

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.