

II. LINEE DI INDIRIZZO E QUESTIONI APERTE

Il mercato unico dei capitali e dei servizi finanziari

La completa integrazione, nel prossimo futuro, dei mercati mobiliari europei può essere fonte di significativi benefici per l'intera Unione Europea. In particolare gli investitori potrebbero beneficiare di migliori opportunità di diversificazione degli investimenti, di una reale concorrenza nell'offerta dei servizi, di un minor costo del capitale e di un grado di efficienza e di liquidità più ampio, offrendo un importante contributo alla crescita economica dell'Europa. Tuttavia, le differenze esistenti tra gli Stati negli assetti legali e nelle procedure giudiziarie, nei regimi di tassazione, nella cultura dei partecipanti al mercato, rappresentano, tra gli altri, elementi che, allo stato attuale, ancora contrastano al compimento di questo processo.

La disomogeneità degli assetti normativi risente, almeno in parte, delle scelte sottostanti l'intervento comunitario in materia che non hanno favorito la reale convergenza dei modelli di regolamentazione. Troppo spesso, se non assente, la legislazione comunitaria è lacunosa, e lascia alla discrezione nazionale numerose e importanti materie, limitandosi solo a fissare requisiti minimi di armonizzazione.

L'eventuale soluzione di un regolatore unico europeo pare incompatibile con la persistenza di profonde differenze regolamentari e legislative; in questo senso, essa sembrerebbe richiedere una modifica del Trattato, se a quel soggetto si volesse affidare potere regolamentare sopranazionale.

Un passo importante è rappresentato dalla recente approvazione da parte del Consiglio Europeo del Rapporto elaborato dal cosiddetto "gruppo dei saggi" che era stato incaricato di avanzare proposte per promuovere l'integrazione dei mercati finanziari europei. Tale Rapporto suggerisce l'adozione di un approccio di regolamentazione articolato su più livelli, che affida alle Direttive, soggette alla codecisione del Consiglio e del Parlamento, l'individuazione degli obiettivi generali della regolamentazione, delegando al *Securities Committee* (presieduto dalla Commissione Europea e composto da un membro per ogni Stato), la definizione delle disposizioni tecniche di dettaglio, avvalendosi della consulenza del *Securities Regulators Committee* (composto da un rappresentante dell'Autorità di controllo sui mercati mobiliari di ogni Stato membro). Il *Securities Regulators Committee* avrà anche il compito di coordinare le prassi di vigilanza e di assicurare la convergenza delle misure nazionali di recepimento.

La Commissione, che ha già partecipato attivamente alle iniziative di coordinamento europeo in sede Fesco, sottolinea l'importanza del riconoscimento da parte del Consiglio Europeo del ruolo istituzionale delle Autorità di controllo dei mercati mobiliari nel processo di definizione e di applicazione di un quadro normativo effettivamente rispondente alle esigenze poste dall'integrazione dei mercati europei. È intenzione della Commissione contribuire attivamente alla realizzazione di tale processo di integrazione e evoluzione normativa, all'interno del *Securities Regulators Committee* e nell'attività regolamentare e vigilanza a livello nazionale.

Per quanto attiene alle iniziative già allo studio del Fesco si segnalano, in particolare, due questioni. La prima riguarda la disciplina dell'attività di gestione dei sistemi di negoziazione, ed è, da un lato, volta a garantire

la parità di condizioni di concorrenza tra gli *Alternative Trading System* (ATS) e i mercati regolamentati e, dall'altro, a favorire una minore frammentazione dei sistemi di *clearing and settlement* (elemento questo che rappresenta uno dei principali ostacoli ad una reale integrazione dei diversi mercati mobiliari).

La seconda iniziativa è rappresentata dall'introduzione di una serie di norme volte a prevenire i fenomeni di *market abuse*; a tal proposito, per quanto attiene gli emittenti, è all'esame l'opportunità di dettare una serie di misure volte a ridurre l'operatività dei *managers* sui titoli delle loro società e a incentivare l'adozione di soluzioni organizzative finalizzate a ridurre le possibilità che le informazioni *price sensitive* circolino all'interno delle imprese (anche al fine di rendere, *ex post*, più agevole il compito di individuare eventuali *insiders*).

Per quanto attiene gli intermediari, oltre a promuovere l'adozione di più rigide divisioni compartimentali, pare opportuno incrementare il livello di trasparenza delle transazioni OTC (*over the counter*), rendere uniformi le regole sulle modalità di produzione e distribuzione degli studi prodotti dai loro analisti finanziari.

Infine, sull'esempio di codici di autodisciplina di categoria, vigenti in altri paesi, si intende proporre, insieme agli ordini professionali, delle guide linee per i giornalisti finanziari.

Il governo societario

In un contesto internazionale aperto, anche il modello societario delle imprese italiane deve confrontarsi e competere con quelli degli altri paesi. Un buon sistema di regole di *corporate governance* è tale se limita il rischio, sempre presente, che *managers* e soci di controllo possano ledere i diritti degli azionisti di minoranza: migliori garanzie ai soci di minoranza favoriscono lo sviluppo dei mercati azionari e rendono la raccolta di capitale più economica. Non di meno, la necessità dell'adozione di tali regole non deve essere vista, dai soggetti chiamati ad attenervisi, come un vincolo esterno alle loro scelte gestionali.

La scelta del modello societario deve essere tener conto, per essere efficiente, non solo dalla cultura economico/giuridica prevalente nel Paese in cui deve essere applicata, ma anche dalla struttura proprietaria che caratterizza le società presenti in quella realtà. Infatti, i contrappesi al potere degli amministratori, definiti dal sistema di *corporate governance*, sono tanto più necessari quanto maggiore è la concentrazione dei diritti di proprietà e di controllo e quanto più diffuso è l'azionariato di minoranza.

Il giudizio che comunemente viene dato del livello di protezione assicurato dalla normativa italiana agli azionisti di minoranza non è, in un confronto internazionale, lusinghiero. La Commissione ritiene che si tratti di un giudizio non equilibrato che non tiene conto delle novità introdotte sul tema dal Tuf. In particolare, il Testo unico sull'intermediazione finanziaria e la regolazione amministrativa che ad esso fa capo, hanno promosso sui mercati maggiore trasparenza, maggiore simmetria informativa e maggiore significatività dei prezzi. Sono le premesse perché possano risultare più efficaci le misure introdotte dallo stesso Tuf per rafforzare la tutela degli azionisti: ampliamento dei poteri di minoranze qualificate, messe in grado di bloccare le deliberazioni dell'assemblea straordinaria, di promuovere l'azione di responsabilità nei confronti degli amministratori e convocare l'assemblea, di nominare un sindaco, di sollecitare le deleghe di voto.

La Commissione intende, da un lato, proseguire, anche in risposta ai riscontri forniti dalla prassi operativa, nella propria opera di perfezionamento del sistema regolamentare e, dall'altro, effettuare degli interventi specifici (ne sono esempi, le recenti raccomandazioni sull'utilizzo dei siti Internet per la diffusione dell'informativa societaria e quella sull'informazione al pubblico da parte dei soggetti capigruppo in merito alle operazioni di compravendita di azioni di risparmio non convertibili) volti a garantire sempre maggiori flussi informativi (e di qualità più elevata); in tal senso, tra le questioni che si ritiene opportuno sottoporre ad un regime di informativa più penetrante vi è certamente quella delle operazioni con parti correlate.

La pressione di investitori istituzionali più numerosi ed agguerriti ha prodotto conseguenze di rilievo sulla struttura del mercato. Grazie alla valutazione accurata dell'*holding discount* e all'entrata sul mercato di imprese nuove, non appartenenti a gruppi e dotate di piena autonomia gestionale, si è ridotta la presenza di strutture piramidali costituite da più società quotate, che era caratteristica precipua del mercato italiano. Tuttavia ancora molto resta da fare per contenere (e per dare loro piena trasparenza) le situazioni di conflitti di interessi che sono presenti in molti di questi investitori e che non consentono loro di svolgere efficacemente il ruolo di *monitoring*.

In tale quadro, l'iniziativa, promossa dalla Borsa Italiana, di redigere, in collaborazione con gli emittenti, un codice di autodisciplina per le società quotate, con facoltà di conformarsi ad esso, ma con obbligo di render conto della mancata adesione, se è vero che ha rappresentato un segnale positivo di diffusione di una nuova e migliore cultura del mercato, presenta, ad oggi, un bilancio non incoraggiante. Questa esperienza, purtroppo, sembra indicare come la strada dell'autoregolamentazione sia ancora estranea al nostro sistema socio/economico e come, pertanto, l'iniziativa resti ancora all'azione amministrativa di eteroregolamentazione.

Allo stato, poco sfruttati sono stati gli spazi che il Testo unico ha lasciato all'autonomia statutaria per introdurre clausole più favorevoli agli azionisti di minoranza. Da una rilevazione condotta dalla Consob lo scorso ottobre, risulta che solo cinque società quotate avevano ridotto la soglia del capitale per la convocazione dell'assemblea da parte dei soci; solo quattro aumentato il quorum deliberativo per l'assemblea straordinaria; solo sette introdotto il voto per corrispondenza. Nessuna società ha ridotto le soglie per la denuncia al collegio sindacale e al tribunale e per l'azione di responsabilità. Anche le prescrizioni obbligatorie del Testo unico volte a tutelare le minoranze hanno trovato a volte attuazione inadeguata. La nomina dei sindaci di minoranza ha incontrato difficoltà nei tempi e nei modi con cui i meccanismi per la loro elezione sono stati introdotti negli statuti. Solo in pochi casi, inoltre, gli statuti contengono le previsioni indicate dal Ministero della Giustizia a cui riferire i requisiti di professionalità dei sindaci.

È sotto queste premesse che la Commissione ha sottolineato l'importanza che sia il mercato a dettarsi autonomamente le sue regole, soprattutto per quanto riguarda i requisiti di ammissione a quotazione, e a dotarsi di adeguati strumenti di verifica e di sanzione, ad esempio riguardo all'attività degli *sponsor*. Alla Borsa infatti, contestualmente alla sua privatizzazione, è stata assegnata la funzione, di interesse pubblico, di disciplinare le regole di ammissione a quotazione, assicurando la tutela degli investitori. La Commissione, nell'inerzia dell'autoregolamentazione, sarà chiamata a intervenire direttamente, nell'ambito dei poteri e delle competenze attribuitele dalla legge, con i propri strumenti regolamentari.

I problemi della securities industry

Ad un corretto funzionamento dei meccanismi di *monitoring* esterno, da un lato, e di elaborazione e trasmissione delle informazioni, dall'altro, sono spesso di ostacolo gli assetti di controllo e quelli organizzativi degli intermediari coinvolti a diverso titolo in tali processi.

I fondi di diritto italiano sono nella quasi totalità filiazioni di istituti bancari, essi stessi quotati o comunque in stretto rapporto con emittenti quotati. Per tale ragione, i fondi non sempre possono essere in grado di esercitare, efficacemente, un ruolo attivo di *monitoring* che potrebbe risultare in contrasto con gli interessi degli Istituti di cui sono filiazioni. Positivamente in tal senso va valutata la recente adozione del codice di autonomia gestionale da parte dell'associazione di categoria (resta peraltro da vedere il grado di effettiva adesione e l'efficacia delle previsioni contenute).

Se la qualità dei prospetti informativi è migliorata nel tempo, anche sotto la spinta concorrenziale apportata dall'ingresso nell'industria dei collocamenti di primari operatori esteri; ampi risultano ancora essere i margini di miglioramento. In particolare, occorre assicurare che i soggetti coinvolti nelle operazioni di collocamento svolgano correttamente e compiutamente la loro funzione, assicurando veridicità e completezza alle informazioni fornite. Non sempre tali soggetti paiono avere esercitato i loro compiti con la dovuta diligenza e nella piena consapevolezza delle loro responsabilità, soprattutto nelle ipotesi di intermediari polifunzionali.

In particolare, la natura polifunzionale degli intermediari collocatori e la struttura stessa degli accordi negoziali che intercorrono tra essi e l'emittente, possono risultare critici per la valutare la correttezza sia dei meccanismi di *pricing* delle azioni da collocare sia per analizzare i comportamenti tenuti successivamente alla quotazione ovvero, durante il periodo in cui viene esercitata la stabilizzazione dei corsi.

Infine, anche le informazioni diffuse al pubblico da operatori polifunzionali tramite studi e statistiche, aventi ad oggetto titoli emessi dalle società quotate, possono presentarsi particolarmente critiche, alla luce dei rapporti che spesso legano i soggetti che li producono agli emittenti oggetto degli stessi. Questo specifico fenomeno è stato oggetto, tra la fine del 2000 e l'inizio del 2001, dell'attenzione della Commissione che ha deciso di assumere l'iniziativa per un primo intervento sulla materia teso a garantire un livello di informativa più adeguato proprio in relazione ad eventuali situazioni conflittuali, tenuto conto della rilevanza che gli studi effettuati dagli analisti ricoprono nell'economia dei processi di elaborazione e diffusione delle informazioni attinenti gli emittenti quotati e riconoscendo tale attività come elemento positivo destinato ad integrare e ad arricchire il processo di *disclosure* generato dall'informazione continua sulle notizie *price sensitive*. Resta questo comunque un argomento che vedrà nei prossimi mesi la Consob impegnata nella verifica delle modifiche introdotte e che sarà riproposto in sede Fesco al fine di uniformare le diverse regolamentazioni nazionali per evitare pericolosi arbitraggi normativi.

Le emissioni obbligazionarie

La massiccia emissione di obbligazioni bancarie, collocata tramite la rete degli sportelli bancari, pone ancora notevoli problemi per la tutela degli investitori non professionali. L'esenzione dalla disciplina del prospetto informativo rimane una fonte di forte opacità, con particolare riguardo alla tipologia sempre più diffusa delle obbligazioni strutturate e al loro collocamento presso il pubblico.

Tuttavia, una particolare tipologia di obbligazioni strutturate emesse da enti creditizi, le cosiddette *reverse convertible*, deve sottostare alla disciplina del prospetto informativo poiché tali strumenti, di fatto, "permettono di sottoscrivere o acquisire azioni" e non godono quindi dell'esenzione di cui all'art. 100 del Tuf. La Commissione ha constatato che, in numerosi casi, soggetti bancari hanno collocato (senza preventiva pubblicazione del prospetto informativo) obbligazioni di tale specie presso investitori non professionali, ed ha pertanto proceduto a contestare agli intermediari le infrazioni relative al mancato rispetto della disciplina sulla sollecitazione.

La vigilanza sui promotori finanziari

La Commissione sta lavorando per dare attuazione alla norma del Tuf (art. 31, comma 4) in base al quale la Consob può avvalersi, per la tenuta dell'Albo dei promotori finanziari, della collaborazione di un organismo individuato dalle associazioni professionali dei promotori finanziari e dei soggetti abilitati. In tale ambito, sono stati incontrati diversi problemi, dovuti alla formulazione della citata norma che non sembra idonea a consentire un'efficace ripartizione di ruoli tra l'Autorità pubblica e il delineato organismo privato espressione delle categorie interessate. Infatti, l'assetto ipotizzabile sulla base della normativa vigente, consente il decentramento di meri compiti amministrativi di gestione dell'albo e non lascia spazi per l'attribuzione di ulteriori funzioni al citato organismo.

Al contrario, coerentemente alle scelte operate dal legislatore in tema di organizzazione e vigilanza sui mercati, sembra opportuno che alla Consob siano riservati compiti di "alta vigilanza", non solo sull'attività dell'istituendo organismo e delle commissioni territoriali in materia di gestione dell'Albo, ma anche con riguardo al sistema dei promotori finanziari e alla regolarità dei loro comportamenti. Tale ultima funzione consentirebbe di concentrare l'attività della Consob sul controllo e sulla repressione dei comportamenti patologici e di particolare gravità, suscettibili di ledere l'affidabilità del sistema nel suo complesso, liberando l'Istituto dal compito, oggi assolto con notevole impiego di risorse (a fine 2000 risultavano iscritti all'albo circa 50.000 promotori), di istruire attività di vigilanza per ogni singola infrazione, anche di natura meramente formale. Queste attività, tipicamente disciplinari, potrebbero essere efficacemente svolte da un soggetto come l'organismo, che dovrebbe tuttavia essere dotato di caratteristiche diverse da quelle previste attualmente dall'art. 31 del Tuf.

Il personale e l'organizzazione

Nel corso del 2000 è stato definito un progetto di riforma delle carriere, sul quale è stato avviato un confronto con i sindacati al fine di pervenire alla modifica del Regolamento disciplinante il trattamento giuridico ed economico e l'ordinamento delle carriere del personale della Consob, da sottoporre all'approvazione del Presidente del Consiglio dei Ministri. Tale progetto, pur garantendo il rispetto dei criteri fissati dal contratto collettivo di lavoro in vigore per la Banca d'Italia (con particolare riferimento alle tabelle economiche e ai tempi minimi di progressione), come previsto dal comma 3 dell'art. 1/2 della Legge 216 del 7 giugno 1974, intende dare attuazione alla possibilità, offerta dal medesimo articolo, di tener conto, nell'applicazione del contratto di riferimento, delle specifiche esigenze funzionali ed organizzative della Commissione.

Il principio dell'affinità delle funzioni, che giustifica la necessità di mantenere il collegamento con il contratto della Banca d'Italia, va infatti reso compatibile con l'esigenza di una maggiore flessibilità organizzativa che si rende necessaria per una struttura di più ridotte dimensioni, come è la Consob, nella quale la maggioranza del personale è oltretutto concentrata nelle qualifiche intermedie.

L'attuale regolamento del personale riflette infatti quello concepito per la Banca d'Italia, che ha una struttura diversa e di ben altra dimensione rispetto alla Consob, e che comunque può contare su un maggior numero di strumenti di flessibilità (distribuzione territoriale, assenza di vincoli di organico, parcellizzazione delle attività etc.). Applicato nel contesto del nostro Istituto, tale regolamento impone pesanti limiti alle politiche di gestione delle risorse umane. Lo strumento delle promozioni, nel vincolo di organico ed in assenza di una separazione tra i concetti di progressione economica e progressione di carriera, non è infatti sufficiente a garantire i necessari spazi di crescita, in particolare per il personale delle qualifiche intermedie. In tale situazione, dotare l'Istituto di più flessibili ed efficaci strumenti di gestione del personale è diventato un obiettivo imprescindibile e quanto mai urgente.

Tale obiettivo viene perseguito attraverso una semplificazione dell'attuale struttura delle qualifiche, che privilegi gli aspetti funzionali rispetto a quelli gerarchici, la separazione tra progressione economica e progressione di carriera, che renda possibile la prima anche indipendentemente dalla seconda, e la predisposizione di criteri di progressione basati essenzialmente sul merito, nell'ottica di una gestione improntata all'efficienza e al risultato.

La Commissione, con delibera n. 12697 del 28/8/2000, ha approvato il regolamento di attuazione degli artt. 2, comma 2 e 4 della legge n. 241/1990. Con il regolamento sono stati determinati i tempi di conclusione e le unità organizzative responsabili dei procedimenti di competenza della Consob nonché le ipotesi di sospensione o interruzione dei termini. Attraverso il regolamento, entrato in vigore il primo dicembre del 2000, sono stati censiti 244 tra procedimenti e fasi procedurali (di questi 123 sono di iniziativa di parte e 121 d'ufficio). Nell'occasione, la Commissione ha adottato anche disposizioni organizzative interne legate all'attuazione della legge n. 241/1990, in materia di criteri di assegnazione delle responsabilità del procedimento e compiti e facoltà del suo responsabile. Con il regolamento, si è quindi definito un quadro di riferimento idoneo a fornire, sia ai cittadini e ai soggetti vigilati che al personale della Consob, certezza sull'attribuzione delle responsabilità connesse allo svolgimento dell'azione dell'Istituto, sui tempi massimi di conclusione dei diversi

procedimenti e sulle modalità con le quali consentire la partecipazione dei soggetti interessati all'attività amministrativa. Attraverso il monitoraggio del rispetto delle tempistiche previste per i diversi procedimenti, la Commissione intende verificare la validità delle scelte organizzative assunte e i margini di ulteriore riduzione, attraverso un processo di aggiustamento iterativo, dei tempi di conclusione di ciascuna tipologia di procedimento.

Con riferimento al regime contributivo, l'art. 145, comma 28, della legge 23 dicembre 2000, n. 388 (legge finanziaria per il 2001) ha, come più volte auspicato dalla Commissione, modificato il comma 3 dell'art. 40 della legge 724/1994, sostituendo il legame tra contribuzioni e singoli servizi resi dall'Istituto con il legame tra contribuzioni e attività complessiva di vigilanza svolta su ciascuna categoria di soggetti. L'attuazione di tale modifica produrrà, a partire dal 2002, i seguenti effetti: unicità di versamento annuale per ciascun operatore appartenente a una determinata categoria (con conseguente eliminazione dei corrispettivi istruttori, dei corrispettivi per la partecipazione a esami e del contributo sulle negoziazioni); semplificazione dei meccanismi di determinazione annuale delle contribuzioni in quanto collegate non più ai singoli servizi resi, bensì al complesso delle attività svolte relativamente a ciascuna categoria di soggetti vigilati; semplificazione della gestione amministrativa del sistema, conseguente alla riduzione del numero dei versamenti; stabilizzazione della struttura degli annuali provvedimenti sul regime contributivo.