

**ECONOMIA FINANZIARIA E PUBBLICA VIGILANZA. LA POSIZIONE
ISTITUZIONALE E LE COMPETENZE DELLA CNMV, COMISIÓN NACIONAL DEL
MERCADO DE VALORES (*).**

MARIO BESSONE

*PROFESSORE ORDINARIO NELLA FACOLTA' DI GIURISPRUDENZA
DELL'UNIVERSITA DI ROMA < LA SAPIENZA >*

Discutendo di economia finanziaria e di tutela degli investitori sarà bene guardare allo scenario di inizio secolo da punti di osservazione che consentano di allontanare il pericolo di errori di prospettiva. Si sbaglia quando si guarda al sistema delle norme che regolano la economia finanziaria in una prospettiva pericolosamente unilaterale, quasi che le vicende dell'economia finanziaria fossero cosa che forma giuridica e prescrizioni legali possono governare per intero. Ma se è vero che i suoi congegni e i modi di essere dei mercati sono molto più di quanto emerge nella prospettiva delle norme che li regolano, allo stesso modo si sbaglia se non si considera che per tutti i fenomeni finanziari la forma giuridica e le prescrizioni legali costituiscono un fattore fortemente condizionante. E più di quanto non sembri ad osservatori lontani dalla realtà ogni comparto di *financial economy* è in consistente misura una variabile dipendente dal suo diritto. Alla regolazione dei rapporti di mercato si provvede con una serie di mezzi giuridici del più vario genere.

Dovunque hanno tuttavia un ruolo protagonista i mezzi e gli istituti che da sempre appartengono al sistema del diritto privato. Variano le fattispecie ma anche quando sono soggetti pubblici gli operatori della materia finanziaria invariabilmente si avvalgono dell'intero repertorio dei mezzi dal diritto privato predisposti per regolare iniziativa economica, assetti organizzativi e rapporti negoziali. Il contesto normativo e i vincoli delle prescrizioni inderogabili sono quelli delle disposizioni di costituzione economica e di quante necessariamente ne conseguono. Ma si opera pur sempre mediante contratto, si assumono obbligazioni e si acquisiscono diritti reali e diritti di credito, applicandosi comunque regole di responsabilità contrattuale e da atto illecito che rinviano ai principi generali del codice civile. Le attività degli intermediari di mercato finanziario poi altro non sono se non attività di impresa commerciale. E sono ormai impresa di genere

societario anche i mercati dove gli intermediari provvedono all'incontro di domanda e offerta dei titoli che si scambiano. Modalità di ordinamento della materia diverse da queste appartengono ad un passato che non ritornerà'.

E sia pure con le persistenti incertezze di direttive comunitarie talvolta ancora caratterizzate da una intenzione dirigista (che invece non si ritrova in ambiente di *common law*), anche il diritto europeo dell'economia finanziaria è ormai decisamente orientato nella direzione di *policies* in linea con le necessità di una economia capitalista di (libero) mercato. Iniziativa e attività dei soggetti che movimentano l'economia finanziaria tuttavia si svolgono secondo una dinamica al tempo stesso e per intero regolata da norme di diritto pubblico, non escluso il ricorso alle norme del diritto penale che infatti sono numerose e sanzionano l'agire più gravemente deviante configurando fattispecie di reato. Se per ogni comparto dell'economia finanziaria si apprestano speciali ordinamenti di settore ognuno da valutare nella sua assoluta particolarità sarà comunque chiaro che guardando al suo insieme non sono pensabili capitalismo maturo, *welfare state* ma neppure tutela del risparmio delle famiglie senza una economia finanziaria che sia al tempo stesso <efficiente > e < integra >.

E clamorose vicende che a veder bene non si possono considerare soltanto una inquietante successione di episodi di <fallimento > del mercato dovevano documentare la stringente necessità di *policies* e di interventi normativi con finalità di riforma di segno molto forte, davvero all'altezza di fenomeni devianti a grande dimensione che talvolta presentano tutti i caratteri e rischiano le disastrose conseguenze di una autentica crisi di sistema. *Policies* e interventi normativi di riforma dell'esistente che nel caso italiano come si sa sono adesso in corso di molto discussa e tormentata elaborazione. Non manca la progettazione di discipline certamente capaci di corrispondere alle attese ma è politica del diritto ancora alla ricerca del consenso necessario per passare dal progetto alla sua realizzazione mediante un compatto insieme di disposizioni che comunque saranno davvero vincenti soltanto se congegnate a misura di quanto ormai caratterizza per intero l'universo di una *financial economy* dove non esistono più geografia di confini nazionali né fattori di contrasto all'operare in tempo reale.

Nè certamente occorre enfasi di discorso su quanto con grande evidenza e in modo più forte per l'economia finanziaria consegue all'intersecarsi di <globalizzazione > e rivoluzione telematica. Non ogni settore dell'economia è davvero <globale > ma lo è ogni suo settore dove oggetto della attività e delle transazioni sono beni immateriali. Perciò massimamente lo è la *financial economy* che commercia in via esclusiva aspettative, contratti, valori economici da contabilizzare. E a tutto questo si

aggiungono i mezzi di interlocuzione telematica che sconvolgono l'assetto e l'ordine tradizionale dell'operare di mercato finanziario perchè dovunque e quasi per intero ormai si opera in tempo reale e in modo virtuale. Non più presenza fisica e carte ma dislocazione di quel che serve nella memoria del *computer* azzerandosi qualsiasi limite di operatività correlato a dislocazioni territoriali. Da ciò consistenti guadagni di efficienza mercantile e maggiori opportunità di *asset allocation* ma anche i problemi sempre correlati alla dinamica di ciò che è *new economy* di tecnologie dell'informatica.

Si consideri infine la particolare identità di una economia finanziaria che non conosce più comparti separati, quali in passato erano l'attività bancaria, l'assicurazione e la intermediazione di mercato mobiliare essendo ormai dominante una loro aggregazione di insieme, secondo la logica di gruppo dell'operatore <polifunzionale > significativamente riassunta nella formula che ormai in finanza <tutti fanno tutto >. Ne consegue la nuova dimensione (ma anche la speciale connotazione) assunta dai problemi di disciplina dei conglomerati finanziari, dell'*e.commerce* transnazionale di valori mobiliari, delle così frequenti situazioni di conflitto di interessi, di garanzia della trasparenza e della informazione di mercato dovute agli investitori. E molto altro ancora acquista nuova dimensione (e speciale connotazione) se si pensa a *governance* delle imprese e modalità di prestazione dei servizi di investimento, a prevenzione e sanzione non semplicemente dell'*insider trading* ma anche delle altre possibili forme di *market abuse*, alla organizzazione e strumentazione di una pubblica vigilanza a misura di mercati che sono ormai con assoluta prevalenza <telematici>. E ormai in grandissimo numero mercati non regolamentati del genere *Alternative Trading Systems* che mettono a dura prova qualsiasi strategia di vigilanza.

Nè sarà necessario completare l'elenco già infinite volte rappresentato dei problemi emergenti nello scenario dell'economia finanziaria di inizio secolo. Problemi come si sa per la maggior parte adesso finalmente alla attenzione del legislatore comunitario essendo particolarmente rilevanti le direttive variamente progettate o già in corso di recepimento in materia di prospetto informativo della sollecitazione all'investimento, quante si riferiscono al regime delle società emittenti valori in senso tecnico *going public* con l'ammissione a quotazione, finalmente disciplinandosi poi le offerte pubbliche di acquisto (le *Opa*) così come si è riformato in modo radicale il contesto normativo di servizi di investimento e mercati mobiliari (oltre che l'insieme delle regole in materia di *market abuses*). Ma anche altre iniziative del legislatore comunitario presentano caratteri di importante rilievo tanto più se si considera la complessiva strategia di intervento e di

riforma a suo tempo congegnata dal Consiglio europeo di Lisbona (e se si passano in rassegna i diversi contenuti del *Financial Services Action Plan* del 1998).

E' vero che spesso il legislatore dell'Unione Europea si segnala per un flusso di normative pericolosamente lontane dall'essere (come invece dovrebbero) prescrizioni di concisa chiarezza nel segno di una formulazione normativa all'altezza delle materie regolate. E talvolta si tratta di un eccesso di normative che non si sottraggono alle motivate obiezioni di quanti disapprovano il ricorso a *policies* in certa misura ancora visibilmente caratterizzate dalla già segnalata intenzione dirigista. Si tratta tuttavia pur sempre di un nuovo diritto europeo dei mercati finanziari che delinea un consistente ordinamento sovranazionale del settore comunque sensibile alla pressante domanda di miglior regolazione dei mercati e di maggior tutela dell'investitore. Una domanda sociale di normative di garanzia ormai dovunque presente e all'origine di interventi dei legislatori nazionali che altrove in questi anni sono diventati molto numerosi offrendo ampia materia ad una comparazione utile.

Anche senza esagerare il rilievo che valutazioni in prospettiva di comparazione possono presentare per il legislatore nel caso italiano adesso impegnato in un difficile processo di elaborazione di una organica riforma dell'ordinamento di mercato finanziario, una attenzione allo scenario delle esperienze maturate altrove non è davvero divagazione professorale nel cielo delle astrazioni, dovendosi considerare che insieme a molto altro *globalisation* dell'economia finanziaria significa inevitabilmente prassi mercatili nel segno delle interferenze e del confronto tra le diverse legislazioni di ognuno dei sistemi <paese> partecipanti alla dinamica di mercati ormai quasi per intero sovranazionali. E in questo senso la insufficiente attenzione allo scenario delle esperienze maturate altrove a veder bene costituisce (grave) punto di caduta della riflessione scientifica ma ancor più del dibattito politico e istituzionale adesso in corso per portare a risultato anche nel caso italiano riforme di ordinamento che possano essere al tempo stesso miglior regime della *financial economy* e riforme in consonanza con quante già si sono già realizzate altrove.

Assai indicativo il tema della pubblica vigilanza. Se infatti è vero che in questa materia ogni contesto nazionale ha caratteri distintivi che rilevano più di qualsiasi astratta comparazione di modelli, anche quanto alla miglior organizzazione delle funzioni di pubblica vigilanza sicuramente meritano attenta analisi (e offrono ampia materia a utili approfondimenti) le motivazioni altrove assunte come criteri di preferenza per il modello del <regolatore unico > significativamente condiviso dall'inglese *Fsa*, la

Financial Services Authority e da *BaFin*, il *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht* dell'ordinamento tedesco (ma anche da altri ordinamenti e di recente dalla *CBFA* che dal gennaio del 2004 è *autorité de controle unique du secteur financier belge*). E comprensibilmente più ancora interessano le motivazioni e il diverso orientamento degli ordinamenti che hanno stabilito discipline di vigilanza invece più in linea con il modello di ripartizione delle competenze di pubblica vigilanza che nel caso italiano si è disegnato con le norme del *Tuf*, il *Testo unico delle disposizioni ateria di intermediazione finanziaria* del febbraio 1998. In modo particolare interessa segnalare la significativa lesperienza della *CNMV*, la *Comisión Nacional del Mercado de Valores*.

Una esauriente (e qui impensabile) documentazione dello scenario di insieme del diritto spagnolo dovrebbe muovere da una ricognizione di campo normativo capace di considerare la intera serie degli interventi legislativi variamente intesi a regolare la gestione del risparmio in forma collettiva (e perciò le *Instituciones de Inversion Colectiva* con legge 35 del novembre 2003), la legge 44 del novembre 2002 che è *Ley de Medidas de Reforma del Sistema Financiero* e quanto è speciale disciplina delle società quotate, così come l'intera serie delle norme regolatrici delle funzioni di pubblica vigilanza secondo il regime disposto dalla legge 26 del luglio 2003 in riforma delle leggi 24 del luglio e 37 del novembre 1988 (dovendosi infine considerare anche l'importante rilievo della legge 22 del luglio 2003 in materia di procedure concorsuali). Ma riferimenti per una prima riflessione utile offrono già le disposizioni che se integrano l'ordinamento di settore con numerose regole di diverso oggetto particolarmente interessano per quanto ne risulta in punto di assetto organizzativo e missioni della pubblica vigilanza assegnate in competenza alla *CNMV*. Più che involuti discorsi di introduzione alla analisi di un materiale normativo assai complesso, per fare chiarezza e avviare una discussione davvero utile sarà bene trascrivere quanto si ritrova in ogni elementare rassegna delle disposizioni intese a definire le grandi linee del sistema.

E ancor prima sarà bene considerare quanto si legge nella *Exposición de motivos de la Ley del Mercado de Valores* che (evocando le progettazioni di intervento normativo avviate già nel corso degli ultimi anni Settanta) indica con chiarezza le finalità di una legislazione intesa a *<dotar a todo el ordenamiento de los mercados de valores de una coherencia interna >* secondo una *<visión global de la ordenación de los mercados de valores >* dichiaratamente pensata in funzione di una economia finanziaria da considerare sempre più come parte *<de un mercado europeo de capitales >*. E se ampio spazio si riserva ad una normazione secondaria di fonte

regolamentare con i caratteri di flessibilità necessari per adeguare l'ordinamento del settore all'incessante evolvere dei modi di essere dell'economia finanziaria < *en el entorno financiero nacional e internacional* >, già le disposizioni della legge configurano una disciplina con caratteri di completezza, < *pieza central de la reforma* > essendo appunto < *la creación de una Comisión Nacional del Mercado de Valores, que se concibe como una entidad de derecho público con personalidad jurídica propia* >, e resa contestualmente titolare dei poteri occorrenti per assicurare < *supervisión e inspección del mercado de valores* > .

Più precisamente alla *Comisión Nacional del Mercado de Valores* < *se encomiendan la supervisión e inspección de los mercados de valores y de la actividad de cuantas personas físicas y jurídicas se relacionan en el tráfico de los mismos, el ejercicio sobre ellas de la potestad sancionadora y las demás funciones* > che il successivo evolvere dell'ordinamento possa aggiungere alla competenze della autorità di vigilanza. In ogni caso missione e fondamentali competenze della *Comisión Nacional* sono assicurare la dovuta *transparencia* dei mercati ma anche una corretta formazione dei prezzi degli strumenti finanziari così come la *protección de los inversores*. Tutela degli investitori che variamente esige vigilanza informativa e perciò flusso di informazioni al mercato insieme con una vigilanza di genere continuativo estesa all'intero insieme delle *sociedades que emiten valores para ser colocados de forma pública* ma anche riferita alla dinamica dei mercati secondari dove si trattano valori mobiliari .E come dovunque massimamente rilevano le garanzie di pubblico controllo quanto ad *empresas que ofrecen servicios de inversión*.

Imprese di intermediazione mobiliare assoggettate ad una speciale disciplina che presenta caratteri di particolare interesse considerato che alla *Comisión Nacional del Mercado de Valores* si assegnano anche competenze di *supervisión prudencial* così da garantire sia la *seguridad de las transacciones* sia la *solvencia del sistema*. Altro ancora si dovrebbe poi precisare. Nel comparto della gestione di risparmio <in monte> operano quali *Instituciones de Inversión Colectiva* numerose *entidades* a disciplina particolare, quali sono le *sociedades de inversión* (tanto *mobiliarias* che *inmobiliarias*) ma anche *fondos de inversión* (anch'essi *mobiliarios* o *inmobiliarios*). Naturalmente parte importante dell'industria dei servizi finanziari sono anche gli intermediari che offrono diversa tipologia di *Servicios de Inversión*, e principalmente le *Sociedades y Agencias de Valores* che svolgono come loro attività la *asesoría y a la compraventa de valores*. Alla gestione personalizzata di portafolio finanziario provvedono *Sociedades Gestoras de Cartera* in posizione di intermediari che sono appunto *entidades*

orientadas a la gestión de patrimonios individuales y constituidos fundamentalmente por valores. E si consideri l'importante funzione di *Bolsas y Mercados Españoles* (in via breve *BME*).

Sua funzione istituzionale è la aggregazione operativa delle < *diferentes empresas que dirigen y gestionan los mercados de valores y sistemas financieros en España* >, a tal fine *BME* coordinando < *bajo la misma unidad de acción, decisión y coordinación* > mercati > *de renta variable, renta fija, derivados* > così come < *sistemas de compensación y liquidación españoles* >. Organismo < *integrado por la Bolsa de Barcelona, Bolsa de Bilbao, Bolsa de Madrid, Bolsa de Valencia* > e ancora altri mercati finanziari, il sistema che ne risulta si presenta come la risposta dell'economia finanziaria di Spagna < *al nuevo entorno financiero internacional donde los inversores, intermediarios y empresas demandan una creciente gama de servicios y productos en un marco de seguridad, transparencia, flexibilidad y competitividad.* >. E dichiarato obiettivo è l'assicurare < *a los mercados españoles (...) una dimensión de primer nivel en el ámbito europeo* > anche a mezzo di < *una estructura diversificada que engloba toda la cadena de actividad en los mercados de valores.* >. Ma se questo è il progetto (anche nel caso spagnolo) si rendono necessarie norme e istituzioni e prassi operative capaci di conseguire contestualmente i risultati che sia pure in via breve sarà bene precisare ancora una volta.

Risultati di stabilità dei singoli (soggetti e) comparti dell'industria dei servizi finanziari. Risultati di trasparenza e di correttezza nell'agire delle imprese di intermediazione mobiliare. Risultati di efficienza dei mercati considerato che mercati inefficienti (non sono competitivi e) trasferiscono costi in eccesso al portafoglio degli investitori. Infine risultati di integrità della *financial economy* sempre così esposta al pericolo della criminalità economica, della *black finance* e comunque di comportamenti mercantili gravemente devianti che invariabilmente colpiscono gli investitori <risparmiatore> più di ogni altro. Quando poi in modo particolare si guarda (come certamente si deve) a risultati di incremento delle garanzie di tutela del risparmiatore diventa immediatamente percepibile in qual misura occorrono garanzie di effettività del principio di concorrenza perché soltanto la concorrenza tra imprese che offrono strumenti e servizi finanziari assicura agli investitori la miglior organizzazione del portafoglio finanziario al miglior prezzo. E se occorre davvero tutto questo davvero molto è ciò che compete alla *Comisión Nacional del Mercado de Valores*.

Da ciò il suo dichiarato impegno su molti fronti (che saranno precisati più avanti) a cominciare da quanto è necessario per migliorare la qualità dell'informazione dovuta ad investitori e mercato, al tempo stesso

provvedendosi a incrementi della vigilanza in materia di *auditing* e delle garanzie di *disclosure* in ambito societario, così come è forte l'impegno sul fronte della prevenzione e sanzione delle attività illegali o comunque devianti che in modo così ricorrente caratterizzano l'operare di taluni comparti dell'industria dei servizi finanziari. E molto rilevano i poteri di vigilanza prudenziale (precisati più avanti) che come si sa sono assegnati alla CNMV in funzione di garanzia di corretto svolgimento delle transazioni di mercato e di *solvency of the system*. A tutto ciò si aggiunga quanto oggi è indispensabile per adeguare le regolamentazioni del mercato mobiliare all'incessante flusso delle innovazioni di tecnica commerciale e di <prodotto> offerto al pubblico degli investitori che (ovunque) caratterizzano l'economia finanziaria di inizio secolo.

Ne risulta delineata una politica del diritto di fonte regolamentare che tende progressivamente a rimuovere procedimenti sul modello burocratico ancora così spesso privilegiato dalle pubbliche amministrazioni, ricercandosi un razionale punto di equilibrio tra incentivo alla innovazione finanziaria e regole di protezione dell'investitore (segnatamente l'investitore <risparmiatore >. E (anche per il tramite di una significativa partecipazione agli *International Forums* dove di questo si discute) altrettanto dichiarata intenzione della *Comisión Nacional del Mercado de Valores* è orientare i suoi poteri di regolazione del mercato mobiliare in direzione di normative capaci di concorrere alla attivazione di un più efficiente sistema di economia finanziaria fortemente integrata alla scala europea. Ma al tempo stesso è comprensibilmente forte la insistenza della CNMV sulla necessità di una regolazione del mercato mobiliare resa affidabile da uniformi (e rigorose) discipline di garanzia. Ad un progetto di miglior tutela degli investitori offrono adesso strumenti di significativo rilievo le norme della già segnalata legge 26 del luglio 2003.

Legge che per una parte opera modificazioni di talune disposizioni del *texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas* del 22 dicembre 1989 e per altra parte aggiunge un nuovo titolo alla legge 24 del luglio 1998, assegnando alla CNMV nuove competenze quanto alla disciplina delle società che per essere *cotizadas* sono maggiormente presenti sul mercato di raccolta del capitale di rischio. Si muove in modo particolare dall'assunto che per esse tanto più deve considerarsi < *fundamental el principio de la transparencia*> a garanzia di un < *correcto funcionamiento de los mercados financieros* >, perciò occorrendo che < *se transmita al mercado toda la información relevante para los inversores, que la información que se transmita sea correcta y veraz, y que ésta se transmita de forma simétrica y equitativa y en tiempo útil.*>. Da ciò (non una normativa di vincoli per

eccesso ma pur sempre) un regime stabilito da prescrizioni che esigono trasparenza di soggetti e di attività sociali ,con riguardo al governo dell'impresa ,a possibili situazioni di conflitto di interesse e molto altro ancora. E da ciò un ulteriore incremento dei poteri di vigilanza della *Comisión Nacional del Mercado de Valores* stabiliti da disposizioni che meritano la maggior attenzione appunto per le nuove discipline delle società che operano raccolta di risparmio sul mercato del capitale di rischio.

() In queste pagine si trascrive una prima parte dell'intervento da svolgere nel corso di un <incontro per la didattica> organizzato alla facoltà di giurisprudenza dell'Università di Roma <La Sapienza >*