

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 "Eurosime", 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 "Eurosime", 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