

VALUTAZIONI SULLA RELAZIONE DELLA CONSOB RELATIVA**ALL'ANNO 1998**

L'anno 1998 sarà ricordato come un anno fondamentale per il nostro mercato; con l'emanazione del Testo Unico sull'intermediazione finanziaria e dei regolamenti di attuazione si è infatti concluso il lungo processo di ammodernamento del sistema finanziario, durato poco meno di un decennio. Nell'ambito dell'Unione monetaria europea il sistema normativo e la struttura di mercato dell'Italia hanno raggiunto livelli comparabili a quelli degli altri Paesi; ciò contribuisce non solo ad evitare che il risparmio interno varchi i confini nazionali, ma anche ad attrarre investimenti esteri di natura stabile.

Il processo di modernizzazione ha tratto impulso dalle disposizioni comunitarie. Il Testo Unico della finanza, e anche quello bancario, sono un prodotto delle leggi comunitarie nazionali che, intervenendo per recepire obbligatoriamente le direttive europee in materie tecniche e complesse, avvertivano la necessità di risistemare e riscrivere il quadro normativo complessivo.

L'anno in esame è stato un periodo di grande attività normativa; dopo l'emanazione del Testo Unico si è dovuto approntare l'apparato regolamentare per dare attuazione alla nuova disciplina ed eliminare le vecchie regole. Su questo punto l'intera struttura della Commissione ha profuso il massimo impegno. A ciò ha giovato l'approfondimento dei problemi condotto dalla Commissione istituita dal Ministro del tesoro per la redazione del Testo Unico.

L'avvicendamento delle regole è stato pertanto rapido e già dal 1° luglio, data di entrata in vigore del Testo Unico, gran parte delle disposizioni relative a intermediari, emittenti e mercati era pronta. Poiché la efficacia delle regole è strettamente legata al grado di comprensione e di accettazione delle medesime, l'opera di consultazione preventiva delle categorie di operatori coinvolti ha avuto e avrà indubbiamente effetti positivi.

Mancano ancora pochi tasselli per completare l'intero sistema normativo, ma si sta procedendo rapidamente e tutte le Amministrazioni titolari di poteri regolamentari stanno svolgendo la loro parte. Una volta conclusa la raccolta e la sistemazione delle norme secondarie e dei regolamenti dei mercati da parte del Tesoro, la pubblicazione di un apposito compendio darà conto del lavoro compiuto in poco tempo.

Il sistema normativo, affidando poteri di attuazione alle autorità amministrative, risulta flessibile e rispondente alle esigenze di adeguamento richieste dal mercato, senza per questo compromettere la coerenza complessiva dell'ordinamento.

La relazione, completata dal volume di "Dati e analisi", illustra l'andamento del mercato, gli interventi effettuati dalla Commissione e le linee di indirizzo future.

L'attività della Consob e il mercato

Dal punto di vista operativo la Commissione si è trovata a dover effettuare notevoli cambiamenti. La creazione delle società di gestione del risparmio, abilitate a gestire risparmio in monte e individuale, ha portato a ridefinire le funzioni di vigilanza, mentre in materia di promotori finanziari competenze di natura esecutiva relative alla tenuta dell'albo sono state affidate ad organismi esterni. I mercati privatizzati hanno assunto compiti prima attribuiti alla Consob e godono di ampia autonomia, sia pure sotto la supervisione pubblica, nell'assicurare la correttezza e la trasparenza delle negoziazioni; conseguentemente il ruolo dell'Autorità è passato da quello di regolatore e gestore dei mercati a quello di alta vigilanza.

Anche il controllo del rispetto degli obblighi che gravano sugli emittenti che fanno appello al pubblico risparmio e sulle società quotate è un'attività molto delicata svolta dalla Commissione: occorre conciliare le esigenze di tutela degli investitori con la dinamicità delle scelte imprenditoriali.

Viene segnalata nella relazione una continua espansione del mercato azionario sia in termini di scambi che di capitalizzazione, con un significativo aumento dell'indice di borsa. Parallelamente si è registrato un positivo andamento del mercato degli strumenti derivati azionari, mentre appare più contenuta la crescita del mercato obbligazionario. Con la sola eccezione del Mif, tutti i mercati regolamentati, compreso il Mercato di titoli di Stato sul quale la Commissione ha competenze più limitate, hanno avuto buoni volumi di contrattazioni. La crescita del mercato azionario è stata favorita dalla riduzione dei tassi di interesse, dalla accresciuta fiducia degli investitori e da un nuovo interesse degli emittenti, ma anche dalla riorganizzazione che ha fatto seguito alla privatizzazione dei mercati.

Anche il fenomeno degli scambi organizzati su mercati non regolamentati è significativo; proprio per questo il legislatore ha attribuito alla Commissione la facoltà, utilizzata di recente, di rendere trasparenti le negoziazioni che si svolgono su tali circuiti, quale quello bancario, e che hanno essenzialmente per oggetto strumenti finanziari non quotati.

Sono stati registrati segnali di crescita nel settore dell'intermediazione mobiliare. Soprattutto le gestioni collettive, anche per effetto della riforma fiscale, hanno attratto una massa notevole di risparmio. Le nuove regole adottate dalla Commissione sulla condotta dei gestori, e più in generale degli intermediari, offrono una adeguata tutela del contraente più debole; la ridefinizione dell'assetto normativo degli intermediari ha infatti imposto al gestore collettivo il rispetto di regole di trasparenza e di comportamento simili a quelle finora applicate al gestore di patrimoni individuali.

La relazione sottolinea che va gradualmente diminuendo il numero degli intermediari colpiti da provvedimenti urgenti o di rigore; ciò deriva dal fatto che ormai l'opera di ripulitura del mercato dai soggetti a rischio è completata e sono entrati a pieno regime i sistemi di controllo sia interni che esterni.

Mentre si riduce la gravità delle violazioni, l'attività ispettiva e gli esposti mettono in luce diffuse irregolarità da parte degli intermediari punibili con sanzioni pecuniarie. L'azione sanzionatoria di cui è titolare il Tesoro, in un primo momento bloccata da dubbi interpretativi sollevati dalla Consob conseguenti alla introduzione di nuove norme e procedure intervenuta nel settembre 1996, è stata riavviata a seguito della lettura delle norme compiuta dal Consiglio di Stato, sicchè non è stato vanificato il lavoro della Commissione di accertamento di vecchie irregolarità.

Per quanto riguarda le operazioni pubbliche è stato evidenziato un raddoppio del controvalore delle offerte pubbliche di acquisto o scambio e altre sono tuttora in corso; un dato così rilevante è indubbiamente indice di un rinnovato interesse degli investitori e di una maggiore contendibilità delle imprese quotate.

Anche le operazioni di sollecitazione del pubblico risparmio su titoli non quotati, che hanno interessato prevalentemente il settore bancario, hanno subito un incremento. A questo riguardo si ricorda che il Testo Unico ha posto a carico delle società con titoli diffusi tra il pubblico l'onere di mettere a disposizione degli investitori informazioni sul bilancio e sui fatti rilevanti che possono influenzarne il prezzo.

Ormai tutto il mercato finanziario ha una disciplina ben delineata, sia che si tratti di titoli quotati o diffusi, sia che si tratti di strumenti scambiati su circuiti organizzati; ciò porrà gli investitori professionali e i piccoli risparmiatori in condizioni di operare scelte di investimento in piena conoscenza e consapevolezza.

Pertanto vi sono ancora problematiche da risolvere ed altre ne nascono con l'avanzare della globalizzazione dei mercati; è essenziale costruire e mantenere relazioni internazionali stabili con le autorità estere di controllo dei mercati per prevenire fenomeni

speculativi e distorsivi che minano la fiducia degli investitori. In tal senso la Commissione si adopera attivamente partecipando alle organizzazioni a cui aderiscono le autorità di controllo dei mercati e in ambito Fesco (che riunisce le autorità di vigilanza europee) è stato recentemente siglato un memorandum per assicurare la massima reciproca collaborazione e assistenza tra le autorità al fine di potenziare l'attività di vigilanza.

Un contributo importante è stato dato dalla Commissione anche in sede OCSE, per l'emanazione di linee guida in materia di "corporate governance", e in sede U.E., dove è in fase di approvazione la proposta di direttiva sulle offerte pubbliche di acquisto obbligatorie intesa a rafforzare la tutela delle minoranze.

La Commissione si amministra in via autonoma e copre le proprie necessità finanziarie per metà con contributo pubblico e per l'altra parte con entrate derivanti dai servizi resi agli operatori e al mercato. A questo riguardo viene rilevato che l'attuale normativa lega i contributi alle specifiche attività di vigilanza, rendendo il sistema complesso e frammentato, di difficile gestione per la Consob e per gli operatori che pagano i corrispettivi; è auspicata pertanto una ripartizione dei costi complessivi tra i soggetti vigilati per semplificare il sistema.

Mentre viene manifestata soddisfazione per il completamento dell'organico del personale, consentito dalle disposizioni dell'art.197 del T.U., e segnalata l'esigenza di rafforzare i criteri meritocratici, la Commissione lamenta invece, come già negli anni precedenti, una incoerenza complessiva del sistema delle autorità indipendenti e sollecita pertanto una revisione normativa che le attribuisca lo stesso grado di autonomia delle altre, in particolare per quanto concerne il controllo preventivo di legittimità sui propri regolamenti interni.

Linee di indirizzo e questioni aperte

La seconda parte della relazione si apre con una valutazione non positiva sull'efficacia del sistema sanzionatorio dei reati di insider trading e di aggioaggio su strumenti finanziari; ciò a causa della difficoltà di accertamento, della possibilità di patteggiamento, che riduce la sanzione a pena pecuniaria e fa decadere le pene accessorie, dei ritardi della giustizia penale e dell'assenza di una magistratura specializzata. L'inefficienza del sistema scoraggerebbe anche l'accesso degli investitori esteri al nostro mercato.

Il rimedio consisterebbe nell'affiancare sanzioni pecuniarie a quelle penali. La questione merita attenzione soprattutto per il rilievo che può avere in termini di

concorrenza tra ordinamenti; tuttavia il Testo Unico ha operato una scelta, in linea con la legge delega, che affida alla sanzione penale le violazioni con un forte impatto sul mercato e alla pena pecuniaria le irregolarità di importanza più contenuta. Una diversa soluzione probabilmente avrebbe il pregio di assicurare tempestività di reazione, ma occorre anche sviluppare i poteri di vigilanza nell'ottica di una attività di prevenzione più che di repressione.

La Commissione commenta che il suo raggio di azione si ferma attualmente al 53% del totale delle attività finanziarie e paventa il rischio di una progressiva diminuzione del perimetro regolamentato, anche per effetto delle rigidità normative. Rileva che soltanto il Tesoro dispone del mezzo regolamentare per individuare nuovi strumenti finanziari; va comunque osservato che, nonostante l'esercizio di tali poteri da parte del Tesoro, resterebbe comunque fuori dall'ambito della vigilanza della Commissione ciò che il legislatore già conosceva ma che ha escluso.

Viene poi richiamata l'attenzione sulla diffusione di transazioni finanziarie via Internet e sui connessi pericoli di frode. A tal fine la Commissione ritiene necessario estendere i propri poteri di controllo, attualmente limitati ai soli operatori abilitati, a tutti i soggetti che utilizzano la rete, analogamente a quanto avviene per i controlli sulla sollecitazione all'investimento estesi a tutti coloro che pongono in essere comportamenti abusivi. Viene anche sollecitata una legislazione ad hoc e, in ragione della dimensione transfrontaliera del fenomeno, il rafforzamento della collaborazione internazionale e la definizione di regole comuni, almeno a livello di linee guida.

Nell'anno in riferimento la Commissione è intervenuta più di una volta sull'applicazione della disciplina sulle privatizzazioni e ha segnalato alcune incertezze interpretative. In particolare, in caso di offerta pubblica di acquisto, viene rilevata la mancata previsione del momento in cui lo Stato può esercitare il potere di gradimento; inoltre i limiti al possesso azionario, posti nelle società privatizzate, indebolirebbero la capacità di indirizzo strategico e costituiscono un meccanismo di difesa del gruppo di controllo. Ulteriori problemi sono emersi anche recentemente e occorrerà pertanto eliminare le incongruenze di natura tecnica e rivedere le disposizioni in tema di privatizzazioni alla luce delle nuove norme del Testo Unico. Il provvedimento di legge delega presentato dal Governo al Parlamento per il riordino della normativa in materia può costituire l'occasione per la soluzione dei problemi evidenziati.

Rimane comunque imprescindibile che la Commissione sia messa nella condizioni di svolgere pienamente le funzioni di arbitro dei comportamenti degli operatori che la legge

le ha attribuito, intervenendo con tempestività, determinazione e rigore, con l'autorevolezza che caratterizza l'azione di un'Autorità di controllo del mercato.

Anche la disciplina delle società non quotate dovrà essere rivista, in quanto sussistono esigenze di tutela del risparmio anche per tali società che ricercano presso il pubblico capitali di rischio o di credito. In tal senso è all'opera una apposita Commissione di studio presso il Ministero di grazia e giustizia che dovrà scegliere il sistema tecnicamente più adeguato per rendere omogeneo l'ordinamento. Si deciderà tra l'altro di individuare i margini di discrezionalità da attribuire allo statuto nell'organizzazione societaria e il sistema più efficace in materia di revisione contabile.

Non è indifferente per lo sviluppo della piazza finanziaria italiana l'efficienza dei gestori dei mercati. E' auspicabile che la struttura proprietaria dei mercati e dei servizi di supporto ai mercati trovi un suo assetto efficiente. Politiche societarie non lungimiranti e conflittuali potrebbero bloccare il potenziale competitivo dei mercati domestici. Da qui la necessità che le società di gestione dei mercati siano indipendenti dai singoli soci e che venga esaminata l'eventuale integrazione delle società di supporto funzionale e tecnologico all'attività di negoziazione, così da arricchire complessivamente la qualità dei servizi ed economizzare i costi. Non sembra invece necessaria una integrazione proprietaria delle società di gestione dei mercati, in considerazione della diversità di missione, dei prodotti e del segmento di mercato.

La Commissione rappresenta, infine, l'esigenza di una più decisa attuazione del sistema della vigilanza per finalità, indipendentemente dalla natura dell'intermediario. Il problema richiede un intervento del legislatore, indirizzato a tutti i soggetti disciplinati dalla normativa bancaria, finanziaria, assicurativa, senza tralasciare i soggetti erogatori di previdenza complementare.

La vigilanza per finalità è stata una scelta meditata e comincia a dare buoni risultati, anche perché consente all'autorità di controllo di specializzarsi e mettere a confronto realtà operative differenti.

Nell'attuale sistema di vigilanza su intermediari e mercati esistono in effetti sovrapposizioni di competenze e disomogeneità nella individuazione dell'assetto dei controlli pubblici che andrebbero affrontate. Il sistema rischia peraltro di essere insufficiente per risolvere i problemi posti dai conglomerati finanziari, sui quali sono in corso approfondite discussioni anche in ambito internazionale.

Conclusioni

La Commissione si è attrezzata rapidamente per fronteggiare i nuovi compiti e ne è data prova dal fatto che nell'anno in esame il sostanzioso impegno nel campo della vigilanza regolamentare non ha indebolito quella informativa e ispettiva, che hanno tutte avuto un rinnovato impulso.

C'è però da sollecitare una definizione più rapida dei procedimenti sanzionatori nei confronti degli intermediari, anche se si è consapevoli che essi comportano un'attività ispettiva e di accertamento complessa e delicata.

Gli operatori nazionali e internazionali guardano ormai con molto interesse al nostro mercato, ma è necessario compiere uno sforzo per rendere più efficiente l'azione amministrativa e considerare che il fattore tempo ha un costo economico che grava sull'imprenditore. Occorre altresì assicurarsi che le regole siano conoscibili e di facile applicazione, poiché il risparmio cerca una collocazione redditizia e compatibilmente sicura.

Un'ultima considerazione va fatta in tema di previdenza complementare. I fondi pensione sono uno strumento nuovo per il nostro ordinamento e, dopo un avvio un po' faticoso, si va delineando un sistema regolamentare e operativo trasparente e articolato, a cui ha dato un prezioso contributo anche la Consob.

Lo sviluppo della previdenza complementare è indispensabile per garantire ai lavoratori dipendenti ed autonomi un adeguato tenore di vita, ma anche per ampliare la domanda di strumenti finanziari sul mercato; tale sviluppo sarà favorito da informazioni chiare, gestioni qualificate e imposizioni fiscali leggere. In campo europeo viene sollecitata una normativa di settore; il sistema italiano, se decollerà in tempi brevi, potrà costituire un punto di riferimento importante e indirizzare le scelte comunitarie.

Non va dimenticato che le nuove regole nazionali di "corporate governance" per le società quotate rafforzano i poteri delle minoranze, sia con la modifica di talune soglie di partecipazione al capitale previste dal codice civile, sia con lo strumento delle deleghe di voto e la nomina di membri del collegio sindacale. Pertanto i fondi pensione, insieme agli altri gestori professionali, avranno strumenti concreti per promuovere e controllare la redditività dell'investimento.

PAGINA BIANCA

*RELAZIONE AL MINISTRO DEL TESORO,
DEL BILANCIO E DELLA
PROGRAMMAZIONE ECONOMICA*

PAGINA BIANCA

I. L'ATTIVITÀ DELLA CONSOB E IL MERCATO

L'andamento dei settori di interesse dell'Istituto

Nel 1998 è continuata la crescita del mercato azionario, sia in termini di scambi che di capitalizzazione. Nonostante le crisi finanziarie internazionali che hanno interessato i mercati soprattutto nella fase centrale dell'anno, il controvalore degli scambi risulta raddoppiato rispetto al 1997 e l'indice di borsa ha fatto registrare un progresso di circa il 40 per cento. Alla crescita complessiva del mercato hanno contribuito le 25 nuove società quotate nel corso dell'anno; al 31 dicembre 1998 le società con titoli quotati erano 223 (contro le 213 del 1997).

È proseguita la tendenza alla semplificazione dei gruppi quotati e alla diffusione della proprietà azionaria. Delle 15 società cancellate dal listino ufficiale nel 1998, 7 sono state riassorbite nel gruppo quotato di appartenenza (tramite Opa residuali o incorporazioni). Il peso del flottante sulla capitalizzazione di borsa è salito a oltre il 56 per cento.

L'andamento positivo del comparto azionario è stato accompagnato da un notevole sviluppo delle negoziazioni del *future* sull'indice di borsa Mib30 e del contratto di opzione MibO30 che ha portato il Mercato per la negoziazione degli strumenti finanziari derivati - Idem - al livello dei principali concorrenti europei; positivo è risultato l'esordio del nuovo contratto *future* sull'indice delle piccole e medie imprese, Midex.

Sostenuta, anche se di minor rilievo, è altresì risultata la crescita degli scambi di titoli obbligazionari e di Stato trattati sul Mercato telematico delle obbligazioni e dei titoli Stato - Mot. Più problematica, soprattutto nel contesto competitivo continentale, appare la situazione del mercato Mif; le iniziative di rilancio esperite non hanno sin qui fornito i risultati attesi.

L'andamento positivo dei mercati mobiliari, anche internazionali, e la riduzione dei tassi di interesse registratasi soprattutto a livello interno, ha ulteriormente spinto i risparmiatori a ricorrere, per l'individuazione della migliore allocazione dei propri risparmi, a gestori professionali; non priva di effetti appare, sotto questo profilo, anche la riforma della tassazione dei redditi da attività finanziarie. La raccolta netta dei fondi comuni di investimento è risultata in crescita di oltre il 50 per cento e il patrimonio totale dei fondi ha raggiunto a fine anno 720 mila miliardi di lire, di cui 143 mila riconducibili a fondi azionari, pari a oltre 372 miliardi di Euro; il mercato italiano dei fondi comuni risulta ormai, per dimensioni, il terzo mercato europeo. Gli analoghi tassi di sviluppo registratisi per le gestioni di portafogli individuali hanno portato il patrimonio complessivamente gestito da Sim e banche a fine 1998 a oltre 470 mila miliardi. Tutti in crescita risultano, infine, gli andamenti degli altri servizi di investimento.

Il Testo unico e la regolamentazione secondaria

L'attuazione del Testo unico della finanza ha rappresentato, nell'ambito delle attività dell'Istituto, un impegno di assoluto rilievo.

Nel corso del 1998 la Commissione ha dato attuazione alle deleghe normative previste dal Testo unico, con la sola eccezione della disciplina relativa alla sollecitazione all'investimento, che peraltro verrà emanata nelle prossime settimane. Tale attività ha comportato la revisione di tutti i regolamenti previgenti e, in parte minore, l'emanazione di norme su materie che precedentemente non rientravano nell'area di intervento dell'Istituto; può conseguentemente affermarsi che si è trattato del compito che nel corso dell'anno ha maggiormente impegnato gli uffici e la Commissione.

È stata redatta una normativa che ha tendenzialmente evitato i precetti minuziosi e mantenuto una struttura non casuistica, in modo da non richiedere modifiche regolamentari in occasione di ogni innovazione degli strumenti o delle tecniche del mercato; la scelta compiuta lascia spazio all'autonomia privata e all'autoregolamentazione. Ai fini di semplificazione è stato condotto un esame critico di tutti gli adempimenti preliminari al compimento di atti o di operazioni e le regole su cui l'esperienza concreta aveva dato un giudizio di inutilità per la tutela degli investitori e la trasparenza del mercato non sono state confermate. Le disposizioni sono state unificate in tre regolamenti, corrispondenti alle relative parti del Testo unico: emittenti, intermediari, mercati.

Le norme, senza le quali non sarebbero state operative alcune delle novità più rilevanti realizzate con la nuova legge o si sarebbero determinati vuoti normativi, sono state adottate a decorrere dal 1° luglio 1998, data di entrata in vigore del Testo unico, senza attendere la scadenza del periodo di sei mesi indicato dalla legge.

Nei sei mesi successivi sono state esercitate le altre deleghe regolamentari in materia di partecipazioni rilevanti, trasparenza dei patti parasociali, gestione accentrata di strumenti finanziari e loro dematerializzazione, attuative anche del D.Lgs. 24 giugno 1998, n. 213, e promotori finanziari.

Nella redazione dei regolamenti, la Commissione ha rafforzato il metodo, coerente con la prassi dei mercati più evoluti, della trasparenza delle scelte e del coinvolgimento degli operatori sugli schemi regolamentari.

I contributi forniti hanno consentito alla Commissione di disporre del punto di vista di chi è chiamato a utilizzare le norme e, conseguentemente, di realizzare una più ampia condivisione degli obiettivi della regolamentazione fra l'Istituto, gli operatori professionali e gli investitori.

La delegificazione operata dal D.Lgs. 58/98 è basata sul principio che la regolamentazione secondaria costituisce uno strumento più agile per realizzare interventi di correzione della