

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

OSSERVAZIONI DEL MINISTRO DEL TESORO SULLA RELAZIONE DELLA CONSOB PER L'ANNO 1995

Il 1995 è stato, per il mercato mobiliare italiano, un anno di transizione: a fronte della persistente debolezza complessiva, non mancano dei segnali che lasciano presagire un'evoluzione quantitativa e qualitativa coerente con le esigenze dello sviluppo del nostro sistema produttivo e della competizione internazionale.

Giustamente la CONSOB sottolinea le perduranti carenze della nostra borsa, la quale appare notevolmente sottodimensionata e non abbastanza competitiva.

Peraltro, occorre rilevare con grande favore l'avvenuto incremento delle ammissioni a quotazione di imprese medio - piccole.

Si tratta di un fenomeno che, pur essendo ancora limitato sotto il profilo quantitativo, è nondimeno assai significativo come indice di una netta inversione di tendenza, anche perché risponde a motivazioni di tipo strategico.

E' ragionevole immaginare che le imprese italiane, spinte dalla necessità di competere in mercati sempre più concorrenziali, modificheranno progressivamente il proprio consolidato atteggiamento, caratterizzato da una scarsa propensione alla raccolta di capitale di rischio.

Il legislatore e le autorità di settore hanno il compito di assecondare questo processo, mediante interventi che agiscano sull'offerta e sulla domanda di titoli rappresentativi di capitale di rischio, nonché sulla trasparenza e sulla struttura organizzativa del mercato mobiliare.

Anche le privatizzazioni stanno dando un contributo significativo allo sviluppo del mercato azionario. Il volume di titoli collocati presso il pubblico dei risparmiatori è infatti molto consistente sia in termini percentuali sia in termini assoluti; e questo nonostante si sia dovuto tener conto - nella scelta tra diffusione dell'azionariato e collocamento privato - di una serie di fattori che hanno richiesto difficili valutazioni comparative.

In questo contesto, è indispensabile che le preferenze degli investitori si adeguino progressivamente alle esigenze poste dalla trasformazione della struttura finanziaria delle imprese, orientandosi verso l'investimento azionario.

A tal fine sarà decisivo l'apporto che scaturirà dall'entrata a regime dei fondi pensione. In vista di questa importante scadenza, il Ministero del tesoro sta lavorando alla predisposizione della normativa di attuazione della relativa legge istitutiva per gli aspetti riguardanti la gestione e gli impieghi del patrimonio.

Le argomentazioni della CONSOB in merito ai criteri per gli investimenti dei fondi pensione vanno senz'altro condivise. È infatti auspicabile, alla luce dell'evoluzione in atto nei sistemi più progrediti, l'adozione di un modello di regolamentazione di tipo liberale-prudenziale, che contemperi in maniera adeguata le esigenze di sicurezza e di redditività degli investimenti dei fondi e consenta altresì a questa nuova categoria di investitori istituzionali di fare da volano per la crescita del mercato mobiliare. In tale ottica, è da ritenersi inadeguata una regolamentazione basata esclusivamente sulla predeterminazione di limiti quantitativi alle diverse categorie di investimenti.

E' indubbio che la disciplina della previdenza complementare non deve trascurare le cautele per una corretta e oculata gestione delle risorse raccolte dai fondi così da fronteggiare adeguatamente gli impegni assunti, ma è pure vero che, di fronte alla prospettiva di politiche di investimento che privilegiano titoli rappresentativi di capitale di rischio trattati nei mercati regolamentati, trova più spazio la crescita dell'offerta di tali titoli con prevedibili effetti benefici su tutto il sistema. La possibilità di una sufficiente diversificazione degli impieghi stimolerà anche l'articolazione dei fondi e lo sviluppo di gestioni dinamiche volte a conseguire buoni rendimenti.

Le residue "resistenze" delle imprese e degli investitori nei confronti della borsa potranno poi essere superate soltanto rendendo efficienti e competitive le strutture del mercato e riformando il diritto societario secondo principi coerenti con le esigenze di tutela dell'azionariato di minoranza.

In tale contesto, il recepimento della direttiva "Eurosif" costituisce un atto di decisiva importanza e nella presente occasione lo spazio maggiore sarà quindi concesso all'illustrazione dei passi fondamentali dell'evoluzione normativa in corso..

Il testo del decreto legislativo recentemente approvato dal Consiglio dei ministri

in prima lettura costituisce, a un tempo, un punto di arrivo e un punto di partenza.

Costituisce un punto di arrivo, perché tiene conto dell'evoluzione del nostro sistema finanziario nel corso degli ultimi anni, dell'esperienza delle SIM con le sue luci e le sue ombre, dei risultati delle elaborazioni teoriche più avanzate, del confronto con i sistemi esteri.

Rappresenta inoltre un punto di partenza, in considerazione degli sviluppi innovativi che sarà lecito attendersi sulla base di un impianto normativo che riconosce agli operatori un'ampia autonomia.

Con riferimento, in primo luogo, alla disciplina dell'attività e delle imprese di investimento, il decreto accoglie una impostazione decisamente innovativa, diretta sia ad ampliare le capacità operative degli intermediari, sia a rendere più snelli e nel contempo più efficaci i presidi di vigilanza.

Particolare risalto è stato dato alla flessibilità, mediante numerosi rinvii a norme secondarie. La previsione di poteri normativi in capo al ministro del tesoro risponde a finalità di garanzia, anche in considerazione degli aspetti procedurali: il potere normativo del ministro si esercita mediante regolamenti sottoposti al previo parere del Consiglio di stato, alla stregua delle norme vigenti.

Le novità introdotte in materia di attività di intermediazione sono particolarmente rilevanti sotto il profilo sistematico.

Alcune di esse costituiscono diretta e vincolata attuazione delle previsioni comunitarie e sono già state oggetto di attente analisi in ordine all'impatto atteso sul sistema: basti pensare all'accesso diretto delle banche ai mercati regolamentati e alla piena attuazione della libertà di stabilimento e della libera prestazione di servizi in base al mutuo riconoscimento.

Altre previsioni sono volte, oltre che a recepire le disposizioni comunitarie, a ridisegnare il sistema dell'intermediazione secondo linee innovative.

Innanzitutto, va sottolineata la nuova ampia definizione dell'oggetto sociale delle SIM. Analogamente a quanto già previsto per le banche, e in conformità all'impostazione aperta accolta dalla direttiva comunitaria e vigente nella maggior parte dei paesi dell'Unione Europea, alle SIM sarà consentito lo svolgimento di altre attività finanziarie oltre a quelle tipiche di intermediazione mobiliare. In questo modo, la sfera

di operatività delle imprese di investimento verrà sottratta a una previa delimitazione legislativa o regolamentare e sarà rimessa all'autodeterminazione degli operatori, ferme restando le riserve previste dall'ordinamento per determinate attività (p.es. la riserva dell'attività di gestione di patrimoni "in monte" alle società di gestione di fondi comuni di investimento).

Un'altra scelta significativa va individuata nella nuova qualificazione dell'attività di consulenza in materia di investimenti in strumenti finanziari come attività accessoria, non più riservata agli intermediari autorizzati.

Ovviamente si ha presente il rischio dell'abusivo esercizio - sotto le mentite spoglie della consulenza - di attività riservate, come la gestione di portafogli, la raccolta di ordini, la mediazione. Pur tuttavia, non sarebbe corretto assoggettare a riserva l'attività di consulenza in funzione dell'esigenza di prevenire lo sviluppo di attività anomale: a tal fine è da ritenersi maggiormente idonea, nonché sufficientemente dissuasiva, la sanzione penale prevista per i casi di abusivismo.

Per quanto concerne le attribuzioni delle autorità, il decreto fissa con precisione le finalità e i parametri di riferimento dell'intera attività di vigilanza. Inoltre, esso individua gli ambiti dei poteri di vigilanza cd."regolamentare" rispettivamente spettanti alla Banca d'Italia e alla CONSOB, conseguentemente attribuendo, in quei medesimi ambiti, i poteri di vigilanza operativa.

Nel quadro della normativa attinente alla stabilità dell'intermediario, è opportuno richiamare la previsione di sistemi di monitoraggio delle fonti di finanziamento del gruppo di appartenenza dell'intermediario, che non sia soggetto alla vigilanza consolidata. Questa soluzione, peraltro, pur essendo conforme alla disciplina comunitaria vigente, riveste in pratica carattere transitorio: essa dovrà essere rivista alla luce del ripensamento dell'intera problematica della vigilanza consolidata, tuttora in corso nelle competenti sedi internazionali.

Particolare importanza riveste il complesso delle disposizioni dirette ad assicurare pienamente - anche mediante l'impiego della sanzione penale - la separazione giuridica e materiale dei beni di pertinenza della clientela, oltre che a rafforzare la tutela dei diritti degli investitori anche nella fase della procedura

concorsuale.

Riguardo alla disciplina della gestione di patrimoni si segnalano due innovazioni di rilievo: la possibilità, per il gestore, di sub-delegare a terzi l'esecuzione dell'incarico, nonché la facoltà di derogare al divieto di contrarre obbligazioni che impegnino il cliente oltre il limite del patrimonio gestito. Si tratta di un notevole ampliamento di possibilità operative, diretto a consentire una gestione più efficiente dei portafogli dei clienti, senza peraltro intaccare né la peculiare connotazione di questa attività né la connessa responsabilità professionale dell'intermediario.

Si è altresì attribuito al ministro del tesoro il potere di definire i limiti e le modalità del voto per delega inerente agli strumenti finanziari in gestione. Ciò al fine di assicurare un livello minimo di coerenza della regolamentazione nell'ambito del sistema dell'intermediazione mobiliare, in attesa di un ulteriore organico intervento legislativo.

La disciplina dell'offerta fuori sede e dei promotori finanziari è stata ridefinita sulla base di principi di semplificazione. Tale attività viene configurata non come autonomo servizio di investimento, bensì come modalità della prestazione di un servizio di investimento già autorizzato in base alle regole sue proprie; agli organismi di investimento collettivo e ai fondi pensione viene consentito di collocare direttamente i propri prodotti.

Alla disciplina dell'offerta fuori sede è connessa la materia dei promotori finanziari. E' parso ragionevole demandare alla normativa secondaria la definizione dei requisiti di accesso all'albo, in considerazione della complessità delle relative valutazioni. In tale contesto, la previsione di prove valutative non deve necessariamente rappresentare l'unica modalità di accertamento del requisito di professionalità.

Anche la normativa sulle SIM in materia di crisi e sanzioni è profondamente innovativa. Essa scaturisce da un'attenta considerazione dell'esperienza maturata e risponde alla necessità di rafforzare il quadro delle misure di tutela dei risparmiatori nelle situazioni patologiche.

Infatti la realtà di questi ultimi anni, con riferimento specifico ai numerosi casi di sospensione e cancellazione di società, ha messo in luce due esigenze fondamentali: quella di prevenire ed individuare tempestivamente i comportamenti irregolari e quella

di evitare che i risparmiatori perdano la concreta possibilità di recuperare i propri valori affidati all'intermediario, circostanze queste che costituiscono una seria minaccia all'immagine dei nostri operatori.

A questo riguardo basta leggere i dati riportati nella relazione per verificare che nel 1995 è stato ancora alto il numero degli intermediari colpiti dalle sanzioni pecuniarie, ma ancora di più sono stati quelli assoggettati a provvedimenti interdittivi quali la sospensione e la cancellazione. In tal modo la CONSOB ha continuato l'opera di controllo volta a ripulire il mercato e a tentare di prevenire i comportamenti scorretti che, soltanto se bloccati in tempo, non provocano effetti disastrosi.

Allorché la tempestività è stata carente si sono verificate insolvenze che hanno congestionato il Fondo nazionale di garanzia, già gravato dei casi verificatisi negli anni precedenti, neutralizzando temporaneamente lo strumento previsto dal legislatore per risarcire in parte i risparmiatori coinvolti nelle crisi degli intermediari, con la conseguenza che occorrerà attivare una contribuzione suppletiva a carico degli altri intermediari per risanare gradualmente la situazione.

Proprio a tal fine, vengono introdotte per le SIM le procedure di amministrazione straordinaria e liquidazione coatta amministrativa, sulla base di una disciplina omogenea a quella vigente per le banche; il sistema delle sanzioni amministrative viene rivisto sulla base del principio della diretta responsabilità degli esponenti e dei dipendenti dell'intermediario.

La normativa di carattere penale è stata modificata con la depenalizzazione di alcuni illeciti minori, accompagnata dall'introduzione di nuove figure di reato. A quest'ultimo riguardo vanno segnalati i nuovi reati di *gestione infedele* e *confusione di patrimoni*, che hanno per oggetto i comportamenti più frequentemente riscontrati nell'esperienza delle situazioni di crisi. Le relative formulazioni normative sono state accuratamente calibrate tenendo conto delle esigenze di tipicità, in maniera da colpire i comportamenti gravemente lesivi dei diritti degli investitori senza intralciare la corretta operatività degli intermediari.

Il decreto non si limita a disciplinare l'attività di intermediazione: esso incide profondamente sulla regolamentazione dei mercati, giungendo a configurare

un'autentica rivoluzione.

La necessità di un pronto adeguamento al mutato scenario competitivo comporta infatti la necessità di superare la concezione pubblicistica e la conseguente configurazione monopolistica dei mercati mobiliari. Nel nuovo contesto, il senso delle regole tradizionali deve essere ripensato.

Si tratta di predisporre un assetto in cui siano nettamente distinti i compiti organizzativi e di sviluppo, riservati all'iniziativa privata, dalle funzioni di controllo, affidate alle autorità.

La prima fondamentale caratteristica del nuovo sistema consiste nell'espresso riconoscimento del carattere imprenditoriale dell'attività di organizzazione e gestione dei mercati mobiliari, il cui esercizio sarà consentito a società per azioni operanti secondo ordinari criteri privatistici.

Correlativamente, la disciplina dell'organizzazione e del funzionamento dei mercati viene demandata a un regolamento deliberato dall'assemblea ordinaria della società di gestione e approvato dalle autorità; sulla base di tale regolamento la società di gestione adotta in piena autonomia tutte le misure necessarie al concreto funzionamento del mercato.

Il mutamento di impostazione è radicale: analogamente a quanto accade nei sistemi più evoluti, i mercati dovranno nascere dal basso e operare secondo logiche economiche di efficienza sulla base di regole autonomamente predisposte.

Naturalmente, tutto ciò non comporta alcuna attenuazione della vigilanza pubblica. L'autorità provvederà a verificare la compatibilità delle norme di autoregolamentazione con le esigenze di trasparenza del mercato, di ordinato svolgimento delle negoziazioni e di tutela degli investitori; e per le medesime finalità potrà porre in essere interventi urgenti anche di carattere sostitutivo.

Poteri informativi e di intervento sono stati attribuiti all'autorità anche in relazione agli scambi che si svolgono al di fuori dei mercati regolamentati.

Le fondamentali esigenze connesse al buon funzionamento del sistema dei pagamenti e della politica monetaria sono state tenute nel debito conto nella disciplina della fase della compensazione e della liquidazione delle operazioni.

Si deve porre l'accento sulla validità delle iniziative assunte dalla CONSOB nel corso del 1995, che hanno consentito lo sviluppo del nostro mercato, modernizzandone l'operatività anche attraverso l'introduzione di nuovi strumenti finanziari. Queste iniziative rappresentano la sintesi di un continuo colloquio con le autorità di settore e le associazioni di categoria che permetterà un decollo morbido del nuovo sistema, dove gli operatori assumeranno l'onere della efficienza e concorrenzialità del mercato.

La relazione della CONSOB dedica particolare attenzione ai problemi del governo dell'impresa.

Occorre essere consapevoli della necessità di rafforzare la tutela degli azionisti di minoranza e, più in generale, di sviluppare la trasparenza dell'informazione societaria.

L'occasione per riformare incisivamente la normativa in materia è rappresentata dalla emanazione del testo unico della finanza, che farà seguito al recepimento della direttiva Eurosim.

In quella sede occorrerà intervenire in maniera organica sulla materia del "governo societario", in conformità alle indicazioni della delega contenuta nella legge comunitaria.

Si condivide al riguardo la necessità di un assetto normativo che dia adeguato e autonomo risalto alle società quotate.

In questo contesto andrà riesaminata la tematica dei controlli interni. Questi dovranno essere rafforzati, ma anche semplificati, eliminando le duplicazioni di compiti in capo ai collegi sindacali e alle società di revisione.

La relazione illustra poi l'attività di indirizzo e di controllo rivolta a questi ultimi soggetti che rappresentano lo strumento più adeguato per mettere in luce le difficoltà delle società quotate. Certamente si deve ammettere che occorre ancora tanto impegno per porre in essere una regolamentazione compiuta del contenuto dell'attività di revisione e una vigilanza capillare sugli operatori che la effettuano; questo progetto non deve mai venire meno proprio per dare un segnale netto e deciso al mercato.

Grande rilievo andrà dato alla problematica del gruppo, di cui la CONSOB sottolinea giustamente l'importanza, in considerazione delle peculiarità della struttura

proprietaria delle imprese italiane.

Una ultima riflessione deve essere dedicata alla futura operatività della Commissione che, proprio in virtù delle modifiche preannunciate, potrà riorganizzare le funzioni da svolgere, gli strumenti da utilizzare e gli obiettivi da raggiungere, in un contesto sempre più spazioso e dinamico che certamente richiederà tempestività negli interventi e rapidità nelle decisioni.

Sarà allora da stabilire se l'attuale quadro normativo è ancora adatto a regolare la formazione e la struttura di questa autorità di vigilanza e se il fatto di aver previsto di snellire i procedimenti amministrativi e di ridisegnare le competenze avrà effetti tangibili sull'attività operativa. A ciò deve anche aggiungersi che l'avvio da questo anno del proprio autofinanziamento, tenacemente e consapevolmente sostenuto dalla CONSOB, permetterà di valutare quali e quanti vantaggi, in termini di efficacia ed efficienza, ne riceveranno i servizi resi agli operatori ed al mercato nel suo complesso.

Tuttavia, fino a quando avranno applicazione le regole attuali, l'autoregolamentazione e la gestione delle risorse saranno vincolate ad esami di legittimità in base ai quali la Commissione può essere chiamata a spiegare le regole osservate nelle procedure di spesa e di amministrazione del personale. A tale riguardo si informa doverosamente che, di recente, la Corte dei Conti, con riferimento al biennio '91 e '92 per le spese e all'anno '94 per il personale, ha attivato gli strumenti di controllo di propria competenza.

In conclusione, si esprime apprezzamento per la collaborazione resa che ha consentito all'amministrazione del tesoro di utilizzare al meglio professionalità ed esperienze derivanti dal contatto diretto con il mercato e i suoi operatori così da effettuare una compiuta analisi dei fenomeni connessi all'attività di regolamentazione ed a quella di vigilanza.