

# Incontro annuale con il mercato finanziario

Milano, 6 maggio 2013



---

# CONSOB

---

COMMISSIONE NAZIONALE  
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA



# Incontro annuale con il mercato finanziario

Discorso del Presidente Giuseppe Vegas

Milano, 6 maggio 2013



---

**CONSOB**

---

COMMISSIONE NAZIONALE  
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

## Discorso del Presidente al mercato finanziario

1. Il quadro macroeconomico
2. L'evoluzione della normativa
3. Il sistema finanziario e l'attività di vigilanza
4. La tutela del risparmio
5. Le prospettive di riforma
6. Lo sviluppo del mercato

*«... è inutile accusare il passato più di quanto giovi al presente.  
Bisogna invece provvedere al presente per amore del futuro -  
senza risparmiare nuove fatiche ...»*

Tucidide, *La guerra del Peloponneso*, I, 123

Signor Presidente del Consiglio, signor Vice Presidente della Camera, signor Presidente della Regione Lombardia, signor Vice Ministro dell'Economia, signor Vice Presidente del CSM, signor Governatore, Autorità, Signore e Signori,

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 2012 la Consob ha proseguito l'azione di contenimento dei costi, che sono diminuiti, rispetto all'anno precedente, del 7,1 per cento (-9,2 milioni di euro). È stato così possibile, nonostante l'azzeramento del finanziamento pubblico, ridurre le entrate contributive a carico dei soggetti vigilati del 6,6 per cento (-7,7 milioni di euro) rispetto al 2011. Tra il 2011 e il 2012 tali entrate si sono ridotte del 14,9 per cento (-17 milioni di euro). La revisione dei criteri di tariffazione ha consentito, inoltre, una più equa distribuzione dell'onere complessivo del finanziamento dell'Istituto, anche al fine di tener conto delle crescenti difficoltà degli operatori nell'attuale congiuntura economica. È intenzione della Consob contenere gli oneri gravanti sui soggetti vigilati anche negli esercizi futuri.

La riduzione della spesa è stata condivisa dal Collegio dei revisori dei conti, che ha avviato la propria attività nel 2012 e che, coerentemente con la propria funzione di controllo della regolarità amministrativo-contabile, ha validato la linea di azione dell'Istituto e le relative iniziative di attuazione.

Sono stati, inoltre, realizzati ulteriori interventi di riorganizzazione e di adeguamento della struttura dell'Istituto all'evoluzione del sistema finanziario, anche mediante la più

efficiente distribuzione del personale e il potenziamento dell'attività ispettiva.

Colgo questa occasione per ringraziare, a nome mio e della Commissione, il personale tutto, per la competenza e la serietà dimostrate nell'adempimento di impegni resi sempre più gravosi dall'attuale situazione dei mercati.

All'inizio dell'anno è venuto a mancare Luigi Spaventa. Egli seppe guidare la Consob dal 1998 al 2003 con passione e competenza.

## 1 Il quadro macroeconomico

Dopo cinque anni, in Europa la crisi non volge ancora al termine. Con il passare del tempo, da finanziaria, si è trasformata in crisi dell'economia reale. Il legame positivo tra finanza e crescita sembra essersi spezzato. Il nostro Paese ne soffre gli effetti più di altri: ne sono prova la severa contrazione del Pil, la connessa diminuzione del reddito disponibile e l'incremento del tasso di disoccupazione.

La crisi sta condizionando le nostre vite e accresce l'incertezza del futuro. Il modello di sviluppo delle democrazie occidentali, ritenuto finora l'unico in grado di garantire crescita e benessere, è messo in discussione. La redistribuzione della ricchezza tra i continenti fa cadere antiche certezze. Le domande che tutti si pongono sono: come cambierà la nostra vita? Potremo mantenere il livello di sicurezza economica finora conseguito? Quali potranno essere le occasioni di lavoro e, soprattutto, le opportunità per le giovani generazioni? Sono sfide difficili per società che, per oltre sessant'anni, sono vissute nel benessere e nella prospettiva che esso fosse sostenibile e costantemente in crescita nel tempo.

Si tratta di temi cruciali. Per affrontarli occorre partire dalla consapevolezza che, come ci ha ricordato il Presidente Napolitano nel discorso di insediamento del 22 aprile, l'Italia dispone di «grandi riserve di risorse umane e morali, di intelligenza e di lavoro».

Società come quelle italiana ed europea, fondate su istituzioni democratiche e sul libero mercato, consentono di operare in un contesto inclusivo, poiché permettono a ognuno – ovviamente se ne ha la capacità e la volontà – di mettere a frutto il proprio talento e di contribuire al miglioramento delle condizioni di vita proprie e della collettività.

La finanza può tornare a svolgere un ruolo propulsivo fondamentale. In Italia, agli albori del Rinascimento, nacque il sistema creditizio; furono inventate le lettere di credito e le cambiali. Furono innovazioni che diedero impulso allo sviluppo economico. Con il passare del tempo, la finanza si è tramutata da mezzo in fine e si è sciolto il suo legame con le attività produttive. Il suo compito non va enfatizzato, ma neppure demonizzato. Spetta ora al legislatore e alle istituzioni ripristinare, fermo il legame inscindibile tra sviluppo dell'economia e libertà economica, il nesso tra crescita e finanza. A partire dai temi concreti della regolazione e dei presidi alla stabilità del sistema economico.

In questo quadro, a fronte del crollo di fiducia verificatosi lo scorso anno nei mercati, che era arrivato fino a porre in discussione la sopravvivenza della stessa valuta comune, si sono mostrate risolutive le decisioni assunte dalle istituzioni europee e, in primo luogo, dalla Banca centrale europea (BCE).

Ne è derivato, nel corso del 2012, un complessivo sia pur discontinuo allentamento delle tensioni sui mercati. I rendimenti dei titoli di Stato decennali dei Paesi più esposti alla crisi si sono così ridotti, portandosi su livelli sensibilmente inferiori a quelli raggiunti nel novembre 2011. Per l'Italia, il rendimento del Btp decennale risulta oggi pari al 3,87 per cento, quasi la metà rispetto al massimo del novembre 2011. Anche i mercati azionari hanno beneficiato delle decisioni delle istituzioni europee: in particolare il Ftse Mib, dopo essere cresciuto nel 2012 dell'8 per cento, ha registrato nei primi mesi del 2013 un ulteriore incremento, pari a circa 4 punti percentuali. Si tratta di dati confortanti. Tuttavia, i valori di borsa restano sensibilmente inferiori a quelli registrati prima della crisi Lehman e molto distanti rispetto ai risultati, assai più brillanti, riscontrabili nei principali Paesi europei e negli Stati Uniti.

La tregua è fragile. Lo testimoniano gli eventi dei primi mesi dell'anno in corso, quando le tensioni economiche e politiche di alcuni Paesi, tra cui l'Italia, e gli sviluppi della crisi di Cipro sono tornati a scuotere i mercati finanziari.

In questo perdurante quadro di incertezza, i mercati continuano a essere esposti a comportamenti 'emulativi' da parte degli investitori e a fenomeni di contagio, che allontanano i corsi azionari dai valori fondamentali delle imprese. La funzione di canalizzazione del risparmio ne risulta gravemente compromessa.

Le prospettive dell'attività economica nell'Eurozona rimangono deboli. La fase recessiva che caratterizza i Paesi periferici mette a repentaglio il risanamento dei conti pubblici e ne amplifica la vulnerabilità a rinnovate turbolenze dei mercati. I cosiddetti Paesi *core*, che in alcuni casi già sperimentano una significativa contrazione della domanda interna, subiscono anche il rallentamento delle economie periferiche a causa della riduzione, all'interno dell'Eurozona stessa, dell'interscambio commerciale, divenuto importante canale di propagazione della crisi.

Le condizioni di erogazione del credito bancario al settore privato continuano a essere disomogenee tra i diversi Paesi europei. In quelli più esposti alla crisi proseguono sia la contrazione dei finanziamenti a famiglie e imprese (per l'Italia, i dati disponibili a febbraio mostrano una diminuzione dell'1,4 per cento rispetto all'anno precedente) sia l'aumento delle sofferenze (cresciute in Italia, in rapporto ai prestiti totali, dell'uno per cento nell'ultimo anno).

Resta ancora difficile il ripristino del canale di trasmissione della politica monetaria al settore reale.

In questo contesto, le politiche adottate dalle banche centrali possono dare un contributo fondamentale. Le recenti misure della Banca centrale del Giappone (BoJ), i cui effetti sono ancora difficilmente valutabili, potrebbero aprire la strada a una riconsiderazione degli interventi di politica monetaria da parte degli altri Paesi.

Tuttavia, le iniezioni di liquidità non rappresentano di per sé soluzioni sufficienti e di lungo periodo. La risposta va trovata agendo direttamente nell'economia reale. A cominciare



dalla revisione del perimetro dell'intervento pubblico e dalla effettiva liberalizzazione dei mercati. Ne deriveranno maggiore concorrenza e produttività.

Il profondo rinnovamento della *governance* economica europea, iniziato nel 2010 e tuttora in atto, costituisce un passo importante per avviare, attraverso il preventivo consolidamento dei conti pubblici, un percorso di crescita equilibrato e sostenibile per tutti i Paesi dell'Eurozona.

Tuttavia, non basta a fugare lo spettro che incombe sui mercati e sulle Cancellerie: quello di un'austerità senza speranza, che può diventare il detonatore di una crisi generalizzata.

Se la parsimonia nella spesa pubblica e il rispetto delle ragioni dei contribuenti debbono guidare l'azione di ogni governo, il necessario risanamento dei conti pubblici nei Paesi più indebitati dell'Eurozona non può che realizzarsi in un quadro di crescita economica. Essa costituisce la condizione indispensabile per migliorare i parametri di finanza pubblica sui quali vengono costruite le manovre. Il risanamento non può che avvenire attraverso un approccio più graduale rispetto a quanto ad oggi previsto dal *fiscal compact*.

Qualsiasi risposta sarà inefficace se prima non troverà soluzione il problema dei problemi: quello del futuro dell'Unione Europea. Per le sue caratteristiche strutturali di unione 'incompiuta', sia politica, sia economica, essa subisce più di altre aree economiche mondiali la perdurante frammentazione del sistema finanziario. Finché prevarranno i particolarismi nazionali, sarà impossibile disporre di mercati finanziari competitivi a livello mondiale e orientati allo sviluppo. Mercati di modeste dimensioni tenderanno di sopravvivere l'uno a danno dell'altro.

## 2 L'evoluzione della normativa

Nel corso del 2012 il quadro normativo europeo ha continuato a evolversi lungo gli indirizzi individuati dal G20 e promossi dal *Financial Stability Board* (FSB) in risposta alla crisi finanziaria internazionale; è proseguito, inoltre, il processo di revisione delle direttive del *Financial Services Action Plan* (FSAP).

Le iniziative in materia di mercati mobiliari avviate in risposta alla crisi si sono poste l'obiettivo primario di ricondurre nel perimetro della regolamentazione i mercati più opachi, dove si negoziano prodotti *over the counter* (Otc): si tratta di una preoccupante fonte di rischio sistemico. Per far fronte a tale rischio e accrescere la trasparenza degli scambi degli strumenti finanziari, nel corso del 2012 hanno così trovato compimento disposizioni (Regolamento EMIR - *European Market Infrastructure Regulation*) che introducono un obbligo di *clearing* centralizzato e di comunicazione dei contratti conclusi ai *trade repositories* per le transazioni sui derivati Otc.

La Consob ha contribuito attivamente agli sviluppi dell'assetto regolamentare europeo. In alcuni casi anticipandone a livello domestico le disposizioni, come in tema di vendite allo scoperto e in materia di *high frequency trading* (Hft), dove l'Istituto si è mosso per primo tra le Autorità europee.

In altri casi, l'Istituto si è fatto carico di proporre l'adozione, a livello europeo, dei più stringenti orientamenti maturati in ambito domestico. È quanto sta avvenendo in sede di aggiornamento della Direttiva MiFID (*Markets in Financial Instruments Directive*) che, come è noto, ha introdotto importanti novità nella disciplina dei mercati e degli intermediari, finalizzate a garantire una sempre maggiore tutela degli investitori. In particolare, per quanto attiene ai mercati, la Consob ritiene necessario estendere le regole di trasparenza sulle transazioni di strumenti azionari anche a quelli non *equity*, come già avviene nel contesto nazionale. Anche in tema di disciplina degli intermediari, risulta condiviso l'approccio che mira a definire precisi requisiti organizzativi e di *governance* e più rigorose regole di condotta. Inoltre, occorre sviluppare la consulenza indipendente ed estendere la disciplina MiFID alla distribuzione da parte di imprese di investimento e intermediari bancari di strumenti finanziari di propria emissione.

In materia di *governance* degli emittenti, la Consob è già intervenuta su molti dei profili individuati nel 'Piano d'azione sul diritto europeo delle società e sul governo societario',

pubblicato di recente dalla Commissione europea. L'ordinamento italiano, infatti, è già in linea con molte delle previsioni contenute nel Piano, ad esempio in materia di differenze di genere nei consigli di amministrazione, politiche di remunerazione e operazioni con parti correlate.

Rilevante, in questo contesto, è il Codice di auto-disciplina, rivisto di recente dal Comitato per la *corporate governance*. Mai come oggi sono indispensabili principi di buon governo societario. In tema di remunerazioni degli amministratori, ad esempio, è fondamentale promuovere, come messo in luce dalla Commissione europea, politiche retributive che stimolino la creazione di valore a lungo termine e siano basate su uno stretto collegamento tra remunerazione e risultati ottenuti.

L'intensa attività di armonizzazione delle regole europee non ha consentito di superare, tuttavia, divergenze su questioni cruciali. È il caso dell'imposta sulle transazioni finanziarie (*Financial Transaction Tax*, meglio nota come *Tobin Tax*), proposta dalla Commissione europea nel settembre 2011 e tuttora all'esame del Consiglio.

Sul tema è stata attivata una procedura di cooperazione rafforzata che coinvolge solo undici Paesi dell'Unione Europea. Tra questi sono emersi contrasti, soprattutto in merito alla sua applicazione ai titoli del debito pubblico, ipotesi questa che vede il nostro Paese assolutamente contrario.

Nelle more della decisione comunitaria, alcuni Stati, tra cui l'Italia, hanno già introdotto l'istituto nella propria legislazione. Il prelievo è stato attuato nel nostro Paese cercando di circoscriverne l'applicazione per contrastare fenomeni elusivi e neutralizzarne l'impatto sulle imprese di minori dimensioni. Nonostante tale impostazione, pur non disponendosi ancora di dati inequivocabili in materia, permane il rischio di 'spiazzamento', forse anche irreversibile, sui mercati, in termini di delocalizzazione di importanti comparti dell'industria finanziaria nazionale e di penalizzazione per l'operatività in strumenti derivati.

### 3 Il sistema finanziario e l'attività di vigilanza

Il nuovo sistema di regole che si va delineando deve essere affiancato da un'attività di vigilanza che tenga conto della rapida evoluzione dei mercati, dei comportamenti degli attori finanziari e delle caratteristiche strutturali del sistema finanziario domestico.

I risparmiatori italiani, tradizionalmente, detengono portafogli poco diversificati e in forma di risparmio amministrato (a settembre 2012 il dato si attestava al 91 per cento della ricchezza finanziaria). La ridotta diversificazione di portafoglio si accompagna alla crisi del risparmio gestito e, in particolare, del segmento dei fondi comuni promossi da intermediari italiani. Negli ultimi cinque anni, la raccolta netta complessiva di gestioni collettive e di portafoglio è stata negativa per circa 190 miliardi di euro (di cui 160 imputabili ai soli fondi), valore pari a circa il 25 per cento dello *stock* in gestione a fine 2008, nonostante i segnali di ripresa registrati negli ultimi mesi. La comparazione internazionale mostra ancora più chiaramente la debolezza del risparmio gestito domestico: il patrimonio complessivo (fondi e gestioni di portafoglio) trattato da società residenti è pari al 43 per cento del Pil in Italia, contro il 60 per cento in Germania, il 150 in Francia e il 270 nel Regno Unito.

Tale debolezza è riconducibile alla scarsa indipendenza nelle scelte strategiche, derivante dagli assetti proprietari delle Sgr, all'integrazione verticale fra produzione e distribuzione e alla ridotta capacità di innovazione.

La significativa presenza delle banche nel capitale delle Sgr, inoltre, da un lato aumenta il rischio di conflitti di interessi riducendo le *performance* dei gestori, e dall'altro – come dimostrato da recenti casi – può limitare l'efficacia dell'azione di *monitoring*, che i fondi comuni potrebbero e dovrebbero svolgere sul governo societario degli emittenti quotati.

Anche il settore dei fondi pensione continua a rivestire un ruolo marginale. La scarsa presenza di operatori specializzati nel comparto, unitamente alla ridotta consapevolezza da parte dei lavoratori del livello di copertura che il primo pilastro sarà in grado di assicurare nel tempo, disincentivano lo sviluppo di forme

pensionistiche complementari. Desta preoccupazione la possibilità che il sistema pensionistico pubblico, finanziariamente sostenibile, non lo sia altrettanto da un punto di vista sociale nel futuro, a fronte della inevitabile riduzione dei livelli di reddito garantiti. Devono pertanto essere prontamente rimossi gli ostacoli allo sviluppo dei fondi pensione, in primo luogo modificando il regime fiscale e la disciplina sulla trasferibilità delle posizioni maturate.

In un contesto nel quale le scelte degli investitori *retail* non sono guidate dai servizi di consulenza e di gestione prestati dagli intermediari, è cruciale vigilare sui conflitti di interessi nella distribuzione dei prodotti finanziari. Tali conflitti nascono dalle caratteristiche del *funding* delle banche italiane, basato in misura significativa sulla raccolta obbligazionaria presso gli investitori *retail*.

In tale ambito la Consob ha da tempo potenziato i controlli, che hanno riguardato, come di consueto, sia la trasparenza informativa sia i comportamenti degli intermediari. In occasione del collocamento di prodotti complessi, l'Istituto è ricorso con maggiore frequenza e incisività rispetto al passato anche allo strumento ispettivo, al fine di verificare la condotta concretamente adottata dall'intermediario nei confronti della clientela. Particolare attenzione è stata dedicata ai criteri di profilatura degli investitori da parte degli intermediari, per migliorare gli strumenti utilizzati nella valutazione di adeguatezza degli investimenti proposti, anche alla luce degli studi più recenti in materia di finanza comportamentale.

A cinque anni dall'introduzione della MiFID, permangono criticità negli assetti organizzativi e nelle prassi operative degli intermediari, segnale che i problemi derivanti dai conflitti di interessi con la clientela non possono ancora dirsi risolti.

Pregiudizi per i risparmiatori possono derivare, oltre che dalla distribuzione di prodotti finanziari non adeguati, anche dall'assenza di presidi che garantiscano, da un lato, una corretta gestione degli emittenti, dall'altro una completa informativa al mercato.

In quest'ottica è stata rafforzata l'attività di vigilanza sulla *governance* delle società quotate. È stata assicurata un'idonea informativa ai mercati nei casi di operazioni di maggiore rilevanza con parti correlate, alcune molto complesse riguardanti il riassetto di grandi gruppi quotati. Particolare attenzione è stata rivolta alla valutazione delle offerte pubbliche di acquisto promosse nel corso del 2012. La maggior parte di esse è stata realizzata da azionisti di controllo della società oggetto di offerta. Ne è emersa l'esigenza di rafforzare le garanzie a tutela degli azionisti di minoranza.

Analoga attenzione è stata rivolta a verificare se fossero reali le finalità di salvataggio delle imprese nelle quali la cessione di pacchetti azionari di controllo non è stata accompagnata da un'Opa.

Continua la partecipazione di funzionari dell'Istituto, in qualità di uditori, alle assemblee di società quotate, chiamate a deliberare su temi particolarmente complessi. Oltre a esercitare una funzione di deterrenza, ciò permette di raccogliere 'in diretta' elementi informativi sullo svolgimento dei lavori, anche per orientare con tempestività la successiva azione di vigilanza.

Il regolare funzionamento dei mercati è stato assicurato da un intenso controllo sull'informativa continua e sull'andamento delle negoziazioni. Più di duecento anomalie, riconducibili a ipotesi di abuso di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato, sono state oggetto di specifici accertamenti, che hanno portato a puntuali richieste agli intermediari e ad audizioni dei soggetti coinvolti, sfociate in alcuni casi nella formulazione di contestazioni. In materia di informativa finanziaria diffusa al mercato, particolare attenzione è stata dedicata al settore bancario e, in generale, alle poste di bilancio più sensibili alla crisi, con particolare riferimento alla valutazione degli avviamenti e dei crediti.

È stata intensificata l'azione di contrasto ai fenomeni di abusivismo finanziario, realizzato anche attraverso un utilizzo fraudolento del *web*.

L'attività di vigilanza ha portato, nel corso dell'anno, a concludere 183 procedimenti sanzionatori; di questi, 162 con

sanzioni pecuniarie per accertate violazioni delle disposizioni del Testo unico della finanza (Tuf) e dei relativi regolamenti attuativi.

I controlli dell'Istituto sono risultati più complessi in considerazione dell'aggravarsi della crisi. Essa ha inciso sugli equilibri economici e finanziari di molte imprese, rendendo necessari la raccolta di nuove risorse sui mercati e, in molti casi, operazioni straordinarie, razionalizzazioni dei costi e aggiustamenti di bilancio spesso dolorosi.

La Consob è dovuta intervenire in tutti questi casi, anche con la necessaria azione di *moral suasion* preventiva, nella consapevolezza dell'importanza della stabilità del sistema economico-finanziario, ma avendo sempre di mira un'unica stella polare, quella della tutela del risparmio e dei cittadini che in esso ripongono le proprie speranze per il futuro.

## 4 La tutela del risparmio

Torniamo alla questione cruciale, quella della tutela del risparmio.

L'articolo 47 della Costituzione recita: «La Repubblica incoraggia e tutela il risparmio in tutte le sue forme». Dobbiamo domandarci in che modo il precetto costituzionale – originariamente proposto all'Assemblea costituente dall'onorevole Togliatti – possa essere realizzato, soprattutto nelle turbolente circostanze nelle quali viviamo.

Senza risparmio, e dunque senza accumulazione, non è possibile realizzare gli investimenti necessari per lo sviluppo economico e per offrire un futuro alle giovani generazioni.

Negli ultimi venti anni la propensione al risparmio degli italiani si è ridotta di quasi due terzi, passando dal 22 all'8 per cento circa del reddito disponibile. Occorre fare tutto il possibile affinché questo *trend* sia invertito al più presto.

Per questo bisogna dare all'articolo 47 della Costituzione una lettura dinamica e non meramente statica di tutela dell'esistente. Non bastano regole rigorose, controlli accurati e sanzioni esemplari, ma va preparato il terreno perché il sistema

economico e finanziario sia stabile e in grado di resistere alle fluttuazioni dei mercati e perché l'economia sia vitale e garantisca una costante crescita del prodotto nazionale. Quest'ultima è una condizione indispensabile per realizzare il presupposto base di qualsiasi tutela del risparmio, ovvero che il risparmio possa concretamente formarsi.

L'illusione, spesso nutrita da molti, che il risparmio si possa tutelare semplicemente dotandosi di regole nazionali le più rigorose possibili si infrange contro la realtà dell'apertura globale dei mercati. La fuga dei capitali e la delocalizzazione degli operatori finanziari verso ordinamenti più 'accomodanti' possono vanificare del tutto l'efficacia di regole severe. La difficoltà delle scelte cui sono chiamati legislatori e regolatori consiste proprio in questo: trovare una posizione di equilibrio tra tutela e attrazione del risparmio. Ci muoviamo su un crinale scosceso e pericoloso.

Occorre, inoltre, farsi carico di un nuovo bisogno di tutela. Mentre un tempo gli acquirenti di prodotti finanziari appartenevano a una limitata *élite* di benestanti, consapevoli e informati, nei tempi più recenti – e questo, in sé, è un bene – la partecipazione ai mercati finanziari ha coinvolto strati della popolazione che prima ne erano esclusi. Tuttavia, non è maturata, di pari passo, un'adeguata cultura finanziaria: i risparmiatori tendono a investire in prodotti finanziari con un approccio simile a quello adottato nell'acquisto di beni di consumo. Spesso si accontentano di un basso livello di informazione o non sono in grado di comprendere tutte le informazioni disponibili. Essi, tuttavia, pretendono dal prodotto acquistato la soddisfazione delle proprie aspettative di rendimento. Il fronte della tutela richiesta alle istituzioni tende a spostarsi dalle frodi o altri illeciti alla garanzia dei risultati dell'investimento.

Neppure la migliore delle azioni di vigilanza, tuttavia, può garantire il soddisfacimento delle aspettative di rendimento. La responsabilità delle scelte economiche resta pur sempre di carattere individuale. Ma non ci si può voltare dall'altra parte e ignorare la diffusa domanda di maggior tutela. Per questo il *focus* dell'azione di vigilanza delle Autorità si sta progressivamente spostando dagli interventi sanzionatori *ex post*, che vanno resi



sempre più tempestivi, verso azioni di tipo preventivo, anche attraverso iniziative di indirizzo e *moral suasion*.

Per quanto riguarda i prodotti finanziari, i *caveat* inseriti in prospetti informativi, spesso troppo estesi e illeggibili, da soli non bastano. Bisogna fare qualcosa di più. La proposta di *product intervention*, formulata nell'ambito dei lavori di revisione della MiFID, potrebbe essere adottata subito nel nostro Paese, anticipandone l'entrata in vigore con un apposito intervento legislativo. Essa mira a introdurre un potere di intervento delle Autorità nazionali per vietare o limitare la distribuzione di specifici prodotti finanziari, ritenuti nocivi per gli investitori o dannosi per l'ordinato funzionamento e l'integrità dei mercati o la stabilità del sistema. È un potere di cui si è già dotata, nel Regno Unito, con la recente riforma della vigilanza sul sistema finanziario, la nuova FCA (*Financial Conduct Authority*).

La qualità delle informazioni e la loro tempestività costituiscono variabili critiche per l'efficacia dell'azione di vigilanza. In questa prospettiva, un contributo fondamentale potrebbe essere fornito da un costante confronto con le associazioni dei consumatori, che la Consob ha intensificato di recente istituendo un apposito tavolo di consultazione. Obiettivo principale è quello di definire una 'Carta degli investitori': i risparmiatori saranno accompagnati lungo un percorso di apprendimento, per renderli consapevoli dei rischi associati alle diverse forme di investimento, dei propri diritti e delle relative modalità di esercizio.

## 5 Le prospettive di riforma

Siamo di fronte a nuove sfide, che impongono di ridefinire l'assetto della vigilanza in ambito europeo e nazionale e rendere più incisivi i poteri delle Autorità.

La recente proposta della Commissione europea di trasferire le competenze operative di vigilanza sulle banche di maggiori dimensioni a un'unica Autorità (cosiddetta *Banking Union*) modifica in maniera significativa l'attuale assetto del sistema. Le competenze regolamentari rimarranno assegnate

all'EBA (*European Banking Authority*), mentre quelle di vigilanza prudenziale saranno trasferite alla BCE per le sole banche di maggiori dimensioni dei Paesi dell'Eurozona.

Negli altri settori, invece, le Autorità europee - EIOPA (*European Insurance and Occupational Pensions Authority*) ed ESMA (*European Securities and Markets Authority*) - continueranno ad avere competenze quasi esclusivamente in ambito regolamentare (costituiscono principali eccezioni le competenze in materia di vigilanza sulle agenzie di *rating* e sui *trade repositories* e il ruolo di coordinamento in materia di *short selling* da parte dell'ESMA), mentre la supervisione sui relativi comparti rimarrà a livello domestico. Si tratta di un approccio insoddisfacente.

Persistono importanti disomogeneità tra i vari Paesi dell'Unione, sia nella ripartizione delle competenze, sia nelle prassi di vigilanza adottate. La mancata centralizzazione della vigilanza finisce, in molti casi, per avvantaggiare coloro che fanno ricorso a prassi meno scrupolose.

In analogia all'approccio adottato per il comparto bancario, dobbiamo disporre di un campo di gioco perfettamente livellato anche nel nostro settore. Per questo è il momento di pensare a una riforma del sistema finanziario, una sorta di *Financial Union*, nella quale l'Autorità europea potrebbe assumere un ruolo più forte in materia sia di regolamentazione sia di vigilanza. L'Europa si presenterebbe così come un'entità coesa e omogenea, alla pari delle principali aree economiche concorrenti, che si riferiscono a grandi continenti, come Stati Uniti, Cina, India e Brasile.

La devoluzione di poteri dall'Autorità nazionale a quella europea troverebbe la sua ragione in un accrescimento di tutele a favore dei risparmiatori europei, cui verrebbe assicurato un identico livello di salvaguardia nell'intera area.

La centralizzazione della vigilanza in ambito europeo è un processo complesso ma necessario, che potrebbe trovare attuazione anticipando la revisione dell'assetto delle Autorità europee prevista per il 2014. La Commissione europea ha già avviato una riflessione in materia.

Per quanto riguarda la realtà italiana, nonostante il nostro Istituto abbia dovuto affrontare prove di estrema difficoltà, in un contesto aggravato dalla crisi e da episodi assurdi agli onori delle cronache, non si può non ricordare come il Fondo monetario internazionale, al termine della valutazione sull'adeguatezza della vigilanza svolta nel marzo scorso, abbia giudicato il nostro sistema 'robusto' e 's sofisticato', anche rispetto ai Paesi più avanzati.

In particolare, il rapporto evidenzia come la Consob abbia sviluppato, anche mediante il rafforzamento di forme di collaborazione con la Banca d'Italia, una conoscenza degli intermediari e dei prodotti, che risulta più approfondita di quella rilevata in molte giurisdizioni avanzate e abbia svolto un ruolo cruciale ai fini dell'identificazione e gestione dei conflitti di interessi relativi alle diverse aree dei mercati finanziari.

Per l'Italia si tratta di una conferma. È la seconda volta nell'arco di pochi anni che il Fondo promuove il nostro sistema dei controlli sui mercati. Questi riconoscimenti non devono farci recedere, tuttavia, dal costante impegno a fare sempre di più e meglio.

Lo stesso Fondo rileva che l'attuale ripartizione delle competenze tra Autorità, ad esempio in materia di risparmio gestito e servizi di investimento, potrebbe essere resa più coerente completando il modello di vigilanza per finalità (cosiddetto modello *twin peaks*), che vede due differenti Autorità occuparsi l'una della stabilità del sistema e l'altra della trasparenza e correttezza dei comportamenti.

Nelle sue conclusioni, il Fondo monetario ha segnalato l'opportunità di razionalizzare i poteri di indagine dell'Istituto. Ciò potrà avvenire attraverso una modifica del Testo unico della finanza.

Il primo intervento dovrebbe essere quello di estendere a tutte le aree di vigilanza della Consob i poteri di indagine previsti dalla disciplina sugli abusi di mercato, poteri da esercitare nei confronti di chiunque sia informato dei fatti. Sarebbe, inoltre, necessario prevedere sanzioni amministrative pecuniarie nei

confronti delle persone giuridiche, anche per illeciti diversi dagli abusi di mercato.

Ulteriori strumenti potrebbero essere adottati per individuare in modo più efficace e tempestivo le condotte illecite, permettendo alla Consob di venirne a conoscenza il prima possibile. È il caso del cosiddetto *whistleblowing*, istituito previsto in sede di revisione della Direttiva sugli abusi di mercato e, in ambito domestico, dalla legge n. 190 del 2012 (cosiddetto provvedimento 'anticorruzione'). Chi fosse a conoscenza dall'interno di queste condotte sarebbe incentivato a denunciarle, poiché godrebbe di adeguate forme di tutela.

Anche i programmi di clemenza (*leniency programme*), già sperimentati nella normativa antitrust, hanno dato buoni frutti. Essi consistono nella previsione di benefici o esenzioni di pena per coloro che collaborano con l'Autorità inquirente.

Si otterrebbe così un insieme di strumenti efficaci e potenzialmente in grado di anticipare la conoscenza di situazioni di pericolo per i risparmiatori e per i mercati, ponendo le Autorità di vigilanza in condizioni di prevenire i rischi e concludere le indagini in tempi rapidi e con successo.

Sarebbe, infine, opportuno rafforzare i poteri della Consob in tema di condotte illecite poste in essere dagli amministratori di società quotate. Agendo in tre direzioni: (a) conferire all'Istituto la legittimazione a effettuare la denuncia al tribunale di comportamenti censurabili degli amministratori, potere questo oggi attivabile solo con riferimento all'operato degli organi di controllo; (b) estendere ad altri illeciti la sanzione amministrativa accessoria dell'incapacità temporanea di assumere incarichi di amministrazione, direzione e controllo in società quotate o in società che appartengono al medesimo gruppo (sanzione oggi prevista solo per violazioni della disciplina sugli abusi di mercato e per la sollecitazione abusiva del risparmio); (c) prevedere una specifica sanzione per gli amministratori in caso di violazione della disciplina in materia di operazioni con parti correlate, anche in questo caso oggi addebitabili solo ai componenti degli organi di controllo.

La possibilità di attivare misure cautelari, finalizzate a impedire che gli amministratori possano perpetrare più gravi comportamenti illeciti, potrebbe consentire di intervenire prima che si possano determinare danni irreparabili.

Modifiche al vigente approccio legislativo dovrebbero intervenire anche nell'ambito del sistema sanzionatorio. Esso non dovrebbe avere funzione esclusivamente punitiva, ma di salvaguardia dell'integrità del mercato e di indirizzo dei comportamenti degli operatori. Per questo occorre concentrarsi sugli eventi maggiormente lesivi dell'interesse generale. Disperdere energie per inseguire fattispecie meramente bagatellari, in presenza del principio dell'obbligatorietà dell'azione sanzionatoria, rischia di compromettere l'efficacia complessiva dell'azione di vigilanza. La Consob, sulla base della delega contenuta nella legge comunitaria 2010, aveva contribuito a elaborare un progetto di riforma organico dell'impianto sanzionatorio del Tuf, che avrebbe potuto dare una risposta a questo problema. Si tratta di temi da riprendere con sollecitudine da parte del legislatore.

Sempre sul piano dell'azione repressiva, occorre prevedere in via legislativa l'estensione dell'attività di collaborazione della Consob con l'Autorità giudiziaria anche ad ambiti diversi da quello degli abusi di mercato. Essa è stata di recente potenziata mediante la sottoscrizione di un protocollo di intesa con la Procura della Repubblica di Milano – in via di estensione ad altre Procure, come quella di Roma – che consentirà di scambiare informazioni in tempi più rapidi, senza attendere la conclusione delle indagini. Si potranno così svolgere in parallelo gli accertamenti amministrativi e quelli penali, fornendo una risposta più rapida nell'azione di contrasto degli illeciti. Sempre a questo fine, in tema di attività investigative, la Consob ha già sottoscritto un nuovo protocollo di intesa con la Guardia di Finanza.

## 6 Lo sviluppo del mercato

Guardiamo ora alla realtà del mercato finanziario domestico e ai motivi per i quali esso non svolge il ruolo, che gli è proprio, di motore della crescita.

Il tessuto produttivo italiano è tradizionalmente fondato sulle piccole e medie imprese e mostra un grado di frammentazione superiore a quello di altri Paesi europei. Si tratta di un limite strutturale, che incide negativamente sulla produttività del sistema.

Negli ultimi anni, le pressioni competitive derivanti dalla globalizzazione e dagli effetti della crisi finanziaria hanno messo in luce la capacità di molte imprese di innovare e ristrutturarsi, affrontando con successo le sfide della competizione internazionale. Tuttavia, se queste stesse imprese non saranno in grado di assumere le dimensioni richieste dall'ampiezza dei mercati di sbocco, esse non potranno conservare a lungo la loro capacità competitiva. Occorre metterle in condizione di crescere. Per fare ciò è indispensabile rimuovere gli ostacoli che ne impediscono lo sviluppo e dotarle di adeguati capitali.

La lentezza della giustizia civile, l'eccesso di regolamentazione, i vincoli burocratici, l'insufficiente grado di concorrenza in numerosi mercati strategici frenano l'efficiente dispiegarsi dell'attività economica. Ci sono margini per risolvere questi problemi con adeguati interventi, senza oneri a carico delle finanze pubbliche. Ciò contribuirebbe alla formazione di un mercato aperto competitivo in grado di attrarre investimenti esteri, senza timore che questi possano avere carattere espropriativo.

Un ulteriore ostacolo è costituito dall'insufficienza delle fonti di finanziamento disponibili per le imprese. In una situazione di contrazione del credito bancario, dovuta a fattori congiunturali e ai vincoli imposti dall'evoluzione della normativa prudenziale, le aziende devono trovare adeguate forme di accesso al mercato dei capitali.

Il mercato azionario non è attualmente in grado di svolgere questa funzione. Alla fine del 2012 rimaneva modesto il numero di emittenti quotati sul mercato regolamentato domestico (255 società italiane quotate sul Mercato telematico azionario in ulteriore contrazione rispetto alle 263 di fine 2011), significativamente inferiore a quello di altri Paesi comunitari: 1009 società nel Regno Unito, 528 in Francia, 757 in Germania. Anche allargando l'analisi alle piattaforme non regolamentate

dedicate alla negoziazione di titoli di piccole-medie imprese, il confronto risulta particolarmente penalizzante: l'Aim (*Alternative Investment Market*) del *London Stock Exchange* contava, a fine 2012, 870 società domestiche, rispetto alle 27 del nostro Aim-Mac (Aim Italia - Mercato alternativo del capitale). Nello stesso periodo la capitalizzazione complessiva di Borsa Italiana è lievemente aumentata, portandosi al 22,5 per cento in rapporto al Pil, dal 20,6 per cento di fine 2011; il dato rimane comunque distante da quelli registrati dalle principali economie europee (circa il 43 per cento per la Germania, il 68 per cento per la Francia e oltre il 126 per il Regno Unito).

Le ragioni della scarsa attrattività del mercato azionario dipendono dall'andamento dei corsi, che negli ultimi anni ha disincentivato l'accesso di nuove matricole, mentre ha favorito numerose operazioni di *delisting*. Ma esistono motivi più profondi, che attengono, da una parte, alla tradizionale avversione alla quotazione delle imprese italiane e, dall'altra, al modesto contributo degli investitori istituzionali e alla ridotta propensione del *retail* all'investimento azionario, sia diretto, sia in prodotti del risparmio gestito.

Il problema del finanziamento delle imprese di piccole e medie dimensioni costituisce un tema cruciale, non solo in Italia, ma anche in tutta Europa e negli Stati Uniti. Oggi non si può pensare che esso possa essere risolto con interventi pubblici. Si deve trovare una strada che semplifichi e renda più diretto il collegamento tra risparmio e chi ha necessità di capitali per finanziare la propria impresa.

Molti sono i soggetti, pubblici e privati, che si dedicano alla soluzione di questo problema. Al fine di coordinarne in modo più efficace l'azione, la Consob si è fatta carico di costituire un Gruppo di lavoro – che ha recentemente dato vita al progetto 'PiùBorsa' – i cui partecipanti si sono impegnati, ognuno per la propria parte, tramite la firma di un *Memorandum* di intesa, ad attuare una comune serie di interventi per lo sviluppo del mercato mobiliare nazionale.

Obiettivo del progetto è quello di definire una sorta di 'percorso guidato', nel quale le imprese alla ricerca di capitali siano assistite sino a giungere ad affrontare il processo della

quotazione. In tale ambito, sono stati programmati nuovi interventi di *education* volti alla diffusione della cultura dell'*equity* e potenziati i programmi di *scouting* finalizzati alla selezione delle eccellenze imprenditoriali da avvicinare alla Borsa. Procedure di ammissione semplificate e oneri amministrativi alleggeriti, fermi i livelli di tutela degli investitori, potranno essere decisivi a questo riguardo.

Particolare attenzione è stata dedicata al tema della trasparenza dei costi di quotazione e di permanenza sul mercato regolamentato. Da parte sua, la Consob si è impegnata ad azzerare i contributi di vigilanza delle società di nuova quotazione per i primi tre anni.

In alcuni Paesi, misure di incentivazione fiscale alle nuove quotazioni hanno dato esito positivo. Occorre, tuttavia, valutarne l'impatto sulle finanze pubbliche.

Lo sviluppo del mercato mobiliare domestico è frenato dall'assenza di un'adeguata domanda da parte di investitori istituzionali dedicati all'operatività su titoli di nuova quotazione, in particolare *small caps*. Una possibile strada potrebbe essere la creazione di un Fondo di Fondi. Si tratta di uno strumento finalizzato a raccogliere risorse presso investitori istituzionali per finanziare fondi di investimento attivi nell'acquisto di azioni di nuova quotazione, sia nelle fasi di Ipo sia nel mercato secondario. Una significativa partecipazione al *fund raising* del Fondo di Fondi da parte di un'ampia pluralità di soggetti (fondazioni, assicurazioni, fondi pensione, banche del territorio, enti governativi e regionali) ne garantirebbe il positivo avvio.

Lo sviluppo di un mercato efficiente di *corporate bond* potrebbe consentire alle imprese di soddisfare le proprie necessità di finanziamento e darebbe loro modo di incamminarsi su un percorso di 'acclimatemento' all'ambiente tecnico-regolamentare della finanza mobiliare, che ne potrebbe poi facilitare la quotazione azionaria in Borsa. Tra gli intermediari finanziari si consoliderebbe un processo di specializzazione sui servizi connessi all'emissione e collocamento di strumenti finanziari, con un riverbero positivo anche sull'offerta di servizi di *listing* sul mercato azionario.



L'ampliamento del listino potrebbe trovare forte impulso anche da una nuova fase di privatizzazioni, non solo delle grandi società di carattere nazionale, ma anche di molte *utilities* di proprietà degli enti locali.

L'Italia, prima al mondo, ha adottato una regolamentazione del cosiddetto *equity crowdfunding*. Si tratta di un'importante opportunità per lo sviluppo di nuove iniziative imprenditoriali a contenuto innovativo, che possano contare sull'apporto di capitali di rischio tramite portali *on line*. La Consob è impegnata nella definizione della disciplina secondaria, indispensabile per garantire un ambiente affidabile per gli investitori, non eccessivamente gravoso per i gestori dei portali e agevole per le società che vi ricorrono. È un'importante occasione che permetterà a molti giovani di trasformare idee creative in progetti imprenditoriali di successo.

\* \* \* \* \*

Signor Presidente del Consiglio, Autorità, Signore e Signori,

lo scorso anno, a conclusione della mia relazione, notavo come andasse crescendo l'insofferenza di molti cittadini europei nei confronti della 'dittatura dello *spread*'. Si trattava di un risentimento comprensibile. Recenti ricerche hanno dimostrato che la parte di incremento dello *spread* derivante dal contagio importato ne caratterizzava la cifra.

Oggi, superato quel momento, dobbiamo guardare alla parte di *spread* che è imputabile solo ai noi stessi. Il nostro nemico non è più fuori di noi e dentro gli inafferrabili mercati, ma nelle imprese che chiudono e nel lavoro che manca.

Paghiamo il prezzo di errori del passato. Ma, come ci ricorda Tucidide: «è inutile accusare il passato più di quanto giovi al presente ... bisogna invece provvedere al presente per amore del futuro, senza risparmiare nuove fatiche».

Dopo vent'anni di stagnazione economica e cinque di intensa crisi, ci siamo resi conto che i rimedi congiunturali non sono sufficienti. Bisogna fare di più. Bisogna mettere l'economia produttiva in grado di ripartire.

Allora la finanza potrà tornare a essere un positivo motore di sviluppo. Ma dovrà assumere quella responsabilità e quella trasparenza che molto spesso, negli ultimi anni, le sono mancate.

Il Paese, pur nelle difficoltà del presente, ha tutti i requisiti per poter partecipare da protagonista alla crescita dell'Europa. Disponiamo di solide tradizioni manifatturiere. Molte imprese sono esempi di successo, soprattutto nei mercati esteri. L'economia reale possiede ancora caratteristiche di eccellenza. Investitori esteri si stanno riaffacciando sui nostri mercati. La graduale apertura degli assetti proprietari costituisce una prospettiva fisiologica, alla quale occorre guardare senza pregiudizi.

Anche il clima di responsabilità condivisa, novità di grande importanza, insieme al salto generazionale e al riconoscimento del ruolo delle donne, quasi miracolosamente avvenuti nel mondo della politica, rappresentano un primo segnale positivo di cambiamento.

Dalle scelte di oggi dipenderanno anche il futuro e le speranze che lasceremo ai nostri figli.

Interesse generale e fiducia nelle nostre capacità sono gli strumenti che ci consentiranno di affrontare con successo le decisive sfide che ci attendono.