

Incontro annuale con il mercato finanziario

Milano, 5 maggio 2014



1974-2014

40^o

ANNIVERSARIO
CONSOB

Discorso del Presidente al mercato finanziario

1. Il quadro macroeconomico e i mercati finanziari
2. La *financial union*
3. La semplificazione delle regole
4. L'attrattività del mercato italiano
5. Il finanziamento della crescita

πρὸς εὐδαιμονίαν οὐδὲν ἂν συμβάλαιτο
τηλικαύτην δύναμιν ὅσῃν περ ἄρετή καὶ τὰ μέρη ταύτης

*«per ottenere il benessere, nessun alleato è più potente
della virtù in tutte le sue forme»*

Isocrate, *Sulla pace*, § 32

Autorità, Signore e Signori,

L'incontro odierno offre l'occasione per celebrare i 40 anni di vita della Commissione nazionale per le società e la borsa. La legge del 1974 che istituì in Italia un'Autorità di vigilanza sul mercato dei capitali rappresentò un punto di snodo fondamentale per il nostro sistema finanziario. Fu la risposta alla necessità di contemperare le esigenze di sviluppo e di crescita dei mercati con quelle di protezione degli investitori. La nascita di Consob coincise con una fase di debolezza e sotto-dimensionamento del mercato azionario. Il peso della capitalizzazione sul Pil era di circa dieci volte inferiore ai livelli attuali. L'elevata inflazione aveva eroso il valore reale delle azioni, cancellando quasi integralmente i guadagni accumulati nel periodo fra la ricostruzione e il *boom* economico del dopoguerra. Molte discutibili operazioni societarie avevano segnato la reputazione del mercato, minando la fiducia dei risparmiatori verso la borsa e l'investimento in azioni.

Da allora il mercato finanziario è profondamente cambiato. Le competenze di Consob si sono ampliate e la sua azione è divenuta più penetrante, grazie a maggiori poteri e all'allargamento del perimetro della regolamentazione. Il passaggio fondamentale si è avuto nel 1998, con l'adozione del Testo unico della finanza (Tuf). In questo processo evolutivo un importante ruolo ha avuto la normativa comunitaria e in particolare il *Financial Services Action Plan*, con cui è stato delineato l'ambizioso progetto di creare a livello europeo un

mercato finanziario integrato. È oggi in fase di conclusione la revisione delle direttive previste da quel piano di azione.

Consob è stata sempre partecipe attiva nel processo di produzione della disciplina comunitaria. Negli ultimi anni ha anche acquisito una funzione guida nel porre all'attenzione delle istituzioni, italiane ed europee, temi e questioni rilevanti per la tutela degli investitori e il corretto funzionamento dei mercati finanziari.

L'Istituto è stato fra le prime Autorità ad affrontare i temi complessi delle vendite allo scoperto e della trasparenza sulle posizioni corte in azioni; a sollecitare un approccio più attento al fenomeno del *trading* ad alta frequenza; ad auspicare orientamenti più restrittivi sulla vendita di prodotti complessi agli investitori non professionali. Per prima ha messo pubblicamente in discussione l'operato delle agenzie di *rating*, convocandole nell'ambito di indagini su abusi di mercato; ha sollecitato regole rigorose per scoraggiare riferimenti meccanici al *rating* nei contratti finanziari; ha limitato, attraverso un'azione congiunta con Banca d'Italia e Ivass, automatismi che avrebbero implicato la liquidazione delle posizioni in titoli di Stato a seguito del *downgrading* della Repubblica Italiana nella gestione collettiva del risparmio.

Recenti ricerche hanno evidenziato come i giudizi delle agenzie di *rating* sugli emittenti sovrani siano distorti da valutazioni qualitative e soggettive.

Sempre di recente, in occasione dell'adozione di un *credit watch* negativo da parte di un'agenzia di *rating* su un'importante compagnia assicurativa italiana, Consob ha segnalato all'Esma (*European Securities and Markets Authority*) la possibile violazione del regolamento europeo e ha richiamato l'attenzione sul tema della corretta applicazione delle metodologie di *rating*. Il *credit watch* negativo è stato poi rimosso.

Negli anni più recenti, coincisi con la più grave crisi finanziaria dal dopoguerra, la complessità e l'intensità dell'azione di vigilanza hanno subito un'accelerazione senza precedenti nella storia dell'Istituto. La globalizzazione dei mercati e l'innovazione finanziaria e tecnologica hanno posto sfide sempre più complesse

e delicate. La risposta è stata quella di adottare un approccio di vigilanza *risk based* capace di cogliere tempestivamente i segnali di rischio e calibrare in modo più efficace l'azione di *enforcement*.

È stato intensificato il controllo dell'informativa societaria, per assicurare un'effettiva parità delle informazioni disponibili sul mercato e il rispetto sostanziale dei presidi a tutela degli azionisti. È stata potenziata l'attività di prevenzione dei conflitti d'interesse, grazie alla piena operatività del regolamento sulle operazioni con parti correlate. In alcuni casi, le condizioni economiche delle operazioni, quali fusioni o trasferimenti di rami d'azienda tra parti correlate, sono state riviste in senso più favorevole agli azionisti di minoranza. In materia di Opa (offerta pubblica di acquisto), è stata assicurata l'effettiva tutela dei soci di minoranza, garantendo in più di un caso una equa distribuzione del premio di controllo attraverso la revisione del prezzo. In queste occasioni, la correttezza dell'operato dell'Istituto è stata confermata dalla giustizia amministrativa. I sindaci, anche a seguito di alcuni interventi sanzionatori, sono stati richiamati a un'interpretazione più attiva del loro ruolo di garanti della legge e dell'atto costitutivo. È stata di recente posta in consultazione una proposta di comunicazione con la quale si richiede alle maggiori società quotate di dare immediata diffusione delle informazioni sulle liquidazioni e buonuscite degli amministratori e sulla coerenza di tali compensi con la politica di remunerazione approvata dalla società.

L'azione della Consob è stata sinergica al mutamento in atto. Oggi il cosiddetto capitalismo di relazione si sta ritraendo, per lasciare spazio a nuovi equilibri negli assetti proprietari delle imprese. Vecchi e consolidati rapporti tra importanti istituzioni finanziarie e grandi azionisti si stanno modificando a favore di nuove forme di controllo, potenzialmente più aperte, che vedono una sempre maggiore presenza di investitori esteri. Le turbolenze legate alla crisi finanziaria aumentano gli incentivi a porre in essere condotte opportunistiche. La vigilanza sui fenomeni di *insider trading* e manipolazione del mercato è stata potenziata per prevenirle. La repressione delle condotte illecite è stata più tempestiva, grazie all'uso degli strumenti di indagine previsti dalla normativa di derivazione europea e a un maggiore ricorso

alla vigilanza ispettiva rispetto a forme di controllo di tipo esclusivamente cartolare.

Nell'ambito dell'attività di vigilanza sugli intermediari, particolare attenzione è stata rivolta alla distribuzione dei prodotti finanziari alla clientela *retail*. La revisione della direttiva sui mercati degli strumenti finanziari (cosiddetta MiFID) recepisce alcune fondamentali indicazioni che hanno ispirato l'azione di vigilanza di Consob in questi anni. Mi riferisco, in particolare, al dovere degli intermediari di valutare la coerenza dei prodotti finanziari rispetto ai bisogni e alle caratteristiche della clientela sin dalla fase di ideazione dei prodotti stessi (cosiddetta *product governance*) e, più in generale, alla necessità che gli intermediari tengano in massimo conto l'interesse del cliente già in fase di definizione delle politiche commerciali e dei sistemi di incentivazione del personale addetto al collocamento. Consob intende dare piena attuazione alla recente *opinion* dell'Esma con cui viene richiamata l'attenzione delle Autorità nazionali sulle misure che gli intermediari devono adottare nel processo di *design* e di distribuzione di prodotti complessi. In particolare, ai produttori e ai distributori è richiesto di implementare un rigoroso sistema di *product approval*, di individuare un coerente *target* di clienti e di adottare uno stringente processo per la valutazione dell'adeguatezza dei prodotti.

In materia di servizi di investimento e distribuzione di prodotti finanziari, sono state avviate ulteriori iniziative volte a rafforzare la tutela degli investitori. Insieme alle associazioni dei consumatori, Consob ha definito il progetto 'Carta degli Investitori', con l'obiettivo di fornire ai risparmiatori, in un'apposita sezione del proprio sito internet, concreti strumenti operativi per l'apprendimento delle nozioni di base in materia di gestione del risparmio.

Il progetto prevede anche un nuovo sistema di risoluzione stragiudiziale delle controversie in materia di servizi d'investimento, ad adesione obbligatoria per tutti gli intermediari, in analogia a quanto contemplato dalla normativa di settore per i prodotti bancari.

È in fase di conclusione un progetto di *consumer testing*, in collaborazione con i principali intermediari, volto ad

analizzare la comprensibilità e l'utilità, per gli investitori *retail*, delle informazioni sulle caratteristiche dei prodotti finanziari. È in corso di predisposizione una raccomandazione per limitare la distribuzione agli investitori al dettaglio di prodotti ad alta complessità, quali, ad esempio, i titoli collegati a operazioni di cartolarizzazione di crediti o i prodotti strutturati che incorporano un'esposizione corta sul titolo sottostante. Dell'accresciuta trasparenza nei rapporti con la clientela, soprattutto in una fase congiunturale delicata come quella attuale, trarranno vantaggio in primo luogo i produttori e i collocatori dei titoli.

Si tratta di un'iniziativa che vuole anticipare l'entrata in vigore nel nostro ordinamento di alcune previsioni della nuova direttiva MiFID, laddove si prevede di attribuire alle Autorità di vigilanza specifici poteri di *product intervention*, atti a proibire o limitare la diffusione di prodotti finanziari e attività commerciali dannosi per la tutela degli investitori, per l'ordinato funzionamento e l'integrità dei mercati, per la stabilità dell'intero sistema finanziario o di una sua parte.

Per ridurre al minimo la durata degli iter sanzionatori, Consob ha compiuto una revisione delle procedure organizzative interne, dimezzando i tempi dei procedimenti. Ne deriverà una maggiore certezza del quadro normativo di riferimento e si rafforzerà il valore informativo e segnaletico delle sanzioni. Consob ha messo a disposizione del mercato nuovi strumenti di analisi dei rischi e della congiuntura, statistiche e ricerche economiche e giuridiche che hanno contribuito a rendere più informato e attento il dibattito sui temi istituzionali e sull'evoluzione del quadro economico. In un Quaderno di finanza, già nell'ottobre del 2012, aveva evidenziato con chiarezza, attraverso rigorose analisi quantitative, come lo *spread* fosse superiore di quasi 200 punti base al valore teorico coerente con i fondamentali della nostra economia.

Nonostante l'intensificazione dell'attività di vigilanza, Consob – di cui si attende il completamento del Collegio – è riuscita a condurre in parallelo un'azione di attenta revisione e razionalizzazione della spesa, che ha portato a una sensibile riduzione dei contributi richiesti ai soggetti vigilati. Negli ultimi due anni i costi di gestione si sono ridotti del 12 per cento e gli

oneri contributivi a carico del mercato del 16 per cento. L'azione di contenimento dei costi ha trovato positivi riscontri nei giudizi della Corte dei Conti, che ha sottolineato come si tratti di una gestione *«ispirata ai canoni di buona amministrazione sia sotto il profilo finanziario sia sotto quello più strettamente amministrativo»*. In particolare, la Corte ha rilevato come la riforma organizzativa, attuata negli anni 2011-2013, abbia dato vita a un assetto interno *«maggiormente coerente con l'obiettivo di potenziamento di mezzi e risorse dedicate al perseguimento delle finalità istituzionali di vigilanza e tutela dell'investitore»*.

1 Il quadro macroeconomico e i mercati finanziari

In Italia e negli altri paesi più vulnerabili dell'Eurozona emergono deboli segnali di ripresa. Si consolida invece la crescita nei paesi avanzati esterni all'area, che hanno beneficiato di politiche monetarie fortemente espansive.

Il disallineamento del ciclo economico fra Stati Uniti ed Europa riflette anche le diversità delle politiche monetarie: la Fed prepara un graduale approccio di normalizzazione, mentre la Bce è pronta ad attivare, se necessario, un programma cosiddetto di *quantitative easing*, in caso di significative revisioni verso il basso delle stime di crescita e di inflazione per il prossimo biennio. Nei principali paesi emergenti, invece, si registra un rallentamento della crescita, che tuttavia non dovrebbe avere conseguenze significative sulla ripresa nei paesi avanzati. L'impatto negativo del cambio di politica monetaria della Fed sui paesi emergenti più piccoli, per effetto del deflusso di capitali, sembra meno rilevante del previsto.

Le condizioni di maggiore distensione sui mercati finanziari e i recenti rialzi delle quotazioni azionarie del nostro mercato riflettono una correzione rispetto a precedenti valutazioni troppo pessimistiche e disallineate rispetto ai fondamentali delle imprese. Nel 2013 l'indice Ftse Mib è cresciuto del 16,6 per cento e il controvalore degli scambi è aumentato del 12 per cento; dall'inizio dell'anno, dopo una lieve correzione al ribasso, i corsi azionari hanno registrato un incremento del 15 per

cento circa, mostrando la migliore *performance* tra i maggiori paesi europei. Nel medesimo periodo, i corsi azionari in Spagna e Francia sono cresciuti, rispettivamente, del 5,5 e del 3,8 per cento circa, mentre in Germania sono rimasti sostanzialmente invariati. L'incidenza della capitalizzazione sul Pil da noi è aumentata di quasi 5 punti percentuali, collocandosi al 28 per cento circa.

Si tratta, tuttavia, di un equilibrio fragile. L'Italia ha compiuto rilevanti sforzi di risanamento dei conti pubblici, basati su rigorose politiche di riduzione della spesa corrente. Sta ora avviando le necessarie riforme strutturali, le sole in grado, insieme a una migliore regolazione dei mercati, di incidere sull'efficienza e sulla competitività del nostro sistema produttivo. Ci troviamo di fronte a una finestra di opportunità che va colta senza esitazioni.

Non basta agire sulla finanza pubblica, se al tempo stesso non si interviene con determinazione sui fattori che frenano la competitività del sistema. La quotazione di imprese pubbliche, sia a livello centrale sia locale, rappresenta un importante segnale della volontà di ridurre la sfera dell'intervento pubblico nell'economia e di aprirla maggiormente alla libera iniziativa e alle forze del mercato. Con le grandi privatizzazioni degli anni novanta del secolo scorso, la borsa fece un importante salto dimensionale e culturale. Oggi tutto ciò potrebbe ripetersi. A condizione che le privatizzazioni non costituiscano un mero strumento di copertura del fabbisogno finanziario, ma, anche grazie agli effetti positivi sulla riduzione dello *stock* del debito, rappresentino un volano per lo sviluppo e la competitività dei mercati.

Nell'Eurozona, politiche fiscali più restrittive che in altri paesi avanzati hanno frenato la crescita e l'occupazione. La possibilità di centrare gli obiettivi del *fiscal compact* richiede, in base alle attuali previsioni di crescita del Pil, il conseguimento di avanzi primari superiori a quelli registrati nel periodo pre-crisi. Lo *spread* si è ridotto in maniera significativa, ma, fintanto che i tassi reali rimarranno superiori al tasso di crescita del Pil, la sostenibilità dei conti pubblici è a rischio.

Le differenze tra i paesi dell'Unione europea restano rilevanti. Il tasso di disoccupazione ha raggiunto livelli

elevatissimi nelle aree più vulnerabili. Per l'Italia, si attesta al 12,7 per cento, mentre in Spagna è pari a circa il doppio; in entrambi i paesi la disoccupazione giovanile supera il 40 per cento. Il dato aggregato relativo all'Italia cela differenze territoriali importanti, che non accennano a ridursi.

Oltre alle incertezze sulla rapidità della ripresa e sul consolidamento dei conti pubblici, permangono i rischi legati all'elevata esposizione in titoli di Stato delle banche. L'avvio dell'unione bancaria e della vigilanza unica per i grandi istituti dell'Eurozona sarà preceduto dalla revisione della qualità degli attivi e da *stress test* volti a verificare la capacità delle banche di resistere a scenari negativi estremi, che potrebbero evidenziare la necessità di coperture patrimoniali aggiuntive.

2 La *financial union*

La crescita economica rimane il problema di fondo.

Una preconditione per tornare a crescere è rappresentata dall'efficienza e dal buon funzionamento del sistema finanziario, che deve adempiere alla sua funzione propria: indirizzare il risparmio verso le attività produttive. Ne è presupposto un sistema di regole e di istituti chiaro, efficiente e proporzionato. A ciò deve accompagnarsi un'azione tesa a restituire agli investitori fiducia nella capacità dei mercati e della finanza di allocare le risorse nel modo più efficiente. Questa capacità rappresenta una delle condizioni fondamentali per uno sviluppo economico stabile e duraturo.

La finanza deve porsi al servizio della crescita. Deve favorire e creare opportunità di sviluppo e permettere a chi ha idee e talento di avviare nuove iniziative imprenditoriali. Non può essere vista solo come un elemento che amplifica la disuguaglianza nella distribuzione del reddito e della ricchezza. L'eccessiva finanziarizzazione dell'economia rende i mercati distanti rispetto alla loro missione primaria di sostegno all'attività produttiva. Accentua i rischi di instabilità e di gravi crisi sistemiche. Il pericolo di bolle speculative aumenta se il valore delle attività finanziarie cresce per compensare gli squilibri fra il

prodotto reale e quello potenziale, squilibri che tendono ad accentuarsi in conseguenza dell'invecchiamento della popolazione.

Per contrastare la diffidenza verso il ruolo della finanza, i legislatori hanno ceduto alla tentazione di emanare norme sempre più articolate e di dettaglio. Negli Stati Uniti, il *Dodd-Frank Act*, approvato nel 2010 in seguito alla crisi finanziaria dei cosiddetti *sub-prime* e al fallimento di alcune grandi banche d'affari, richiede circa 240 regolamenti applicativi. Anche in Europa, il flusso continuo di nuovi regolamenti e direttive, benché rispondente a finalità condivisibili di armonizzazione fra ordinamenti, talvolta molto diversi, rischia di creare un vero e proprio 'puzzle regolamentare', di difficile lettura e potenzialmente di ostacolo al coordinamento dei poteri e delle competenze delle Autorità dei paesi membri.

Questa elefantiasi normativa può mettere in ombra il ruolo dei controlli e deresponsabilizzare le Autorità di vigilanza. Regole troppo complesse e di elevato dettaglio non possono cogliere tutte le eccezioni e le particolarità connesse con l'evoluzione dei mercati e l'innovazione finanziaria. Rischiano di dare un'impronta formalistica ai controlli, impedendo un approccio di vigilanza sostanzialista. È quindi necessario un nuovo equilibrio fra il livello di dettaglio delle regole e la sfera di discrezionalità delle Autorità di vigilanza, in grado di favorire l'effettività di entrambi.

La razionalizzazione e la semplificazione normativa sono obiettivi primari ineludibili, che dovrebbero sfociare nella realizzazione di un vero e proprio testo unico della normativa finanziaria europea, di facile lettura per gli operatori, dove fare confluire in maniera coordinata e strutturata tutte le direttive e i regolamenti sui mercati mobiliari, in ossequio al principio caro a Giustiniano per cui «nelle leggi è preferibile la semplicità alle complicazioni» (*in legibus magis simplicitas quam difficultas placet*).

Tuttavia, anche semplificando e razionalizzando le regole, il vero problema rimane quello della difformità nelle prassi di vigilanza fra i paesi dell'Unione europea. La concorrenza fra ordinamenti giuridici si è trasformata in concorrenza fra sistemi

di vigilanza. Da un approccio dove si poteva scegliere la legislazione più vantaggiosa, il cosiddetto sistema del *diritto à la carte*, ci si muove oggi verso una *compliance à la carte* e la competizione fra paesi si basa sempre più su di una concorrenza fra sistemi amministrativi e burocratici. È questa la principale sfida che ci attende nel futuro. È in questo campo che si gioca la competitività del nostro sistema finanziario.

La carenza di prassi di vigilanza uniformi porta a un terreno di gioco non realmente livellato, aprendo lo spazio per arbitraggi fra sistemi di vigilanza. Per tal via si rischia di favorire i paesi con approcci meno rigorosi, piuttosto che premiare quelli più efficienti.

Da questo punto di vista, l'Italia è un paese vulnerabile, per la diffusa presenza di piccoli risparmiatori che operano direttamente in strumenti finanziari senza avvalersi dell'intermediazione di un gestore professionale. Il principio del 'passaporto europeo' e della vigilanza del paese di origine nell'offerta transfrontaliera di servizi e di prodotti di investimento può consentire a intermediari di paesi dell'Unione europea che adottano approcci meno restrittivi di offrire più facilmente prodotti maggiormente rischiosi agli investitori domestici.

L'esempio più evidente è quello della disciplina europea sui prospetti informativi, che impone di fornire tutte le informazioni necessarie affinché gli investitori possano pervenire a un fondato giudizio sulla situazione economica dell'emittente e sulle caratteristiche dei titoli. Nonostante un regolamento comunitario armonizzi i contenuti del prospetto, permangono in capo alle Autorità nazionali ampi margini di discrezionalità. Ne deriva che nel nostro Paese possono circolare prodotti conformi al regime informativo applicato da Consob e prodotti, cosiddetti 'passaportati', soggetti a regimi di trasparenza potenzialmente più blandi.

L'Autorità europea sui mercati finanziari (Esma) ha svolto un ruolo importante nel favorire la convergenza delle pratiche di vigilanza tra le Autorità nazionali e il loro coordinamento a fronte di attività transfrontaliere. Tuttavia, le resistenze rimangono elevate, stanti le differenti tradizioni e il diverso grado di sviluppo dei mercati nazionali, la connaturata

resistenza delle Autorità a modificare le proprie prassi e gli strumenti limitati a disposizione dell'Esma stessa. In materia di vigilanza, infatti, l'Esma può solo emanare linee-guida non vincolanti, soggette al principio del cosiddetto '*comply or explain*' (rispetta o spiega), la cui verifica è affidata a un meccanismo di '*peer review*' (revisione fra pari) fra Autorità nazionali.

In un mercato dei capitali sempre più globale e integrato, il decentramento delle competenze di vigilanza su un *network* di Autorità nazionali non solo crea un terreno di gioco non livellato, ma rende anche più difficile la tempestiva intercettazione dei fattori di rischio. Solo una prospettiva più ampia, quanto meno a livello di paesi dell'Eurozona, può garantire un'adeguata supervisione di attività sempre più a carattere *cross border*.

L'esperienza maturata in questi anni indica che la strada più efficace per realizzare un'effettiva armonizzazione e una più efficiente supervisione è quella di centralizzare le competenze di vigilanza a livello europeo. Per tale motivo, andrebbe valutata l'opportunità di affiancare al *single supervisory mechanism*, recentemente istituito per assicurare la vigilanza sulle grandi banche dell'Eurozona, un istituto simile per il settore dei mercati mobiliari, realizzando quindi una *financial union*, simile al modello della *banking union*.

L'avvio di un'unione finanziaria comporterà, di per sé, il ripensamento dell'approccio fiscale dei singoli paesi nei confronti del trattamento dei redditi di capitale, al fine di renderlo tendenzialmente omogeneo in tutta l'Eurozona. Se questa strada sarà seguita, ne discenderà un fondamentale passo avanti verso la costruzione di quella vera unione dei paesi europei che molti auspicano.

L'occasione per riflettere sulla possibilità di realizzare una *financial union* potrà essere costituita dall'avvio del processo di revisione dell'attuale architettura del Sistema europeo di vigilanza finanziaria, oggi basato su Autorità che hanno competenze quasi esclusivamente regolamentari (l'Eba per il settore bancario, l'Eiopa per il settore assicurativo e l'Esma per il settore dei mercati e dei valori mobiliari), che dovrebbe partire dalla seconda metà dell'anno. Lo scorso 11 marzo 2014, il

Parlamento europeo ha approvato una risoluzione con la quale invita la Commissione europea a presentare entro il 1° luglio 2014 una proposta di legge per la revisione del Sistema europeo di supervisione finanziaria che tenga conto dell'esperienza fino ad ora maturata.

La revisione del Sistema europeo di vigilanza finanziaria dovrebbe permettere di realizzare un assetto coerente con un modello di ripartizione delle competenze secondo la finalità dei controlli, distinguendo fra stabilità, da un lato, e trasparenza e correttezza dei comportamenti, dall'altro (modello cosiddetto *twin peaks*). Si tratta di una raccomandazione già contenuta nel Rapporto de Larosière del 2009. È un modello ormai seguito in molti Stati membri e introdotto, da ultimo, anche nel Regno Unito.

Le ricadute di un simile approccio sarebbero positive anche per l'ordinamento domestico. Ne conseguirebbe un modello di vigilanza pienamente aderente al principio della specializzazione per finalità. In materia di risparmio gestito e servizi di investimento – oltre che di prodotti assicurativi e previdenziali – ciò permetterebbe di superare una ripartizione delle competenze di vigilanza non sempre coerente con un modello che distingue le finalità di trasparenza e correttezza dei comportamenti da quelle di stabilità, con la conseguenza di sovrapposizioni di controlli e costi ingiustificati per i soggetti vigilati.

3 La semplificazione delle regole

Consob ha adottato, a livello domestico, un approccio di semplificazione delle regole coerente con gli obiettivi sopra illustrati. Si è proceduto a un'ampia opera di razionalizzazione della regolamentazione secondaria, compatibilmente con il quadro normativo vigente, al fine di eliminare ogni onere aggiuntivo rispetto a quanto previsto dalla disciplina comunitaria.

Dopo una approfondita consultazione con l'industria e i consumatori, sono stati varati due pacchetti di semplificazione. Con il primo è stata rivista la documentazione relativa a operazioni straordinarie e all'Opa, è stato snellito il processo istruttorio

di approvazione dei prospetti e sono stati semplificati alcuni obblighi informativi in materia di *internal dealing* e adesione ai codici di autodisciplina. Con il secondo pacchetto sono state introdotte ulteriori semplificazioni in materia di giudizio di equivalenza della documentazione d'offerta, di informativa *price sensitive*, di diffusione e stoccaggio di informazioni regolamentate.

Per completare questo processo è necessaria una riforma organica del Tuf, soprattutto in materia di diritto societario e sanzioni.

Una priorità riguarda la revisione della disciplina dei controlli interni: un sistema costituito da una pluralità di organi (collegio sindacale, dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili, organismo di vigilanza, funzione di *internal audit*, comitato controllo e rischi) connotato da potenziali sovrapposizioni di ruoli, che può creare inefficienze e costi ingiustificati per le imprese. Un maggiore ricorso al sistema di amministrazione e controllo cosiddetto monistico, quello più diffuso a livello internazionale e privilegiato nelle iniziative di autodisciplina delle società quotate, potrebbe rappresentare una soluzione. A tal fine, sarebbe opportuno valutare la possibilità di regolarlo in maniera più puntuale rispetto al quadro attuale, in cui la disciplina è concepita avendo come riferimento prevalente il modello tradizionale basato sul collegio sindacale.

I numerosi vincoli normativi che incidono sulla composizione del consiglio di amministrazione (amministratori indipendenti, amministratori di minoranza, cumulo degli incarichi), molti dei quali non trovano riscontro negli ordinamenti di altri paesi europei, dovrebbero fare riflettere sulla possibilità di lasciare maggiore spazio alle iniziative di autodisciplina e all'autonomia statutaria. Ciò anche al fine di valorizzare e potenziare l'importante ruolo svolto per il mercato dal Comitato per la *corporate governance*, costituito da rappresentanti di associazioni delle imprese, degli investitori professionali e di Borsa Italiana, nell'allineare il codice di autodisciplina delle società quotate italiane alle *best practice* internazionali. La valorizzazione delle iniziative di autodisciplina in materia di *corporate governance* è in linea con una recente raccoman-

dazione della Commissione europea, che evidenzia la necessità di rafforzare la *disclosure* sulle modalità di adesione ai codici attraverso il principio del 'rispetta o spiega'.

La previsione nel nostro ordinamento dell'istituto delle azioni a voto multiplo, accompagnata da opportuni meccanismi di rafforzamento della tutela degli azionisti di minoranza, quali, ad esempio, l'innalzamento di determinati *quorum* assembleari e la sterilizzazione dei voti in caso di Opa, potrebbe costituire un importante incentivo alla quotazione e alla crescita delle imprese. Tali azioni infatti rivestono caratteristiche tali da poter bilanciare in maniera efficiente le esigenze di mantenimento del controllo con quelle di sviluppo.

L'attuale impostazione del sistema sanzionatorio del Tuf risulta inefficiente sul piano della dissuasività e tempestività delle sanzioni.

L'introduzione di meccanismi di patteggiamento, così come avviene nelle giurisdizioni più avanzate, insieme a misure di deflazione per gli illeciti veniali e a meccanismi premianti per le segnalazioni di operazioni sospette, potrebbe consentire di accertare in tempi molto più rapidi gli illeciti, rafforzando la fiducia nella certezza delle regole e l'effetto segnaletico delle sanzioni sulla reputazione dei soggetti che pongono in essere condotte scorrette. Basti pensare che oggi, a più di dieci anni dai fatti contestati, non è ancora definito il contenzioso giudiziario sulle sanzioni comminate da Consob in relazione al collocamento di obbligazioni Cirio.

Si dovrebbe, inoltre, procedere alla definizione di sanzioni nei confronti della società e degli amministratori per le violazioni della disciplina sulle operazioni con parti correlate. Si tratterebbe di un intervento in linea con le previsioni contenute nella recente proposta di direttiva sui diritti degli azionisti, che richiede agli stati aderenti l'introduzione, in tale ambito, di un regime sanzionatorio efficace e dissuasivo.

Può essere utile ricordare che il Fondo Monetario Internazionale, nel suo recente rapporto di valutazione del nostro sistema finanziario, ha lamentato la molteplicità e frammentarietà delle disposizioni che attribuiscono a Consob poteri di

indagine in materia di mercati e di emittenti, raccomandando di allinearli a quelli previsti dalla disciplina sugli abusi di mercato.

L'occasione per attuare questi interventi potrà essere la legge comunitaria per il 2013 II semestre (disegno di legge n. 1836), attualmente in discussione in parlamento.

Merita, infine, particolare attenzione la sovrapposizione fra sanzioni amministrative e sanzioni penali nell'ambito della disciplina sugli abusi di mercato. L'attuazione della nuova normativa europea che istituisce un regime armonizzato di sanzioni amministrative e penali dovrà tenere conto dei rilievi formulati in una recente sentenza della Corte europea dei diritti dell'uomo sul rispetto del principio *ne bis in idem*.

La necessità di dare compiuta attuazione alle nuove disposizioni europee in materia di abusi di mercato – oltre che di tenere in debita considerazione la sentenza della Corte europea – suggerisce una revisione del principio del cosiddetto 'doppio binario', che caratterizza la legislazione italiana in materia. Tale revisione dovrà passare attraverso una più chiara ripartizione dell'ambito di operatività delle sanzioni penali e delle sanzioni amministrative, senza rinunciare necessariamente alla deterrenza delle une e alla celerità ed efficacia delle altre.

4 L'attrattività del mercato italiano

Gli investitori esteri tornano ad affacciarsi sul nostro mercato. Si tratta di grandi società di gestione del risparmio, fondi sovrani e imprese non finanziarie interessati ad acquisire partecipazioni significative.

L'Italia infatti rappresenta un mercato con un risparmio che, per quantità e qualità, rende il nostro Paese comparativamente più attraente rispetto a molti altri partner europei.

Questo risparmio, se adeguatamente incanalato, potrà costituire un formidabile strumento per rendere sicuri e attrattivi i fondi pensione, per finanziare le infrastrutture e per offrire alle piccole e medie imprese i capitali di cui hanno bisogno.

Il risparmio, adeguatamente remunerato, può svolgere dunque la duplice funzione di favorire lo sviluppo e offrire una rendita congrua agli investitori.

Solo con riferimento alle società quotate, nel corso del 2013 le imprese partecipate da investitori istituzionali esteri con quote superiori alla soglia rilevante (tra il 2 e il 5 per cento a seconda del soggetto) sono cresciute da 52 a 69. Inoltre, circa il 90 per cento delle partecipazioni complessive detenute da investitori istituzionali sono riferibili a soggetti esteri.

È significativo che molti investitori esteri detengano quote di poco superiori alla soglia rilevante per la *disclosure* della partecipazione, segnale che potrebbe essere letto come volontà di effettuare investimenti non speculativi e di lungo periodo. Affinché l'interesse dimostrato dagli investitori persista nel tempo, al legislatore e alle Autorità di vigilanza spetta il compito di sostenere il dispiegarsi delle forze di mercato, favorendo un ambiente competitivo, aperto e inclusivo.

In proposito, va vista con interesse l'esperienza francese relativa all'introduzione di azioni che prevedono un incremento del numero di voti in funzione del periodo di detenzione dei titoli (cosiddette *loyalty shares*), al fine di incentivare l'investimento a lungo termine e un ruolo più attivo degli investitori istituzionali nella *governance* delle imprese.

La presenza di soggetti esteri di natura finanziaria nel capitale delle società quotate deve essere interpretata come un segnale positivo di fiducia nel nostro mercato. Indica che, da una situazione di sottovalutazione, i valori delle quotazioni azionarie si stanno riportando gradualmente in linea con i fondamentali.

Gli investitori esteri sono indispensabili per rilanciare la nostra economia, rafforzare il mercato dei capitali e la competitività del nostro sistema economico, soprattutto laddove il risparmio che si forma a livello domestico non è adeguatamente canalizzato per finanziare la crescita e l'internazionalizzazione delle imprese e gli investimenti in nuove tecnologie.

Molti sono gli ostacoli e disincentivi che creano un freno agli investimenti. Essi agiscono su più piani: dal mercato del lavoro, alla possibilità di ottenere una rapida risoluzione delle

controversie civili e commerciali, ai vincoli amministrativi e burocratici. Ogni nuova norma andrebbe valutata sulla base di un indicatore della sua capacità di respingere o attrarre gli investitori. È quello che serve anche alle imprese italiane per tornare a crescere.

Il riordino della nostra produzione legislativa dovrà puntare all'elaborazione di testi unici, formulati in un linguaggio semplice e chiaro, facilmente accessibile anche per gli investitori esteri. In un mercato pienamente concorrenziale, la comprensibilità e la chiarezza del *set* normativo costituiscono discriminanti decisive per le scelte d'investimento.

Anche la semplificazione delle regole fiscali può essere un importante strumento per rendere le nostre economie più attrattive, soprattutto in una fase in cui i cosiddetti paradisi fiscali stanno in parte perdendo di interesse per gli investitori. Le regole fiscali devono essere disegnate non solo per le esigenze di gettito o per trovare coperture finanziarie, ma soprattutto per creare un sistema di incentivi che orienti gli operatori verso comportamenti virtuosi e che tuteli la competitività del nostro Paese nel panorama internazionale. La revisione della tassazione sulle rendite finanziarie può essere l'occasione per riequilibrare la pressione fiscale complessiva, ma anche per disegnare un sistema di incentivi che premi l'investimento di lungo periodo, soprattutto di natura previdenziale, e favorisca la canalizzazione del risparmio verso forme di investimento specializzate nel finanziamento delle piccole e medie imprese. In coerenza con tale obiettivo, si potrebbe valutare l'ipotesi di introdurre un sistema di progressiva riduzione delle aliquote in funzione della durata dell'investimento.

La maggiore armonizzazione delle regole e del peso della pressione fiscale potrà rendere più competitiva l'Unione europea anche nei confronti di investitori residenti in altre aree geografiche. Non si è ancora raggiunto questo obiettivo nel caso della tassa sulle transazioni finanziarie (*Financial transactions tax* - Ftt), ormai pienamente operativa nel nostro ordinamento da circa sei mesi.

Il risparmio è un bene fondamentale. Non lo afferma solo l'articolo 47 della Costituzione. Lo è anche perché

rappresenta il principale strumento per lo sviluppo e perché esso è fornito e quotidianamente accresciuto da milioni di nostri concittadini che, come direbbe Luigi Einaudi, continuano a risparmiare malgrado tutto. L'industria italiana del risparmio, poi, costituisce uno dei principali comparti strategici della nostra imprenditoria, che va valutato e 'pesato' per il contributo che offre alla formazione del Pil. Si tratta quindi di un'industria nazionale da sostenere con l'obiettivo dell'accrescimento del benessere collettivo.

5 Il finanziamento della crescita

Il credito alle imprese continua a ridursi, anche se a ritmi più contenuti rispetto alla seconda metà dello scorso anno. Gli impieghi bancari verso le società non finanziarie diminuiscono a un tasso di circa il 3 per cento su base annua. Si tratta di una contrazione anche più accentuata di quella del 2009, anno in cui si è registrata la più ampia flessione del prodotto interno lordo dal dopoguerra.

La crisi finanziaria e la recessione economica hanno messo in difficoltà il nostro sistema creditizio, che difficilmente potrà continuare a rappresentare – come avvenuto in passato – il canale di finanziamento prevalente dell'economia.

I primi *stress test* dell'Eba, nel luglio 2010 e nel luglio 2011, hanno evidenziato una situazione di solidità delle banche italiane, mentre dal terzo esercizio di *stress test*, condotto a seguito dell'aggravarsi della crisi del debito sovrano a fine 2011, è emerso un fabbisogno di capitale di oltre 15 miliardi di euro, dovuto in prevalenza alle esposizioni in titoli di Stato.

Gli aumenti di capitale realizzati a valle di tale esercizio hanno contribuito a rafforzare in maniera significativa l'adeguatezza patrimoniale delle banche italiane. Nuove sfide attendono il settore (Basilea III, AQR -*Asset quality review*-, *stress test*) e andranno affrontate nei prossimi mesi.

In ogni caso, potrebbero risultare penalizzati i sistemi bancari più tradizionali e con attivi più trasparenti e concentrati, come il nostro, su crediti alle imprese, titoli di Stato e immobili.

La valutazione a prezzi di mercato delle esposizioni in titoli di Stato risulta discriminatoria per le banche italiane rispetto a quelle di altri paesi che hanno esposizioni molto significative, e non meno rischiose, in derivati e titoli strutturati. Per tali strumenti, non essendo presenti spesso mercati attivi, non è possibile stimare con precisione le perdite potenziali. Paradossalmente, proprio le esposizioni in derivati e titoli illiquidi, che sono state all'origine della crisi finanziaria, ricevono un trattamento meno severo negli esercizi di valutazione dell'adeguatezza patrimoniale. Vi sono poi criteri, non sempre omogenei fra i vari paesi, per individuare il campione di banche soggette all'esercizio di *stress test*.

La separazione fra banca commerciale e banca d'investimento, oltre a ridurre i rischi di contagio e di crisi di natura sistemica, renderebbe più trasparente e meno discriminatorio il processo di valutazione dell'adeguatezza patrimoniale dei sistemi bancari, facilitando il passaggio a un modello di vigilanza per finalità a livello europeo.

In vista dell'esito degli *stress test*, le banche italiane hanno annunciato significativi piani di rafforzamento patrimoniale. È verosimile ritenere che le risorse provenienti dagli aumenti di capitale andranno a irrobustire le coperture patrimoniali a fronte di sofferenze in crescita ed esposizioni in titoli di Stato o, comunque, a innalzare i *ratios* patrimoniali su livelli giudicati più congrui dai regolatori di stabilità. Gli effetti sulla stabilità complessiva del sistema finanziario saranno positivi, ma l'impatto sulla crescita risentirà dell'ulteriore restringimento dei margini necessari per supportare l'erogazione di nuovo credito alle imprese.

Anche in Italia, come in altri paesi avanzati, il mercato dei capitali è destinato ad assumere un carattere policentrico. Mentre il mercato azionario e quello obbligazionario dovrebbero rivestire un peso ben più rilevante, si vanno sviluppando altre forme innovative di intermediazione non bancaria, finalizzate a stabilire più stretti legami fra risparmio e imprese. Mi riferisco, in particolare, alla raccolta di capitale di rischio su portali *online* (*crowdfunding*), ai prestiti diretti fra soggetti privati (*peer-to-peer lending*), ai fondi di investimento che erogano crediti alle

imprese (*credit funds*), all'emissione di obbligazioni da parte di piccole e medie imprese non quotate (*mini bond*).

Per ritornare a crescere, è necessario promuovere lo sviluppo di canali di intermediazione finanziaria alternativi a quello bancario. In particolare, è fondamentale puntare sullo sviluppo del mercato mobiliare.

Si tratta di un processo in cui entra in gioco una pluralità di fattori: il livello di cultura finanziaria dei risparmiatori e degli imprenditori, la presenza di investitori istituzionali che agiscano in un'ottica non speculativa e di lungo periodo, un elevato grado di concorrenza e di apertura del mercato dei servizi finanziari e dell'*asset management*.

Alcuni recenti interventi normativi hanno perseguito lo scopo di stimolare il finanziamento delle piccole e medie imprese attraverso l'attivazione di canali non bancari. Le agevolazioni fiscali per i sottoscrittori dei cosiddetti 'mini bond', parallelamente a quelle civilistiche e fiscali per le imprese non quotate che li emettono (equiparate da questo punto di vista alle società quotate), costituiscono un incentivo importante per favorire forme di raccolta dirette sul mercato.

È questo un tema indicato come prioritario anche dalla Commissione europea e sul quale si assiste a una parziale ridefinizione dell'approccio regolamentare. Esso riflette una sensibilità più attenta al tema della crescita e del finanziamento delle imprese, soprattutto medio - piccole. Ne è testimonianza una serie di interventi normativi comunitari che, nel quadro tracciato dalla direttiva sui fondi d'investimento alternativi, hanno posto l'attenzione sullo sviluppo del *venture capital*, dell'imprenditoria sociale e degli investimenti a lungo termine.

Queste iniziative regolamentari assumono un'importanza di primo piano alla luce delle considerazioni prima svolte. Esse consentono infatti di favorire lo sviluppo di investitori istituzionali specializzati e con ottiche di lungo periodo, che potranno svolgere un ruolo di rilievo nel canalizzare in maniera più efficace il risparmio delle famiglie verso le piccole e medie imprese. La nascita di questa categoria di investitori professionali

nel nostro Paese dovrebbe essere sostenuta dalle politiche pubbliche.

Consob è da tempo impegnata nel rilancio dei mercati mobiliari.

Lo scorso anno è stato avviato il progetto 'PiùBorsa', tramite la sottoscrizione da parte dei principali operatori del mercato di un Memorandum d'intesa contenente impegni e misure volte a promuovere una comune linea di azione per lo sviluppo del mercato mobiliare nazionale.

L'obiettivo è, da un lato, quello di assistere e agevolare le piccole e medie imprese nel percorso di apertura al mercato del capitale di rischio e, dall'altro, di incrementare l'interesse degli investitori istituzionali nei confronti di queste società.

A tal fine, si è intervenuti su diversi ambiti, tra loro strettamente correlati.

In primo luogo, sono stati individuati interventi di semplificazione normativa in grado di ridurre l'onerosità degli adempimenti connessi al processo di *listing* e alla successiva fase di permanenza sul mercato. Si tratta, in alcuni casi, di semplificazioni permanenti e in altri casi di semplificazioni temporanee, che prevedono un *grace period* funzionale a garantire un periodo di acclimatamento alla disciplina che caratterizza la quotazione in un mercato regolamentato. In particolare, vanno ricordate le misure che incidono sulla contendibilità del controllo per agevolare l'apertura degli assetti proprietari e quelle, alle quali ho prima accennato, sulla semplificazione del sistema dei controlli interni e sulla rimozione del divieto di emettere azioni a voto multiplo.

Attenzione è stata rivolta al fondamentale tema dello sviluppo di un'adeguata domanda di investitori istituzionali operativi su titoli di nuova quotazione, in particolare *small cap*. Lo sviluppo di un efficiente mercato azionario, soprattutto per le imprese di minori dimensioni, richiede infatti la presenza di un nucleo stabile di investitori di lungo termine e di *asset manager* specializzati.

La creazione di un 'Fondo di fondi' che, con un orizzonte temporale di medio - lungo termine, investa, secondo logiche di mercato, in veicoli specializzati o in *small cap* italiane già esistenti o di nuova costituzione, potrebbe rappresentare lo strumento più efficace per aggregare risorse e professionalità dedicate al mercato delle piccole e medie imprese e stimolare, per tal via, una domanda adeguata di titoli azionari.

È stata resa operativa sul sito internet di Borsa Italiana una specifica finestra *web*, attraverso cui gli operatori del mercato possano pubblicare apposite convenzioni per rendere più economico e trasparente il percorso di accesso al mercato. Sono oltre 25 gli operatori (tra imprese di investimento, società di revisione e studi legali) che hanno già aderito all'iniziativa.

La progressiva ripresa di nuove quotazioni testimonia il rinnovato interesse degli imprenditori verso la borsa. Nel 2013 si sono avute 16 nuove quotazioni, il numero più elevato dal 2007, che hanno consentito alle imprese italiane di raccogliere risorse per 1,3 miliardi di euro. Nel primo trimestre di quest'anno si sono avute altre cinque quotazioni. Molte di queste società, soprattutto se di piccole dimensioni, scelgono di quotare i propri titoli sul sistema multilaterale di negoziazione *Aim Italia*, che si sta progressivamente affermando come il mercato di riferimento per le piccole imprese. La capitalizzazione di *Aim Italia* è raddoppiata nel corso del 2013 e alla fine dello scorso marzo aveva raggiunto circa 1,6 miliardi di euro, con 41 società quotate. Dalla sua nascita, *Aim Italia* ha consentito alle imprese di raccogliere capitali per oltre 400 milioni di euro.

Per il 2014 sono almeno dieci le società che hanno già manifestato l'intenzione di quotarsi sul Mercato telematico azionario (Mta).

Si tratta di dati incoraggianti, che inducono a ritenere che l'attuale congiuntura economica possa essere valutata come una fase di svolta.

* * * * *

Autorità, Signore e Signori,

Come ci ricorda Isocrate, *«per ottenere il benessere, nessun alleato è più potente della virtù in tutte le sue forme»*. Benessere e virtù costituiscono dunque un'endiadi inscindibile. Per ottenere il benessere occorre essere virtuosi e, contemporaneamente, il benessere costituisce un'espressione della virtù. Chi è investito di responsabilità nel perseguire l'interesse pubblico è tenuto a dispiegare tutte le sue azioni per 'indurre' ad attuare comportamenti virtuosi e chi li adotta può legittimamente aspirare al benessere.

Le Autorità di vigilanza sui mercati finanziari hanno incrementato la loro attività di controllo, mano a mano che il quadro economico si faceva più difficile e le regole tradizionali si dimostravano insufficienti per ricondurre i comportamenti alle nuove esigenze imposte dalla situazione. Grazie anche a questo approccio, domestico ma non solo, la velocità di cambiamento dei mercati si è andata accentuando. Oggi, memori degli effetti di una crisi che ancora non è stata superata, possiamo costruire il futuro con maggiore consapevolezza.

Ogni azione dei poteri pubblici, mentre va attuando un approccio di crescente rigore, è finalizzata all'accrescimento del benessere individuale e collettivo. Il dovere primario di ciascun decisore pubblico è quello di incoraggiare e tutelare il risparmio, attrarre capitali, far crescere e aprire i mercati, consentire a ciascun individuo di liberare le energie di cui dispone, in una società aperta e inclusiva. In una parola, offrire a tutti la concreta possibilità di conquistare un futuro migliore.

A questo fine sono rivolte tutte le nostre energie.