

CAMERA DEI DEPUTATI

Doc. XXVIII
n. 2

RELAZIONE

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

(ANNO 1996)

*(Articolo 1 della legge 7 giugno 1974, n. 216, modificato dall'articolo
1 della legge 4 giugno 1985, n. 281)*

Presentata dal Ministro del tesoro
(CIAMPI)

Trasmessa alla Presidenza il 12 luglio 1997

PAGINA BIANCA

OSSERVAZIONI DEL MINISTRO DEL TESORO SULLA
CONSOB PER L'ANNO 1996

RELAZIONE DELLA SENATO DELLA REPUBBLICA XIII LEGISLATURA
12 LUG. 1997
Doc. XXVIII Annunciato il 16 LUG. 1997

Il 1996 è stato un anno decisivo per l'ammodernamento istituzionale del mercato mobiliare italiano.

Il decreto legislativo n.415/96 (cd."EUROSIM") ha radicalmente riformato la disciplina di settore, sulla base di criteri diretti a valorizzare l'autonomia degli operatori e la competitività dell'intero sistema dell'intermediazione mobiliare.

La portata delle innovazioni introdotte non va sottovalutata; al contrario, occorre riconoscere le grandi opportunità dischiuse dal passaggio dalla tradizionale configurazione pubblicistica dei mercati mobiliari ad una più moderna concezione di "mercato - impresa".

Peraltro, non vanno minimizzate le difficoltà - transitorie ma reali - che la concreta gestione di tale passaggio comporta: il nostro sistema dovrà attuare, in un ristretto lasso di tempo, un passaggio che in altri Paesi è stato il frutto di processi evolutivi più lunghi.

Particolare attenzione le autorità di settore stanno dedicando alla predisposizione dei regolamenti attuativi del decreto "EUROSIM"; l'inevitabile prolungarsi di questo delicato lavoro discende sia dall'ampia portata delle scelte rimesse alla normativa secondaria, sia dall'esigenza di individuare - con il coinvolgimento di tutte le istituzioni interessate - soluzioni ottimali e coerenti con l'impostazione liberale della riforma.

Ma lo sforzo più intenso, in questa fase, è richiesto a tutti gli operatori del mercato, e in particolare agli intermediari e alle società di gestione dei mercati recentemente costituite. Al venir meno della "tutela" amministrativa sui mercati deve infatti corrispondere una maggiore consapevolezza degli operatori in ordine a una gestione efficiente e a un responsabile esercizio dei compiti di autoregolamentazione e di autocontrollo.

Le autorità di vigilanza, dal canto loro, dovranno assecondare questo processo, concentrandosi sull'esercizio della supervisione "sistemica". Particolarmente rilevante, al riguardo, è l'esigenza di calibrare attentamente le relazioni tra la CONSOB e le società di gestione dei mercati in funzione della necessità di evitare duplicazioni di compiti e di favorire un agile coordinamento operativo.

Ciò renderà possibile la concreta attuazione dell'assetto istituzionale delineato dalla legge, ispirato al criterio dei "due livelli", che si va sempre più affermando nei principali mercati e che postula la coesistenza del carattere privato delle borse con una rigorosa supervisione pubblica.

Si condivide l'opinione della CONSOB in merito alla necessità di una equilibrata presenza delle diverse categorie di soggetti operanti sul mercato nella proprietà e nel sistema di governo delle società-mercato.

In effetti, questo criterio è stato tenuto costantemente presente dal Ministero del tesoro e dalle altre Autorità interessate alla predisposizione degli atti inerenti alle procedure di privatizzazione di tali società ai sensi del decreto "Eurosime": ciò non solamente in funzione della prevenzione dei conflitti di interesse, ma anche nella

prospettiva dell'efficienza e dello sviluppo complessivo dei mercati, in un contesto caratterizzato da una competizione sempre più accentuata.

Il rispetto dei criteri sopra delineati si traduce, in concreto, nella scelta del Tesoro di prevedere l'adozione di meccanismi competitivi in vista dell'assegnazione del controllo delle società di gestione dei mercati. Contestualmente, nell'ambito della menzionata diversificazione delle categorie presenti nell'azionariato delle società, è previsto che si sviluppi una dialettica in seno agli organi sociali tra rappresentanti della maggioranza e della minoranza che si saranno formate.

L'obiettivo finale dell'adeguamento strutturale e funzionale dei mercati mobiliari resta quello di favorire lo sviluppo della domanda e dell'offerta di capitale di rischio.

I positivi segnali degli ultimi due anni, che testimoniano un timido ma crescente interesse delle piccole e medie imprese per la quotazione in borsa, sono meritevoli di attenta considerazione. Essi indicano, verosimilmente, una incipiente tendenza verso il progressivo superamento della connotazione prevalentemente "familistica" delle aziende italiane: è ormai matura la consapevolezza dell'importanza del riequilibrio della struttura finanziaria delle imprese e di un più incisivo ruolo del mercato nei processi allocativi della proprietà e del controllo delle stesse.

In questo contesto si collocano i lavori per la predisposizione del testo unico della finanza.

In particolare, è da ritenersi ormai indifferibile l'adeguamento del nostro ordinamento societario a più moderni criteri di *corporate governance*, che rendano possibile il

rafforzamento della supervisione esterna e interna delle attività delle imprese.

È noto che il perimetro dell'intervento normativo è circoscritto - stante l'attuale formulazione della delega legislativa - alle società aventi titoli quotati su mercati regolamentati. Peraltro, dal testo della delega è agevolmente ricavabile la possibilità di una complessiva risistemazione dell'intera disciplina giuridica del mercato finanziario alla luce dei principi di trasparenza e di tutela degli investitori.

In questo contesto, sarà possibile ripensare in un quadro sistematico tutti gli strumenti normativi rilevanti nella materia in questione: disciplina dell'informativa societaria, che concerne l'ampia gamma delle società che fanno appello al pubblico risparmio; disciplina dell'OPA e dell'insider trading; disciplina del collegio sindacale, dei gruppi, delle deleghe di voto, dei patti di sindacato, degli strumenti di tutela delle minoranze azionarie.

Grande cura andrà dedicata alla coerenza e alla praticabilità del disegno d'insieme.

In particolare conto viene tenuta l'esigenza di delineare un sistema di tutele che sia idoneo ad attrarre e a garantire gli investitori senza risultare eccessivamente costoso per le imprese: una normativa eccessivamente costrittiva potrebbe infatti disincentivare la quotazione in borsa, sortendo l'effetto contrario a quello auspicato.

Per questi motivi, sarà anche necessario ricercare un giusto punto di equilibrio nell'individuazione dei livelli di regolamentazione. È chiaro che solamente una parte della nuova normativa potrà rivestire carattere imperativo: dovrà

essere riservato un ampio spazio all'esercizio dell'autonomia contrattuale sia da parte delle società - mercato, che potranno subordinare la quotazione delle imprese a determinati requisiti informativi o a determinate forme di tutela degli investitori, sia da parte delle società emittenti, che potranno adoperare l'autonomia statutaria per adeguare la propria struttura di *corporate governance* alle esigenze del mercato.

Nell'ambito del dibattito aperto in occasione dei lavori per la redazione del "testo unico" si affaccia la tematica sempre più rilevante della disciplina del "risparmio gestito".

E' avvertita con forza l'esigenza che l'articolata materia delle gestioni patrimoniali, oggi disciplinata da un complesso normativo disomogeneo, sia ricondotta ad unitarietà con la conseguente definizione di regole di comportamento e di gestione uniformi. Anche la individuazione delle funzioni di vigilanza, ovviamente, andrebbe effettuata nell'ottica della semplificazione, evitando inutili sovrapposizioni e moltiplicazioni di costi.

Vale la pena sottolineare come il tema della razionalizzazione delle norme in materia di gestione patrimoniale sia all'ordine del giorno anche del dibattito comunitario ed internazionale.

In uno specifico settore delle gestioni patrimoniali, peraltro, è stato possibile anticipare un processo di innovazione e uniformazione delle regole di gestione: si tratta dei fondi pensione. Infatti, con l'emanazione del decreto del Ministro del tesoro in materia di criteri di investimento delle risorse dei fondi pensione e di regole da

osservare in presenza di conflitti di interesse, si è in qualche misura tenuto conto delle esigenze prima prospettate. Da un canto, si è disciplinato in modo unitario il fenomeno della gestione, nel quale operano in concorrenza tra loro soggetti eterogenei per natura, normativa di settore e autorità di vigilanza: assicurazioni, banche, SIM e società di gestione di fondi comuni. D'altro canto, nell'individuare le norme comportamentali cui assoggettare i gestori, si è innovata la trama della regolamentazione ampliando la sfera di libertà dei gestori ed introducendo l'uso di tecniche di valutazione già note ai gestori ma non dettate da norme vincolanti.

La Relazione della CONSOB pone giustamente in risalto la rilevanza delle tematiche fiscali ai fini dello sviluppo del mercato mobiliare.

Nell'ambito delle linee di intervento in materia fiscale predisposte dal Governo, l'esigenza di superare il penalizzante trattamento fiscale della raccolta di capitale di rischio trova ampia accoglienza: l'abolizione dell'ILOR e dell'imposta sul patrimonio netto e l'introduzione dell'IRAP, in aggiunta all'adozione di un sistema di tassazione del reddito d'impresa ispirato al modello della "Dual Income Tax", porranno sicuramente le premesse di un significativo riequilibrio della struttura finanziaria delle imprese, incentivando la raccolta di capitale di rischio. Anche le agevolazioni andranno attentamente calibrate in funzione del primario obiettivo di sviluppo dei mercati, facendo tesoro delle recenti esperienze.

Ma il disegno fiscale si estende in realtà alla complessiva ridefinizione del trattamento delle attività

finanziarie secondo criteri di neutralità e di semplicità applicativa, con una particolare attenzione al ruolo degli intermediari gestori, destinati a ricoprire un ruolo progressivamente più importante nel mercato mobiliare.

Il raggiungimento di questi obiettivi non è più dilazionabile nell'attuale contesto competitivo; anche se non va dimenticata la necessità di proseguire sulla strada - notoriamente impervia - dei tentativi di armonizzazione comunitaria in materia fiscale.

La Relazione dà adeguatamente conto dell'attività di vigilanza svolta dalla CONSOB nel 1996.

Occorre dare atto alla Commissione di aver operato in maniera complessivamente efficace, in un contesto caratterizzato da un consistente cambiamento istituzionale e da una crescente integrazione dei mercati.

Particolare attenzione è stata data alla necessità di innovazione tecnologica ed operativa del mercato borsistico come pure all'azione di adattamento della normativa in vigore alle esigenze degli operatori e degli utenti del mercato soprattutto in tema di offerte pubbliche e di revisione contabile.

Un settore particolarmente delicato è quello degli intermediari perché se è vero che le nuove regole potranno permettere la gestione delle eventuali crisi in modo più soddisfacente rispetto al passato, è ancora pesante l'impatto delle pregresse insolvenze sull'attuale sistema di garanzia posto a tutela dell'investitore.

Il decreto "Eurosime" ha fornito tutti gli strumenti utili ad affrontare le problematiche connesse all'intervento a favore dei risparmiatori coinvolti nelle crisi delle imprese

di investimento, sia passate che future.

E' ormai definito il testo di regolamento destinato a disciplinare i sistemi di indennizzo. Con l'occasione, per evitare di dover tornare nuovamente sulla materia, si è ritenuto di adeguare immediatamente la normativa nazionale alla disciplina introdotta sulla medesima materia dalla direttiva comunitaria n.97/79/CE, approvata all'inizio di quest'anno. Si privilegia la tutela dei piccoli risparmiatori assicurando una copertura totale ai crediti sino al limite di 20.000 ECU, contrariamente al sistema attuale, che offre un rimborso proporzionale a tutti gli investitori.

La prima esperienza attuativa del nuovo sistema di gestione delle crisi stabilito dal decreto "Eurosime" deve essere valutata favorevolmente, anche alla luce dei primi positivi riscontri nella sede contenziosa: esso comporta un approccio complessivamente più flessibile e più sostanziale nella considerazione delle esigenze rilevanti nei singoli casi, e consente altresì di considerare in separata sede i profili di carattere strettamente sanzionatorio, rilevanti nei confronti degli esponenti dell'intermediario.

Si condivide la valutazione della CONSOB in merito alla tendenziale residualità della repressione penale nella materia della vigilanza; il problema è oggetto di attenta considerazione nell'ambito dei lavori per la predisposizione del testo unico della finanza.

Si tratta di trovare il giusto punto di equilibrio tra la valorizzazione dell'autoregolamentazione e dell'ordinaria vigilanza amministrativa, e la necessità di dare al mercato segnali forti nella direzione della tutela dei valori fondamentali di correttezza e trasparenza.

In questa ottica, si auspica che il ricorso alla sanzione penale possa diventare progressivamente meno necessario, col crescere della consapevolezza degli attori del mercato in ordine a tali valori.

L'avvio dell'attività sanzionatoria collegata all'entrata in vigore del decreto "Eurosir", ha presentato taluni profili problematici per l'esigenza di individuare con chiarezza l'ambito di applicazione della nuova normativa rispetto a quella abrogata.

Il Ministero del Tesoro, in particolare, si è trovato a dover chiarire preliminarmente - con l'ausilio dell'Avvocatura generale dello Stato che ancora non si è pronunciata - se l'introduzione delle norme che dispongono l'applicazione personale delle sanzioni pecuniarie renda ora impossibile l'irrogazione delle sanzioni alla persona giuridica, cui viene imputato l'effetto delle violazioni commesse dalle persone fisiche.

Il problema è sorto perché sono pervenute al Tesoro numerose proposte di sanzione dopo l'entrata in vigore della normativa "Eurosir", relative ad attività ispettive svolte dalla CONSOB in anni precedenti.

Nel campo dei controlli societari, va sicuramente apprezzato lo sforzo della CONSOB diretto a sollecitare, con lo strumento della raccomandazione, l'adozione di principi organizzativi e di comportamento diretti a rafforzare l'efficacia dei controlli societari. Nel quadro della predisposizione del testo unico della finanza occorrerà tenere conto delle indicazioni provenienti dalla esperienza della CONSOB in questa delicata materia, tenendo presenti i particolari profili derivanti dall'ottica di gruppo.

In linea generale, va comunque tenuta presente la necessità di rafforzare i controlli interni senza peraltro interferire con il ruolo di coloro che gestiscono le imprese: una dialettica trasparente tra amministrazione e sorveglianza è fondamentale al fine di evitare ambigue - ed in ultima analisi inefficienti - forme di condivisione delle responsabilità di gestione.

Da ultimo, doverosamente si informa che la Corte dei Conti, con una recente pronuncia della Sezione del Controllo, ha rilevato situazioni di diffusa irregolarità ed inefficienza amministrativa nella gestione della CONSOB negli esercizi 1991, 1992 e 1993, in connessione alla non corretta applicazione di norme primarie e regolamentari nel campo delle spese quali quelle di rappresentanza, per collaborazioni esterne, per acquisizioni di beni e servizi e per le assunzioni dirette di personale a contratto a tempo determinato.

CONSOB

RELAZIONE PER L'ANNO 1996

LINEE PROGRAMMATICHE

Roma, 3 aprile 1997

PAGINA BIANCA

Il 17 dicembre dello scorso anno, all'età di settanta anni, è mancato il nostro collega Mario Di Lazzaro. E' stato studioso insigne della matematica applicata, docente universitario particolarmente dedito alla cura dei suoi allievi, impegnato per anni in un'intensa attività di progettazione della didattica, in molte occasioni uomo pubblico al servizio del paese, da ultimo come componente di questa Commissione. Nei cinque anni trascorsi insieme, ne abbiamo apprezzato la competenza tecnica, le iniziative per adeguare gli strumenti e la struttura interna dell'Istituto, le doti umane. Il nostro pensiero, al quale, siamo certi, si unisce quello dei presenti, si rivolge commosso alla Sua memoria.

Le prospettive del mercato italiano

Nel 1996 si è completata la riforma della liquidazione a contante, che ebbe proprio Mario Di Lazzaro tra i suoi principali fautori. Gli effetti della riforma appaiono largamente positivi: nei dodici mesi successivi al suo completamento, che risale al febbraio dello scorso anno, l'incremento della volatilità giornaliera è risultato modesto a fronte di un aumento degli scambi sui titoli che

**Durante la lettura alcuni passi saranno omessi*

compongono il Mib30 pari al 14 per cento. Confronti internazionali basati su un indicatore di liquidità, che sintetizza la relazione tra variazioni dei prezzi e volumi degli scambi, evidenziano per l'ultimo anno un deciso progresso della borsa italiana. Le operazioni più speculative sotto il profilo tecnico sono confluite sulle opzioni ed il mercato italiano dei derivati è oggi il quarto in Europa per dimensioni.

L'anno appena trascorso ha visto altre rilevanti riforme del sistema dei mercati.

La privatizzazione della borsa e la parziale liberalizzazione di alcune attività d'intermediazione, sancite dal decreto 415, rappresentano un'innovazione istituzionale di grande momento. Il decreto si colloca a quasi un secolo di distanza da quando l'attività di negoziazione venne pubblicizzata e riservata ad una categoria di operatori. Con successive normazioni venne esteso il principio della riserva. La crescita dei nostri mercati mobiliari e il processo di integrazione europea richiedevano un diverso quadro legislativo e regolamentare che il decreto 415 ha delineato.

Il decreto modifica la natura dell'intervento della Consob nei mercati. Le potestà pubblicistiche, tipiche della preesistente legislazione amministrativa, vengono limitate alla nascita e alla eventuale crisi della società di gestione dei mercati, all'autorizzazione dei regolamenti e alle relative variazioni. Sono poteri ispirati al modello di una Autorità di garanzia e di alta vigilanza; il potere sostitutivo è da considerarsi eccezionale. Agli

operatori viene riconosciuta non solo la funzione regolamentare, ma anche di controllo sui comportamenti e sanzionatoria, laddove si prevede che la società di gestione possa disporre la sospensione degli strumenti e degli operatori dalle negoziazioni.

Come affermato nella delibera di approvazione del progetto di trasformazione della borsa, la scelta a favore della privatizzazione e dell'autoregolamentazione non fa comunque venire meno la forte inerenza al pubblico interesse per un mercato mobiliare sviluppato e competitivo.

Nell'esaminare lo statuto della società di gestione, la Commissione ha sollecitato il Consiglio di borsa a introdurre un sistema di governo della società mercato che minimizzasse i possibili casi di conflitti d'interesse. Gli intermediari che deterranno il controllo della società mercato saranno infatti anche regolatori, negoziatori, gestori di patrimoni ed in alcuni casi emittenti.

La Commissione ha tuttavia ritenuto che i poteri ad essa conferiti dal decreto, in materia di statuto, non consentissero di subordinare l'approvazione all'adozione di criteri per la nomina degli amministratori. Una rappresentanza conforme ai limiti fissati dal decreto ma equilibrata tra le diverse categorie resta comunque soluzione particolarmente idonea ad una composizione dei diversi interessi.

Il decreto 415 rappresenta il primo passo di un più ampio disegno riformatore, solo in parte sollecitato dal legislatore

comunitario, reso necessario dal tentativo, i cui esiti restano ancora incerti, di mantenere per il mercato italiano dei titoli privati uno spazio adeguato alla nostra economia.

L'introduzione dell'euro trasformerà le emissioni di valori mobiliari, che saranno omogenee in termini di valuta. La maggiore uniformità degli strumenti farà emergere altre componenti nella scelta del mercato sul quale operare: fra queste, le procedure di negoziazione, liquidazione e compensazione.

Sul sistema borsa si sono stratificati nel corso degli ultimi dieci anni diversi interventi legislativi. E' necessario procedere ad un riesame sistematico delle leggi, degli assetti azionari, dei regimi di concessione dei servizi di Ced, Montetitoli, Cassa di compensazione e garanzia, nonché all'approntamento di un quadro normativo realmente orientato ad incentivare la minimizzazione dei costi. Argomenti che dovrebbero essere inseriti nell'agenda di politica economica sui mercati mobiliari e presenti all'attenzione degli operatori. A questi ultimi spetta in particolare la predisposizione di una piattaforma tecnologica efficiente, integrata e a basso costo, che costituirà un fattore decisivo per il mercato italiano.

Il futuro ruolo della borsa è anche affidato alla sua capacità di specializzarsi. Se il servizio principale offerto dai mercati è la liquidità, una parte significativa del nostro listino potrà essere meglio trattata da intermediari in grado di specializzarsi in strumenti finanziari che, per le dimensioni dell'emittente,

attraggono un limitato flusso di ordini. In prospettiva, il mercato localizzato in Italia, oltre a non perdere operatività sui principali titoli, dovrà sviluppare la capacità di offrire liquidità ai titoli minori.

Una parte più cospicua del risparmio nazionale verrebbe così canalizzata, attraverso la borsa, nelle imprese italiane. Positivi segnali in questa direzione provengono dalla quotazione, nell'ultimo biennio, di numerose società di piccola e media dimensione, che hanno ottenuto un buon apprezzamento da parte del mercato. L'entità del risparmio affluito resta ancora modesta: le offerte di sottoscrizione e di vendita - con l'esclusione dell'Eni - ammontano in media a 2.000 miliardi annui. Il fenomeno delle nuove quotazioni, congiuntamente alla cancellazione di alcune società appartenenti a gruppi, contribuisce comunque ad una composizione del listino più rappresentativa dell'economia italiana.

La prosecuzione del processo di privatizzazione delle imprese e delle banche resta il secondo motore di sviluppo del mercato. In questi anni la Commissione ha raccomandato che l'occasione fosse pienamente valorizzata. Molte volte la preoccupazione che il mercato non avesse sufficienti capacità di assorbimento è stata dominante. Restiamo convinti che operazioni ben strutturate, attuate nel pieno rispetto delle regole di mercato, per società profittevoli, incontrino l'apprezzamento degli investitori - italiani ed internazionali - e che anche il problema

dell'individuazione degli azionisti di controllo possa trovare soluzione attraverso operazioni di mercato.

La capacità del mercato finanziario di attrarre risparmio dipende anche da alcuni fattori esogeni, relativi agli assetti politico-istituzionali. Le difficoltà dei governi ad impegnarsi in politiche di riforma di lungo periodo influenzano le aspettative degli operatori. Evidenze empiriche ormai solide indicano come il rischio-paese abbia un effetto significativo sulla volatilità delle borse: la relazione è confermata per il mercato italiano, che presenta, nonostante i ricordati progressi, un'elevata volatilità.

L'attività di vigilanza della Consob

L'azione dell'Istituto in materia di vigilanza è orientata al rafforzamento dell'attività preventiva; in questi ultimi tre anni sono state condotte 141 ispezioni nei confronti di intermediari e 27 ispezioni su società quotate e società di revisione. Nel triennio vi sono stati 36 casi di commissariamento di Sim e fiduciarie, dei quali 18 si sono tradotti in insolvenze.

Il decreto 415 ha modificato il sistema di gestione di crisi delle Sim. Il nuovo regime è mutuato da quello a suo tempo definito per le banche. La procedura dell'amministrazione straordinaria si rivela peraltro poco idonea quando il valore dell'avviamento è contenuto, come tipicamente accade per le

piccole imprese d'investimento. Le difficoltà emerse in sede di prima applicazione del decreto potranno trovare soluzione nella prassi attuativa ed, eventualmente, nelle opportune modifiche legislative.

Sono state altresì modificate le procedure di ingresso degli intermediari nel mercato: oltre alle modalità di valutazione di specifici requisiti di accesso, alla Consob - e alla Banca d'Italia in sede consultiva - viene riconosciuto il potere generale di negare l'autorizzazione ove non risulti garantita la sana e prudente gestione dell'intermediario. In tal modo si è inserita, nell'ambito del procedimento autorizzativo, una valutazione di tipo discrezionale, che si aggiunge all'accertamento di requisiti predefiniti; ciò a differenza di quanto previsto in materia dalla legge 1/91, che subordinava il rilascio dell'autorizzazione al mero riscontro del possesso di requisiti oggettivi predeterminati.

Il tendenziale aumento degli intermediari polifunzionali rende di importanza critica il ruolo delle procedure concernenti la separatezza organizzativa. Le modifiche legislative recentemente introdotte dal decreto 415 sembrano tuttavia delineare una separazione meno netta tra le diverse attività.

Particolare rilievo assumerà pertanto l'attenzione che sarà data a tale profilo in sede di emanazione dei regolamenti attuativi, all'opera di *moral suasion* che la Consob e la Banca d'Italia eserciteranno nei confronti dei soggetti vigilati, ai codici di autodisciplina che, nell'esperienza estera, rappresentano un

deterrente all'adozione di comportamenti in conflitto d'interesse.

Nell'anno trascorso, l'attività di vigilanza della Consob ha condotto all'individuazione di un elevato numero di ipotesi di reato. Escludendo le ipotesi di minore offensività, circa 180 sono le segnalazioni effettuate all'Autorità giudiziaria. Esse hanno riguardato diverse tipologie di soggetti, nazionali ed esteri. Si tratta di una attività vasta, che richiede capacità di indagine e di istruttoria e che segnala la necessità di una costante azione di controllo.

Maggiori garanzie dovranno in futuro essere offerte agli investitori in materia di integrità dei mercati. Occorre, in particolare, che la fiducia non sia compromessa dalla presenza di pratiche manipolative o dall'uso illecito di informazioni riservate.

Le difficoltà applicative della legge sull'*insider trading*, particolarmente innovativa, hanno portato fino ad oggi a 2 condanne. La Consob ha ulteriormente incrementato in questi anni l'attività di indagine. Nel 1996 sono state inviate 9 relazioni motivate alla Autorità Giudiziaria. Dall'entrata in vigore della legge sono 21. Si ritiene pertanto possibile confidare in un aumento delle pronunce giurisprudenziali.

La Commissione ha allo studio alcune ipotesi di modifica e di integrazione della legge sull'*insider trading* che riguardano, segnatamente, i poteri di indagine della Consob, la modifica dell'apparato sanzionatorio, la revisione della disciplina della manipolazione. Oggetto di riflessione, infine, è la possibilità di

introdurre, similmente a quanto è avvenuto in altri paesi, un procedimento sanzionatorio di carattere amministrativo. Verrebbero in tal modo conferite maggiore efficacia e rapidità all'azione repressiva. Il procedimento amministrativo potrebbe affiancarsi o, alternativamente, sostituire quello penale.

La disciplina repressiva, specie di carattere penale, e la relativa attività di indagine della Consob devono comunque rivestire un carattere residuale, colpendo quei comportamenti che l'ordinamento e la deontologia degli operatori presenti sul mercato non sono in grado di scoraggiare. Gli strumenti che devono operare in via ordinaria, evitando o limitando le occasioni di possibili abusi informativi, devono essere altri. Tra questi, innanzitutto, una maggiore attenzione da parte delle società quotate ad una corretta e tempestiva informazione al mercato, regole di condotta degli emittenti e degli intermediari tese al controllo della circolazione delle informazioni *price sensitive*, il diffondersi di una cultura ostile agli abusi degli "iniziati".

Con riferimento ai profili di vigilanza nel contesto della crescente integrazione tra i mercati e al verificarsi di rilevanti episodi di crisi sui mercati dei prodotti derivati, è necessario rafforzare la cooperazione internazionale. Essa va estesa anche alle Autorità di mercato e agli organismi incaricati di svolgere funzioni di compensazione. Un efficiente sistema di scambio di informazioni, infatti, consente di limitare gli effetti di situazioni di crisi di uno o più partecipanti ai mercati, evitando il rischio di

contagio e quindi l'insorgere di potenziali rischi sistemici.

Sarebbe, tuttavia, opportuna una regolamentazione che assicuri adeguate forme di riservatezza delle informazioni, nonchè un loro utilizzo esclusivamente per fini di vigilanza. La natura privatistica delle Autorità di mercato o degli organismi di Compensazione può, infatti, favorire l'insorgere di situazioni di conflitto di interesse.

La Dichiarazione congiunta, firmata a Boca Raton, il 15 marzo 1996 in occasione dell'incontro annuale delle Autorità di vigilanza sui mercati dei prodotti derivati, e sottoscritta dalla Consob, consente una parziale soluzione del problema sopra ricordato: si prevede che ove le Autorità di mercato non dispongano delle informazioni necessarie a prestare l'assistenza richiesta da un'Autorità estera, possa intervenire la cooperazione con l'Autorità pubblica di vigilanza del paese interessato.

Fiscalità e mercati mobiliari

Nelle ultime Relazioni annuali della Consob si è più volte richiamata l'attenzione sugli effetti per i mercati mobiliari dell'aspra concorrenza fiscale tra sistemi nazionali, in presenza di elevata mobilità dei capitali. Il nostro paese, stretto dai vincoli di bilancio pubblico, non poteva che ritrovarsi in posizione di debolezza. Lo sviluppo di strumenti finanziari diversi dai titoli di

Stato ne ha pesantemente risentito; la remunerazione del capitale di rischio si è trovata in condizioni di discriminazione.

Il Governo interverrà nella complessa materia della fiscalità attraverso l'esercizio della delega prevista dalla legge 662 del dicembre 1996. Tre sono i settori particolarmente rilevanti per i mercati mobiliari: le attività finanziarie; il reddito societario ed eventuali regimi agevolativi per la quotazione delle società; i contratti di borsa.

Un sistema di tassazione dei redditi finanziari e delle plusvalenze deve tendere al raggiungimento contestuale di tre obiettivi: completezza del sistema, nel senso che devono essere assoggettati ad imposizione tutti i redditi finanziari, garantendone il controllo e l'accertamento; neutralità, nel senso che la tassazione non deve influenzare le scelte degli investitori; semplicità, nel senso che, per il risparmiatore, i costi di adempimento del prelievo devono essere minimizzati.

La delega persegue l'obiettivo della completezza, prevedendo l'estensione della tassazione a tutti i redditi finanziari, inclusi quelli generati da prodotti derivati, assicurando ciò anche attraverso l'introduzione di idonee norme di chiusura con finalità antielusive. Restano invece aperte, a seconda dell'effettiva attuazione della delega, le scelte in tema di neutralità e semplicità.

In particolare, riguardo alla neutralità, può considerarsi definitivamente acquisita la scelta dell'imposizione sostitutiva. La determinazione delle aliquote e la loro diversificazione, in ragione

della natura degli investitori e soprattutto del tipo di investimento, appaiono, in parte, ancora condizionate dall'esigenza di favorire i titoli di Stato.

Per quanto attiene la tassazione del risparmio, la delega è di incerto contenuto. Sembra introdursi una differenziazione di trattamento tra risparmio gestito e risparmio amministrato, a favore del primo, per il quale potrebbe essere prevista la deducibilità delle minusvalenze e delle perdite. Viene altresì eliminata l'imposta patrimoniale sugli organismi di investimento collettivo in valori mobiliari.

Nessuna agevolazione specifica viene riservata ai fondi chiusi, diversamente da quanto da più parti auspicato al fine di favorire l'investimento nel capitale di rischio delle imprese di minori dimensioni.

La delega non contiene indicazioni sostanziali sugli aspetti internazionali della tassazione dei redditi di capitale. Sotto questo profilo, il prelievo sulle attività finanziarie dovrebbe essere disegnato in modo tale da garantire l'indifferenza nella scelta tra gli investimenti finanziari domestici e gli investimenti esteri da parte dei risparmiatori residenti; nei confronti dei non residenti, comunque, dovrebbero trovare applicazione i regimi convenzionali, quando esistenti.

Inoltre, per un investitore residente dovrebbe essere fiscalmente indifferente investire tramite intermediari residenti o tramite intermediari esteri. Questi ultimi, qualora non abbiano una

succursale nel territorio italiano, sfuggono tuttavia all'obbligo di prelievo sostitutivo sui redditi di capitale. In assenza di adeguati scambi di informazioni e tenuto conto delle perplessità sull'efficienza della canalizzazione obbligatoria dei movimenti di capitale con l'estero, si configura un incentivo per gli investitori residenti ad investire all'estero o ad avvalersi di intermediari esteri. L'esposizione del sistema alla possibilità di arbitraggi di natura fiscale resta quindi elevata.

In materia di tassazione dei redditi societari, la disciplina agevolativa introdotta nel 1994 ha contribuito all'incremento della quotazione di piccole e medie imprese. Peraltro, si impongono interventi di carattere più strutturale, finalizzati a ridurre il divario tra trattamento fiscale riservato alla remunerazione del capitale di debito e trattamento fiscale del capitale di rischio. Le misure di incentivo alla quotazione dovrebbero avere natura non transitoria.

Una rilevante innovazione introdotta dalla delega è la cosiddetta *Dual Income Tax*, che ha lo scopo di agevolare i redditi derivanti da nuovi investimenti, finanziati con emissione di capitale a pagamento o con utili trattenuti. Anche in questo caso, solo l'esercizio della delega potrà consentire una valutazione degli effetti delle modifiche annunciate nella scelta tra capitale di debito e capitale di rischio. Un giudizio complessivo sulla *Dual Income Tax* non potrà prescindere dalla valutazione degli effetti dell'Imposta Regionale sul Reddito Prodotto, di imminente introduzione, che renderà relativamente più oneroso il ricorso al

capitale di debito.

Per quanto attiene l'eventuale regime agevolativo per le società che decidessero di quotarsi, l'incentivo potrebbe essere commisurato alle dimensioni delle offerte realizzate, preferibilmente sotto forma di raccolta di denaro fresco.

La delega prevede altresì l'abrogazione della tassa sui contratti di borsa, aventi ad oggetto valori mobiliari quotati in mercati regolamentati, e conclusi nell'ambito dei medesimi. La misura è, come noto, finalizzata a recuperare spazi competitivi al nostro mercato. Peraltro, la via dell'esenzione avrebbe forse reso più agevole l'opera del legislatore delegato.

La delega alla predisposizione del Testo unico sulla finanza

Il futuro della finanza privata italiana richiede un quadro normativo adeguato alla concorrenza dei mercati internazionale. Nel corso degli anni novanta numerosi e significativi progressi sono stati compiuti nel diritto dei valori mobiliari. Il diritto societario resta invece sostanzialmente quello disegnato da un legislatore che non aveva tra i suoi fini prioritari la canalizzazione del risparmio attraverso il mercato. L'attuazione della delega del Testo unico della finanza è quindi una riforma di grandissimo rilievo.

La nuova disciplina dovrà aumentare il grado di trasparenza

e correttezza del mercato finanziario e la tutela degli investitori. Dovranno diminuire gli adempimenti burocratici preordinati a controlli di natura meramente formale e, al contempo, essere rafforzati i sistemi interni all'impresa per il controllo sugli atti e sulle operazioni di emissione di valori mobiliari, al fine di ottenere un miglior grado di protezione degli investitori. Si potrà così giungere ad una migliore valutazione dei rischi da parte degli investitori, anche professionali. Ne conseguiranno una maggior fiducia ed un maggior apprezzamento nei confronti del mercato.

La norma di delega prevede due diversi ambiti di attuazione. Il primo di essi ha ad oggetto essenzialmente il mero coordinamento delle disposizioni di più recente emanazione con il quadro normativo preesistente.

Più ampi sono i limiti della delega in materia di disciplina sulle società emittenti titoli sui mercati regolamentati, con la quale si potrà realizzare una vera e propria innovazione legislativa. Oltre ai settori che la norma espressamente indica (collegio sindacale, poteri delle minoranze, sindacati di voto, rapporti di gruppo), il programma di revisione dovrà riguardare, in primo luogo, le norme disciplinanti la vita interna e gli assetti di governo delle società emittenti. In secondo luogo, l'uso della dizione "disciplina relativa alle società emittenti" rende realizzabile, nella medesima sede, un riassetto delle regole applicabili agli emittenti titoli su mercati regolamentati, non riguardanti direttamente il sistema di governo societario, come la disciplina dell'acquisto di

partecipazioni rilevanti, delle offerte pubbliche e soprattutto dell'Opa obbligatoria, dell'*insider trading* e dei connessi obblighi informativi, dell'informazione societaria e contabile, delle società di revisione e della certificazione dei bilanci.

Ci si interroga sulla possibile estensione del modello dell'autoregolamentazione, adottato per i mercati, ad altri ambiti della regolamentazione finanziaria. E' questa una prospettiva che richiede cautela. In un mercato piccolo come il nostro, dove alcuni operatori hanno grande potere d'influenza, il rischio della perdita della reputazione, tipico di sistemi concorrenziali, può esercitare uno scarso effetto dissuasivo. In particolare, quando ad organismi rappresentativi degli operatori fosse conferito il potere di concedere autorizzazioni in cui un elevato grado di discrezionalità è associato con un forte interesse economico delle parti, il beneficio di comportamenti collusivi potrebbe rappresentare un incentivo immediato e difficilmente resistibile. L'indipendenza delle decisioni ne potrebbe risultare compromessa.

L'aver limitato i destinatari della riforma alle sole "società emittenti titoli negoziati sui mercati regolamentati" potrebbe accentuare le asimmetrie tra gli obblighi cui sono tenute le società quotate e gli obblighi, invece, facenti capo alle società non quotate che, comunque, fanno appello al pubblico risparmio.

Considerazioni di tal genere inducono a ritenere che il riordinamento normativo da realizzare attraverso il Testo unico debba svolgersi parallelamente ad una riforma del diritto comune.

In questa diversa sede, si potrà valorizzare la distinzione contenuta nella Relazione al codice civile tra società a responsabilità limitata e società per azioni ed enucleare un tipo societario caratterizzato prevalentemente dal ricorso al pubblico risparmio.

I controlli sulle società

La Commissione, nel febbraio di quest'anno, in attesa di un intervento normativo e in assenza di un'iniziativa autonoma da parte degli operatori, ha raccomandato l'adozione di alcuni principi in materia di controlli societari.

In primo luogo viene sollecitato un controllo più incisivo sulla gestione da parte del collegio sindacale.

In secondo luogo, la raccomandazione prospetta una ridefinizione della disciplina delle deleghe di poteri nell'ambito del consiglio di amministrazione delle società quotate, in modo tale da attribuire agli amministratori non esecutivi una piena vigilanza sull'operato degli amministratori esecutivi.

Con il Testo unico potrebbe essere adottato più compiutamente un modello di disciplina fondato sulla dualità tra organo di gestione e organo di controllo, coerente con la tradizione italiana, ma attento alle indicazioni provenienti dalle esperienze internazionali.

Con riferimento, in particolare, ai compiti del collegio

sindacale, occorrerà eliminare l'attuale sovrapposizione di competenze tra l'organo di controllo ed il revisore esterno, attribuendo a quest'ultimo l'intera responsabilità del controllo contabile.

Al collegio sindacale non dovrebbero spettare compiti di natura autorizzatoria di atti di gestione, ma soltanto pareri di ragionevolezza tesi alla salvaguardia della stabilità complessiva dell'impresa, oltre che giudizi sul rispetto delle regole e dei doveri fiduciari degli amministratori.

Appare inoltre necessario che le funzioni di vigilanza sul rispetto della legge e dello statuto facciano presa su un sistema di controllo interno predisposto dal consiglio di amministrazione della società e monitorato da un apposito revisore interno in costante rapporto con il collegio sindacale.

Le funzioni indicate non possono essere svolte dall'organo di controllo in assenza di adeguati strumenti di supporto e di reazione. Con riferimento a quest'ultimo profilo, dovrebbe essere consentito ai sindaci di rivolgersi al consiglio di amministrazione, all'assemblea, alla Consob o al Tribunale a seconda delle violazioni rilevate. In particolare, è opportuno ipotizzare che il collegio sindacale comunichi alla Consob le eventuali irregolarità in materie di competenza della Commissione.

I lavori di ridefinizione del sistema dei controlli societari non possono essere visti in maniera disgiunta dal problema dei rapporti di gruppo, la cui disciplina, sulla base della legge

comunitaria per il 1994, può essere opportunamente modificata.

Evidenti sono i nessi tra la tematica del gruppo e il controllo legale dei conti. Si presentano almeno due ordini di problemi: la limitata porzione del gruppo sottoposta a revisione contabile; la distribuzione degli incarichi all'interno del gruppo spesso svincolata da logiche tecniche di valutazione del rischio di revisione.

Una corretta e trasparente gestione dei rapporti infragruppo richiederà la determinazione di alcuni principi legislativi, primi tra tutti la sottoposizione al regime della revisione legale delle società appartenenti al gruppo e la disciplina dei rapporti tra collegi sindacali nell'ambito del gruppo. Si può poi ipotizzare un'attività di normazione secondaria che nel concreto contribuisca a garantire una consapevole assunzione di responsabilità del revisore dei conti della *holding*, soprattutto laddove l'articolazione geografica del gruppo superi i confini nazionali.

La stessa giustificazione strategica in termini economici e finanziari delle cosiddette società *off-shore* dovrà essere attentamente valutata nell'esercizio del controllo e non sarà possibile consentire che queste micro-entità, spesso fonte di operazioni poco trasparenti, possano essere revisionate da revisori secondari o non sottoposte ad alcun controllo.

L'attenzione che si deve prestare al tema è ampiamente giustificata dall'interesse che esso suscita oggi a livello internazionale, laddove si consideri che il Libro verde della

Comunità Europea sul ruolo, la posizione e la responsabilità del revisore dei conti dedica uno specifico punto al tema dei gruppi. E' inoltre attualmente in discussione un principio di revisione internazionale che appare molto stringente in tema di responsabilità del revisore della capogruppo.

Gli assetti regolamentari del risparmio gestito

Nel Testo unico potrà essere delineato un quadro unitario per i controlli sull'*asset management*. Attualmente la disciplina, conformemente a quella comunitaria, è basata sul principio della riserva di attività. Modifiche potranno essere apportate per tener conto del processo di convergenza tra le diverse forme di risparmio gestito.

In questa prospettiva si pongono due tipi di problemi di natura regolamentare: l'appropriata delimitazione del servizio di gestione del risparmio e la conseguente prospettiva dei controlli e della vigilanza.

Per quanto riguarda il contenuto oggettivo dei servizi - il primo dei due profili testé menzionati - si osserva come i confini tra le attività di gestione individuale e di gestione collettiva vadano attenuandosi. Restano peraltro diversi i diritti che sorgono in capo all'investitore.

Parallelamente, si riducono le differenze nei servizi di

risparmio gestito associabili alla natura dell'offerente. Il servizio di gestione patrimoniale è proposto indistintamente da diverse tipologie di intermediari: tra queste, le compagnie di assicurazione, quando erogano prodotti a capitalizzazione dal prevalente contenuto finanziario. Un sistema di vigilanza ancorato alla tradizionale ripartizione per soggetti, che non distingue opportunamente tra i profili relativi alla produzione dei servizi e quelli relativi alla erogazione, ha finora escluso i servizi assicurativi a capitalizzazione dall'applicazione delle norme di trasparenza previste per la sollecitazione del pubblico risparmio e solo in parte vi ha ricompreso i principi di tutela dai conflitti d'interesse.

La disciplina della sollecitazione del pubblico risparmio è invece già attualmente richiamata dalla normativa sui fondi pensione aperti.

La regolamentazione della previdenza integrativa non limita le capacità operative degli intermediari già presenti nel mercato e consente che si possano istituire forme pensionistiche complementari mediante la costituzione di fondi "aperti" all'adesione dei destinatari. Restano ferme le disposizioni sull'informativa previste per la sollecitazione del pubblico risparmio, indipendentemente dalla tipologia del soggetto promotore. Gli aderenti possono essere infatti privi degli elementi conoscitivi in merito alle caratteristiche del fondo e al tipo di prestazione offerta. Rilevano in tal senso soprattutto le disposizioni

relative alla trasparenza e ai profili informativi.

Si amplia pertanto il novero degli intermediari finanziari che operano nel settore del risparmio gestito e diviene più urgente un riordino sistematico delle relative norme di vigilanza, soprattutto ai fini di una maggiore tutela del delegante.

Con la gestione professionale del risparmio mutano le relazioni tra le diverse categorie di soggetti presenti nel mercato e le finalità dell'intervento di vigilanza. Si modifica il destinatario principale delle regole in materia di trasparenza e di informativa al mercato da parte delle società emittenti, ad oggi delineate prevalentemente per tutelare il risparmiatore individuale.

L'onere di assicurare un'informativa chiara, tempestiva, facilmente interpretabile a favore dei risparmiatori si sposta sull'investitore professionale.

Lo sviluppo descritto rafforza la necessità che il risparmiatore sia in grado di valutare il servizio offerto, non sia attratto con promesse di guadagni basate sulla mera estrapolazione dei risultati pregressi, sia informato tempestivamente delle mutate condizioni di rischio - rendimento. Le probabilità che sorgano conflitti tra l'interesse dell'intermediario in qualità di gestore e l'intermediario in qualità di collocatore o di negoziatore, se non addirittura di emittente, si fanno più consistenti.

Il dibattito internazionale sulla trasparenza dei gestori professionali è decisamente influenzato dalle esigenze testé richiamate. Esse cominciano ad avvertirsi anche nel nostro paese.

La necessità di delineare un quadro di controlli unitario, che non consenta la sopravvivenza di nicchie di opacità nel sistema e che trovi un solido ancoraggio nella cultura del regolatore, si fa più pressante.

L'impostazione nella ripartizione dei controlli che venne introdotta con la legge 1/91 ha trovato una sostanziale conferma ed una più puntuale esplicitazione con il decreto 415. Si tratta di un utile modello di cooperazione tra la banca centrale e l'organismo di controllo sulla borsa. In materia di vigilanza regolamentare, si prevede che la Consob disciplini i comportamenti con particolare riguardo alla minimizzazione dei conflitti d'interesse; è di conseguenza individuabile la competenza, a cui fa riferimento l'articolo 29 del decreto, quale criterio per definire la ripartizione dei controlli con la Banca d'Italia in materia di vigilanza ispettiva.

A tale ripartizione - che si basa sulle finalità - sfugge sostanzialmente la legge del 1983, che ha istituito i fondi comuni, e ne ha delineato il sistema dei controlli. Gli articoli della legge 1/91 - non abrogati dal decreto 415 - che attribuiscono alla Consob competenze di tipo regolamentare ed ispettivo sui fondi comuni non hanno ovviato a questa asimmetria.

La fine delle riserve esclusive può rappresentare un utile e opportuno strumento per un aumento della concorrenza, ma deve essere accompagnata da un corrispondente mutamento nella vigilanza. Si deve abbandonare ogni residua ripartizione basata

sulla natura dei soggetti e assumere il criterio della finalità. Diversamente si configura un sistema squilibrato, nel quale differenze regolamentari possono originare vantaggi competitivi.

In attesa del riordino della normativa, gli intermediari attivi nel settore stanno rivedendo il loro assetto organizzativo. I principali gruppi hanno scelto di costituire strutture autonome, esterne all'azienda bancaria in modo da massimizzare l'efficienza operativa.

Tra le soluzioni adottate, quella che corrisponde anche alle esperienze dei principali operatori internazionali del settore presenta al vertice una struttura - tipicamente una società di investimento - dove si realizza la cosiddetta *asset allocation* dinamica e alla base le singole società prodotto.

Altre soluzioni non sembrano coerenti con le norme che stabiliscono l'unicità dell'oggetto sociale e non offrono quella garanzia di trasparenza implicita in una gestione che persegue un'armonizzazione dei profili di rischio all'interno del gruppo.

* * * *

Quando la Commissione nominata nel febbraio del 1992 iniziò il suo mandato, il quadro normativo era appena entrato in un periodo di profonda trasformazione: la legge sulle Sim e quella sull'*insider trading* erano da poco approvate; la legge sulle offerte pubbliche d'acquisto aveva da qualche giorno superato l'ultimo

passaggio parlamentare.

Pochi settori dell'economia nazionale hanno conosciuto un così rapido evolversi degli assetti regolamentari; forse in nessun settore, l'Autorità pubblica di controllo e di regolazione ha dovuto sostenere responsabilità così ampie, tenuto anche conto delle condizioni di gracilità della finanza privata regolamentata e del quadro non completamente definito dei poteri della stessa Consob.

In questi anni, l'impegno del personale per fronteggiare i compiti assegnati è stato massimo. Gli assetti organizzativi interni sono stati rivisti, aumentando il livello di collegialità della dirigenza e riducendo i livelli funzionali. Gli organici sono stati sensibilmente incrementati per adeguarsi ai nuovi compiti. Ma molto resta ancora da fare. La normativa del personale, già in via di riesame, dovrà essere resa più funzionale, così come previsto dalla legge istitutiva, alle esigenze della Consob. Il livello di informatizzazione della struttura dovrà migliorare.

Il 28 febbraio il Consiglio dei ministri ha deliberato la nomina di Tommaso Padoa - Schioppa a Presidente e di Lamberto Cardia e Renato Rordorf a componenti della Commissione. Restano in carica Marco Onado e Salvatore Bragantini, quest'ultimo nominato nel mese di ottobre dello scorso anno.

La nuova Commissione si troverà di fronte all'impegnativo compito di adottare regole e controlli che incentivino gli operatori a scelte imprenditoriali di lungo periodo, coerenti con lo sviluppo di un sistema finanziario di mercato e improntate ad una maggiore

trasparenza.

Come ricordavamo lo scorso anno, la crescita del mercato finanziario privato deve essere un obiettivo effettivamente condiviso per essere realizzabile, ed oggi non lo è ancora: mutare il cammino, segnato dalle condizioni attualmente presenti, appare compito di grande impegno e respiro e richiede un'azione pubblica lungimirante ed autorevole.

Il lavoro della nuova Commissione è accompagnato dal sincero augurio, che qui formuliamo, di successo nell'opera che l'attende.