

RELAZIONE
SULL'ATTIVITÀ DELLA COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA (CONSOB)
(Anno 1997)

Osservazioni sulla relazione della CONSOB per l'anno 1997

La presentazione della relazione è l'occasione per informare sull'attività espletata dalla Consob nell'anno trascorso. Nello stesso tempo la Commissione ha l'opportunità di illustrare l'evoluzione della propria struttura al fine di fronteggiare i nuovi o mutati compiti istituzionali, di segnalare le eventuali carenze di mezzi e risorse e di proporre soluzioni normative che siano il punto di incontro tra le esigenze degli operatori e il corretto e regolare andamento del mercato finanziario.

La Commissione ha riferito sull'attività svolta, sui propri programmi operativi e sui punti critici della normativa che hanno frenato il pieno sviluppo dell'azione di vigilanza, rinviando al volume "dati ed analisi" le informazioni dettagliate su società quotate, mercati regolamentati, intermediari mobiliari e attività internazionale, e dedicando poi un capitolo specifico alle modifiche introdotte dal T.U. in materia di intermediazione finanziaria di recente emanazione.

Proprio da questo ultimo argomento si vuole partire per avviare una riflessione sul potenziamento della competitività dell'ordinamento nazionale rispetto a quelli degli altri partner europei, nel convincimento che i costi e gli oneri a carico degli operatori devono essere ragionevoli ed essere bilanciati da alti livelli di trasparenza dei mercati, di tutela degli investitori e di operatività degli intermediari.

In vari incontri pubblici si sono già analizzati e valutati gli interventi innovativi operati dal legislatore delegato e concorde è il plauso sul testo; se qualche critica è stata avanzata, e ciò era prevedibile in quanto si è inciso su orientamenti di fondo, essa ha riconosciuto comunque la qualità e la complessità della mediazione tra opposte esigenze.

In primo luogo si è accentuato un meccanismo di produzione normativa già in via di introduzione nei settori dell'ordinamento caratterizzati da forte complessità tecnica.

Accanto all'individuazione dei principi chiave su cui si devono muovere gli intermediari, i mercati, le società quotate o che offrono prodotti finanziari sono state introdotte ampie aree di delegificazione. Per la regolamentazione di tali aree è stato affidato alle Autorità di vigilanza il compito di scrivere norme flessibili e adattabili alle realtà operative ma sempre rispettose dei canoni di imparzialità e tempestività che devono caratterizzare l'intervento regolamentare.

Il risultato sarà quindi un corpo normativo primario e una serie di provvedimenti, da emanare entro l'anno, che completeranno la materia dell'intermediazione finanziaria e il

tutto sarà raccolto, a cura di questo Ministero, in una apposita pubblicazione da aggiornare annualmente. Questa raccolta di normativa secondaria è stata voluta dal legislatore per facilitare la consultazione per argomento, date le scelte effettuate: si pensi alla vigilanza per finalità della Banca d'Italia e della Consob sugli intermediari, alla privatizzazione dei mercati e della gestione accentrata di strumenti finanziari, alla informazione pubblica delle operazioni di sollecitazione all'investimento, alla informazione societaria, alla raccolta di deleghe di voto, alla revisione contabile e, infine, all'OPA. Allo stesso tempo essa costituirà un utile strumento per l'interprete per verificare la coerenza complessiva del sistema.

Non è più il caso di soffermarsi sulle scelte effettuate nel T.U.; leggeremo nella prossima relazione della Consob quale sarà stato il loro impatto operativo e soprattutto come sarà stata utilizzata l'azione regolamentare. Mentre il legislatore primario normalmente non può in tempi brevi modificare il proprio obiettivo o la propria strategia, l'Autorità che ha il contatto diretto e quotidiano con il mercato può avvertire immediatamente i punti di frizione tra le regole e le esigenze di operatività degli emittenti, intermediari e investitori.

Questa sensibilità è ancora più decisiva per il nostro mercato nel momento in cui la moneta unica faciliterà gli scambi nell'area europea e quindi si attuerà una reale concorrenza tra sistemi giuridici, economici e finanziari. Chiusi i lavori del T.U. e rispettosi della volontà del legislatore, bisogna ora verificare la bontà delle soluzioni, a cui ha partecipato attivamente la stessa Commissione con i propri membri, e rinviare le perplessità o le riserve o le richieste di modifica a tempi successivi, quando e se emergeranno in concreto necessità di interventi integrativi.

Certamente è ancora da approfondire il versante delle società che non si appellano al pubblico risparmio, come pure è da considerare sollecitamente l'ipotesi di riassumere in un testo unico tutta la disciplina dell'intermediazione creditizia, finanziaria e assicurativa. Non si può nascondere che la esistenza di più Amministrazioni e più Autorità che interagiscono su tali settori e la eterogeneità delle regole non facilitano i rapporti degli operatori e non sempre assicurano la chiarezza dell'ordinamento; occorre quindi intervenire per eliminare duplicazioni e stabilire meccanismi di coordinamento.

Inoltre vecchie discipline, quale quella sulle fiduciarie, devono essere aggiornate e riformulate, e nuove discipline, quale quella sui fondi pensione, andrebbero ricondotte

nell'area finanziaria per caratterizzare il ruolo dei fondi quali investitori istituzionali e non delimitare la loro funzione alla erogazione della previdenza complementare.

Proprio il ruolo degli investitori istituzionali diventerà decisivo, favorito dalle nuove disposizioni sulla raccolta di deleghe di voto e sull'abbassamento di taluni quorum che renderanno naturalmente più costruttiva l'azione delle minoranze nelle vicende societarie. Ne beneficeranno i risparmiatori che si rivolgono alle gestioni collettive e i lavoratori che si aspettano un adeguato rendimento dalle risorse affidate alla previdenza integrativa.

E' vero che in questo momento c'è più preoccupazione per la carenza di offerta di strumenti finanziari sul mercato di borsa, data l'esplosione della domanda a seguito della riduzione dei tassi di interesse, ma è auspicabile che una appropriata politica imprenditoriale da parte del gestore del mercato e una diversa politica di finanziamento della nostra industria di medie dimensioni potenzino il mercato, pena la completa emarginazione.

Le nuove regole di "corporate governance" sono lo strumento per favorire l'equilibrio tra efficiente gestione e contendibilità delle società quotate e rappresentano la condizione necessaria ma non sufficiente per una reale svolta. Il dato decisivo sarà la volontà della proprietà dell'impresa di sottoporsi al giudizio del mercato, come avviene altrove, compiendo quel salto di qualità che gli investitori si aspettano.

Ora che è stato eliminato l'apparato pubblicistico viene affidato alla iniziativa privata l'esercizio dei mercati regolamentati che possono accogliere la piccola-media industria; sul punto si può e si deve attirare l'attenzione e manifestare preferenze di tipo organizzativo, ma in capo agli operatori, sia emittenti che intermediari, graverà poi la responsabilità di individuare e realizzare le potenzialità economiche e di sviluppo di una tale iniziativa, che interessa uno dei settori più vitali della nostra industria. Il momento è favorevole, anche dal punto di vista fiscale, e quindi bisogna stimolare le società sottocapitalizzate a raccogliere capitale di rischio presso il pubblico, approntando una organizzazione degli scambi trasparente, efficiente ma non gravosa per l'emittente.

Tornando all'attività della Commissione si deve apprezzare il rinnovato impulso organizzativo, l'azione regolamentare, il contributo di studio, il potenziamento della vigilanza e la cooperazione internazionale, attraverso l'uso più efficiente di mezzi tecnici e di risorse umane disponibili. Il sistematico avvicinamento alle istanze degli operatori è stato realizzato anche attraverso comunicazioni e risposte a quesiti, così da assolvere in modo compiuto le proprie funzioni istituzionali.

La raccolta di "dati ed analisi" allegata mette bene in evidenza lo spazio occupato nella continua e pressante cura di tenere il passo con lo sviluppo del mercato; gli elementi qualitativi e quantitativi raccolti e i commenti formulati rendono conto pienamente dello sforzo compiuto.

In questa sede ci si dedica ad approfondire alcuni punti che la Commissione ha voluto evidenziare nella relazione; ciò per dare il dovuto risalto e alle questioni e alle vicende che hanno caratterizzato lo scorso anno, le quali hanno lasciato tracce significative nel nostro sistema.

Abbiamo assistito ad una apprezzabile inversione di tendenza in materia di intermediari sotto un duplice profilo: la regolamentazione è snella e chiara e lascia molto spazio all'autonomia organizzativa; l'azione di vigilanza è volta a prevenire più che reprimere i comportamenti scorretti. Dal mercato sono stati espulsi soggetti che costituivano un rischio reale per gli investitori e ci si attende che i nuovi strumenti normativi - quali i provvedimenti cautelari, le crisi gestite in via amministrativa e le sanzioni pecuniarie alle persone fisiche - possano raggiungere più incisivamente l'obiettivo della tutela del risparmio.

E' decisivo che il pubblico e gli operatori stabiliscano un rapporto di fiducia con le Autorità di vigilanza così da fare emergere situazioni opache che influiscono negativamente su tutti gli intermediari. Lo scopo è di impedire dissesti di tali dimensioni da vanificare gli strumenti di garanzia che il legislatore ha previsto, i quali devono soccorrere situazioni eccezionali e non usuali, come invece è accaduto fino all'anno precedente.

La questione dei rimborsi, anche con un diretto impegno del Tesoro, si andrà lentamente normalizzando ed è doveroso che i piccoli risparmiatori, attraverso l'utilizzo di tutti i mezzi conoscitivi disponibili, assumano la piena consapevolezza dei propri diritti. Come richiede la normativa comunitaria il risarcimento riconosciuto nei confronti dell'intermediario insolvente sarà da ora in poi circoscritto a tali risparmiatori, proprio perché la tutela va mirata esclusivamente verso il risparmio più inconsapevole.

Anche le nuove regole sui prospetti informativi per la quotazione degli strumenti finanziari sono intervenute sollecitamente e il nuovo complesso normativo, pubblico e privato, della borsa privatizzata ha dato un preciso e coordinato segnale al mercato. Rimane da verificare se a ciò corrisponderà una vera svolta nell'espletamento del servizio di quotazione in termini di efficienza e di economicità.

In materia di revisione contabile vi sono stati significativi interventi diretti al collegio sindacale, così da rendere più pregnante il controllo sulla gestione societaria e più allineata alle esigenze di mercato la redazione della relazione semestrale. Anche in questo campo il legislatore ha ora operato sostanziali modifiche; in primo luogo ha sollevato la Commissione da alcuni oneri operativi e poi ha delineato con precisione i ruoli della società di revisione e del collegio sindacale delle società sottoposte alla revisione contabile.

Nell'anno passato c'è stato un notevole fermento nella sollecitazione del pubblico risparmio soprattutto per collocamenti di rilevante valore, mentre la riduzione del numero delle offerte pubbliche di acquisto obbligatorie ha mandato un segnale di staticità del mercato; ciò è stato il motore della nuova e più lineare riformulazione delle norme primarie. E' evidente che la modifica dell'OPA e l'introduzione dell'istituto delle deleghe di voto siano i punti nevralgici delle nuove regole di mercato e ci si aspetta una conferma fattuale della bontà delle soluzioni scelte.

Ormai buona parte delle norme comunitarie su intermediari e mercati finanziari sono state attuate; è stato quindi dato un impulso particolare all'azione di cooperazione internazionale nell'intento di sviluppare i rapporti con le altre autorità di vigilanza; in questo ambito la Commissione ha autorevolmente messo il massimo impegno a favore della eliminazione delle frontiere europee e dello sviluppo della collaborazione con gli altri paesi.

Questo però non basta ed è stato sottolineato che la cooperazione deve spingersi oltre: deve riguardare l'accesso ai dati, la definizione di principi contabili riconosciuti a livello internazionale, la ricerca di standard di vigilanza e le implicazioni degli scambi di strumenti finanziari su "internet". La globalizzazione dei mercati impone una continua ricerca di soluzioni che impediscano la divulgazione di informazioni non uniformi.

La presentazione della relazione è il momento di incontro tra la funzione istituzionale dell'autorità di vigilanza e la responsabilità politica dell'esecutivo; è compito del Tesoro di promuovere quelle istanze tese al miglioramento del sistema nel suo complesso. Gran parte del lavoro è stato fatto dal legislatore e altro sarà compiuto con i regolamenti attuativi; c'è ora da fare il punto su alcune vicende appena concluse e su alcune questioni di carattere istituzionale e organizzativo, sulle quali vengono prospettate soluzioni ritenute più idonee allo svolgimento dei compiti propri della Commissione.

Si ricorda che il decreto "Eurosime" ha inteso introdurre un'impostazione

profondamente innovativa all'assetto dei mercati: non solo vi è stato il superamento della concezione pubblicistica degli stessi, ma sono anche state ridefinite le funzioni delle Autorità nel senso di escludere ora compiti di gestione e di attribuire loro un ruolo di vigilanza esterna.

Ciò si è tradotto in una duplice iniziativa. Il Comitato di gestione dei mercati secondari dei titoli di stato è stato trasformato, da entità associativa dei principali investitori in titoli di debito pubblico, in due società per azioni (MTS e MIF) di cui ha assunto il controllo un gruppo di primari intermediari. La Borsa è stata trasformata anch'essa in soggetto privato, la Borsa Italiana S.p.A., la quale è stata oggetto di una procedura di vendita delle azioni curata dal Consiglio di Borsa, poi posto in liquidazione.

Il processo di trasformazione si è articolato in più fasi sotto la supervisione del Tesoro. Nel caso della Borsa Italiana S.p.a. la procedura si è conclusa celermente e già dall'inizio di quest'anno le nuove regole sono in vigore; per la società MTS, invece, non si è ancora concluso l'iter, ma l'imminente approvazione del regolamento operativo consentirà l'insediamento del nuovo gestore, mentre la società MIF confluirà nella Borsa.

L'obiettivo primario delle operazioni descritte è stato quello di coinvolgere tutti i soggetti, italiani ed esteri, interessati all'efficace funzionamento dei mercati regolamentati e l'esito dei collocamenti non ha deluso le aspettative perché in entrambi i casi si è realizzata una distribuzione della compagine azionaria tra gli intermediari, nel cui ambito si è formato un nucleo di riferimento.

In particolare la vendita della Borsa, per la quale è stato seguito un meccanismo di asta competitiva con offerte su lotti pari ad un massimo del 5% del capitale sociale, ha fruttato al Tesoro circa 52,7 miliardi di lire a fronte di una base di asta di circa 40 miliardi; l'azionariato è stato frazionato tra intermediari, che nel complesso hanno acquistato circa il 90% del capitale, e investitori istituzionali, che hanno acquistato il restante 10%, mentre non hanno dimostrato interesse a partecipare all'asta le società emittenti nonostante fossero state invitate a presentare offerte.

La Commissione dedica un'ampia attenzione alle problematiche relative alla propria natura di autorità indipendente ed alle connesse implicazioni sulle funzioni svolte nell'interesse del mercato, sui poteri espletati nei confronti dei soggetti vigilati e sugli strumenti operativi di cui dispone per l'attuazione dei propri compiti.

La Consob nasce dotata di autonomia in forza delle disposizioni di legge sin dal 1974, la sua indipendenza viene rafforzata nel 1985 e confermata nel 1991. Le relative

disposizioni, nel contesto evolutivo dell'ordinamento, hanno comunque dovuto trovare un equilibrio tra un assetto istituzionale dell'autorità il più possibile indipendente dall'esecutivo e la progressiva attribuzione di funzioni di vigilanza che implicano poteri sempre più penetranti nei confronti dei soggetti vigilati.

Si ritrova nella disciplina sul funzionamento della Commissione il risultato di un progressivo aggiustamento in relazione alle due esigenze prospettate. L'autorità ha assunto un carattere via via più "indipendente", seguendo gli orientamenti dei mercati internazionali, ed ha beneficiato al contempo di un ampliamento delle proprie funzioni sia di tipo ispettivo e di controllo, sia di tipo normativo.

Per quanto riguarda le funzioni normative, esse sono caratterizzate da una particolare vastità ed incisività; il rispetto del principio di legalità è garantito dalle precise finalità individuate dal legislatore, sebbene rimanga da definire il più vasto problema della coerenza della normazione secondaria nell'ambito del sistema delle fonti. L'osservazione è tanto più rilevante, ove si tenga conto della sovrapposizione dell'ordinamento comunitario a quello nazionale e, all'interno di quest'ultimo, della ripartizione di competenze tra i diversi soggetti investiti della funzione normativa.

Il principio costituzionale della tutela del risparmio viene invocato per legittimare i compiti normativi delle autorità che non sono limitati alla mera prescrizione di regole tecniche di comportamento destinate agli operatori, ma sono idonei ad incidere su situazioni giuridiche statuite da norme di rango primario. Sino a quando non interverrà una riforma, anche costituzionale, che dia assetto compiuto ed organico ai meccanismi di produzione normativa, è quindi rimessa alla capacità delle autorità medesime di coordinarsi tra loro per evitare sovrapposizioni e contraddizioni. In tale contesto deve essere valorizzata la funzione di alta vigilanza dell'esecutivo per garantire la tenuta dell'intero sistema di vigilanza sui mercati, anche con riguardo agli aspetti normativi.

Analoghe considerazioni in termini di coerenza del sistema e di rischio di sovrapposizioni con altri poteri dell'ordinamento possono essere svolte relativamente alle funzioni connesse all'attività di supporto dell'azione penale che competono alla Commissione. In questo senso le norme del Testo Unico in tema di "insider trading" non comprimono i poteri dell'autorità di mercato, ma li riconducono al contesto costituzionale attuale dei poteri giudiziari e di polizia.

Anche il raccordo amministrativo è importante a causa della parziale dipendenza finanziaria della Commissione dal bilancio dello Stato e della sua stessa natura giuridica,

la quale impone momenti di verifica delle scelte gestionali, ferma restando l'autonomia organizzativa e contabile.

Poiché il sistema attuale prevede che la Consob sia in parte finanziata con oneri posti a carico del bilancio dello Stato e in parte con entrate proprie è essenziale sia il controllo della Corte dei Conti, sia quello degli operatori tenuti alle contribuzioni. Non si può prescindere da valutazioni sulla legalità dell'imposizione e sulla compatibilità con la fiscalità generale e neppure da valutazioni sulla coerenza dei costi con gli obiettivi di contenimento della spesa pubblica.

Ciò porta a concludere che, come prospettato nella relazione, la gestione delle risorse umane e tecniche deve aderire strettamente a canoni di efficienza, rimodulando prontamente l'organizzazione in caso di necessità; in questa ottica l'onere di esecutività dei regolamenti interni non può essere visto come un intralcio alla funzionalità dell'azione di vigilanza.

In definitiva attualmente l'eliminazione del ruolo del Tesoro non comporterebbe vantaggi al mondo finanziario e anzi verrebbe meno quel dialogo tecnico normativo che si è rivelato fruttuoso nel recente passato.

Un'ultima parola va spesa per le sanzioni pecuniarie, che il Testo Unico ha riscritto in linea con la legge di delega. E' stata compiuta un'opera di razionalizzazione che ha depenalizzato alcune fattispecie di minore rilevanza ed ha circoscritto le misure delle pene, così da predisporre un rapido strumento di supporto per l'azione di vigilanza.

E' stata poi posta in capo al Tesoro, su impulso delle autorità di vigilanza, l'attività sanzionatoria nei confronti degli intermediari e degli operatori del mercato, con eccezione dei promotori finanziari. Non è stata invece scelta la via, suggerita ora di nuovo dalla Commissione, di estendere la depenalizzazione ad alcune ipotesi di "insider trading", in virtù dell'immediatezza della reazione. Ciò perché, anche in sede parlamentare, si è ritenuto di non discostarsi dalla precedente impostazione.

Per concludere l'argomento si precisa che le sanzioni pecuniarie previste dall'abrogata legge n.1/1991 a carico degli intermediari non sono state ancora irrogate dal Tesoro per palesi difficoltà interpretative delle norme succedutesi nel tempo, come a suo tempo riconosciuto dalla stessa Commissione, in assenza di una norma transitoria ad hoc.

Senza dimenticare che una tempestiva comunicazione degli esiti degli accertamenti di vigilanza avrebbe notevolmente ridotto il fenomeno, è stata per tempo richiesta

all'Avvocatura Generale dello Stato una qualificata consulenza sulla chiave di lettura dell'ordinamento vigente nel rispetto del principio di legalità; tale parere è ora in via di trasmissione.

Lo sforzo professionale a cui è chiamata la Commissione dal Testo Unico della finanza sarà considerevole, ma l'aver individuato un piano operativo per il raggiungimento di obiettivi predeterminati dimostra una consapevolezza del proprio ruolo istituzionale che non si arresta di fronte alla vastità e gravosità del compito. Quello in corso sarà un anno decisivo per il mercato ed essere pronti con gli strumenti adatti sarà l'impegno di tutte le istituzioni pubbliche e private coinvolte.