

A - LE LINEE PROGRAMMATICHE

Nell'anno appena trascorso, è proseguita l'attività di controllo sui mercati mobiliari e sulle società quotate finalizzato al rafforzamento della tutela degli investitori e alla promozione dell'efficienza del mercato.

L'azione di vigilanza e di regolamentazione, la promozione dell'informativa societaria e l'affinamento di tecniche e strumenti di negoziazione non sembrano tuttavia sufficienti a far uscire la borsa italiana da una condizione di persistente gracilità. Dai comportamenti di diverse categorie di operatori si desume infatti una riluttanza ad utilizzare il mercato mobiliare come sistema organizzato di regole e comportamenti: numerose imprese continuano a rimanere fuori dalla borsa; le banche preferiscono collocare direttamente presso la propria clientela ampi ammontari di titoli obbligazionari non quotati; in alcuni casi le società già presenti sul listino si mostrano restie ad assicurare un adeguato grado di trasparenza sulle proprie decisioni strategiche e sui relativi effetti economico-patrimoniali.

L'azione della Commissione diviene impervia in un contesto nel quale lo sviluppo dei mercati regolamentati non rappresenta un obiettivo effettivamente condiviso.

Il mercato nel 1995

L'anno appena concluso evidenzia una riduzione dell'indice del 6,9 per cento, nonostante i prezzi dei titoli azionari abbiano registrato un generale rialzo in pressoché tutti i principali mercati. Bisogna tornare indietro di venti anni, al 1975, per ritrovare un anno nel quale il mercato italiano si sia mosso in completa controtendenza rispetto all'estero. In quell'anno tuttavia la *performance* dell'economia italiana era stata decisamente negativa.

La spiegazione di un andamento così anomalo sembra doversi ricercare nella

perdurante incertezza politico-istituzionale. Solo con l'adozione di efficaci e credibili politiche macroeconomiche di stabilizzazione, con orizzonti temporali almeno di medio periodo, si pongono le premesse per lo sviluppo della borsa, come è indicato in modo inequivocabile dall'esperienza dei mercati cosiddetti emergenti.

L'andamento in corso d'anno della borsa italiana ha risentito sfavorevolmente, nella fase finale, delle aspettative degli investitori esteri che, dopo un periodo di diffusa incertezza nei mesi centrali, sono divenute decisamente pessimistiche, come confermato dall'ampliamento del differenziale fra i tassi a lungo termine italiani e quelli tedeschi. I corsi, che fino alla seconda metà di settembre erano rimasti stabili, hanno subito un peggioramento sensibile nell'ultimo trimestre.

Viene confermata una delle caratteristiche del mercato italiano, ossia una volatilità sistematicamente più elevata rispetto a quella dei principali paesi sviluppati e non compensata da più elevati rendimenti. Nell'arco degli ultimi sei anni la volatilità media su base settimanale è risultata superiore di circa un punto percentuale rispetto a quella dei paesi del G-5; il rendimento, misurato su base annua, è invece inferiore del 7 per cento, senza ovviamente tener conto delle variazioni del tasso di cambio.

Nonostante queste caratteristiche, il flusso di ordini dall'estero ha rappresentato, negli ultimi due anni, una quota considerevole, pari al 30 per cento, degli scambi registrati sul mercato italiano, anche se in parte, verosimilmente, a causa dell'esenzione dall'imposta sul bollo per gli ordini di operatori non residenti. Peraltro, la domanda complessiva di servizi di negoziazione relativi ad azioni di società italiane, da parte di soggetti non residenti, confluisce solo parzialmente nei circuiti domestici. Indicativa a questo riguardo è la ridotta dimensione del comparto dei blocchi di titoli, ove si sviluppa in modo particolarmente acceso la competizione internazionale tra mercati. Gli scambi sui blocchi in Italia, dopo una fase di relativa crescita tra il 1992 e il 1994, hanno fatto registrare un calo nel 1995; il loro peso rispetto agli scambi sul mercato ufficiale si è ridotto, tra il 1992 ed il 1995, di 21 punti percentuali (dal 28,5 al 7,6 per cento), ciò anche in conseguenza dell'aumento delle soglie minime per la definizione

dei blocchi e per la forte crescita degli scambi sul mercato ufficiale che si sono quadruplicati. I principali paesi dell'Europa continentale, dal canto loro, hanno sviluppato forme di organizzazione di scambi all'ingrosso più sofisticate, favorendo, anche attraverso opportuni interventi regolamentari, lo sviluppo di intermediari specializzati che, allo stato attuale, in Italia, restano virtualmente assenti.

Un segnale positivo si è avuto nel numero di nuove società ammesse a quotazione. Si tratta complessivamente di 14 imprese, 11 delle quali hanno accompagnato la loro quotazione con un'offerta pubblica. Sono stati collocati 2.600 miliardi di lire sul mercato nazionale, per più di tre quarti concentrati nell'offerta Eni. Le società manifatturiere che si sono quotate si caratterizzano infatti per una dimensione medio-piccola, con fatturati compresi tra i 60 e i 300 miliardi. In seguito alla quotazione, la quota di capitale che è andata sul mercato è pari, nella media, al 33 per cento. Solo in un caso gli azionisti originari hanno ceduto la maggioranza assoluta del capitale. A determinare il nuovo interesse per la quotazione ha contribuito la normativa fiscale. Tutte le società, ad eccezione dell'Eni, avevano i requisiti dimensionali per beneficiare della riduzione dell'imposta sul reddito prevista dalla legge 489 del 1994.

Il funzionamento del mercato è destinato a modificarsi in misura non marginale a seguito dell'adozione della liquidazione a contante, che ha completato lo sforzo tecnico e organizzativo avviato con il processo di telematizzazione. Se si considera che il rischio di controparte è una funzione diretta dell'ampiezza del ciclo di liquidazione, la liquidazione a contante diviene un passaggio obbligato per aumentare la sicurezza del mercato, soprattutto nei confronti dei committenti. Le forme di garanzia delle liquidazioni basate sulla costituzione di appositi fondi consentono di eliminare il rischio di controparte tra gli aderenti alla liquidazione stessa, ma solo la riduzione del lasso temporale intercorrente tra conclusione e regolamento del contratto consente una effettiva tutela dei committenti. In questo senso l'adozione della liquidazione a contante, anche nell'ipotesi di uno sviluppo del prestito titoli, deve essere vista come

uno strumento per aumentare l'appetibilità del nostro mercato nei confronti degli investitori istituzionali, in particolare esteri, ciò anche per favorire il processo di "istituzionalizzazione" del risparmio che, sia pure con ritardo, tende oggi a manifestarsi nel nostro paese.

L'aver reso la speculazione più costosa contribuisce inoltre a riportare il mercato su volumi meno artefatti e più in linea con le motivazioni fondamentali dello scambio. Le operazioni più speculative potranno trovare la loro sede naturale nel mercato dei derivati, i cui sviluppi, nei primi mesi di quest'anno, appaiono più che promettenti.

Il mercato obbligazionario privato

Sintomo evidente della debolezza del nostro sistema di intermediazione mobiliare è la dimensione contenuta del mercato obbligazionario regolamentato. L'ammontare di emissioni da parte di operatori privati è pari, al 31 dicembre del 1995, secondo i dati della Banca d'Italia, a 254 mila miliardi, di cui solo circa un quarto è quotato. Per i titoli emessi dalle banche che, utilizzando al meglio i loro canali distributivi, ne collocano quantità ingenti nel portafoglio delle famiglie, l'incidenza del quotato scende al 10 per cento. I titoli quindi non vengono scambiati nel mercato borsistico neanche quando la loro diffusione tra il pubblico è elevata. La "non quotazione" è in molti casi preferita dagli stessi investitori, preoccupati che il valore del proprio attivo possa deprezzarsi a causa di andamenti non favorevoli del mercato.

Gli effetti negativi sulla trasparenza delle condizioni di offerta sono inevitabili. Le gestioni patrimoniali, quando l'incidenza dei titoli non quotati è elevata, sono esposte ad un conflitto d'interesse. Si genera così una classica situazione da circolo vizioso: le banche italiane scelgono soluzioni finanziarie lontane dal mercato mobiliare; così facendo, limitano la capacità di crescita dei servizi tipici di intermediazione e

dunque le dimensioni del mercato potenziale, riducendo ulteriormente l'incentivo ad offrire servizi diversi da quelli tradizionali. La domanda internazionale di obbligazioni private, che appare particolarmente sostenuta, si rivolge ad emittenti di altri paesi. Gli appelli allo sviluppo dei servizi di intermediazione finanziaria, a cominciare da quelli relativi al risparmio gestito, non trovano una concreta risposta.

E' d'altra parte evidente che, alla luce delle tendenze generali e dei principi della direttiva sui servizi di investimento, la capacità di far crescere questo tipo di servizi non può venire da soggetti esterni al sistema bancario. Inoltre, poiché nessuna singola banca è in grado di modificare la situazione, si tratta di un classico insuccesso del mercato che, qualora continuasse a manifestarsi, dovrebbe essere corretto attraverso la regolamentazione.

L'esclusione delle emissioni obbligazionarie delle banche dalla sollecitazione del pubblico risparmio, voluta dal legislatore del 1983 con la motivazione della loro natura pubblica e confermata dal testo unico bancario, non appare più giustificabile. Si tratta di adattare la disciplina del prospetto ad emissioni che avvengono in via continuativa e per le quali si potrebbe richiedere all'emittente di consegnare agli investitori una nota sintetica sulle caratteristiche dell'emissione, specificando se il titolo è destinato alla quotazione. In attesa che il legislatore adotti misure di ampio respiro, evidentemente nell'ambito di una revisione organica delle molteplici normative oggi vigenti in materia di emissione di valori mobiliari, la Consob, se dotata, attraverso il decreto delegato di recepimento delle direttive, degli opportuni poteri, potrà assicurare adeguata trasparenza agli scambi che avvengono al di fuori dei mercati regolamentati.

Il contributo delle privatizzazioni allo sviluppo del mercato

Nel corso del 1995 le privatizzazioni attraverso il mercato hanno subito un certo

rallentamento rispetto all'anno precedente: nel corso dell'anno si registra il collocamento dell'Eni di 6.300 miliardi, laddove, nel 1994 vi erano state tre offerte per un importo complessivo di circa 10.400 miliardi; nel caso dell'Eni, la quota collocata con offerta pubblica è stata inferiore a quella delle precedenti privatizzazioni attraverso il mercato.

I rendimenti dei titoli privatizzati hanno registrato un andamento anticiclico rispetto al mercato. Chi avesse sottoscritto al momento del collocamento i titoli delle quattro società che, tra il 1993 ed il 1994, sono state oggetto di privatizzazione con offerta pubblica di vendita, nell'ipotesi di invarianza del portafoglio così costituito, avrebbe ottenuto alla fine del 1995 un rendimento su base annua inferiore a quello del mercato, di circa il 4,6 per cento. Il segno della differenza si inverte qualora l'orizzonte temporale dell'investimento sia limitato al solo 1995: chi infatti avesse investito all'inizio dello scorso anno nelle stesse società privatizzate - e quindi sempre ad eccezione dell'Eni, per ovvi limiti temporali - avrebbe conseguito un rendimento medio superiore dell'8,7 per cento a quello del mercato.

Nell'arco temporale di tre anni, da quando le privatizzazioni iniziano ad entrare concretamente nell'agenda di politica economica, l'obiettivo dello sviluppo del mercato azionario, sovente indicato in documenti ufficiali come una delle finalità del processo di privatizzazione non può dirsi completamente raggiunto. Le dismissioni complessive del Tesoro e quelle predisposte dalle holding Iri ed Eni, ammontano a circa 29.000 miliardi. Di questi, circa 19.000 sono transitati per il mercato attraverso la modalità del collocamento istituzionale - interno ed internazionale - e dell'offerta pubblica. Un peso delle privatizzazioni attraverso il mercato di circa due terzi è spiegabile solo in parte con la decisione di ricorrere alla trattativa diretta per pressoché tutte le imprese del settore manifatturiero cedute dalle holding di gestione. Anche quando la dimensione dell'impresa e una elevata specializzazione produttiva suggeriscono la vendita ad un gruppo ristretto di acquirenti, o ad un'unica impresa, sarebbe possibile procedere alla quotazione e al collocamento sul mercato di una quota del capitale, comunque

minoritaria. Vi sono almeno quattro società manifatturiere, dismesse negli ultimi anni con il metodo della trattativa diretta, che per redditività e patrimonio avrebbero potuto accedere al mercato. In un listino con un numero così ridotto di titoli quotati, l'ammissione, o la permanenza, di società dalla struttura proprietaria non contendibile rappresenta una soluzione, se non ottimale, pur sempre positiva.

Il completamento del processo di privatizzazione attende la dismissione delle imprese che operano nei servizi di pubblica utilità. Limitandosi alla prospettiva parziale dei mercati mobiliari, non si può non osservare come collocare società più specializzate per attività è in genere apprezzato dagli operatori che sono in grado di meglio valutarne i valori fondamentali.

La quotazione di sole grandissime imprese rafforza una caratteristica non positiva del nostro mercato: in una graduatoria mondiale la borsa italiana si colloca tra il quindicesimo ed il ventesimo posto sulla base degli indicatori di consueto utilizzati - quali scambi, capitalizzazione e numero delle società - ma al settimo posto per dimensione media delle imprese. Le scelte di portafoglio in azioni denominate in lire italiane incontrano maggiori vincoli in un mercato concentrato su poche grandi società.

I problemi del governo dell'impresa

Nel corso del 1995 alcuni accadimenti hanno riproposto il tema della trasparenza dell'informazione e dei connessi meccanismi di governo dell'impresa, con riferimento, in particolare, a comportamenti che sono sembrati in contrasto con gli interessi degli azionisti di minoranza.

Emblematica è al riguardo la reazione dei prezzi all'annuncio dell'operazione cosiddetta "Supergemina". Nei giorni successivi al 1° settembre, quando l'operazione viene annunciata, il mercato ha riconosciuto un premio in favore della società i cui

azionisti avrebbero assunto il controllo del costituendo gruppo e ha penalizzato i titoli di tutte le altre società coinvolte nell'operazione, nonostante l'indice generale, in quegli stessi giorni, abbia fatto registrare un lieve rialzo. La mancanza di informazioni precise sui rapporti di concambio e dei dati sulle semestrali ha causato nell'immediato un'elevata variabilità di prezzi.

Un difetto di informativa al mercato si riscontra con riferimento ad un altro titolo guida del listino. Nel caso dell'Olivetti, dopo aver concluso un'operazione di raccolta di capitale pari a 2.250 miliardi tra il mese di novembre del 1995 e la metà di gennaio del 1996, venivano, in un momento immediatamente successivo, tra il 23 ed il 26 gennaio, fornite al mercato stime su fatturato, risultato operativo e oneri di ristrutturazione diverse da quelle contenute nel prospetto informativo.

In entrambi i casi, la Consob ha immediatamente attivato strumenti conoscitivi e di *enforcement*; in un caso è intervenuta con una richiesta di convocazione anticipata dei consigli di amministrazione.

L'azione della Commissione è talvolta invocata a tutela diretta degli azionisti di minoranza di società quotate. Si tratta di una prospettiva erronea, che trae origine dal fatto che nell'ordinamento italiano, a differenza di quanto previsto nei paesi a capitalismo evoluto, i poteri dell'organo di controllo sono integrati solo da pochi - e non particolarmente efficaci - strumenti di autotutela diretta degli azionisti di minoranza. Funzionale allo sviluppo dell'autotutela dovrebbe essere un codice di diritto societario moderno, basato sulla distinzione fondamentale tra società che coinvolgono il risparmio del pubblico e società private.

Lasciata sola, la regolamentazione sull'informativa non riesce ad essere efficace rispetto ai suoi stessi fini: essa dovrebbe essere accompagnata da una riforma in grado di incidere sul governo delle imprese e sul loro controllo dall'interno, ossia sulla composizione e sul funzionamento del consiglio di amministrazione e del collegio sindacale. Il problema si pone con particolare enfasi considerato che la struttura proprietaria delle imprese italiane è fortemente concentrata: le società controllate con

una quota del primo azionista superiore al 50 per cento capitale - includendo in tale definizione i patti rilevanti ai fini della legge sulle offerte pubbliche di acquisto - rappresentano il 63 per cento della capitalizzazione; qualora si tenga conto anche delle società controllate con una quota di maggioranza relativa, il peso sulla borsa sale all'80 per cento.

Negli ultimi anni la Commissione ha ripetutamente segnalato all'attenzione del Governo e del Parlamento la necessità di operare organiche riforme sul sistema dei controlli societari e soprattutto su quelli di natura contabile. L'esperienza maturata sulle problematiche del mercato mobiliare ha infatti ampiamente dimostrato come i meccanismi più efficaci per la tutela degli azionisti delle società quotate vadano individuati nei sistemi di gestione e di controllo dell'attività sociale interna, ad opera degli stessi organi societari.

Un'equilibrata articolazione dei poteri e delle responsabilità dei soggetti coinvolti nella vita societaria (assemblea, consiglio di amministrazione, comitato esecutivo, amministratori delegati, collegio sindacale e società di revisione) rappresenta la condizione necessaria, ancorché non sufficiente, per garantire gli azionisti da eventuali abusi da parte degli amministratori e degli azionisti di controllo. In tal modo il mercato disporrebbe di un quadro sistematico per valutare i comportamenti degli organi sociali; l'operato della Consob sarebbe più efficace.

L'intervento legislativo dovrebbe definire una riforma organica disciplinante l'intero sistema del governo delle imprese, piuttosto che andare ad incidere su singoli aspetti.

Una favorevole occasione in tal senso è oggi offerta dagli ampi poteri di riordinamento normativo previsti dalla recente legge comunitaria che, nell'attribuire al governo la delega ad emanare decreti legislativi per il recepimento delle direttive e per l'elaborazione di testi unici in tema di servizi d'investimento, consente altresì di apportare modifiche alla "disciplina relativa alle società emittenti titoli sui mercati regolamentati, con particolare riferimento al collegio sindacale, ai poteri delle

minoranze, ai sindacati di voto e ai rapporti di gruppo, secondo criteri che rafforzino la tutela del risparmio e degli azionisti di minoranza".

Nel disegnare un sistema di governo dell'impresa adeguato alla realtà italiana, oltre alla previsione di strumenti più efficaci e tempestivi per impedire comportamenti pregiudizievoli degli interessi dei soci e del mercato, si dovrà considerare l'esigenza di ridurre per le imprese i costi che oggi rendono gravoso l'accesso al listino nazionale.

Si profila a questo riguardo come particolarmente urgente provvedere ad una definitiva e chiara suddivisione di compiti tra collegio sindacale e società di revisione, attribuendo esclusivamente a quest'ultima le funzioni di controllo contabile. Un intervento in tal senso appare anche opportuno in termini di concorrenza del sistema nazionale con i mercati e le aziende straniere, in quanto consentirebbe alle società quotate italiane di non sostenere più il doppio costo per i controlli di natura contabile.

Il sistema di *corporate governance* che si vorrà definire dovrà inoltre tener conto di un'altra particolare realtà degli assetti proprietari e di controllo delle società quotate italiane, per le quali, com'è noto, l'articolazione in gruppi costituisce una caratteristica fisiologica.

In particolare andranno incrementati i flussi informativi verso il mercato ed i momenti di contatto tra gli organi di controllo delle società appartenenti al medesimo gruppo. Ciò in quanto, a fronte della strutturale opacità dei gruppi e della presenza di livelli plurimi di quotazione che comportano una divaricazione tra gli interessi dell'azionista di controllo e quello degli azionisti finanziatori, diventa oltremodo complicato garantire l'effettivo perseguimento dell'interesse individuale delle società rispetto a quello del gruppo.

In tale contesto si pone infine l'esigenza di accrescere la responsabilità dei vari organi societari riguardo alle operazioni intragruppo, stabilendo le modalità ed i confini dell'esame di tali operazioni, al fine di valutarne gli effetti sulla situazione reddituale e patrimoniale delle società coinvolte. In particolare, andranno distinti gli ambiti di competenza propri dei membri del consiglio di amministrazione rispetto a quelle del

collegio sindacale, restando di esclusiva pertinenza dei primi le decisioni in ordine alla opportunità e alla convenienza economica di determinate scelte gestionali. Al collegio sindacale andrà riconosciuto il compito di accertare che non siano compiuti atti che possano compromettere la situazione economico-patrimoniale della società.

I fondi pensione

La normativa relativa alla previdenza complementare in Italia ha ricevuto nel corso dell'anno un definitivo impulso con la legge 335: l'esistenza di un contesto normativo dotato di una certa organicità rende ora possibile uno sviluppo consistente e armonico dei fondi pensione anche nel nostro paese. A tal fine appare particolarmente oculata la scelta del legislatore di prevedere una pluralità di operatori abilitati alla gestione delle risorse dei fondi pensione, a fronte della presenza di una banca depositaria, distinta dal soggetto gestore stesso, presso la quale dovrà essere depositato il patrimonio del fondo, così da garantirne la conservazione nel rispetto delle norme di legge, regolamentari e di statuto in merito alla composizione degli investimenti.

L'elevata propensione al risparmio delle famiglie italiane, la decisione di utilizzare parte del trattamento di fine rapporto e la quota di risparmio gestito, ancora relativamente bassa rispetto agli altri paesi industrializzati, inducono a ritenere che il potenziale di domanda per un sistema previdenziale a capitalizzazione sia in Italia abbastanza ampio. I fondi pensione potranno sicuramente incidere sulla struttura dell'industria dell'intermediazione mobiliare nazionale, modificando il portafoglio di attività finanziarie delle famiglie, la distribuzione settoriale del possesso dei titoli, la mappa degli operatori presenti nella gestione del risparmio e le loro dimensioni relative, le relazioni tra imprese quotate e investitori istituzionali.

La rilevanza e la significatività di tali effetti dipenderà, in misura non marginale, dai contenuti della normativa secondaria. Nel corso del 1996 saranno emanate le norme attuative, relative in particolare alla disciplina statutaria e regolamentare dei fondi e ai criteri e principi ai quali dovranno ispirarsi gli investimenti del loro patrimonio. Questo secondo aspetto in particolare sarà fondamentale per gli effetti che si potranno produrre sui mercati finanziari. Le esperienze estere delineano due diversi modelli e orientamenti in materia di limiti di investimento: l'uno, proprio dell'area anglo-americana, che non fissa vincoli quantitativi stringenti, ma si appella a regole prudenziali di gestione del portafoglio e di trasparenza nell'informativa; l'altro, vigente nei sistemi tedesco e giapponese, che impone soglie minime - segnatamente per titoli di Stato - e massime - per titoli azionari e esteri.

Tuttavia, a livello di scelte di portafoglio si sta realizzando una generale, progressiva convergenza verso il modello anglosassone, con un aumento della quota dei patrimoni dei fondi pensione investita in valori mobiliari negoziabili. La normativa in materia che verrà adottata in Italia dovrà coniugare l'esigenza di garantire al fondo la possibilità di investire laddove si ottenga il massimo rendimento con la necessità di una oculata e diversificata gestione del portafoglio. Per raggiungere tale obiettivo non sono necessari stringenti limiti quantitativi alla detenzione di attività e valori mobiliari diversi, ma la fissazione di rigorosi criteri e principi di oculata gestione, l'adozione e la pubblicità delle tecniche di ottimizzazione del rapporto rischio/reddittività, la trasparenza e la continuità dell'informativa nei confronti degli iscritti e degli enti di controllo, la previsione di norme idonee a prevenire gli effetti perversi di potenziali conflitti di interesse, l'attività di vigilanza e di verifica periodica dell'operato dei fondi e dei soggetti gestori. La Commissione sottolinea, in particolare, l'esigenza che le norme attuative in tema di investimenti risultino chiaramente orientate allo sviluppo dei mercati regolamentati, con specifico riferimento ai titoli privati.

Affinché i fondi pensione possano contribuire allo sviluppo del mercato azionario italiano, è tuttavia necessario che si realizzino alcune trasformazioni. In primo luogo un

adeguamento nell'offerta di titoli azionari; non meno rilevante sarà l'evoluzione delle norme a tutela degli azionisti di minoranza.

La Consob è chiamata, insieme con i ministeri competenti e gli altri organismi di vigilanza, a definire il quadro regolamentare all'interno del quale si svilupperà la previdenza integrativa. In parte si tratta di attingere a norme già vigenti in materia di vigilanza sui mercati e sugli intermediari finanziari; per alcuni aspetti, quali convenzioni e mandati gestori per i fondi pensione, sarà necessario un intervento regolamentare integrativo specifico. Avendo la legge correttamente consentito ad un ampio novero di intermediari finanziari di gestire le risorse dei fondi pensione, sarà fondamentale la collaborazione tra le diverse autorità di vigilanza per realizzare una assetto di regolamentazione rispettoso dei requisiti di uniformità e equa concorrenza tra i diversi operatori, non inutilmente gravoso e pervasivo. In questo senso il settore della previdenza integrativa costituisce un terreno nuovo e impegnativo per gli organismi di vigilanza nazionali.

La direttiva Eurosim

Con la legge comunitaria 1994, il nostro legislatore ha previsto non solo il recepimento della direttiva sui servizi di investimento ma anche un'ulteriore opportunità: quella di un riordinamento normativo in materia di mercati, intermediari, informativa societaria e tutela degli investitori. E' infatti prevista la possibilità di emanare, entro due anni, uno o più testi unici delle disposizioni dettate in attuazione della delega prevista dalla legge comunitaria, "coordinandovi le norme vigenti nelle stesse materie ed apportando alle medesime le integrazioni e modificazioni necessarie al predetto coordinamento": gli interventi di revisione normativa potranno, quindi, essere più ampi di quelli introdotti, a suo tempo, con il testo unico bancario, alla luce

della previsione esplicita di "integrazioni" alle normative vigenti.

Nell'ambito del decreto legislativo di recepimento emerge con chiarezza la scelta del legislatore delegato a favore, già nell'immediato, di modifiche non minimali in materia di organizzazione dei mercati. Qui si afferma con decisione l'obiettivo della privatizzazione. La privatizzazione di un mercato, dove viene trattata una attività - il risparmio - che ha tutela costituzionale ed esercita riflessi di rilievo nell'allocazione delle risorse e nella promozione dello sviluppo, pone importanti responsabilità sugli operatori. Ammissione dei titoli, regole di funzionamento, correttezza dei comportamenti nelle negoziazioni divengono attribuzione pressoché esclusiva degli operatori. L'autorità pubblica interviene, sostituendosi alla società di gestione del mercato, solo in ultima istanza, in caso di necessità ed urgenza per la tutela di finalità generali o in caso di gravi irregolarità nella gestione.

Si tratta di un passo coraggioso da cui ci si attende un mercato maggiormente competitivo. Come tutte le privatizzazioni, anche quella della borsa non può però essere intesa come un mero trasferimento di funzioni dal pubblico al privato ma richiede l'adozione di comportamenti nuovi. Perde fondamento l'approccio di tipo programmatico e dirigistico dell'autorità pubblica; corrispondentemente va rafforzata la capacità di individuare e perseguire comportamenti contrari alle finalità più generali tutelate dalla legge. Il cammino verso l'autoregolamentazione richiede agli operatori di assumere effettivamente lo sviluppo del mercato tra i propri fini e quindi una trasformazione delle associazioni di categoria verso nuovi equilibri: organismi in grado di condizionare la qualifica di aderente ad una continuità di comportamenti corretti, che tutelino non solo i loro interessi diretti ma anche quelli della clientela e che, a fronte di un loro riconoscimento giuridico, siano responsabili verso le autorità del comportamento dei loro associati. In questa direzione l'anno recentemente trascorso ha registrato segnali positivi da parte di un'associazione di categoria.

La direttiva non pone in modo esplicito il problema della competizione tra i mercati, che emerge invece in modo indiretto attraverso tre elementi fondamentali: la