

Incontro annuale con il mercato finanziario

Discorso del Presidente Giuseppe Vegas

Milano, 14 maggio 2012



CONSOB
COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

Discorso del Presidente al mercato finanziario

1. Il quadro macroeconomico
2. L'evoluzione del sistema finanziario
3. La questione delle regole
4. L'azione della Consob
5. Le prospettive per il mercato italiano

*«Quel che turba gli uomini non sono le cose,
bensì i giudizi che essi formulano intorno alle cose»*

Epitteto, *Manuale*, 5,1

Signor Presidente della Repubblica, signor Vice Presidente del Senato, signor Ministro, signor Governatore, Autorità, Signore, Signori,

desidero innanzitutto rivolgere il mio deferente saluto al Presidente Giorgio Napolitano, che onora noi tutti con la Sua presenza.

La Commissione rinnova il suo ringraziamento alla città di Milano e a Borsa Italiana per l'ospitalità offerta ancora una volta per questo incontro.

Nel corso del 2011 la Consob ha attuato una importante riorganizzazione della propria struttura al fine di adeguarla alle nuove necessità del sistema finanziario. Sono state rafforzate le dotazioni del personale direttamente coinvolto nelle attività ispettive e di vigilanza e sono state meglio articolate le rispettive funzioni. È stata creata una nuova direzione che si occupa di regolamentazione. Le attività strumentali sono state ricondotte a una sola direzione, rispetto alle tre precedenti. La riforma ha consentito di ottimizzare la distribuzione del personale e di ridurre la spesa dell'Istituto.

Il contenimento dei costi per il 2012, rispetto all'esercizio precedente, equivale a circa 10 milioni di euro. È stato così possibile ridurre, a fronte di un contributo pubblico sostanzialmente azzerato, le entrate contributive a carico dei soggetti vigilati di circa 11 milioni (-9,2 per cento rispetto al 2011). È stata avviata una revisione dei criteri di tariffazione per il 2013, per meglio correlare le contribuzioni alla dimensione dei soggetti vigilati.

La Commissione ha istituito un Collegio dei revisori dei conti, presieduto dal dottor Maurizio Meloni, Presidente delle sezioni unite della Corte dei conti, a garanzia del buon uso delle risorse finanziarie richieste al mercato.

È stato nominato Direttore Generale il dottor Gaetano Caputi. Il dottor Giuseppe D'Agostino è stato nominato Vice Direttore Generale e preposto alla sede di Milano, che vede così confermata la sua rilevanza strategica. Il dottor Claudio Salini è stato nominato Segretario Generale.

Colgo questa occasione per ringraziare a nome della Commissione il personale tutto per la competenza e la serietà dimostrate nell'adempimento di impegni resi più gravosi dall'attuale fase congiunturale.

La Consob intende finalizzare l'autonomia, che l'ordinamento le ha conferito, per rendere più efficace l'azione di tutela del risparmio e di salvaguardia del sistema finanziario. Tale autonomia, principio consolidato a livello internazionale e imposto dalla normativa comunitaria, assume oggi rilevanza sempre maggiore, al fine di garantire quella parità di trattamento tra tutti gli attori economici che è condizione necessaria per attrarre capitali in un mercato aperto e favorire la crescita e lo sviluppo del Paese.

1 Il quadro macroeconomico

Stiamo vivendo un *annus horribilis*. A partire dal mese di luglio 2011 si è manifestato in tutta la sua gravità l'evolversi della crisi, che affonda le sue radici nel dissesto finanziario internazionale del 2007-2008. Gli squilibri della finanza pubblica, accentuati in alcuni paesi dal salvataggio degli istituti finanziari in difficoltà, e il rallentamento della crescita globale hanno segnato il passaggio a una nuova fase della crisi, quella del debito sovrano. Essa ha avuto epicentro nei paesi periferici dell'area euro (Portogallo, Irlanda e Grecia). Nel corso del 2011 si è poi estesa ad altri paesi, tra i quali Spagna e Italia.

Un sistema finanziario sempre più interconnesso e volatile ha fatto sì che le incertezze relative alle condizioni finan-

ziarie di un paese si ripercuotessero immediatamente sugli altri, minandone la stabilità.

I titoli pubblici italiani, in particolare, a fronte dell'aumento della percezione del rischio sovrano, hanno sperimentato rialzi significativi del differenziale di rendimento (*spread*) rispetto al Bund tedesco. Dopo aver superato il livello di 570 punti base nel mese di novembre dello scorso anno, il valore dello *spread* si è sensibilmente ridotto all'inizio del 2012, per poi attestarsi intorno al livello di 400 punti base.

Le rinnovate tensioni sul debito sovrano si sono riflesse anche sui corsi azionari. Dal 1° luglio 2011 l'indice EuroStoxx dei 50 titoli europei a maggiore capitalizzazione ha registrato una flessione del 21,8 per cento; il FtseMib si è ridotto del 32,2 per cento. Il valore dei titoli del settore bancario ha subito un ribasso ancora più marcato: l'indice italiano e quello francese hanno registrato un calo superiore al 50 per cento, seguiti da Spagna (-39,8 per cento) e Germania (-26,5 per cento).

I governi hanno reagito alla crisi delle finanze pubbliche adottando, nel rispetto dei Trattati, misure di emergenza di esclusiva competenza nazionale. Essi hanno operato rilevanti interventi di contenimento del *deficit* e del debito, agendo sul lato della spesa e, in molti casi, prevalentemente su quello delle entrate.

Nel contempo, le istituzioni europee hanno avviato un processo di riforma delle regole di *governance* economica e di controllo dei bilanci pubblici. La Bce ha allentato le tensioni attraverso due operazioni di rifinanziamento a lungo termine al sistema bancario (*long term refinancing operation* - Ltro), che hanno consentito di vivere meno drammaticamente carenze di liquidità. Le regole europee, necessarie per il risanamento e la sostenibilità dei conti pubblici, riducono tuttavia la possibilità di utilizzare la politica fiscale in chiave anticiclica o in risposta a *shock* esogeni. A differenza di quanto avviene oltre Atlantico, le economie continentali vedono ulteriormente ridotta la possibilità di finanziare la spesa in disavanzo. Pur tuttavia, permane a loro carico una serie di spese sostanzialmente incompressibili – basti pensare alla salute, all'istruzione e alle pensioni – a meno di non voler rinunciare a un modello sociale consolidato. A tale condi-

zione si aggiungono ulteriori vincoli, derivanti dalle dinamiche demografiche, dalla struttura del sistema produttivo e dalla moneta unica. Essa, rispetto al momento della sua introduzione, si è rafforzata in misura considerevole sul dollaro (circa il 30 per cento), con effetti rilevanti sulla competitività estera della maggioranza dei paesi europei.

La crisi delle finanze pubbliche e la contrazione della crescita si sono già ripercosse sul tenore di vita dei cittadini, originando una vera e propria 'crisi del reddito delle famiglie'. In Italia, secondo gli ultimi dati Istat, la percentuale di famiglie a rischio di povertà ed esclusione sociale continua a essere più elevata di quella di altre economie avanzate. Il potere di acquisto è diminuito nel 2011 dello 0,5 per cento e la propensione al risparmio si è portata al 12 per cento, il valore più basso dal 1995. La compressione del risparmio ha colpito prevalentemente le famiglie appartenenti alla classe media e ha allargato la forbice tra ricchi e poveri, mettendo a rischio la futura crescita della ricchezza del Paese e la sua equa distribuzione.

La difficoltà di assumere decisioni a livello europeo a causa dei contrasti esistenti tra i differenti Stati membri e la velocità di propagazione del contagio dai paesi a rischio hanno esacerbato le tensioni sui titoli governativi delle economie ritenute più vulnerabili e più esposte alla fase negativa del ciclo. Il repentino innalzamento del livello dei tassi di interesse e, conseguentemente, del costo della provvista del debito sono divenuti il detonatore degli squilibri dei bilanci pubblici. Per la prima volta dalla sua creazione, la stabilità dell'eurozona è stata messa in discussione.

Siamo a un bivio. Le politiche sin qui adottate si sono rivelate inefficaci. È giunto il momento di affiancare alle manovre di risanamento scelte che possano garantire una crescita stabile. Per ottenere questo risultato è però indispensabile che gli Stati europei adottino soluzioni comuni, di lungo periodo e al servizio di tutti. La mutualizzazione del debito pubblico nell'area euro avrebbe, ad esempio, conseguenze positive sulla spesa aggregata per interessi, agevolando la ripresa economica dell'intera zona.

2 L'evoluzione del sistema finanziario

Negli ultimi anni il sistema finanziario ha in parte derogato alla fondamentale funzione di canalizzare il risparmio verso l'economia reale e lo sviluppo. Le dinamiche di mercato degli ultimi quindici anni, caratterizzate da bolle speculative e scandali finanziari nei principali paesi, hanno condizionato in maniera crescente l'andamento dei prezzi rispetto alle dinamiche reali sottostanti.

I processi di innovazione finanziaria, inoltre, pur ampliando le possibilità di investimento e diversificazione di portafoglio per i risparmiatori, fanno emergere nuove fonti di rischio, non sempre governabili dalle autorità di vigilanza.

In un mondo sempre più globalizzato diventano più stretti e meno agevolmente tracciabili i legami fra i mercati e gli intermediari bancari. Può diventare complesso valutare l'entità dei rischi che si diffondono all'interno dei sistemi finanziari e risulta sempre più arduo definire norme ed esercitare controlli. Nuovi prodotti e nuove pratiche operative si collocano in aree grigie, dove le regole di vigilanza prudenziale, che presidiano la stabilità dei singoli intermediari, si sovrappongono a quelle che disciplinano la correttezza e la trasparenza dei comportamenti.

L'innovazione finanziaria può essere positiva, ma legislatori e autorità hanno il dovere di evitare che si trasformi in un meccanismo che brucia i risparmi delle famiglie. Legislatori e autorità devono chiedersi se alcuni tipi di innovazione rappresentino per i risparmiatori un bene o un male. Ove verificassero che si tratta del secondo caso, non devono avere remore intellettuali a opporre semplicemente divieti alla diffusione di prodotti e pratiche nocive, anche per evitare ricadute sistemiche.

In questa materia si possono citare due esempi.

Il primo caso è quello dei *credit default swap* (Cds), particolarmente di quelli cosiddetti 'nudi', in cui non vi è una posizione sottostante da coprire. Si tratta in sostanza di una operatività che può prestarsi a utilizzi meramente speculativi. Se si aggiunge il fatto che questi contratti sono scambiati fuori dai mercati regolamentati e in assenza di regole minime di tra-

sparenza e di garanzia, ben si comprende il motivo per il quale l'Unione Europea ha deciso di vietare i Cds 'nudi' su titoli del debito pubblico. La Consob ha sostenuto con forza questa posizione.

Il secondo caso, che costituisce un esempio ben più allarmante, è quello rappresentato dal *trading* algoritmico e in particolare dall'Hft (*high frequency trading*). Si tratta di una tecnica di contrattazione che, utilizzando algoritmi matematici e connessioni ad alta velocità alle piattaforme di *trading*, consente di inserire, eseguire e cancellare ordini nell'arco di millisecondi, sfruttando variazioni marginali dei prezzi. Gli operatori che utilizzano questa tecnica non sono interessati all'investimento negli emittenti e in genere chiudono le posizioni a fine giornata. I prezzi che si formano in questo modo non sempre riflettono i fondamentali delle società. È un fenomeno che può creare effetti distorsivi e accentuare la volatilità dei mercati. Per farvi fronte, è necessario predisporre misure di natura microstrutturale in grado di minimizzare i rischi derivanti anche dall'assenza dell'intervento umano. In alcuni paesi il fenomeno è considerato fonte di rischi sistemici. A fine 2011 Borsa Italiana, su sollecitazione della Consob, ha introdotto un meccanismo di penalità nel caso in cui gli ordini immessi e poi cancellati superino una soglia ragionevole. Questa misura è un primo passo per cercare di arginare il fenomeno. Ulteriori presidi a garanzia dell'integrità dei mercati sono contenuti nelle linee guida predisposte da un gruppo di lavoro coordinato dalla Consob in sede Esma.

Sempre con riferimento ai profili di rischio connessi all'innovazione finanziaria, occorre citare gli *exchange traded funds* (Etf). Si tratta di fondi d'investimento quotati che replicano un indice di mercato. Essi hanno conosciuto un rapido sviluppo anche nel nostro Paese. Sorti originariamente come prodotti semplici e a basso rischio, hanno subito rapide mutazioni nelle pratiche gestionali e nelle modalità di replica degli indici, che li hanno resi prodotti complessi, portatori di nuovi rischi di liquidità e di controparte. Inoltre, gli Etf sono divenuti un prodotto del risparmio gestito utilizzabile anche come canale alternativo di provvista da parte delle banche. Ne è risultato un più labile confine tra comparti diversi del sistema finanziario. La complessità e la rischiosità crescenti di tali fondi richiedono un attento esame da parte delle autorità di vigilanza. Il gruppo di lavoro esistente in

sede Esma e guidato dalla Consob ha curato la predisposizione di istruzioni operative per dissipare l'opacità di tali strumenti, consentire una corretta valutazione dei rischi e contenere i possibili effetti sistemici.

3 La questione delle regole

In presenza del quadro appena delineato, ci si deve interrogare su quali strumenti normativi e regolamentari sia più opportuno adottare.

Il legislatore europeo sta già fornendo una risposta attraverso i processi di revisione delle direttive settoriali, anche per tenere conto delle indicazioni emerse a livello internazionale, ivi incluse le raccomandazioni del G20. Si tratta di interventi orientati a favorire l'emersione del mercato *over the counter* e a ricondurre a un insieme di regole trasparenti e condivise il cosiddetto sistema bancario ombra.

La complessità dei fenomeni da regolare ha favorito una tecnica legislativa di estremo dettaglio. La natura di compromesso di molti dei nuovi atti legislativi europei può rendere difficile la trasposizione delle nuove regole a livello nazionale e non garantisce necessariamente il livellamento del piano di gioco (*level playing field*) che si vorrebbe realizzare e, in particolare, l'obiettivo di disporre di un unico sistema di regole (*single rule book*). Il tutto nell'illusione che una esasperata tassonomia possa ricondurre sotto controllo fenomeni e prodotti sempre più diversificati. Il risultato è una legislazione vastissima e la cui attuazione può rivelarsi difficile. Non di rado, i regolatori hanno disciplinato in dettaglio prodotti e comportamenti, nella speranza di correggerne gli effetti indesiderati. Nei fatti, ciò non ha impedito che la diffusione di prodotti tossici provocasse danni ai risparmiatori e fosse alla base di crisi sistemiche. Visti i risultati insoddisfacenti, sta emergendo un diverso approccio culturale, nel quale i regolatori iniziano a considerare l'ipotesi di formulare divieti specifici. Oltre al caso del divieto dei Cds sovrani 'nudi', anche la proposta di revisione della MiFID, la Direttiva sui mercati degli strumenti finanziari, riconosce all'Autorità europea e, in ipotesi particolari, anche alle competenti autorità nazionali, il

potere di proibire alcune tipologie di pratiche commerciali, ovvero di vietare o restringere la distribuzione di prodotti finanziari ritenuti nocivi.

È opportuno orientarsi verso un *corpus* normativo snello e di agile comprensione. Esso si dovrà accompagnare a una incisiva azione di *enforcement* delle autorità nazionali ed europee, che dovranno essere sempre più attente a cogliere per tempo quanto di nuovo accade nella realtà dei mercati.

I tempi delle decisioni sono spesso troppo lunghi e non allineati alla dinamica dei mercati. Il processo normativo, già articolato su più livelli, risulta ulteriormente appesantito dal moltiplicarsi, anche e soprattutto a livello comunitario, delle procedure di consultazione, che non sempre conducono a una migliore regolamentazione dei fenomeni. Infatti le consultazioni, che pur dovrebbero rappresentare uno strumento di trasparenza, vedono spesso prevalere interessi particolaristici, espressione dei soggetti maggiormente organizzati, non di rado a scapito della moltitudine indistinta dei piccoli risparmiatori. È responsabilità dei regolatori valutare di volta in volta la bontà delle proposte suggerite.

Viviamo in un mercato strettamente interconnesso a livello mondiale. Tuttavia, le istituzioni politiche ed economiche spesso agiscono come se i confini territoriali mettessero ancora al riparo dagli effetti indesiderati dell'integrazione globale. Essa, invece, grazie alla mobilità dei capitali, che si spostano liberamente e velocemente, consente di trasferire le transazioni verso giurisdizioni più permissive. I singoli paesi, lasciati soli, non hanno gli strumenti per poter competere. Ciò nonostante alcuni legislatori nazionali continuano a ritenere che iniziative autonome possano, comunque, essere efficaci. Ne è un esempio il recente dibattito sull'imposta sulle transazioni finanziarie, proposta anche dalla Commissione europea, che ha registrato la posizione di alcuni paesi membri disposti ad agire anche in assenza di coordinamento internazionale. Se si vogliono invece affrontare le sfide del mercato globale con ragionevole possibilità di successo, occorre disporre di una regolamentazione finanziaria armonizzata quanto meno a livello europeo. È quindi necessario favorire l'utilizzo dello strumento normativo del regolamento comunitario, direttamente applicabile negli ordinamenti degli Stati membri,

analogamente a quanto sta già avvenendo nel processo di revisione delle direttive europee.

È altresì importante valutare preventivamente i possibili effetti della regolamentazione, evitando che misure che in astratto sarebbero auspicabili, singolarmente prese, possano invece indurre effetti prociclici. Ad esempio, le attuali sollecitazioni a un continuo rafforzamento patrimoniale delle aziende di credito potrebbero provocare conseguenze indesiderate.

La dinamica congiunturale dei mercati impone di ripensare ad alcuni aspetti strutturali della vigilanza anche in ambito europeo. Un primo livello di criticità è rappresentato dalla ripartizione dei ruoli in seno alla nuova architettura europea, entrata in vigore il 1° gennaio 2011. Le Autorità Esma, Eba ed Eiopa condividono i medesimi obiettivi di carattere generale (la protezione degli investitori, l'integrità dei mercati e la stabilità del mercato finanziario europeo), con possibili duplicazioni e sovrapposizioni di competenze, particolarmente perniciose in periodi di crisi.

Un secondo profilo problematico è quello relativo alle modalità con cui ciascuna autorità europea dovrebbe favorire il coordinamento tra le autorità nazionali in caso di crisi, anche mediante l'elaborazione di piani di intervento comuni. La difficoltà di conciliare interessi e visioni, talvolta contrastanti, e la mancanza di un decalogo di misure di emergenza possono pregiudicare, tuttavia, il raggiungimento di questo obiettivo.

Un più marcato accentramento delle decisioni in capo alle autorità europee di settore, secondo una puntuale divisione di competenze per finalità, potrebbe consentire una migliore prevenzione e gestione di eventuali crisi future e scongiurare il rischio di *free riding* da parte di alcuni paesi, a danno dei risparmiatori di altri.

In un contesto finanziario caratterizzato dall'emergere e dal consolidarsi di poche e grandi aree di influenza economico-politica, è auspicabile che l'Europa si ponga come un interlocutore coeso, anche sul piano delle prassi di vigilanza e della gestione delle situazioni di emergenza.

La revisione del regolamento istitutivo delle Autorità europee, che dovrà essere avviata dalla Commissione Europea entro il 2 gennaio 2014, potrebbe costituire l'occasione per eliminare le attuali sovrapposizioni di competenze delle tre Autorità e modificare i poteri dell'Esma, per renderne più efficace ed efficiente l'operato, particolarmente in caso di crisi.

4 L'azione della Consob

Nel corso del 2011 la Consob ha improntato la sua azione su tre principali direttrici: effettuare interventi di carattere strutturale sul piano delle semplificazioni normative; affrontare, con un approccio proattivo, l'emergenza dettata dalla crisi dei mercati; consolidare un metodo di vigilanza che privilegi la sostanza rispetto alla forma. Tutto ciò al fine di creare condizioni favorevoli allo sviluppo dei mercati, una volta ripristinato il clima di fiducia.

La Commissione ha avviato un progetto di revisione complessiva della regolamentazione domestica, che si pone i seguenti obiettivi: mantenere la necessaria tutela degli investitori; ridurre i costi per le imprese, anche per non svantaggiarle rispetto ai concorrenti esteri; avvicinare il risparmio e le imprese, soprattutto di medie dimensioni, alla Borsa e ai mercati finanziari.

Particolare attenzione è rivolta a eliminare le disposizioni che applicano in modo più restrittivo la normativa comunitaria (cosiddetto *gold plating*). L'iniziativa della Consob ha trovato sostegno, peraltro, anche nella legge di stabilità per il 2012 (legge 183/2011), che ha introdotto il divieto di inserire o mantenere livelli di regolamentazione superiori a quelli minimi richiesti dalle direttive.

A seguito di un intenso confronto con l'industria finanziaria e con i risparmiatori, sono stati approvati due pacchetti di modifiche al Regolamento Emittenti e al Regolamento Mercati. Il primo è finalizzato, tra l'altro, ad alleggerire gli oneri di documentazione in materia di promozione di offerte al pubblico di strumenti finanziari o di ammissione a quotazione e ad ampliare i

marginari dell'autonomia statutaria su alcuni aspetti dell'informativa. Il secondo, approvato la scorsa settimana, verte in prevalenza sui temi relativi agli obblighi di informazione continua, alla trasparenza degli assetti proprietari, all'informativa in sede di Opa e alla disciplina degli emittenti diffusi.

Gli interventi di semplificazione regolamentare si sono affiancati a misure di emergenza adottate, a partire dal mese di luglio dello scorso anno, per garantire l'integrità dei mercati a fronte di un contesto caratterizzato da una estrema volatilità e forti ribassi delle quotazioni. In questa occasione la Consob ha anticipato provvedimenti successivamente adottati a livello europeo.

È il caso della regolamentazione delle vendite allo scoperto e delle agenzie di *rating*.

In coordinamento con le autorità di altri paesi europei, la Consob, in considerazione dell'alta volatilità dei mercati, ha introdotto, nell'agosto 2011, il divieto di mantenere posizioni nette corte sui titoli del comparto finanziario, divieto poi rimosso il 24 febbraio scorso. Sono rimasti invece a tempo indeterminato, come previsto nel regolamento comunitario che entrerà in vigore il 1° novembre 2012, il divieto di vendite allo scoperto senza la disponibilità dei relativi titoli e l'obbligo di notificare all'autorità l'assunzione o la variazione di posizioni nette corte su tutti i titoli.

Sempre nello scorso luglio, la Consob è stata la prima tra le autorità europee a convocare esponenti di agenzie di *rating*, in occasione di una variazione particolarmente significativa dello *spread*, contestuale all'annuncio da parte di una agenzia del possibile *downgrade* dei titoli di Stato italiani. La circostanza, che è stata successivamente oggetto di indagini anche da parte della magistratura, ha fatto emergere alcune carenze organizzative delle agenzie in questione.

Il regolamento europeo, alla redazione del quale la Consob ha fattivamente collaborato, anche in sede Esma, prevede un regime autorizzatorio e una serie di requisiti stringenti per lo svolgimento delle attività delle agenzie.

Per scongiurare il rischio di possibili conflitti di interesse, oltre ad assicurare la massima trasparenza degli assetti proprietari, è necessario porre limiti rigorosi alle commistioni tra agenzie e soggetti che operano sul mercato. Inoltre, anche al fine di contenere gli effetti prociclici del *rating* è opportuno circoscriverne il valore regolamentare.

Sul piano della vigilanza, come di consueto, particolare attenzione è stata dedicata all'offerta di strumenti finanziari ai risparmiatori *retail*. Ciò al fine di individuare le criticità e gli eventuali interventi correttivi riferibili alle caratteristiche dei prodotti, in termini di complessità e rischiosità, e alle modalità di distribuzione degli stessi. Non per questo risulta ovviamente scongiurata la possibilità di comportamenti fraudolenti, che, per le loro caratteristiche, sono perseguibili solo *ex post* o rientrano nella competenza esclusiva del giudice penale.

È proseguita l'azione di controllo della distribuzione dei prodotti finanziari, con lo scopo di rendere i comportamenti degli intermediari sempre più coerenti con lo spirito della MiFID, perseguendo il miglior interesse del cliente. Specifica attenzione è stata pertanto riservata alle politiche distributive e ai sistemi di incentivazione del personale degli intermediari. La Consob ha svolto ispezioni mirate, a seguito delle quali ha evidenziato ai soggetti controllati e, in particolare, agli otto principali intermediari bancari, la necessità di rivedere le strategie commerciali e le procedure interne per assicurare una corretta prestazione dei servizi di investimento. Ciò a testimonianza della crescente esigenza di responsabilizzare gli intermediari, al fine di garantire una effettiva tutela ai piccoli risparmiatori.

In materia di emittenti, e con particolare riferimento al mercato del controllo societario, nel corso del 2011 l'Istituto ha modificato la disciplina delle offerte pubbliche di acquisto, anche per delimitare in modo più preciso i casi di esenzione e le modalità di determinazione del prezzo. La maggiore certezza delle regole non esime tuttavia dalla necessità di guardare, soprattutto nei casi più critici, alla sostanza e non solo alla forma delle questioni.

La disciplina sulle parti correlate ha aumentato la trasparenza su operazioni che per loro natura possono mettere a

rischio gli interessi degli azionisti di minoranza. Si tratta di un cambiamento culturale, che nel nostro Paese doveva essere affrontato e che permetterà di rafforzare l'attrattività del nostro mercato dei capitali.

La Consob ha emanato il regolamento attuativo della legge in materia di quote di genere nei consigli di amministrazione (legge 12 luglio 2011, n. 120). Ad oggi il peso medio della presenza femminile equivale all'8 per cento del totale degli incarichi e si riduce al 5 per cento nelle società di maggiori dimensioni. La nuova disciplina rappresenta una opportunità per il rinnovamento della compagine dirigente delle società, mediante l'apporto di nuove esperienze. La Commissione vigilerà sulla sua applicazione.

Il legislatore è intervenuto per vietare il cumulo di incarichi nelle società del comparto finanziario. Si tratta di un fenomeno, quello del cosiddetto *interlocking*, che era già stato evidenziato nella relazione dello scorso anno e che, a fine 2011, riguardava oltre il 70 per cento delle società quotate, come numero, e circa il 96 per cento, in termini di capitalizzazione. Malgrado qualche difficoltà applicativa e la necessità di un intervento legislativo chiarificatore con riferimento all'estensione della norma, il nuovo regime, su cui la Consob è chiamata a vigilare per il profilo di competenza, avrà l'effetto di aprire una finestra in stanze troppo a lungo rimaste chiuse, a protezione di un capitalismo familiare non più al passo dei tempi. Già si possono notare i primi effetti. Ad essi ne seguiranno di ulteriori. La trasparenza e la competitività del mercato potranno trarne beneficio.

La fiducia dei risparmiatori nei mercati e la crescita del sistema finanziario si fondano su un *enforcement* ispirato a criteri di adeguatezza, proporzionalità e dissuasività.

La Consob ispira l'attività di accertamento a un principio di priorità, valorizzando lo strumento della vigilanza ispettiva e indirizzando la propria potestà sanzionatoria verso i comportamenti maggiormente dannosi per l'integrità dei mercati. Ma questo non basta. Punire comportamenti gravi in modo non molto dissimile da quelli lievi riduce la deterrenza delle sanzioni. Perciò è opportuno riconsiderarne l'entità per le condotte illecite di

minore gravità e concentrare l'azione repressiva su quelle più rilevanti. Rappresenta motivo di rammarico il fatto che l'occasione offerta dalla delega sulla revisione del sistema sanzionatorio, prevista dalla legge comunitaria 2010, non sia stata colta.

5 Le prospettive per il mercato italiano

La principale debolezza della nostra piazza finanziaria è costituita dal modesto sviluppo del mercato domestico dei capitali. Il problema è tanto più serio nell'attuale contingenza, in cui il sistema bancario può avere difficoltà a sostenere, con adeguati livelli di credito, la crescita delle imprese, soprattutto di quelle maggiormente orientate a competere nei mercati esteri.

Il raffronto internazionale mostra che nel corso del 2011 si è confermato, e in alcuni casi acuito, il divario rispetto ai principali paesi comunitari. Il numero di società quotate sul Mercato telematico azionario (Mta) è sceso da 272 a 263, mentre la capitalizzazione si è ridotta, sia in valore assoluto (da 425 a 332 miliardi di euro), sia in rapporto al Pil (dal 27 a poco meno del 21 per cento). Nei maggiori paesi europei, invece, nonostante la crisi, la capitalizzazione sul Pil ha continuato ad attestarsi su valori significativamente maggiori: poco più del 37 per cento per la Germania, il 55 per cento per la Francia e più del 140 per cento per il Regno Unito.

Inoltre, il listino italiano, che vede la prevalenza del settore finanziario, non è adeguatamente rappresentativo del tessuto produttivo, caratterizzato da una forte presenza del manifatturiero.

L'evoluzione delle dinamiche di ingresso e uscita dai mercati azionari italiani negli ultimi sei anni evidenzia che il tasso annuale delle revocche volontarie dalla quotazione si è mantenuto a un livello fisiologico e stabile nel tempo. L'impoverimento del listino deriva in realtà dall'insufficiente numero di nuove quotazioni (solo cinque nel corso degli ultimi tre anni). Le ultime due Ipo hanno comunque rappresentato casi di successo: ciò dimostra che anche in momenti di crisi esiste una domanda interessata ad aziende solide e con buone prospettive di crescita.

Bisogna operare per spingere le imprese verso il mercato. Un segnale significativo in questa direzione deriverebbe anche dall'approdo in Borsa di quelle imprese pubbliche che operano secondo logiche di profitto.

Lo sviluppo dei veicoli di investimento quotati, quali ad esempio fondi di *private equity*, fondi immobiliari e Siiq, la cui disciplina andrebbe razionalizzata e semplificata, potrebbe costituire un ulteriore mezzo per ampliare il mercato delle partecipazioni azionarie nonché per rendere l'industria immobiliare italiana moderna e trasparente e agevolare l'indispensabile processo di valorizzazione degli immobili pubblici.

Tuttavia, la questione principale è quella di avvicinare le imprese di media dimensione, che costituiscono l'ossatura del nostro tessuto imprenditoriale, ai mercati finanziari, analogamente a quanto avviene negli altri paesi europei. Al 30 marzo di quest'anno le società con capitalizzazione inferiore a 50 milioni di euro rappresentavano solo il 29 per cento delle quotate in Italia, a fronte del 68 per cento in Germania e del 53 per cento in Francia e Regno Unito.

Per ampliare il mercato, è indispensabile rimuovere alcuni ostacoli strutturali che incidono sul lato sia dell'offerta sia della domanda.

Quanto all'offerta, la composizione settoriale dell'intera economia italiana non è particolarmente diversa da quella delle altre maggiori economie continentali (Francia e Germania *in primis*). Non può essere quindi considerata un fattore che giustifichi una minore propensione alla quotazione da parte delle imprese. Al contrario, costituiscono un ostacolo fattori quali le dimensioni troppo piccole di molte imprese, la peculiare riluttanza all'apertura degli assetti proprietari e alla trasparenza informativa, la predominanza del finanziamento bancario, i costi del processo di quotazione.

Sul piano delle infrastrutture di mercato dedicate alle medie imprese, nel corso degli ultimi anni lo sviluppo di piattaforme di *trading* non ha dato gli esiti sperati. La recente iniziativa di Borsa Italiana di fusione tra Aim e Mac potrebbe favorire

l'avvicinamento delle imprese più dinamiche ai mercati finanziari, agevolandone il processo di crescita e internazionalizzazione.

Dal lato della domanda sussistono elementi di debolezza con riferimento sia agli investitori istituzionali sia a quelli *retail*.

Riguardo al primo aspetto, l'industria del risparmio gestito ha risentito della crisi, contraendo progressivamente il patrimonio investito in azioni. Un segnale della limitata presenza di tali operatori nel comparto azionario è costituito dal fatto che mentre nel 1998 gli investitori istituzionali italiani erano presenti in circa una società su quattro, nel 2011 essi partecipavano in misura rilevante (con una quota attorno al 6 per cento) in meno del 5 per cento degli emittenti. Gli investitori istituzionali stranieri hanno invece accresciuto nel medesimo periodo la loro presenza, che è passata da una società su quattro nel 1998 a una società su tre oggi.

Inoltre non sono sufficientemente sviluppati i fondi specializzati nell'investimento in *small caps* capaci di garantire ai titoli delle piccole e medie imprese un adeguato sostegno finanziario, sia nella fase di quotazione sia in quelle successive.

Il principale ostacolo all'espansione della domanda di titoli azionari da parte di investitori *retail* è attribuibile sia agli orientamenti degli intermediari-distributori, sia all'insufficiente sviluppo del settore del risparmio gestito, che non hanno aiutato le famiglie a vincere la diffidenza nei confronti degli investimenti in capitale di rischio. Inoltre, il basso livello di cultura finanziaria e la limitata diffusione di servizi di consulenza professionale fanno sì che gli investitori continuino a mantenere portafogli poco diversificati, a predominante composizione in obbligazioni e soprattutto in titoli di Stato. La componente del risparmio direttamente investita in titoli azionari segue prevalentemente una logica di breve e brevissimo termine, come testimonia la crescente rilevanza dell'*intra-day trading*.

Per favorire lo sviluppo del mercato azionario delle medie imprese, la Consob si è recentemente attivata istituendo un gruppo di lavoro con l'industria. L'obiettivo è quello di semplificare la regolamentazione in materia di accesso al mercato,

individuare e selezionare le caratteristiche delle imprese quotabili, definire infine i requisiti strutturali e funzionali dei fondi idonei a svolgere il ruolo di una potenziale 'fabbrica di investitori specializzati' in *small caps*. Ciò permetterà di disporre di un percorso agevolato per portare le imprese che lo desiderino ad avvicinarsi al mercato. Le migliori potranno intraprendere la via di una quotazione agevolata, con una serie di obblighi ridotti, per un periodo di tempo limitato e con costi di quotazione calmierati.

Più in generale, la quotazione di nuove imprese verrebbe agevolata da un processo di revisione normativa. In tale ottica, è probabilmente giunto il momento di allineare il sistema nazionale a quello dei principali paesi europei, eliminando oneri che gravano sulle quotate senza garantire in cambio particolari tutele per gli investitori. Un più ampio ricorso all'autodisciplina e all'autonomia statutaria potrebbe facilitare il raggiungimento di questo obiettivo.

Si tratta di un intervento che richiede la revisione sia del Testo unico della finanza, sia del codice civile. Sono passati quasi quindici anni dall'entrata in vigore della legge-quadro di riferimento dei mercati finanziari e quasi dieci dall'ultima riforma organica del diritto societario. Nel frattempo è cambiato il mondo.

Lo strumento migliore per svolgere tale opera con sufficiente profondità è quello di istituire una apposita commissione con il compito di operare una revisione sistematica del Testo unico della finanza e del codice civile per aggiornare, semplificare e razionalizzare l'intera materia del diritto delle società quotate.

Ulteriori revisioni del Testo unico della finanza si rendono necessarie al fine di pervenire a un compiuto sistema di ripartizione delle competenze di vigilanza sulla base della finalità dei controlli. La strada potrebbe essere quella di rivedere le attribuzioni di vigilanza in materia di risparmio gestito e di organismi di mercato e *post-trading*, ricalcando le scelte fatte in sede europea in tema di ripartizione di competenze fra Eba ed Esma.

L'attrattività di un mercato non può tuttavia discendere esclusivamente dalle regole che ne disciplinano il funzionamento.

Molto dipende dal contesto nel quale il mercato è collocato. Contesto che non è determinato solo da variabili economiche, quali, ad esempio, il livello della tassazione, ma anche, se non a volte prevalentemente, da caratteristiche di altra natura.

Tra di esse assumono particolare rilievo l'efficienza della giustizia e della pubblica amministrazione e il livello atteso di rispetto delle regole. Quanto al primo tema, l'istituzione di sezioni specializzate dei tribunali in materia di impresa, con competenza su rapporti societari e *class action*, non potrà che migliorare la qualità e accelerare i tempi della risposta giudiziaria. L'esperienza del Tribunale di Milano, che tratta il numero più elevato di cause di questo tipo in Europa e che registra una durata dei procedimenti largamente inferiore alla media nazionale, dimostra che questa è la strada da percorrere.

Quanto alla questione del rispetto delle regole, recenti episodi di cronaca politica ed economica hanno avuto un impatto assai negativo sull'opinione pubblica. Sta certamente a tutti i pubblici poteri operare perché ciò non abbia a ripetersi. Sta parimenti ai singoli riferirsi, in ogni loro agire, ai principi di quell'etica individuale, mancando la quale risultano compromesse le ragioni del vivere comune.

* * * * *

Signor Presidente della Repubblica, Signore e Signori,

la crisi fa vacillare le nostre certezze. Il livello di benessere, l'equità sociale, il futuro delle nuove generazioni sono messi in discussione.

Occorre domandarsi tuttavia se ciò dipenda da una condizione reale o se, come ci ricorda Epitteto, *«quel che turba gli uomini non sono le cose, bensì i giudizi che essi formulano intorno alle cose»*.

Le nostre paure sono sintetizzate in un numero, che oggi è rappresentato dallo *spread*.

Lo *spread* si basa sui fondamentali dell'economia. Tuttavia incorpora un giudizio di valore sintetico e soggettivo che, spesso, li travalica.

In molti paesi europei va crescendo l'insofferenza nei confronti della 'dittatura dello *spread*', vista come ostacolo alle aspirazioni dei popoli. I cittadini non accettano di pagare per scelte su cui non sono chiamati a decidere.

Affidare il nostro futuro a un numero costituisce anche un modo di abdicare ai nostri doveri. I nostri doveri discendono anche da un fondamentale diritto: quello di partecipare democraticamente all'assunzione delle decisioni che ci riguardano. E lo *spread*, che dipende in sostanza dalle scelte di un soggetto invisibile, il mercato, attribuisce ogni potere decisionale a chi detiene il potere economico, nei fatti vanificando il principio del suffragio universale.

L'eccezionalità di quanto è accaduto nell'ultimo anno pone le classi dirigenti di fronte alla necessità di tutelare il sistema democratico dal continuo assalto della speculazione.

Se si vuole evitare una ribellione con effetti autodistruttivi, bisogna guardare ai fondamentali economici e operare per renderli più solidi.

Se è vero che tutta l'Europa vive al di sopra dei propri mezzi e che è indispensabile ripensare in tempi brevi alla latitudine della mano pubblica, non si possono tuttavia ignorare i fat-

tori positivi che esistono. Basti pensare all'azione condivisa di risanamento delle finanze pubbliche, alla sostenibilità del debito, alla presenza di un sistema produttivo di successo, soprattutto all'estero, al risparmio delle famiglie e alla tenacia di imprenditori e lavoratori.

Oggi, più che mai, c'è bisogno di fiducia. Senza di essa non possono esistere le istituzioni, le imprese, il mercato finanziario.

Per quel che ci concerne, la fiducia si può riacquistare se saremo in grado di adottare regole semplici e stabili, avvicinare le medie imprese alla Borsa, svolgere una azione di controllo dei comportamenti di mercato amichevole ma tempestiva e inflessibile. È il momento di rimuovere le lentezze dell'azione amministrativa e giudiziaria e alimentare un tessuto sociale refrattario alla corruzione.

È soprattutto il tempo di ritrovare la voglia di ripartire e di sentirsi orgogliosi cittadini di una Europa che, nella faticosa ricerca del bene comune fuori da ogni contrapposizione, rappresenta pur sempre il maggiore centro di benessere e civiltà nel mondo. Allora potremo riuscire a cogliere quel raggio di sole, che inizia a far capolino tra le nubi di un cielo ancor oggi plumbeo.