

OSSERVAZIONI SULLA RELAZIONE ANNUALE DELLA CONSOB
PER L'ATTIVITA' SVOLTA NEL 2006.

La Commissione nazionale per le società e la borsa (Consob) ha trasmesso al Ministro dell'economia e delle finanze la relazione annuale sulla propria attività, per l'invio al Parlamento, come previsto dall'art. 1, comma 13, del D.L. 8 aprile 1974, n. 95, convertito, con modificazioni, nella legge 7 giugno 1974, n. 216.

La relazione dà ampio conto dell'intensa e proficua attività svolta dalla Consob nel corso del 2006 nell'espletamento delle funzioni di vigilanza regolamentare informativa e ispettiva a essa attribuite dalla legge.

La relazione offre numerosi spunti per riflessioni sull'assetto istituzionale del mercato finanziario italiano, sulle sue tendenze evolutive e sul ruolo che in tale contesto assume l'autorità di vigilanza. Queste riflessioni non possono non essere inquadrare in una prospettiva comunitaria, nell'ambito di un sistema di regole ormai in larga parte armonizzate e di un mercato sempre più integrato. Tra le innovazioni normative recenti o prossime presentate nella relazione, emergono per rilevanza, almeno quantitativa, quelle di derivazione comunitaria. Così è stato nel corso degli ultimi anni, soprattutto in conseguenza della progressiva attuazione del *Financial Services Action Plan*. Il piano è stato ormai completato, ma le sue ultime misure ancora richiedono un'attuazione da parte degli Stati membri e dell'Italia in particolare.

Resta da attuare, in particolare, la direttiva MiFID, che armonizza ulteriormente le regole di condotta degli intermediari nella prestazione dei servizi di investimento e realizza l'obiettivo di definire un nuovo quadro regolamentare in grado di creare un vero e integrato mercato europeo dei servizi finanziari.

La scelta è stata quella di passare da una "armonizzazione minima" a una "armonizzazione forte", con una disciplina più dettagliata e prescrittiva per gli Stati membri, diretta a creare un contesto di maggiore omogeneità normativa e a favorire la concorrenza e l'innovazione sui mercati. La creazione di un sistema di norme meno frammentato dovrebbe prevenire arbitraggi regolamentari e dovrebbe consentire agli operatori e ai mercati una competizione paritaria, facilitando i processi di consolidamento. Gli investitori potranno, d'altro canto, usufruire di un apparato omogeneo di tutele.

La normativa, per quanto dettagliata, privilegia comunque un approccio "per principi": in materia di organizzazione aziendale e di procedure, in particolare, la direttiva fissa in genere obiettivi e vincoli, all'interno dei quali gli operatori hanno ampi margini di discrezionalità nel definire il proprio modello gestionale.

Nell'impostazione comunitaria la vigilanza regolamentare ha uno spazio ridotto e gli operatori una conseguente maggiore libertà nel realizzare innovazioni organizzative e procedurali, in funzione di una riduzione dei costi e di un miglioramento dell'efficienza.

La direttiva contiene numerose disposizioni che richiedono la valutazione dell'idoneità delle misure e delle politiche adottate dalle imprese per conseguire gli obiettivi fissati dalla legge. L'assetto e il funzionamento del mercato sono fortemente influenzati dall'attribuzione della responsabilità di tale valutazione. L'obiettivo di incremento dell'efficienza e della capacità innovativa richiede che siano gli operatori di mercato ad avere, in prima battuta, questa responsabilità, ferma restando la possibilità che le Autorità di vigilanza esprimano un diverso avviso in sede di esercizio dei poteri di vigilanza ispettiva e informativa, e adottino i provvedimenti conseguenti.

In tale ottica, le esigenze di tutela dell'interesse pubblico dovrebbero essere assicurate da una reimpostazione della vigilanza informativa e ispettiva, che dovrebbe valutare l'idoneità in concreto delle soluzioni organizzative e procedurali adottate dagli operatori a conseguire gli obiettivi fissati dalla legge, e non più la stretta conformità a modelli gestionali predefiniti dal regolatore.

Oltre alla creazione di un mercato più dinamico, questa impostazione dovrebbe consentire anche un contenimento dei costi della vigilanza.

La relazione della Consob accenna alla bozza di decreto legislativo di attuazione della direttiva, recentemente sottoposto a consultazione pubblica da parte del Ministero dell'economia e delle finanze. La relazione si sofferma su alcune delle innovazioni proposte, sottolineando la rilevanza positiva che potrebbe avere la previsione di un regolamento unico sugli aspetti organizzativi e procedurali degli intermediari, emanato congiuntamente dalla Consob e dalla Banca d'Italia. L'obiettivo è proprio quello di contenere i costi amministrativi degli operatori rimuovendo il rischio di duplicazioni e assicurando coerenza alla normativa.

Nella medesima ottica è anche rilevante l'obbligo previsto per le due Autorità di vigilanza, Consob e Banca d'Italia, di stipulare un protocollo di intesa volto ad assicurare il coordinamento delle attività di vigilanza. Il protocollo, da rendere pubblico, è diretto ad individuare in modo chiaro le competenze e le responsabilità delle due Autorità di vigilanza, evitando ogni duplicazione sulla base del principio della prevalenza rispettivamente delle finalità di stabilità o di correttezza e trasparenza dei comportamenti.

Il testo messo a punto specifica poi i principi che la Autorità di vigilanza sono tenute a osservare nell'emanazione della regolamentazione: la valorizzazione dell'autonomia decisionale dei

soggetti abilitati; la proporzionalità; la salvaguardia della la posizione competitiva dell'industria finanziaria italiana; l'agevolazione dell'innovazione e della concorrenza.

La *better regulation* può avere implicazioni significative sull'organizzazione e sulle modalità dei controlli. Una regolamentazione ispirata al principio di proporzionalità dei mezzi rispetto all'obiettivo, al criterio dell'efficienza della regolamentazione, inteso anche come minimizzazione degli oneri a carico dei destinatari, deve trovare il suo naturale complemento in un'attività di supervisione graduata in funzione dell'effettiva rischiosità dei soggetti vigilati. Tale impostazione risulta coerente con l'obiettivo di un uso efficiente delle risorse pubbliche.

Questo approccio richiede che si misurino anche i benefici della regolamentazione, oltre ai costi. Mentre i costi della regolamentazione sono di solito definiti e comunque identificabili, nel procedere alla identificazione ed alla valutazione dei benefici, l'Autorità non può prescindere da considerazioni, di ordine squisitamente qualitativo, connesse alla gerarchia delle finalità di interesse pubblico attribuite dall'ordinamento alla sua responsabilità. Il principio di efficienza ed economia nell'allocazione delle risorse è strettamente collegato al principio di proporzionalità, che impone di bilanciare le restrizioni e gli oneri imposti ai soggetti vigilati nello svolgimento delle loro attività con i benefici che ci si aspetta da tale impostazione per gli investitori e per le imprese.

L'attuazione della MiFID, in buona sostanza, può costituire l'inizio di un processo di evoluzione dell'attività di vigilanza. Il contesto competitivo europeo impone la valutazione di ulteriori innovazioni, prendendo come riferimento, tra l'altro, le migliori pratiche adottate negli altri Paesi comunitari.

La relazione testimonia l'impegno della Consob sui temi della *better regulation*. È in corso di emanazione il regolamento che dà attuazione all'articolo 23 della legge sulla tutela del risparmio che prevede che le Autorità di vigilanza svolgano un'attività di valutazione d'impatto della regolamentazione.

L'articolo 23 della legge citata istituzionalizza anche la consultazione dei soggetti interessati come parte della procedura di regolamentazione. La relazione della Consob sottolinea opportunamente in più parti gli effetti positivi che la consultazione dimostra di avere sulla qualità della normativa.

Le considerazioni svolte nella relazione della Consob sulle linee di indirizzo dell'attività consentono di approfondire altri aspetti metodologici. In particolare, la presentazione della relazione offre l'occasione più vantaggiosa per proporre come spunto di dibattito l'opportunità di modernizzare i sistemi di programmazione e controllo delle Autorità di vigilanza.

L'illustrazione *ex post* delle attività svolte potrebbe essere affiancata da una definizione *ex ante* di un programma di vigilanza, costruito sulla base degli obiettivi di vigilanza identificati dalla

legge. Come in ogni moderno sistema di programmazione il perseguimento degli obiettivi dovrebbe sostanziarsi in risultati quantificabili, e prima ancora in prodotti, funzionali all'ottenimento dei risultati. Obiettivi, risultati e prodotti devono essere connessi alle risorse impiegate, per ottenere anche una misura di efficienza, oltre che di efficacia.

L'affinamento delle tecniche di programmazione, affiancato da un adeguato sistema di controllo di gestione, dovrebbe consentire di contenere gli scostamenti tra i costi del *budget* e quelli del consuntivo.

La relazione della Consob prefigura in parte gli sviluppi sopra delineati, nel passaggio in cui accenna alla necessità di elaborare modelli e sistemi di analisi che consentano di individuare i principali fattori di debolezza dei diversi settori, con l'obiettivo di concentrare le attività e le risorse sui fenomeni che presentano maggiori rischi per la tutela del risparmio e lo sviluppo del mercato. Si tratta in sostanza, di metodologie di programmazione, di individuazione di risultati e prodotti.

Il naturale complemento di questa scelta, in direzione di una maggiore trasparenza e responsabilizzazione, sarebbe la pubblicazione di un programma di vigilanza.

In tema di evoluzione della vigilanza, è doveroso richiamare il disegno di legge di riforma delle Autorità di vigilanza, anch'esso analizzato nella relazione della Consob. La riforma individua le responsabilità delle Autorità del settore finanziario secondo il modello funzionale, attribuendo alla Banca d'Italia la vigilanza sulla stabilità e alla Consob quella sulla trasparenza e la correttezza dei comportamenti. L'impostazione consentirebbe una razionalizzazione del sistema, che nel corso degli anni si è sviluppato in modo a tratti disorganico, con competenze spesso sovrapposte o ripartite in modo artificioso. Soprattutto, la vigilanza per soggetti non è più adeguata al mutato contesto del mercato finanziario, dove si sono progressivamente sfumati i confini tra le attività e i prodotti di ciascuna categoria di operatori.

Anche in questo caso gli obiettivi di fondo sono quelli di un incremento dell'efficacia della vigilanza e di una riduzione dei suoi costi, diretti e indiretti. La riforma, nell'ottica di una piena armonizzazione di principi di derivazione comunitaria, afferma l'importanza della previsione di meccanismi di regolazione, affidati alle Autorità indipendenti, finalizzati al raggiungimento del giusto equilibrio tra oneri e benefici delle regole, tra istanze degli operatori ed esigenza di tutela degli investitori.

Tra i vari principi che caratterizzano la riforma, quello relativo alla *governance* dell'Autorità offre lo spunto per una riflessione sulla struttura istituzionale e organizzativa della Commissione. Può essere opportuno valutare soluzioni alternative all'adozione collegiale di tutte le decisioni, che, insieme all'impossibilità di delega di funzioni ai commissari o alla struttura amministrativa, determina un aggravio di tempi e di costi.

Tra gli elementi evidenziati nella relazione della Consob, si sottolinea il dato sugli assetti proprietari delle società di nuova quotazione: la quota media dei diritti di voto dell'azionista di controllo dopo la quotazione è del 54% e solo in 5 casi (su 21 nuove società ammesse alla quotazione) la quota dell'azionista di controllo risulta inferiore al 50%. Le opportunità di crescita offerte dai mercati sono sfruttate solo in parte, perché subordinate all'esigenza di mantenere il controllo della società.

Per quanto riguarda il dato complessivo delle società quotate italiane, si rileva che rimane sostanzialmente immutato il grado di concentrazione proprietaria: la quota media del primo azionista si colloca intorno al 30%, mentre il peso sulla capitalizzazione di borsa delle società controllate di diritto rimane al 32% circa.

I dati indicano una forte differenziazione tra società finanziarie e non finanziarie: nelle prime l'evoluzione, guidata dai processi di privatizzazione delle banche pubbliche, ha condotto ad una forte dispersione della proprietà, mentre nelle società non finanziarie la situazione è rimasta sostanzialmente stabile.

È opportuna una riflessione sulle ragioni per le quali l'intensa stagione di riforme vissuta dagli anni '90 fino al 2005 non ha innescato un'evoluzione degli assetti proprietari delle società non finanziarie quotate italiane. Il nuovo modello di *corporate governance* delle società quotate non sembra in grado di incentivare, da solo, una più ampia separazione fra proprietà e controllo.

PAGINA BIANCA

A

LE QUESTIONI IN CORSO E LE LINEE DI INDIRIZZO

PAGINA BIANCA

I – IL CONTESTO ECONOMICO E ISTITUZIONALE

1. L'evoluzione del quadro normativo

1.1 Il nuovo scenario delle regole alla luce delle riforme legislative

Un sistema di regolamentazione efficace deve garantire la relativa stabilità nel tempo dei suoi principi fondamentali.

In un settore, come quello finanziario, pervaso da spinte innovative e tecniche sofisticate, la stabilità delle regole coincide con la loro capacità di realizzare un equilibrio, tra vincoli e flessibilità, che goda di diffusa accettazione da parte di tutte le componenti del mercato.

Il raggiungimento di questo obiettivo avviene all'esito di un percorso difficile, non sempre lineare, a volte frutto di reazioni alle crisi, di ripensamenti e successivi assestamenti.

Ad esempio, a seguito del verificarsi di scandali finanziari, il legislatore interviene spesso con una normativa connotata da un notevole tasso di imperatività e di dettaglio.

A queste fasi, seguono normalmente periodi in cui alle norme imperative si sostituiscono norme che lasciano maggiore spazio all'autonomia statutaria (e contrattuale in genere) e all'autoregolamentazione.

È quanto sembra accadere attualmente nella comunità internazionale, e in Italia, con caratteristiche e velocità che necessariamente si differenziano in funzione dei diversi punti di partenza.

Negli Stati Uniti, dopo i noti scandali, si è sentito il bisogno di una regolamentazione più rigida su alcuni aspetti della *governance* societaria, realizzata con il Sarbanes&Oxley Act, per poi avviare una riflessione critica sull'utilità di alcune nuove regole, in relazione all'analisi dei costi che ne sono derivati.

In Europa, si è appena conclusa una fase particolarmente intensa di definizione di regole armonizzate, ritenute necessarie per facilitare la realizzazione di un mercato europeo integrato dei servizi finanziari. Non sempre, tuttavia, i rimedi sono apparsi soddisfacenti. In alcuni casi la regolamentazione europea, invece di eliminare le barriere, sembra aver prodotto nuovi ostacoli, come dichiarato il 27 febbraio 2007 dallo stesso Commissario europeo al mercato interno Mc Creevy, in occasione della presentazione di un Rapporto

della Commissione Europea sullo stato di recepimento della direttiva sulle offerte pubbliche d'acquisto (Opa)¹.

Nell'ultimo periodo molte società italiane sono impegnate da protagoniste in operazioni di aggregazione e di confronto con competitori di altri paesi membri, in settori anche di importanza strategica per le economie nazionali.

Questa circostanza sottopone a un ulteriore fondamentale test di verifica gli ordinamenti nazionali, dei quali viene misurata sul campo la capacità, oltre che di tutelare i soggetti più deboli, di non svantaggiare, sul piano dei vincoli regolamentari, la competitività dei loro operatori.

L'Italia ha partecipato attivamente al processo di regolamentazione europea. Tra il 2005 e il 2006 la legislazione del mercato finanziario ha subito una radicale trasformazione, innestata sia dagli obblighi di recepimento della normativa europea sia dalle spinte che sul piano interno e internazionale si sono fatte incessanti, dopo scandali societari e vicende relative a scalate bancarie.

Le trasformazioni avvenute in Italia sono destinate a incidere profondamente anche sull'assetto istituzionale delle Autorità di vigilanza, sulla loro capacità di intervento e sugli aspetti di prevenzione, oltre che di sanzione, di comportamenti non corretti, suscettibili di minare in modo grave la fiducia nel funzionamento del mercato.

Dopo l'avvio avvenuto a metà del 2005, il 2006 è l'anno della piena operatività della nuova disciplina sugli abusi di mercato. È quindi l'anno in cui società, mercati e intermediari hanno avviato la realizzazione di nuove prassi comportamentali, fondate su più intensi livelli di monitoraggio dei propri esponenti e delle transazioni effettuate e su circuiti informativi più completi e integrati sia interni che nei confronti delle Autorità e del mercato.

Il 2006 è anche l'anno della riforma del risparmio che, approvata alla fine dell'anno precedente, ha goduto dei risultati di una positiva, pur se lunga, riflessione, comune tra Autorità e mercato, che ha portato all'approvazione, alla fine dell'anno, del decreto con il quale sono state apportate necessarie norme di coordinamento con il Testo unico della finanza (TUF) e con il Testo unico bancario (TUB). La normativa rappresenta ora un quadro di riferimento organico e potenzialmente dotato di adeguata stabilità.

Da ultimo, il 2006 è stato un anno determinante per la maturazione di un progetto di riforma istituzionale delle Autorità indipendenti che, approvato dal Governo nella seduta del 2 febbraio 2007, impegnerà il dibattito pubblico e parlamentare nei mesi a venire.

¹ Direttiva 2004/25/CE.