottor Massimo Tezzon, nominato funzionario generale, sono state affidate le funzioni di direttore generale.

Ringrazio vivamente il personale della Commissione per l'impegno di cui dà prova e per l'alto livello di competenza, che è vanto per l'Istituto e garanzia per il mercato.

### ***Il mercato globale e i problemi della regolamentazione***

1. I timori per la stabilità del sistema finanziario internazionale suscitati dalle crisi del 1998 si sono dissipati. Il contagio si è subito arrestato e comunque non ha provocato danni alle banche o alle istituzioni finanziarie dei paesi sviluppati. È ripresa la crescita delle economie dei paesi emergenti e sono ripresi i flussi di capitale a essi indirizzati. Tuttavia molti dei problemi di carenza

di controlli, di inadeguatezza di istituzioni, di insufficienza di informazione e trasparenza che si manifestarono in quelle crisi restano tuttora irrisolti. Ne sono prova le molteplici iniziative di analisi e di proposte assunte internazionalmente in sedi multilaterali.

Il gruppo dei sette ha istituito un foro per la stabilità finanziaria (*Financial Stability Forum*) a cui partecipano rappresentanti dei governi, banchieri centrali e regolatori (tra cui la Consob), nonché istituzioni e organizzazioni internazionali. In questa nuova sede si sono affrontati temi di grande rilievo: come contenere i rischi sistemici derivanti dall'operatività di soggetti con elevatissimo grado di indebitamento rispetto al capitale, quali gli *hedge funds*; come ridurre il potenziale di destabilizzazione dei flussi di capitale a breve; come evitare che le regole prudenziali e di trasparenza, gli obblighi tributari, le leggi penali vengano elusi con il domicilio in quei punti franchi che sono detti *off-shore*; come accertare e assicurare l'osservanza dei criteri stabiliti internazionalmente per garantire la stabilità, la trasparenza e l'integrità dei mercati, la corretta informazione contabile.

Questi lavori hanno prodotto risultati interessanti e proposte valide. La bontà delle proposte non garantisce tuttavia che esse divengano operative, a motivo della contraddizione fra la globalità del mercato e la frammentazione nazionale delle giurisdizioni.

2. L'euro, la moneta unica europea, ha prodotto benefici di grande rilievo per i mercati dei capitali del continente. L'eliminazione dei rischi di cambio, consentendo una piena integrazione dei mercati, ha stimolato una domanda di attività finanziarie diversificata e non costretta entro i confini nazionali e ha pertanto agevolato l'accesso al capitale. Ne è prova la crescita impetuosa del mercato delle euro-obbligazioni, quasi tutte denominate in euro, le cui emissioni sono aumentate di 2,7 volte nel complesso e di quasi 5 volte per le emissioni delle imprese non finanziarie.

Questi sviluppi produrranno conseguenze positive sulla crescita delle imprese: favoriscono già oggi una più intensa attività di fusioni e di acquisizioni; riducono il costo del capitale; espongono più direttamente le imprese alla valutazione del mercato, e ne stimolano pertanto l'efficienza.

3. I mercati si sono adeguati all'euro. A un mercato unico con moneta unica non si sono invece adattati le istituzioni e gli assetti regolamentari dell'Europa.

La Commissione europea, nel suo "Piano d'azione" del maggio scorso, ha indicato i molti passi che ancora si devono compiere per situare il mercato unico entro un quadro regolamentare più uniforme. In molti casi occorre adottare nuove direttive o modificare quelle esistenti. Sarà un processo lento, a motivo sia dei passaggi fra Commissione, Consiglio e Parlamento Europeo, sia della difficoltà di conciliare gli interessi particolari dei diversi Paesi: ben più lento dei tempi di innovazione dei mercati.

Si sostiene sovente che il processo di armonizzazione non necessita di un impulso dall'alto, poiché esso sarà comunque forzato dalla concorrenza fra sistemi: il cosiddetto arbitraggio regolamentare obbligherà alla convergenza. La concorrenza fra sistemi può certo stimolare una benefica riduzione di alcuni eccessi di regolamentazione; ma vi è anche il rischio notevole che, affidando solo a essa l'armonizzazione, l'effetto sia una tendenza a convergere verso livelli più bassi di protezione degli investitori non professionali.

Non sempre le direttive comunitarie impediscono che ciò avvenga. La posizione comune del Consiglio sulla proposta di direttiva sul commercio elettronico prevede che anche nel caso dei servizi finanziari valgano la legislazione e le regole del paese di origine dell'offerta del servizio. Ma sin quando legislazioni e regole sono diverse e offrono gradi diversi di protezione, un'applicazione indiscriminata del principio del paese d'origine, ammissibile nel caso di investitori all'ingrosso o comunque professionalmente qualificati, impedisce un'adeguata tutela dei piccoli investitori, soprattutto in paesi come l'Italia che sono importatori netti di servizi finanziari.

Il Fesco, il *Forum* delle Commissioni di borsa dello Spazio Economico Europeo a cui la Consob offre valido contributo, si adopera per contribuire all'armonizzazione, sia in sede di proposta sia con l'elaborazione di norme tecniche su delega delle Commissioni.

Mancando un'armonizzazione legislativa e regolamentare, è difficile ipotizzare la possibilità di una autorità di controllo europea. Un'accelerazione del processo di unificazione dei mercati mobiliari, o di alcuni loro segmenti, in piattaforme comuni di contrattazione, potrà offrire l'occasione per affrontare il problema rendendo più acute le contraddizioni insite nell'assetto attuale.

### ***Lo sviluppo dei mercati in Italia***

4. Nel periodo recente si è accentuato un salutare processo di diversificazione delle attività finanziarie detenute dalle famiglie italiane. Vi concorrono fattori diversi. Il risanamento della finanza pubblica ha ridotto l'offerta dei titoli pubblici. Per lungo tempo quei titoli avevano consentito al risparmiatore in lire il beneficio di una singolare combinazione di alto rendimento con assenza di rischio. Grazie alla riduzione di offerta e all'ammissione alla moneta unica, il rendimento si è oggi fortemente abbassato, soprattutto in termini nominali, ma anche in termini reali. Le famiglie hanno in conseguenza ridotto la consistenza dei titoli pubblici nel loro portafoglio. Lo sviluppo e l'integrazione dei mercati hanno, al contempo, offerto nuove opportunità di investimento. Anche grazie a queste opportunità, l'investitore italiano ha manifestato una maggiore disposizione all'assunzione di rischi.

Il risparmio finanziario liberato, per così dire, dall'impiego in titoli pubblici si è indirizzato, direttamente o in forma gestita, verso attività finanziarie sull'estero, più che raddoppiate in due anni per il complesso dei residenti, e verso le azioni emesse da imprese italiane, anche attraverso

strumenti derivati. Alla fine del 1999 la somma di attività sull'estero e azioni ha toccato circa il 50 per cento della ricchezza finanziaria del settore privato diversa dalla moneta.

La maggiore propensione all'investimento in capitale di rischio è stata allo stesso tempo condizione ed effetto della crescita quantitativa e qualitativa della borsa italiana.

La capitalizzazione di borsa sul mercato ufficiale è aumentata da 310 miliardi di euro a fine 1997 a 481 miliardi a fine 1998, a 714 miliardi alla fine dello scorso anno, a 849 miliardi a febbraio. Fra il 1997 e il 1999 il tasso di crescita annuo è stato di quasi il 52 per cento. La capitalizzazione del Nuovo Mercato è passata da 7 miliardi di euro a fine 1999 a 15,5 miliardi nel febbraio scorso.

5. I dati più importanti sulle nuove quotazioni danno evidenza di un progresso qualitativo, e non solo quantitativo, del mercato. Nel 1998 sono entrate in borsa 15 nuove società italiane; 27 nel 1999 (di cui 6 al Nuovo Mercato). Tre nuove società sono state ammesse a quotazione sul Nuovo Mercato nei primi mesi del 2000; altre 17, tra mercato ufficiale e Nuovo Mercato, hanno presentato domanda alla Consob per il rilascio del nulla osta alla pubblicazione del prospetto informativo. La capitalizzazione delle società neoquotate è passata dall'uno per cento della capitalizzazione complessiva nel 1997 al 2,4 per cento nel 1999, escludendo l'Enel.

Si tratta nella maggior parte dei casi di società industriali "indipendenti", in quanto non appartenenti a gruppi già presenti nel listino; di piccole e medie dimensioni; relativamente giovani. Delle 74 società neoquotate tramite offerta nel periodo 1995-1999, quelle indipendenti sono 56 e 46 avevano una capitalizzazione inferiore ai 200 milioni di euro alla data di quotazione. L'età media delle neoquotate si è ridotta, soprattutto per quelle del Nuovo Mercato. La raccolta di capitale sul mercato avviene in misura crescente per finanziare nuovi investimenti con aumenti di capitale e non solo per consentire ai proprietari di far cassa mantenendo il controllo.

Sei delle società neoquotate lo scorso anno operano in settori ad alta tecnologia. Grazie alla liberalizzazione del settore, alcune di esse offrono servizi di telecomunicazioni o servizi che utilizzano le telecomunicazioni come *input* rilevante del processo produttivo. Considerate le potenzialità della rete di trasmissione, la privatizzazione e la liberalizzazione del settore dell'energia elettrica opereranno nella stessa direzione.

6. Gli sviluppi descritti sono importanti perché possono essere il segno di mutamenti positivi nella struttura del sistema delle imprese. In Italia, come ho ricordato lo scorso anno, molte piccole imprese nascono, ma pochissime poi crescono e pochissime ricorrono al mercato dei capitali: vi è relazione fra questo nanismo, anomalo rispetto al resto dell'Europa, e una specializzazione produttiva insufficiente nei settori di più elevata tecnologia, che ci lascia esposti alla concorrenza dei paesi emergenti nei settori tradizionali. La quotazione in borsa di un sempre maggior numero

di imprese è condizione, e auspicabilmente sintomo, di un rinnovato impulso alla crescita degli investimenti e della dimensione.

7. Ma, ci si chiede sovente, è tutto oro quello che riluce? La capitalizzazione delle imprese neoquotate a livelli multipli dei prezzi di emissione riflette attese ragionevoli di profitti futuri o non è piuttosto l'effetto della "esuberanza irrazionale" che il nuovo, purché sia nuovo, suscita nell'investitore?

Il mercato dà a volte risposte brutali. Non spetta alla Consob esprimersi sulla congruità dei livelli di quotazione. Né può la Consob, che non ha competenza sull'ammissione a quotazione, valutare il merito delle proposte di investimento che le società sottopongono agli investitori nelle loro offerte pubbliche iniziali. Tocca alla Consob accertare che il prospetto di quotazione contenga tutte le informazioni rilevanti; che in quel prospetto, e in particolare nelle avvertenze, si mettano in evidenza le incertezze, i rischi, le criticità, i conflitti di interesse, quali si possono evincere dalle informazioni ottenute dall'emittente e asseverate dai suoi *sponsor*. I prospetti sono documenti pubblici, a cui si può avere agevole accesso, sovente anche sulla rete di Internet: si vorrebbe essere certi che l'investitore individuale ne valuti i contenuti e ne tenga conto nell'assumere le sue decisioni.

Dai prospetti pubblicati si evince che, delle 10 società ammesse a quotazione sul Nuovo Mercato sino ai primi mesi di quest'anno, 4 non avevano mai pubblicato un bilancio annuale e non prevedevano di ottenere utili prima del 2001: l'ammissione alle negoziazioni è stata in questi casi disposta dalla società di borsa utilizzando la facoltà di deroga, prevista dal regolamento, al requisito di disporre di almeno un bilancio di esercizio.

8. Naturalmente un'impresa che si voglia subito quotare non può esibire bilanci passati; né ci si può attendere che un nuovo progetto industriale offra frutti immediati. Deve tuttavia notarsi che in altri paesi, e soprattutto negli Stati Uniti, i *venture capitalists* compiono una valutazione professionale del rischio e del rendimento delle nuove iniziative prima dell'eventuale collocamento pubblico e svolgono una funzione di filtro. Nel nostro paese, in cui il *venture capital* ancora scarseggia, si è passati con discontinuità da una situazione in cui le nuove iniziative non riuscivano a reperire capitale di rischio a una in cui i fondi sono direttamente, e agevolmente, reperiti sul mercato.

Si confida che gli intermediari a vario titolo coinvolti nella promozione delle offerte (*sponsor* e coordinatori) siano consapevoli del ruolo di implicita certificazione che essi sono chiamati a svolgere. Il successo di un'emissione e l'affidabilità del collocatore non si misurano sulla coda di richieste o sui prezzi nei pochi giorni successivi al collocamento, né sull'entità delle commissioni percepite; si misurano sulla sostenibilità di medio periodo delle quotazioni.

Gli analisti che redigono studi sui titoli, e gli stessi emittenti nel momento in cui diffondono previsioni sulla gestione, condizionano la formazione delle opinioni degli investitori. Il 60 per cento degli studi diffusi nel 1999 portava la raccomandazione “*buy*”, e solo il 6 per cento quella “*sell*”; negli studi prodotti da intermediari coinvolti professionalmente in una operazione societaria manca solitamente qual si voglia segnalazione di criticità sul titolo. È auspicabile che le posizioni di esplicito o implicito conflitto di interessi degli intermediari a cui sono attribuite le analisi siano rese manifeste, al fine di consentire un migliore apprezzamento del giudizio dell’analista. Anche per stimolare un’iniziativa di autoregolamentazione, la Consob ha promosso una consultazione con emittenti e investitori professionali sul tema degli studi monografici sui titoli.

9. Nel corso del 1999 è divenuta operativa l’indicazione di un parametro oggettivo di riferimento (*benchmark*) nei prospetti dei fondi comuni di investimento come prevedono i regolamenti Consob. L’introduzione del *benchmark* consente all’investitore di ottenere maggiore informazione sulla politica di investimento e sulla performance del fondo.

Anche se il livello delle commissioni è diminuito nel corso degli ultimi anni, vi può essere spazio per ulteriori riduzioni, grazie sia a economie di scala (il patrimonio medio gestito per società di gestione è passato da 1,9 a 8,8 miliardi di euro negli ultimi 4 anni), sia alla diffusione del collocamento tramite Internet.

Il grado di trasparenza delle commissioni è già elevato, soprattutto se si confrontano i fondi comuni con altre forme di investimento. Per migliorarlo si sono previste indicazioni più puntuali ed esaurienti all’interno del prospetto. Inoltre, la Consob ha recentemente messo a disposizione nel proprio sito Internet un programma che consente di calcolare il livello delle commissioni sulla base di alcune ipotesi e delle informazioni contenute nei prospetti.

10. La Consob ha approvato le modifiche al regolamento di Borsa Italiana, che consentono di mantenere aperte le contrattazioni dopo la chiusura dell’orario ufficiale e sino alle 22 in un segmento del mercato regolamentato. Con modifica del proprio regolamento dei mercati, in corso di pubblicazione, la Consob non ha ritenuto di estendere al nuovo segmento l’obbligo di concentrazione: le contrattazioni potranno avvenire sia sul mercato di borsa, sia su sistemi alternativi di scambi organizzati. Le istruzioni di Borsa Italiana sui limiti di prezzo in proposta e in contrattazione sono coerenti con questa decisione. Con altra modifica del regolamento intermediari, adottata con il parere favorevole della Banca d’Italia, si è disposto in conseguenza che dopo l’orario ufficiale la presunzione di *best execution* valga anche per gli scambi sui sistemi organizzati.

L’obbligo di concentrazione sul mercato ufficiale rappresentò un indubbio progresso rispetto alla situazione precedente. Questa era caratterizzata non già da concorrenza fra sistemi di scambio

alternativi, ma dalla prevalente pratica della compensazione presso i singoli intermediari, con pregiudizio della trasparenza dei prezzi e della liquidità e con il rischio di conflitti di interessi nel rapporto fra il cliente e un intermediario con duplice funzione di *broker* e di *dealer*. La situazione è ben diversa oggi, in specie nel caso delle contrattazioni dopo orario. In questo segmento si manifestano segni di concorrenza fra sistemi alternativi, che non pare opportuno impedire. Le modifiche adottate, d'altra parte, evitano che si torni alla situazione precedente.

Più in generale esiste un problema delicato di assegnazione di esclusive e di attribuzione di poteri con connotati pubblicistici a organismi costituiti in forma privatistica e con fini di lucro. In altri ordinamenti questo problema è stato esplicitamente posto nel momento in cui le società di mercato hanno abbandonato la tradizionale forma associativa, per trasformarsi in società per azioni, a volte quotate; è stato sovente risolto trasferendo alle autorità di regolazione i poteri che toccavano gli interessi generali. Nel regime normativo vigente è compito della Consob verificare l'esistenza di procedure organizzative in grado di evitare potenziali conflitti di interessi.

11. Dopo lunga ponderazione e dopo frequenti ripensamenti, pare risolta la questione della cosiddetta architettura della nostra piazza finanziaria: in chiaro, della definizione dei rapporti fra le società di mercato e l'arcipelago delle società di servizi, al fine di ottenere un assetto più efficiente e soprattutto meno lontano da quello che altre piazze finanziarie estere hanno rapidamente organizzato per migliorare la loro capacità competitiva e aumentare il loro peso nelle progettate aggregazioni. La Consob non ha competenza istituzionale per esprimere assenso o dissenso sulle soluzioni alternative che si sono succedute, dovendo solo valutare alcune modifiche introdotte in statuti e regolamenti. Noto tuttavia che la ragione dei ritardi (un comitato per la piazza finanziaria fu istituito all'inizio dell'estate del 1998) deve rinvenirsi non solo, e forse non tanto, nella difficoltà di disegnare un ottimo progetto industriale, quanto nella difficoltà di conciliare quel progetto con interessi divergenti dei vari soggetti circa gli assetti di proprietà e di controllo: almeno in questo caso, la responsabilità non può essere attribuita ai "tempi della politica". Ci si deve comunque compiacere che una soluzione sia stata infine raggiunta. L'aggregazione fra mercati e strutture di supporto è condizione necessaria per aspirare a essere parte del processo di concentrazione delle borse europee, già avviato, per ora, senza la nostra partecipazione.

### ***La tutela del mercato e degli investitori e la vigilanza della Consob***

12. Un regolare funzionamento del mercato può essere pregiudicato dal succedersi di voci che influenzano i prezzi. Nello scorso mese di giugno la Commissione ha ricevuto una lettera dal Presidente del Consiglio dell'Ordine dei Giornalisti della Lombardia, il quale esprimeva preoccupazione sulla frequente pubblicazione nelle cronache finanziarie di articoli non rispondenti ai canoni deontologici della professione.

I giornalisti finanziari operano in uno spazio angusto, tra l'informazione ufficiale, spesso reticente, e quella di fonti riservate, la cui attendibilità non è sempre facile verificare. La sensibilità del Consiglio dell'Ordine della Lombardia sul tema della corretta informazione finanziaria dovrebbe essere condivisa dal mondo dell'informazione nel suo complesso e dal mercato.

13. L'integrità del processo di formazione dei prezzi è condizione necessaria per un sano sviluppo del mercato finanziario.

Nel nostro mercato le anomalie di prezzo restano un fenomeno diffuso. Un'analisi condotta sulle società che nel 1999 sono state oggetto di offerte pubbliche di acquisto o di cessioni di pacchetti di controllo mostra che nei giorni che precedono la prima voce sull'operazione i corsi hanno registrato un incremento mediamente pari all'8 per cento nel caso di Opa e al 10 per cento nel caso di cessione di pacchetti.

L'abuso di informazioni privilegiate e l'aggiotaggio sono reati nel nostro ordinamento. Affinché le norme abbiano efficacia di repressione e, ancor prima, di deterrenza, l'autorità di controllo deve possedere adeguati poteri di accertamento, e deve essere parimenti adeguato l'apparato sanzionatorio. I poteri di accertamento della Consob sono limitati: meno incisivi di quelli di cui dispongono altri organi di controllo, anche in Europa. La legge infatti dà alla Commissione la facoltà di richiedere dati e notizie, ovvero di procedere all'audizione di chiunque appaia informato dei fatti, ma non prevede alcuna misura coercitiva nei confronti dei soggetti non vigilati che rifiutino di collaborare.

Ribadisco che l'effetto deterrente del regime sanzionatorio in materia di *insider trading* e manipolazione è modesto: l'entità delle sanzioni, ponderate per la bassa probabilità di accertamento e condanna del reato, non compensa il profitto che si può trarre dal reato medesimo. Il nostro ordinamento non consente l'applicazione di sanzioni amministrative.

Si è a lungo discusso sull'efficacia relativa della sanzione amministrativa e di quella penale o della possibilità di aggiungere la seconda alla prima in casi di particolare gravità. La sanzione amministrativa pare più efficace, quanto meno in termini di speditezza, sempre che essa sia adeguata nell'entità e sempre che l'organo che la deve proporre sia dotato di poteri d'indagine maggiori di quelli oggi previsti. Siamo consapevoli dei delicati problemi di opportuna separatezza soggettiva fra il momento di accertamento dell'illecito e di proposta della sanzione e quello in cui la sanzione viene irrogata: non sono problemi insolubili. In questa prospettiva, ma anche nel sistema attuale, le sanzioni pecuniarie dovrebbero essere aumentate. La multa prevista per l'abuso di informazioni privilegiate è oggi compresa fra 20 e 600 milioni (con possibilità di aumento fino al triplo). Quella per l'aggiotaggio, è singolarmente assai minore (fra uno e 50 milioni, con possibilità di raddoppio), anche se la manipolazione è un reato assai più difficile da provare e tale da arrecare certamente danni maggiori all'integrità del mercato che non l'abuso di informazioni privilegiate.



Nel sistema vigente la Consob collabora attivamente con la magistratura, sia segnalando a essa i casi in cui le indagini autonomamente esperite consentono di ravvisare ipotesi di *insider trading* e di manipolazione, sia, quando l'iniziativa è delle procure, compiendo accertamenti per conto di esse. Questa collaborazione ha ricevuto nuovo impulso con il coordinamento delle indagini su alcuni casi verificatisi di recente.

14. La scarsa afflittività del sistema sanzionatorio è un problema che non riguarda solo i reati di *insider trading* e di agiotaggio. La sanzione pecuniaria per violazioni delle disposizioni del Testo unico della finanza non può mai eccedere 200 milioni (con un minimo a seconda dei casi di uno o 10 milioni), anche in caso di comportamenti lesivi del regolare funzionamento del mercato finanziario e della sua stessa integrità, quali ad esempio le sollecitazioni del pubblico risparmio non preventivamente autorizzate dalla Consob o la violazione degli obblighi di offerta pubblica.

Lo scorso anno l'ammontare di sanzioni pecuniarie per abusi di mercato imposte dalla Commissione dei valori spagnola, omologa alla Consob, è stato di 129 milioni di euro, con una media di quasi 2,5 milioni di euro per caso sanzionato.

Nel caso di violazioni delle disposizioni in materia di società l'insufficienza delle sanzioni è aggravata dalla possibilità di effettuare il pagamento in misura ridotta: ne deriva un effetto di ulteriore opacità delle violazioni riscontrate, in quanto, a seguito dell'oblazione, non si dà luogo all'adozione di alcun provvedimento interdittivo nei confronti dei responsabili dell'illecito.

Una esplicita previsione dei rimedi civilistici "potrebbe efficacemente contribuire al rafforzamento della risposta sanzionatoria".

15. Una parte significativa dei controlli della Consob si indirizza nel settore della distribuzione dei prodotti finanziari.

Il numero dei soggetti iscritti all'albo dei promotori è passato da 26 mila unità di fine 1995 a circa 43 mila. Nel 1999 la Commissione ha adottato nei confronti di promotori 127 provvedimenti sanzionatori, 74 provvedimenti cautelari e oltre 100 segnalazioni di ipotesi di reato alla magistratura.

La dimensione raggiunta dal settore e la sua continua crescita sollecitano una riflessione sulla funzionalità di un sistema incentrato prevalentemente sull'intervento della Consob. Può essere opportuno che siano gli intermediari a esercitare in primo luogo il controllo sull'operato dei soggetti di cui si avvalgono per collocare i loro prodotti finanziari. La normativa vigente consente questa soluzione: i regolamenti della Consob prevedono l'istituzione, presso gli intermediari, di apposite unità organizzative di controllo interno, l'adozione di codici aziendali di comportamento, nonché il rispetto dei codici di autodisciplina elaborati dalle Associazioni di categoria. È nell'interesse

stesso degli operatori dare un contenuto concreto alle previsioni di autonomia organizzativa e regolamentare. Il buon andamento del settore si valuta, oltre che sui dati di controvalore collocato al pubblico, anche sulla qualità del rapporto con i risparmiatori e sulla fiducia che questi ripongono nelle loro controparti.

16. La tutela degli investitori dipende non solo dall'efficacia della vigilanza, ma anche dalla loro capacità di comprendere i meccanismi di funzionamento del mercato e di proteggersi autonomamente dagli illeciti. Rientra tra i compiti non scritti di un'autorità come la Consob diffondere cultura finanziaria tra il pubblico, che vuol dire prima di tutto conoscenza degli strumenti e delle regole.

La Commissione ha proprio in questi giorni arricchito il proprio sito Internet, rafforzandone la funzione di strumento informativo rivolto, oltre che agli operatori specializzati, al grande pubblico. È possibile consultare *on line* gli albi dei soggetti autorizzati a prestare servizi di investimento. Sono disponibili in esso specifiche avvertenze per i risparmiatori sull'uso di Internet nelle operazioni finanziarie, con l'esemplificazione dei casi di frode più ricorrenti.

La Consob non intende ostacolare l'uso legittimo di Internet nella distribuzione dei prodotti finanziari e nella prestazione dei servizi finanziari: resta fermo che tutta la normativa sulla correttezza e sulla trasparenza si applica anche alle attività effettuate tramite Internet. L'intervento di completamento e di adattamento delle norme esistenti dovrà assicurare l'esigenza di tutela degli interessi generali degli investitori senza comprimere il nuovo spazio di libertà offerto da Internet.

### ***L'attività di regolamentazione della Consob***

17. Come era prevedibile, si è manifestata la necessità di apportare alcune modifiche e integrazioni alla disciplina regolamentare emanata in attuazione del Testo unico della finanza. Questa opera di manutenzione della normativa ha riguardato, sia pure in misura diversa, tutti i settori affidati alle cure della Commissione.

Le limitate modifiche del regolamento intermediari sono dirette essenzialmente a puntualizzare taluni aspetti delle procedure.

Di più vasta portata sono le integrazioni apportate alla normativa secondaria sugli emittenti. In particolare si è intervenuti sulla disciplina secondaria dell'Opa per ragioni su cui conviene soffermarsi.

Come fu ricordato lo scorso anno, le offerte pubbliche non concordate pongono al legislatore primario e al regolatore un difficile problema di temperamento fra tre diversi obiettivi non complementari fra loro: la tempestiva informazione al mercato, onde impedire un'asimmetria informativa a favore di molti soggetti per troppo tempo; la contendibilità delle società, che è uno

stimolo per la creazione di valore a vantaggio degli azionisti; la tutela dei legittimi interessi delle società bersaglio dell'offerta.

Non esiste un criterio generale per definire quale obiettivo debba essere privilegiato. Oltre confine, il mondo anglosassone presenta due casi polari. Negli Stati Uniti, pur con alcune differenziazioni tra Stati, la società bersaglio può sempre e comunque compiere atti e operazioni volti a contrastare l'offerta. All'altro estremo, il *City Code* inglese privilegia l'informazione al mercato e la contendibilità: all'obbligo di immediata comunicazione dell'intenzione di offerta collega l'affievolimento dei poteri di difesa delle società bersaglio.

A prima vista, il legislatore italiano sembra essersi ispirato più al *City Code* che al modello americano: l'art. 104 del Testo unico della finanza impone che l'autorizzazione assembleare sia assunta con maggioranza qualificata. D'altra parte il Testo unico della finanza è silente, o lacunoso, sulla definizione del momento dal quale devono operare i vincoli posti dall'art. 104.

Per colmare quella lacuna, la Consob in via regolamentare e di interpretazione aveva stabilito l'obbligo di immediata comunicazione degli elementi essenziali dell'offerta, a far data almeno dalla decisione degli amministratori della società offerente e prima della presentazione del documento d'offerta, e la decorrenza da quel momento della regola di passività. Questa costruzione, impiegata nel caso Olivetti-Telecom, è stata travolta, in occasione dell'offerta di Assicurazioni Generali su INA, da due pronunce di primo e secondo grado della giustizia amministrativa con cui, in modi diversi ma con identità di risultato, si è disposta la sospensione dell'applicazione della regola di passività in pendenza della presentazione del prospetto.

Pur se le due pronunce riguardavano il singolo caso, la Consob ha preferito modificare il regolamento, per prevenire casi ulteriori di affidamento della definizione della procedura di offerta a pronunce della giustizia amministrativa e assicurare certezza di regole agli operatori.

Con questo intento, la modifica regolamentare approvata aderisce a un'interpretazione letterale dell'art. 102 del Testo unico della finanza. Si è soppresso l'obbligo specifico di prima comunicazione (fermi restando i normali obblighi informativi per le società quotate). Il momento rilevante diviene quello della presentazione alla Consob del documento di offerta, di cui tuttavia si consente la pubblicazione anche in pendenza di concessione delle autorizzazioni prescritte e delle delibere assembleari richieste in caso di offerte di scambio: da quel momento, si deve intendere, la società oggetto dell'offerta è vincolata alla regola di passività.

Questa soluzione, necessitata, riduce la trasparenza informativa e la contendibilità. Essa inoltre, diversamente da quella adottata in precedenza, non è conforme alle prescrizioni della posizione comune del Consiglio sulla proposta di direttiva sulle offerte pubbliche di acquisto. Quando quella direttiva verrà emanata, il legislatore italiano dovrà adeguarvisi, colmando le lacune del Testo unico della finanza e offrendo solida base di legislazione primaria alla previsione di una prima comunicazione, alla decorrenza, da quel momento, della regola di passività, alla definizione precisa dei termini entro cui deve essere presentato il documento di offerta.

18. I richiamati interventi della magistratura amministrativa sull'efficacia di norme regolamentari emanate dalla Consob investono il delicato tema dei pur necessari controlli giurisdizionali sugli atti delle autorità amministrative indipendenti.

Nel sistema vigente i regolamenti emanati da un'autorità amministrativa sono soggetti a impugnazione e ad annullamento per vizio di legittimità dinanzi al giudice amministrativo, il quale potrà sospendere l'efficacia, ove dall'immediata esecuzione dell'atto impugnato possa derivare grave danno per il ricorrente. Ma questo sistema, essenzialmente concepito per garantire il privato contro gli eccessi di potere di una pubblica amministrazione, si adatta con maggiore difficoltà a situazioni in cui l'atto amministrativo con contenuto regolamentare sia volto a disciplinare non già l'esercizio del potere dell'amministrazione verso il privato, ma una serie generale e astratta di rapporti tra privati.

Le controversie di diritto privato, anche se generate dall'interpretazione o dall'applicazione di norme secondarie emanate da un'autorità amministrativa, rientrano naturalmente nella competenza del giudice ordinario, il quale, tutt'al più, potrà avvalersi del potere di disapplicare, nel singolo caso, l'atto amministrativo reputato illegittimo. D'altronde, l'art. 195 del Testo unico della finanza affida al giudice ordinario anche il compito di pronunciarsi sulle opposizioni proposte da coloro che siano stati sanzionati dal Ministero del Tesoro su proposta della Consob. La possibilità di impugnare le disposizioni regolamentari direttamente dinanzi al giudice amministrativo, anche quando la Consob risponda a un quesito interpretativo in merito a esse, produce il risultato che, in caso di annullamento (previa eventuale sospensione), l'area presidiata dalla norma regolamentare impugnata rischia di restare del tutto scoperta.

Questa potenziale sovrapposizione di competenze tra giudice ordinario e giudice amministrativo produce rischi di instabilità del sistema normativo. Pare perciò auspicabile un intervento del legislatore che risolva tali nodi e individui le forme e i tempi dei controlli giurisdizionali sugli atti della Consob, anche per dare maggiore certezza al mercato.

### ***Il governo delle società e i diritti degli azionisti***

19. Nel 1999 la diffusione della proprietà azionaria si è ridotta, con l'inversione di una tendenza in atto da alcuni anni. Al 31 dicembre la quota di capitalizzazione detenuta dal mercato, che per convenzione si fa coincidere con quote di possesso inferiori al 2 per cento del capitale sociale, è passata dal 56,5 al 47,6 per cento della capitalizzazione. La riduzione di 9 punti è per oltre la metà riconducibile alle Opa su Telecom e su Comit. Le acquisizioni di Ina e di Unim, conclusesi nei primi mesi di quest'anno, hanno aumentato ulteriormente il livello di concentrazione del possesso. Al momento della privatizzazione delle imprese citate si era sostanzialmente optato per un modello di proprietà diffusa. Il mercato ha ritenuto poco efficiente quel modello e ha promosso iniziative di accentramento del controllo.

I fattori che hanno spinto verso la concentrazione della proprietà sono in parte legati all'evoluzione della struttura concorrenziale dei settori economici cui appartengono le società interessate. Nelle telecomunicazioni, ha operato verosimilmente la ricerca di un assetto in grado di assicurare efficacia nella definizione e nella realizzazione delle strategie industriali necessarie per far fronte ai cambiamenti strutturali e tecnologici e alla progressiva liberalizzazione del settore; nei settori bancario, assicurativo e immobiliare, la pressione concorrenziale ha sollecitato la crescita dimensionale.

Le principali operazioni di riallocazione del controllo realizzate nel 1999 sono state promosse da gruppi che già comprendevano altre società quotate: è aumentata la concentrazione del listino e si sono infittiti i legami proprietari tra società quotate. Il peso dei due gruppi privati più grandi (Olivetti e Generali) sulla capitalizzazione complessiva è attualmente pari a circa il 35 per cento. Poco meno della metà della capitalizzazione dei due gruppi riflette il valore delle partecipazioni di controllo detenute nelle società quotate del gruppo.

Nel 1999 la quota della capitalizzazione di borsa posseduta da società quotate è cresciuta passando dal 19 per cento del 1998 a oltre un quarto del 1999: l'incremento è quasi interamente dovuto alla crescita delle partecipazioni di controllo. La diffusione della presenza di modelli di controllo per coalizioni vede spesso le società quotate al centro di reti di partecipazioni circolari.

20. La tendenza alla proprietà concentrata si manifesta maggiormente laddove mancano gli investitori istituzionali. Il modello della *public company* è sostenibile se l'investimento azionario da parte di operatori quali i fondi pensione e le assicurazioni è consistente: quegli operatori, infatti, esercitano sovente un ruolo importante di controllo e di stimolo sul comportamento del *management*. La loro mancanza favorisce sistemi di governo societario dove più difficilmente si rafforza la funzione degli amministratori indipendenti e più frequente è il cumulo di cariche in più consigli. Nelle società quotate a Milano il numero di consiglieri che hanno più di un incarico in imprese non appartenenti allo stesso gruppo è elevato. I consigli interessati dal fenomeno dell'*interlocking* sono 175 e gli amministratori presenti in più società coprono circa un terzo del totale delle cariche di quelle società.

Questo contesto non favorisce politiche aggressive a livello sia commerciale sia di acquisizioni di imprese, anche in presenza di gestioni aziendali che siano lontane dall'efficienza. Il mercato del controllo è meno vivace e il modello di proprietà basato su grandi azionisti si autoalimenta.

21. A fronte di questa situazione e delle carenze della normativa primaria circa la responsabilità degli amministratori, la Consob, nel 1997 e nel 1998, ha pubblicato due raccomandazioni. In esse si indicano le regole di trasparenza che gli amministratori e i sindaci dovrebbero osservare, al fine

di consentire agli investitori di meglio valutarne i comportamenti in relazione agli interessi della società.

Un esame condotto su un campione significativo (per qualità e quantità) di emittenti quotati ha rivelato come tali disposizioni siano talvolta disattese dagli amministratori, e sovente disattese dai collegi sindacali con il ricorso a formulazioni sintetiche o di stile che non danno uno specifico contributo di informazione. In particolare, la genericità delle formule utilizzate dai collegi sindacali per asseverare l'interesse della società al compimento delle operazioni infragruppo o con parti correlate induce a ritenere che i collegi non abbiano compiuto specifici e autonomi accertamenti: non di rado i sindaci si limitano a rinviare a quanto riferito dagli amministratori nella loro relazione.

Questi comportamenti mal si conciliano con la rilevanza che il Testo unico della finanza attribuisce all'opera del collegio sindacale. Per impedire che le finalità della legge vengano di fatto disattese e per obbligare a un'informazione trasparente ed esauriente sui conflitti di interessi, la Consob impiegherà tutti i mezzi che la normativa vigente mette a sua disposizione. Questo indirizzo ha già trovato sostanza nelle iniziative assunte di recente nei confronti dei collegi sindacali di alcuni emittenti quotati.

22. Promosso da Borsa Italiana, è stato redatto un codice di governo societario. Ribadisco l'apprezzamento della Consob per questa iniziativa di autoregolamentazione, senza carattere di obbligatorietà: essa rappresenta certamente un passo avanti che ci avvicina, anche se ancora non ci adegua, alla *best practice* internazionale. Passi ulteriori sarebbero opportuni in almeno due direzioni: la definizione di regole nel caso di gruppi e di società partecipate da altre società; le caratteristiche e i doveri degli amministratori indipendenti.

L'adesione di una società quotata al codice, presumibilmente resa pubblica, dovrebbe rappresentare per essa una sorta di marchio di qualità agli occhi degli investitori. In quanto un miglior governo societario rappresenti garanzia di maggior creazione di valore per gli azionisti che non siano in posizione di controllo, quel marchio potrebbe consentire un minor costo del capitale. Proprio per questa ragione acquista rilievo il problema di come garantire che il codice venga osservato da parte di chi si sia liberamente impegnato ad adottarlo. Non si tratta evidentemente di pensare, in caso di mancata osservanza, a sanzioni amministrative, che sarebbero impraticabili e soprattutto incompatibili con un'iniziativa di autoregolamentazione. La sola sanzione efficace è la perdita di reputazione sul mercato, che sarebbe inflitta quando il marchio di qualità venga pubblicamente ritirato da chi lo ha concesso (*name, shame*). Mi pare pertanto che il compito di sorvegliare l'osservanza delle prescrizioni e di rendere pubbliche le eventuali violazioni rilevate possa e debba toccare a chi ha meritoriamente proposto l'iniziativa: a Borsa Italiana dunque, a cui Consob offrirà, anche su questa materia, ogni collaborazione.

23. La Consob, così come la Banca d'Italia, ha attivamente contribuito, con la partecipazione di due commissari e con l'opera dei suoi uffici, ai lavori della commissione per la riforma del diritto societario istituita presso il Ministero di Grazia e Giustizia. Dopo venti mesi di lavoro, la commissione ha presentato la sua relazione e un progetto di legge di delega.

Una riforma del diritto societario è necessaria per introdurre elementi di maggiore flessibilità e di semplificazione nell'ordinamento, soprattutto a vantaggio delle imprese minori; per agevolare il ricorso al pubblico risparmio e al mercato finanziario, stimolando così la crescita dimensionale e la maggiore efficienza delle imprese; per apprestare strumenti di tutela giudiziaria in materia economica più efficaci e di efficacia più immediata di quelli oggi esistenti.

Il progetto della commissione pone le condizioni perché questi obiettivi possano essere raggiunti. La possibilità di raccogliere capitali viene allargata, anche grazie alla previsione di attenuazione dei limiti all'emissione di obbligazioni e di semplificazione delle modalità di aumento e riduzione del capitale, oggi più rigide di quanto previsto dalla normativa comunitaria in materia. Le regole di protezione degli investitori presenti nel Testo unico della finanza vengono estese a tutte le società per azioni che si rivolgono al mercato dei capitali, anche per ridurre lo scalino normativo tra società quotate e non quotate. L'intervento sulla giustizia si concreta nella proposta creazione di sezioni specializzate e in norme di procedura destinate a rendere più rapida la definizione delle controversie in materia commerciale.

Si adeguano inoltre i profili penali alle nuove esigenze, con il preciso intento di assegnare all'intervento penale funzioni il più possibile residuali, entro confini certi e ben definiti. In coerenza con tali finalità, il reato di false comunicazioni sociali dovrebbe presupporre uno specifico intento doloso e ingannatorio. Ove questo intento sia provato, l'introduzione di una discriminazione di rilevanza in termini quantitativi potrebbe essere pregiudizievole per la certezza del diritto, poiché aprirebbe uno spazio troppo ampio di discrezionalità.

Il Governo si accinge a tradurre il progetto della commissione in un disegno di legge, che sarà discusso in Parlamento unitamente ad altro strumento di iniziativa parlamentare sulla stessa materia. Tenendo presente le scadenze della legislatura, i tempi per l'approvazione e poi per l'esercizio della delega sono assai stretti. Confidiamo che vi sia piena e diffusa consapevolezza dell'urgenza di una riforma.

\* \* \*

Esistono oggi molte condizioni perché in Italia si avvii una nuova fase di intenso sviluppo. Ci siamo liberati dai vincoli dell'instabilità macroeconomica. L'integrazione dei mercati, la riduzione dei disavanzi pubblici, le innovazioni finanziarie, una maggior disponibilità degli investitori ad affrontare il rischio favoriscono l'accesso al capitale. Il recupero del ritardo

nell'adozione delle nuove tecnologie informatiche e la diffusione di esse ai settori della cosiddetta vecchia economia offrono le occasioni di investimento. Con la fine di antichi monopoli, la concorrenza obbliga a cogliere quelle occasioni, in un processo che Schumpeter avrebbe chiamato di distruzione creatrice.

Queste opportunità di sviluppo sostenuto e sostenibile potranno essere meglio colte se l'infrastruttura istituzionale sarà adeguata alla nuova realtà. La qualità di quell'infrastruttura è diseguale nel nostro paese. Il Testo unico della finanza ha creato le condizioni per un assetto moderno dei mercati finanziari e per il loro sviluppo. Alcuni problemi che ho prima richiamato possono essere agevolmente risolti. Il diritto delle società, invece, è rimasto quale era, e perciò inadatto alle nuove esigenze: vi è oggi la possibilità di riformarlo. Sarà meno facile rimuovere gli ulteriori ostacoli, che possono impedirvi di stare al passo con altri paesi e indebolire la nostra capacità di competere: l'intricato reticolo di adempimenti amministrativi, l'incertezza normativa, i tempi lunghi dell'amministrazione e della giustizia.

Si dibatte molto di forme di governo e di rappresentanza. Sono grandi temi e importanti: ma non solo in essi può esaurirsi l'innovazione necessaria per ammodernare l'ambiente istituzionale.