

VALUTAZIONI SULLA RELAZIONE DELLA CONSOB PER L'ANNO 2000

Il mercato finanziario italiano ha conosciuto una significativa evoluzione nel più recente passato.

Sulla base anche dei dati forniti dalla Consob, integrati da ulteriori osservazioni su eventi che hanno inciso sul suo assetto generale, è evidente che il mercato finanziario nazionale sta assumendo con sempre maggior forza caratteristiche proprie di un mercato evoluto.

Lo slancio impresso alla realtà italiana con la riforma introdotta dal Testo unico della Finanza ha continuato a produrre effetti di innovazione e trasformazione tra gli operatori del mercato. Accanto all'attività normativa anche l'ingente opera di dismissione delle partecipazioni azionarie detenute dallo Stato ha determinato le condizioni per il raggiungimento degli attuali volumi di scambi in titoli quotati.

E' possibile pure osservare che i comportamenti assunti dai risparmiatori in tale quadro di insieme ha favorito l'aumento del numero delle società quotate (49 nell'anno 2000).

Tuttavia, se da un canto i dati riferiti forniscono motivi di incoraggiamento, d'altra parte la considerazione delle prospettive di integrazione del mercato nazionale in ambito europeo spingono ad ulteriori riflessioni circa gli sforzi da compiere.

Il dato della integrazione comunitaria è ormai ineludibile e produce già rilevanti effetti sia sotto il profilo delle strutture organizzative e del funzionamento dei mercati, sia con riferimento alla regolamentazione dei fenomeni economici.

La competizione già elevata tra sistemi finanziari dei paesi membri dell'Unione Europea è destinata a crescere con l'avvento della moneta unica.

In tale contesto è prevedibile che si sviluppino fenomeni volti al recupero di margini di efficienza e di riduzione dei costi della attività finanziaria attraverso, soprattutto, meccanismi di concentrazione ed integrazione tra sistemi.

E' un dato ben noto quello che si riferisce alle iniziative per la concentrazione delle funzioni di "trading" gestite dalle diverse borse dei singoli mercati nazionali.

E' altrettanto rilevante, anche se in una fase meno avanzata, l'attività di sviluppo, anche integrato tra aree diverse, dei sistemi di "post trading" gestiti in modo diversificato da varie entità preposte alle funzioni di "settlement" e "clearing" nei diversi paesi dell'Unione.

A fronte di tale dato del sistema economico si pongono le iniziative possibili a livello nazionale e comunitario per incentivare lo sforzo di crescita dell'efficienza del sistema complessivamente considerato.

In ambito nazionale si segnala quanto già fatto per rendere competitivo il sistema di regolamento delle operazioni su titoli del mercato italiano in occasione della emanazione del decreto legislativo di recepimento della direttiva "*settlement finality*". La scelta del legislatore è stata quella di dare la maggiore copertura possibile alle operazioni concluse tra intermediari nell'ambito di sistemi di regolamento riconosciuti nell'ottica di favorire lo sviluppo del sistema di post trading nazionale sia per porlo ad un livello tra i più avanzati in ambito europeo, sia per favorire l'afflusso di operazioni da altri sistemi.

Nello stesso spirito di recupero di margini di competitività si pone lo sforzo di favorire lo sviluppo della Piazza Finanziaria Italiana sui due fondamentali cardini del trading e del post trading. Sul primo dei due filoni occorre proseguire nella valorizzazione del mercato dei titoli di Stato italiani il quale già primeggia per liquidità, spessore e contenimento dei costi e sulla ulteriore crescita del mercato di borsa.

Sull'altro filone occorre proseguire la maggiore integrazione possibile tra gestori di sistemi di *settlement* e *clearing*.

Lo sforzo menzionato appare indifferibile in presenza di due dati: da un canto a livello europeo esiste una forte concorrenzialità tra sistemi nazionali di *clearing* e *settlement* ed è prevedibile che il sistema nel suo complesso possa essere caratterizzato in futuro da forti concentrazioni; d'altra parte la Commissione UE ha lanciato una iniziativa di consultazione degli Stati membri nell'ottica di presentare una proposta di direttiva per disciplinare l'attività di "post trading" prima menzionata oggi non coperta da normativa armonizzata.

La considerazione da ultimo svolta porge l'occasione per sottolineare l'importanza assunta dalle iniziative comunitarie per la regolamentazione in modo armonizzato del mercato finanziario europeo nella prospettiva della sua integrazione.

L'attività comunitaria che il Governo segue, anche con il contributo della Consob e delle altre Autorità, è ormai la fonte prevalente della configurazione del mercato e di elaborazione della relativa disciplina.

FSAP. Nel 2000 con il Consiglio europeo di Lisbona è stato avviato un processo riformatore che dovrebbe portare alla realizzazione di un mercato unico dei servizi finanziari entro il 2005 e dei valori mobiliari entro il 2003.

Gli strumenti operativi varati sono stati il Piano di azione dei servizi finanziari, preparato dalla Commissione e approvato dal Consiglio Europeo di Colonia volto a rimuovere le asimmetrie normative all'interno dell'Unione distorsive dei meccanismi di mercato ed a porre le basi per la riforma delle procedure di normazione nel rispetto delle competenze attribuite dai Trattati.

Il ritmo talora incerto nel processo di attuazione del Piano d'Azione richiede la continuazione degli sforzi fin qui profusi ed il convinto sostegno di tutte le Istituzioni nazionali interessate, affinché si possa realizzare nei tempi previsti l'obiettivo dell'integrazione normativa dei mercati finanziari, che si assume essenziale per il nostro Paese al fine di superare arbitraggi regolamentari, segmentazioni e difficoltà operative.

In proposito il fallimento del lungo negoziato sulla direttiva in tema di offerte pubbliche di acquisto rappresenta una interruzione significativa nel detto processo. La mancata adozione della proposta lascia in essere asimmetrie regolamentari non conformi all'interesse nazionale, poiché la direttiva era destinata ad incidere maggiormente su ordinamenti di altri Paesi che praticano condizioni più restrittive in materia; la qual cosa avrebbe determinato un importante ravvicinamento di tali normative alla regolamentazione più liberale contenuta nel Testo unico della Finanza sostanzialmente in linea con la proposta di direttiva non approvata.

Il processo di deregolamentazione, liberalizzazione e modernizzazione, di cui il Testo unico ha costituito ed ancora costituisce un fondamentale strumento, deve essere ulteriormente appoggiato, anche in ambito UE, in funzione della compiuta integrazione regolamentare dei mercati finanziari, resa indifferibile dall'accresciuta operatività transfrontaliera e dalla dimensione raggiunta e dalla natura delle transazioni.

Meritano, in particolare, di essere adeguatamente sostenute, ove rispondano alle indicate esigenze, le proposte di direttiva in discussione in materia di fondi pensione, di conglomerati, di garanzie finanziarie, di informazione societaria nonché le iniziative di revisione della direttiva sui servizi di investimento (93/22/CEE), come pure quella sugli abusi di mercato.

Comitato Lamfalussy. Il Consiglio Ecofin nel luglio dello scorso anno ha insediato un comitato dei saggi presieduto da Lamfalussy con il mandato esplicito da parte del Consiglio dell'Unione di studiare la riforma delle procedure normative, allo scopo di renderle più funzionali alla realtà della finanza globalizzata.

Il rapporto conclusivo del comitato, approvato dal Consiglio Europeo di Stoccolma dello scorso marzo, propone la rapida istituzione di due comitati ad hoc, quello dei valori mobiliari e quello delle autorità nazionali di vigilanza sui mercati dei valori mobiliari, all'interno di una cornice di normazione per principi essenziali e norme tecniche e di dettaglio.

La nascita di un'unica autorità di vigilanza e controllo del mercato dei valori mobiliari con competenza a livello comunitario è stata al momento accantonata in mancanza del necessario consenso politico, oltre al fatto che è tecnicamente più complessa in assenza di aggiustamenti nell'assetto istituzionale della Unione.

Il ruolo e le attribuzioni dei nuovi comitati, infatti, non alterano l'equilibrio istituzionale fissato nei Trattati ed operano nell'ambito delle procedure della "comitatologia", disciplinate dalla decisione del Consiglio n.468 del 1999.

Viene fatta salva la possibilità, nel caso appaia necessario, di varare degli emendamenti ai Trattati che avverranno nella cornice della conferenza intergovernativa convocata a Berlino nel 2004.

Lo snellimento delle procedure indispensabile per il raggiungimento dell'obiettivo strategico del conseguimento di un mercato finanziario integrato entro il 2005 viene assicurato con l'articolazione del sistema regolamentare e delle relative procedure decisionali su quattro livelli.

Al primo livello, le direttive e/o i regolamenti proposti dalla Commissione e approvati mediante la normale procedura di co-decisione dal Consiglio UE e dal Parlamento europeo stabiliscono i principi generali.

L'attuazione della normativa di dettaglio (secondo livello) è di competenza della Commissione sulla base della procedura di comitatologia. Nell'ambito di tale procedura, un nuovo *Securities Committee* presieduto dalla Commissione e composto da rappresentanti degli Stati membri agisce da comitato di regolamentazione e vota, a maggioranza qualificata, le proposte specifiche della Commissione.

Il nuovo comitato dei regolatori (ESRC), composto dai rappresentanti delle autorità di vigilanza dei mercati mobiliari, ha funzioni consultive nei confronti della Commissione nella fase di elaborazione delle proposte relative al secondo livello.

Il comitato dei regolatori è presente anche nel terzo e quarto livello dello schema disegnato dai Saggi, perché all'interno di procedure di stretto raccordo, si eviti la riproduzione di asimmetrie regolamentari per il tramite di prassi delle autorità di vigilanza non coordinate.

Il terzo livello interessa il tema del coordinamento tra le autorità nazionali nell'esecuzione delle previsioni di principio e dettaglio formate nei livelli superiori, mentre il quarto e ultimo livello riguarda il rispetto dell'attuazione della regolamentazione comunitaria.

La Commissione attualmente ha avviato le procedure per l'istituzione, attraverso una propria decisione, dei due nuovi comitati, previsti dal rapporto Lamfalussy: *European Securities Committee* (ESC) e *European Securities Regulators Committee* (ESRC). L'istituzione dell'ESC, in questa fase, è prevista solamente per le funzioni consultive. L'attribuzione delle funzioni regolamentari è invece subordinata al consenso del Parlamento europeo che dovrà esprimersi nell'ambito della procedura di co-decisione.

Gli standard qualitativi della normativa comunitaria, con ogni probabilità, si innalzeranno, perché le procedure decisionali ordinarie saranno limitate alla prescrizione dei principi essenziali della materia.

La normativa tecnica invece sarà frutto di procedure di comitato e pertanto particolarmente celeri e flessibili, con la possibilità di realizzare correzioni ed emendamenti, se la realtà dei mercati ne imporrà l'urgenza.

Il baricentro dei poteri decisionali rimane, in ogni caso, incardinato, nel rispetto dello spirito e della forma dei Trattati, nel dialogo tra Consiglio e Parlamento per la definizione dei principi essenziali della normativa e tra Commissione e *Securities Committee* per la produzione delle disposizioni di dettaglio di contenuto più prettamente tecnico.

Il processo di normazione verrà governato all'interno della dialettica tra Commissione ed European Securities Committee solo quando Consiglio e Parlamento con la procedura di co-decisione decideranno di investire il Securities Committee di compiti regolatori, fornendo con apposita direttiva o regolamento idonea base giuridica.

La direttiva sui prospetti e sugli abusi di mercato costituiranno negli auspici della Commissione e del Consiglio un significativo banco di prova della nuova architettura procedurale.

Gli aspetti più delicati della riforma e che, in parte, permangono ancora al centro dei negoziati comunitari, sono quelli relativi alla necessità di assicurare trasparenza nelle procedure, adeguata *accountability* e controllo democratico.

La solidità dell'impianto disegnato dal rapporto Lamfalussy sarà verificata anche sul terreno della distinzione tra principi essenziali e normativa tecnica e di dettaglio, cui è ancorato il ricorso alla procedura ordinaria o a quella affidata ai comitati.

Il rischio è quello dell'alterazione dell'equilibrio tra le Istituzioni della Comunità, della sottrazione di competenze agli organismi investiti dei poteri di normazione, cui fa da contraltare l'attuale inadeguatezza della legislazione europea per il conseguimento dell'obiettivo del mercato unico nei tempi prefissati.

Il Consiglio europeo di Stoccolma ha dettato alcuni accorgimenti utili per una soluzione del problema.

La Commissione è invitata a riconoscere al Consiglio e al Parlamento Europeo la possibilità di avere completo accesso ai documenti relativi all'opera dei comitati e di tener conto delle osservazioni da questi presentate già nelle fasi iniziali del processo.

Inoltre, a garanzia delle prerogative del Parlamento europeo, è disposto che questo abbia completa e tempestiva informazione dalla Commissione sull'attività del *Securities Committee*, quando quest'ultimo agisce in funzione di comitato di regolazione ed esercita poteri di normazione.

E' previsto che nei casi in cui il Parlamento ritenga che la delega sia stata violata, la Commissione debba impegnarsi a riesaminare la proposta tenendo nel massimo conto la posizione del Parlamento europeo.

Commercio elettronico Il tema del commercio elettronico è stato ritenuto prioritario nelle conclusioni del Consiglio di Lisbona dalle Istituzioni comunitarie, determinante per l'avvio di un duraturo ciclo di espansione economica e centrale per il varo del mercato unico nel settore dei servizi finanziari.

L'obiettivo è la realizzazione di un mercato europeo delle transazioni *on line* con la possibilità per le imprese attive nell'*e-commerce* di offrire i propri servizi sul territorio di qualunque Stato membro, senza alcuna restrizione nell'accesso ed obbedendo unicamente alla legislazione dello Stato in cui hanno sede.

L'apertura dei mercati e dell'eliminazione di qualunque ostacolo regolamentare alla competizione all'interno dei mercati domestici di altri operatori comunitari deve peraltro trovare un punto di equilibrio con la tutela dei diritti dei consumatori.

La normativa comunitaria contenuta nella direttiva sull'*e-commerce* entrerà in vigore il 17 gennaio 2002 ed è ispirata alla regola del "*country of origin*", cioè dell'applicazione della legislazione del Paese di origine del prestatore del servizio. Lo stesso principio si intende affermare nella direttiva sulla vendita a distanza dei servizi finanziari, in fase di negoziazione.

Permangono peraltro divergenze tra alcuni Stati membri e la Commissione sulla applicazione immediata del principio del Paese di stabilimento.

Rimane aperta nei negoziati comunitari l'opzione di congelare l'applicazione della clausola del mercato interno nel settore del commercio elettronico e dei servizi finanziari, in attesa di una piena e soddisfacente armonizzazione delle normative nazionali, soprattutto, in settori dove particolarmente pressanti sono i bisogni di tutela dei consumatori.

La Commissione nell'ambito del *Financial Services Action Plan* ha disegnato una strategia di intervento che, in concomitanza con il processo di armonizzazione delle normative nazionali, faccia sì che l'applicazione del principio del "*country of origin*" non avvenga a danno dei consumatori. Il Consiglio Ecofin del 7 maggio 2001 ha approvato il piano presentato dalla Commissione.

Acquisisce rilievo centrale la necessità di un quadro normativo chiaro e coerente, ed in particolar modo di misure concrete idonee a costruire e preservare la fiducia del consumatore e a rafforzare la cooperazione tra le autorità di vigilanza nazionali a tutela della stabilità del sistema finanziario.

Tra gli strumenti indicati, assume importanza prioritaria la garanzia di un'adeguata informazione sui rischi specifici del commercio *on-line*.

A questo riguardo si inserisce l'impegno da parte della Commissione a realizzare un inventario delle differenti normative di protezione del consumatore.

Contribuiscono a questo risultato anche progetti sperimentali per la realizzazione di reti di cooperazione transfrontaliera per la risoluzione extragiudiziale delle controversie quali: il progetto Fin-Net e alcune iniziative della Commissione sui mezzi di pagamento elettronici; una raccomandazione sui principi prudenziali in tema di vigilanza sui sistemi di pagamento e un *action plan* per la sicurezza tecnica contro frodi e contraffazioni.

Per quanto riferito, particolare importanza riveste il negoziato in corso sulla proposta di direttiva in materia di vendita a distanza di servizi finanziari per il contributo all'attuazione del Piano d'azione sui servizi finanziari e per la connessione stretta con la regolamentazione del commercio elettronico.

La stessa iniziativa costituisce l'occasione per eliminare alcuni possibili elementi distorsivi della concorrenza derivanti dall'entrata in vigore della direttiva *e-commerce*.

Il controllo sull'informativa.

La Commissione ha svolto nel corso dell'anno 2000 una importante attività nell'ambito della vigilanza informativa, in attuazione degli specifici compiti che le sono affidati dal Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (d. lgs. 28 febbraio 1998, n. 58).

La relazione corredata del volume "Dati ed Analisi" illustra l'attività della Commissione in materia, pone le linee di indirizzo della sua azione e rappresenta le questioni ancora aperte.

I dati riferiti dalla Consob sono significativi e danno conto di una intensificazione dell'attività dell'Istituto in linea con l'evoluzione del mercato finanziario. Esso sottopone costantemente nuove problematiche ed elementi di criticità all'attenzione dell'autorità di vigilanza che, nel quadro delle sue competenze, è chiamata a svolgere un delicato compito per la realizzazione delle finalità individuate dal Testo unico.

La Commissione, in particolare, segnala talune tematiche di rilievo che vengono di seguito rappresentate, privilegiando l'esame degli aspetti ritenuti di maggior interesse.

Prospetti. In tema di prospetti informativi, la relazione se da un lato sottolinea il miglioramento della loro qualità, anche per effetto di spinte concorrenziali, dall'altro contiene un richiamo ai soggetti coinvolti a vario titolo nei collocamenti affinché svolgano in modo diligente, responsabile e corretto la loro funzione, assicurando veridicità e completezza alle informazioni fornite. Carenze e

problematiche vengono infatti rappresentate sul punto ed ascritte alla natura polifunzionale degli operatori ed alla struttura degli accordi che intercorrono tra loro e gli emittenti.

Il tema del controllo dei prospetti informativi e più in generale della qualità dell'informazione trasmessa al mercato ha registrato nel corso dell'anno una significativa sentenza della Corte di Cassazione¹ che, sia pure con riferimento ad una fattispecie verificatasi nella vigenza della normativa oggi abrogata (art. 18 – 18 quater della legge 7 giugno 1974, n. 216), ha affermato che il controllo della Commissione attiene alla completezza ed alla veridicità delle informazioni, con la conseguenza che è configurabile la responsabilità civile dell'organo di vigilanza in caso di omissione del controllo.

La decisione ripropone all'attenzione la natura del controllo di trasparenza della Commissione. E' questo un tema rilevante con evidenti implicazioni sull'attività della Consob e dei soggetti vigilati, nonché un aspetto significativo per la individuazione del ruolo dell'Autorità di vigilanza.

Il Testo unico specifica che i poteri della Commissione in tema di controllo di trasparenza sono attribuiti “*al fine di vigilare sulla correttezza delle informazioni fornite al pubblico*” (art. 115).

La legge 216/74, invece, indicava quale finalità dell'attività di vigilanza l'accertamento dell'esattezza e della completezza dei dati e delle notizie comunicate o pubblicate (art. 3, lett.c).

La correttezza costituisce pertanto allo stato la misura dell'intervento dell'organo di controllo.

La norma vigente viene interpretata dalla Commissione, con il conforto della prevalente dottrina, nel senso che non competerebbe alla stessa il controllo sulla veridicità dell'informazione ma la sola verifica della completezza e della correttezza dei dati e delle notizie fornite al pubblico. Tale potere si specifica talora, seppure entro certi limiti ed in considerazione delle peculiarità delle fattispecie concrete sottoposte all'attenzione della Consob, nel dovere di riscontro dell'attendibilità dell'informazione.

Per la Consob, la falsità delle informazioni pubblicate è quindi ascrivibile in via esclusiva agli emittenti ed agli altri soggetti interessati a vario titolo nei collocamenti.

Si osserva peraltro che la genericità del dato normativo richiamato rende la lettura prospettata ragionevole ma non univoca; la norma infatti può prestarsi a differenti interpretazioni che vanno nel senso di un rafforzamento del potere di controllo della Consob. Esse, se da un lato potrebbero soddisfare in maniera più compiuta gli interessi indicati dal Testo unico, dall'altro devono confrontarsi con le possibili difficoltà operative che incontrerebbe l'Autorità di vigilanza.

¹ Cass., sez. I, civ., 14 febbraio – 3 marzo 2001, n.3132.

Le incertezze interpretative, le implicazioni evocate dalla richiamata sentenza della Cassazione e le considerazioni che precedono sembrano suggerire una iniziativa normativa che, intervenendo sulla formulazione della norma richiamata, faccia chiarezza sul punto.

Studi ed analisi. L'attenzione della Commissione è altresì rivolta alle informazioni diffuse al pubblico tramite studi e statistiche in ragione della consapevolezza dell'importanza crescente che essi rivestono nella determinazione delle scelte d'investimento e delle significative influenze sull'andamento del mercato. Tali analisi dovrebbero essere espressione di indipendenza, chiarezza e completezza; caratteristiche queste che, si evidenzia nella relazione, talora sono messe in discussione laddove sussistano - come spesso accade - legami di interesse tra i soggetti che li producono e gli emittenti interessati.

La relazione dà conto di talune innovazioni apportate alla previsione in tema di "Studi e statistiche", attraverso la modifica - con delibera n. 13086 del 18 aprile 2001 - del regolamento concernente la disciplina degli emittenti (art. 69 r. 11971 del 14 maggio 1999). In particolare si prevede per la loro diffusione la condizione che essi "*riportino con evidenza grafica un'avvertenza nella quale sia indicato che chi li diffonde può avere un proprio specifico interesse riguardo agli emittenti, agli strumenti finanziari ed alle operazioni oggetto di analisi, indicandone le ragioni e l'estensione*".

Si segnala altresì la recente comunicazione Consob sulle modalità di diffusione di dette analisi concernenti gli emittenti di strumenti finanziari (C. n. DME/1029755 del 20 aprile 2001).

La Commissione inoltre promuoverà il tema in sede FESCO per sollecitare l'adozione di soluzioni normative uniformi al fine di evitare arbitraggi regolamentari.

Le richiamate iniziative appaiono in linea con il Testo unico della finanza (art. 114, 5° comma) che attribuisce alla Consob potestà normativa per la determinazione dei casi e delle modalità con le quali devono essere fornite al pubblico informazioni su tali prodotti ed individua al tempo stesso i soggetti nei confronti dei quali, ad esclusione di altri, detto potere può esplicarsi (emittenti quotati, intermediari autorizzati alla prestazione di servizi di investimento nonché soggetti in rapporto di controllo con essi).

La scelta operata dal legislatore è la risultante di un bilanciamento di interessi ritenuti del pari meritevoli di tutela; ne deriva che la prevenzione delle situazioni di conflitto di interessi non può spingersi sino al punto di creare distorsioni nell'attività di produzione di studi ed analisi, anche in considerazione dell'importanza della funzione che essi svolgono.

Si legge nella relazione, a sostegno dell'iniziativa assunta, che l'intervento sulla materia è "*teso a garantire un livello di informativa più adeguato proprio in relazione ad eventuali situazioni*

conflittuali, tenuto conto della rilevanza che gli studi effettuati dagli analisti ricoprono nell'economia dei processi di elaborazione e diffusione delle informazioni attinenti gli emittenti quotati e riconoscendo tale attività come elemento positivo destinato ad integrare ad arricchire il processo di disclosure generato dall'informazione continua sulle notizie price sensitive “.

La consapevolezza delle possibili implicazioni dell'attività di vigilanza sull'attività degli analisti si coglie anche nella lettura della citata comunicazione (DME/1029755) nella quale si invoca, tra l'altro, proprio al fine di alleviare possibili distorsioni in materia *“una complementarietà tra intervento normativo ed autoregolamentazione dei soggetti”.*

Distorsioni connesse alla struttura proprietaria. Altro aspetto significativo evidenziato dalla Commissione in materia di vigilanza informativa è costituito dai possibili riflessi che gli attuali assetti organizzativi e di controllo degli intermediari sarebbero in grado di determinare sul corretto funzionamento dei meccanismi di monitoraggio e di trasmissione delle informazioni; in particolare si sottolinea l'incidenza della forte componente bancaria del settore. I fondi di diritto italiano sono infatti nella quasi totalità filiazioni di banche esse stesse quotate o comunque in stretti rapporti con gli emittenti quotati.

“Per tale ragione - si legge nella relazione - i fondi non sempre possono essere in grado di esercitare efficacemente un ruolo attivo di monitoring che potrebbe risultare in contrasto con gli interessi degli istituti di cui sono filiazioni.”

Considerazioni sulle fattispecie evocative di conflitti di interesse. La prevenzione dei conflitti di interessi è l'aspetto che accomuna le problematiche sopra illustrate ed è un tema che riecheggia anche in altri passi della relazione. La Commissione richiama l'attenzione sui rischi che la forte connotazione bancaria del settore può determinare sull'indipendenza dei soggetti a vario titolo coinvolti nel processo in esame e conseguentemente sulla qualità dell'informazione rivolta ai risparmiatori.

Una indicazione per una maggiore attenzione alla prevenzione delle situazioni di conflitto di interessi si rinviene anche in ambito UE ed in particolare nella direttiva in corso di adozione in materia di società di gestione di Organismi di investimento collettivo di valori mobiliari (OICVM). Essa, attraverso la tecnica della integrazione dell'articolato della direttiva 85/611/CEE, darà luogo ad un rafforzamento, sotto il profilo in esame, della disciplina vigente espressa nella richiamata direttiva.

Se da un lato i timori rappresentati appaiono fondati ed inducono ad un rafforzamento dell'attività di vigilanza a presidio degli interessi che sono alla base dell'istituzione della Consob,

dall'altro non va dimenticato che la forte presenza bancaria nel settore è un elemento che ha concorso ed ancora contribuisce alla crescita dei fondi comuni nel nostro Paese. Essa costituisce inoltre una connotazione propria di altri Stati, non solo dell'Unione europea² ed è una caratteristica significativa per assicurare competitività ed efficienza al nostro mercato finanziario.

L'attività della Commissione, in tutti i settori di suo interesse e specificatamente in quello informativo, deve talora esplicarsi attraverso il necessario contemperamento di interessi che la legge considera sullo stesso piano. Accanto alla tutela degli investitori vengono infatti in rilievo esigenze di stabilità, competitività e di buon funzionamento del mercato finanziario (cfr. art. 5 d. lgs. 58/98). In tal senso è significativo che il legislatore abbia realizzato una distribuzione di competenze tra la Consob, la Banca d'Italia ed il Ministero dell'Economia e delle Finanze.

Ed e' proprio attraverso una corretta estrinsecazione della dialettica tra le Autorità - aspetto questo che riveste notevole importanza in questioni, peraltro sempre più numerose, in cui vengono in rilievo profili di comune interesse - che si attuano nel modo migliore i compiti che la legge affida ad esse. Il Ministero dell'Economia e delle Finanze è chiamato a svolgere un importante ruolo a tal fine di coordinamento delle Autorità interessate.

Obbligazioni c.d. strutturate. Altro elemento di criticità evidenziato dalla Commissione in tema di informazione concerne l'esenzione dalla disciplina del prospetto informativo (art. 100, lett. f T.U.F.) di talune tipologie di obbligazioni bancarie create dall'esperienza operativa. In particolare l'attenzione si incentra sulle obbligazioni c.d. strutturate³ che, in quanto connotate da forti elementi di atipicità, dovrebbero essere accompagnate da un'adeguata informazione agli investitori quale e' quella derivante dalla disciplina sul prospetto. Ed in effetti la Commissione è intervenuta per affermare l'applicabilità della regolamentazione sulla sollecitazione all'investimento nel caso di emissioni di obbligazioni c.d. *reverse convertible* in quanto riconducibili a quegli "*strumenti finanziari che permettono di acquisire o sottoscrivere azioni*" a norma dell'art. 100, lett. f, T.U.F..

La meritevolezza delle ragioni che sostengono tale indirizzo interpretativo, inducono ad una maggiore attenzione ai profili di trasparenza di tali emissioni laddove le stesse non siano destinate

² Si legge nella relazione per l'anno 2000 del Governatore della Banca d'Italia che: "*Le banche assumono nell'intermediazione del risparmio importanza considerevole in tutti i paesi, anche in quelli dove è preminente il ruolo dei mercati borsistici. Nel settore dei fondi comuni la quota di mercato delle banche è in Italia alta, in linea con quella osservata in Francia ed in Germania; è superiore a quella del Regno Unito dove è prossima al 50 per cento. Nel collocamento di obbligazioni il rilievo delle banche è analogo nelle maggiori economie europee.*"

³ Il regolamento Consob concernente la disciplina degli emittenti definisce come segue le obbligazioni strutturate: 1) *titoli obbligazionari il cui rimborso e/o la cui remunerazione dipendono, in tutto o in parte, secondo meccanismi che equivalgono all'assunzione di posizioni in strumenti finanziari derivati, dal valore o dall'andamento del valore di prodotti finanziari, tassi di interesse, valute, merci e relativi indici;* 2) *i titoli obbligazionari il cui rimborso e/o la cui remunerazione dipendono, in tutto o in parte, dal verificarsi di determinati eventi o condizioni* (art. 51, lett. b reg. n. 11971/1999)

ad investitori istituzionali. Tali titoli, a fronte di un più alto rendimento nominale, si caratterizzano per il maggior rischio, che determina talora una forte perdita del capitale investito. Di ciò l'investitore non professionale dovrebbe essere reso edotto.

Vigilanza informativa. Tra gli altri aspetti evidenziati nella relazione, si segnala l'opera di divulgazione al pubblico di dati e notizie rilevanti per il mercato finanziario realizzata attraverso il sito internet della Consob.

In attuazione della disciplina in tema di trasparenza delle società quotate, viene dato conto dell'informativa concernente l'evoluzione degli assetti proprietari degli emittenti quotati, degli annunci pubblicati in tema di patti parasociali, delle iniziative della Commissione nei confronti degli emittenti, finalizzate ad una più compiuta informazione su determinati eventi sensibili.

La Commissione, tra l'altro, riferisce delle recenti raccomandazioni emanate dalla stessa sull'utilizzo di siti *Internet* per la diffusione dell'informativa societaria e rappresenta talune attività significative, anche relative all'adeguamento regolamentare, che hanno per obiettivo il miglioramento del flusso di informazioni destinate al mercato.

In particolare, relativamente al *Trading on line*, la Consob ha richiamato gli operatori all'osservanza delle regole di comportamento previste per la prestazione dei servizi di investimento. Al tempo stesso, nel riconoscere che la sottoscrizione di quote o azioni di Organismi di investimento collettivo del risparmio può essere effettuata anche tramite *Internet*, senza necessità di ricorrere a moduli cartacei, è stato ricordato che l'utilizzo di mezzi informatici per la conclusione di contratti *on line* non deve pregiudicare gli strumenti offerti dalla normativa per la tutela dei risparmiatori. In particolare deve essere assicurata sempre agli stessi una adeguata informativa e la possibilità di effettuare una corretta valutazione dei profili di rischio/rendimento dell'investimento.

In tale contesto significativa è stata la partecipazione della Consob all'iniziativa denominata *International Surf Day*, promossa dalla *International Organization of Securities Commission* (IOSCO) con l'adesione di 18 paesi, per l'individuazione di violazioni delle normative sull'offerta di prodotti finanziari via *Internet*, con particolare attenzione ai casi di sollecitazione abusiva all'investimento e di manipolazione.

Informazione contabile. Nella relazione si riferisce altresì delle diverse attività svolte dalla Commissione, anche nel contesto internazionale (ad esempio in sede IOSCO), sul tema dell'informativa contabile e dirette, in particolare, all'armonizzazione delle regole contabili in ambito UE.