

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