

Discorso del Presidente della Consob al mercato finanziario

Il testo che segue è stato letto il 28 giugno 2010 dal Presidente della Consob presso la Borsa Italiana.

Signor Ministro dell'Economia e delle Finanze, Autorità, Signore e Signori,

a nome della Consob e mio personale esprimo il più vivo ringraziamento, oltre che a Lei Signor Ministro, ai rappresentanti del Parlamento, del Governo, alle Autorità civili, militari e religiose, nonché ai partecipanti tutti che con la loro presenza danno prestigio alla nostra Istituzione e testimoniano la loro attenzione alla vita del mercato e alle vicende che in questo periodo travagliano tutte le sue componenti. Per evitare il precipitare della crisi globale, vanno affrontati problemi sempre più complessi, ricercando le soluzioni più idonee attraverso esperte conoscenze, adeguate analisi e concrete determinazioni.

Il presente incontro – che periodicamente si ripete con scansione annuale, e che fa seguito alla relazione che la Consob invia al Ministro dell'Economia entro il 31 marzo di ogni anno, per il successivo inoltro con note di valutazione e commento al Parlamento – consente alla Consob di rendere conto e di sottoporre al giudizio di tutti il suo operato sia in campo nazionale che internazionale; tale incontro consente altresì di esporre le linee guida che, nel rispetto e nei limiti delle normative esistenti, impronteranno il suo operato nel prossimo futuro fornendo nel contempo al mercato, a coloro che vi operano, e ai risparmiatori in particolare, il proprio contributo di conoscenza e di esperienza e ogni utile elemento di valutazione sugli sviluppi che in comunione d'intenti è d'uopo perseguire.

L'occasione consente ancora di riaffermare la validità del dialogo istituzionale con Governo e Parlamento nonché gli incontri periodici presso il Comitato di Stabilità Finanziaria e quello di Sicurezza Finanziaria, la costante collaborazione con l'Autorità Giudiziaria, con la Banca d'Italia e le Autorità consorelle, nonché con il corpo della Guardia di Finanza.

Dal 1° aprile di quest'anno la Commissione opera in composizione incompleta. All'avv. Paolo Di Benedetto, che ha rassegnato le dimissioni in anticipo rispetto al termine di scadenza, va un sentito ringraziamento per il contributo prestato.

La Commissione rinnova il suo più vivo ringraziamento alla città di Milano che ospita gli Uffici della Consob nel prestigioso Palazzo Carmagnola.

Un ringraziamento ugualmente sentito va alla Borsa Italiana per la sua rinnovata, signorile ospitalità.

1 L'evoluzione della crisi finanziaria

Da quasi tre anni i mercati finanziari sono scossi da una crisi che non ha precedenti nella storia del secondo dopoguerra. Partita da un settore circoscritto del sistema bancario americano, i mutui a basso merito di credito, la crisi si è propagata rapidamente all'intero sistema finanziario mondiale, evidenziando un grado di interconnessione mai visto prima tra fattori diversi e aree geografiche apparentemente distanti tra loro.

A settembre 2008, con il tracollo della banca d'affari statunitense Lehman Brothers, le turbolenze hanno raggiunto l'apice. L'evento si è abbattuto come un ciclone sui mercati finanziari globali, che da allora sono caratterizzati da forti incertezze ed estrema volatilità. Nei mesi successivi all'insolvenza di Lehman Brothers i corsi azionari nei paesi a economia avanzata hanno subito brusche correzioni al ribasso, arrivando a perdere nel marzo 2009 fino al 48 per cento. Ciò nonostante le borse si sono confermate come unico serbatoio efficiente di liquidità in una fase in cui i mercati si sono ritrovati improvvisamente illiquidi.

L'intervento di governi, autorità monetarie e di vigilanza è risultato determinante per scongiurare il peggio. Sono stati approntati piani d'emergenza con massicci interventi di sostegno, in particolare dei sistemi bancari, finanziati con denaro pubblico.

La fisionomia dei mercati ne è uscita profondamente cambiata.

Il quadro regolamentare si è rivelato del tutto inadeguato alla prevenzione e alla gestione di crisi sistemiche. Si è determinata una crescita indiscriminata di una finanza sempre più distante dalle esigenze concrete di sostegno dell'economia produttiva. A questa crescita non ha corrisposto una adeguata capacità di identificare e di governare il rischio di instabilità che il sistema finanziario stava progressivamente accumulando.

2 Dal micro al macro

Quando gli effetti più dirompenti dell'emergenza sembravano superati, i mercati sono entrati in una nuova fase di turbolenze, di natura diversa.

L'avvicendamento alla guida politica della Grecia, ha dato il via a una revisione della situazione dei conti pubblici, da cui sono emersi gravi squilibri di bilancio fino a quel momento sconosciuti alle autorità statistiche e monetarie europee. L'episodio ha creato forti tensioni sui mercati e ha riportato al centro dell'attenzione il tema della tenuta dei conti pubblici non solo della Grecia, ma dell'intera Eurozona.

Dall'inizio di quest'anno nessun altro fattore ha condizionato l'andamento dei mercati azionari quanto i timori sulla sostenibilità di lungo termine

dei disavanzi e dei debiti degli Stati sovrani. Con ciò le tensioni generate dalla crisi dei mutui *subprime* hanno trovato nuovo alimento nei dati di finanza pubblica. A differenza delle crisi degli anni passati, scaturite nel settore privato, il focolaio si è spostato dal piano "micro" a quello degli aggregati "macro" dell'economia e della finanza.

La miscela di bassa crescita economica, perdita di competitività, squilibri sempre più vistosi nei conti pubblici e invecchiamento della popolazione ha risvegliato timori che l'avvento dell'euro sembrava aver dissipato.

Nel giro di poche settimane la solidità dell'Eurozona ha mostrato crepe e punti di debolezza. I grandi investitori istituzionali sono stati indotti a riconsiderare le proprie scelte d'investimento e a rivedere le strategie di gestione del rischio, modificando l'esposizione verso le singole aree valutarie a scapito dell'euro e a beneficio di altre monete.

La fase di riassetto dei portafogli ha prodotto turbolenze anche sui mercati valutari. Sullo sfondo resta l'enorme fabbisogno di capitali necessario a finanziare il debito pubblico in molti paesi, nei quali la recente crisi ha aggravato gli squilibri di bilancio.

I movimenti sono stati così massicci da far temere che la posta in gioco non fosse più soltanto la Grecia. In alcuni momenti si è temuto che in gioco ci fosse la tenuta stessa dell'euro e, in ultima analisi, il processo dell'integrazione europea. Le esitazioni politiche, specie di alcuni Stati, e la scarsa coesione con cui l'Europa, in un primo momento, ha affrontato l'emergenza del salvataggio della Grecia hanno accentuato la percezione del rischio e di conseguenza anche l'incertezza e la volatilità.

Nessun paese è rimasto al riparo dalle ansie dei mercati. Ma non tutti i paesi sono vulnerabili allo stesso modo. Chi ha il debito complessivo più elevato, sia pubblico che privato, e la crescita economica più bassa, risulta più esposto di altri. Le tensioni si sono riflesse anche nel mercato dei titoli di stato, dove è ricomparso il fenomeno della fuga verso la qualità. Il differenziale dei rendimenti fra titoli dei diversi Stati sovrani all'interno dell'Eurozona è cresciuto, raggiungendo per alcuni paesi livelli di guardia.

3 Le nuove sfide europee

A fronte di questa nuova ondata di turbolenze i governi dei principali paesi dell'euro hanno reagito, avviando piani ambiziosi di correzione degli squilibri di bilancio. È un passo nella giusta direzione, che contribuisce a ripristinare condizioni di fiducia. Tuttavia in una prospettiva di medio termine è necessario superare la logica degli interventi d'emergenza.

Occorre rimettere mano all'assetto istituzionale che è alla base della moneta unica. L'euro è tuttora un progetto incompiuto. L'integrazione mo-

netaria non è stata accompagnata dall'integrazione politica, com'era, invece, nel disegno originario dei padri fondatori dell'Europa, De Gasperi, Adenauer, e in seguito di coloro che hanno realizzato il progetto dell'euro, Kohl, Mitterrand. Dobbiamo costruire rapidamente il pilastro mancante, quello dell'unione politica. Altrimenti, per usare un'espressione cara a Ciampi, l'euro resterà "zoppo".

Le conclusioni del Consiglio europeo del 17 giugno scorso con l'adozione dell'agenda "Europa 2020" sembrano andare nella giusta direzione. Sono stati formulati i primi orientamenti per una riforma del patto di stabilità e crescita per assicurare un'adeguata sorveglianza macro-economica.

La fiducia dei mercati potrà consolidarsi quando l'Europa si sarà dotata di politiche fiscali e di bilancio comuni, ispirate a principi di sostenibilità nel lungo termine e fondate su conti pubblici sostanzialmente in equilibrio.

Il compito è arduo. Si tratta di coniugare esigenze che possono apparire in conflitto tra loro: da una parte il risanamento strutturale delle finanze pubbliche; dall'altra il rilancio della crescita economica come presupposto irrinunciabile per assicurare una prospettiva per il futuro. Non è una missione impossibile. I principali paesi europei si stanno attrezzando in questo senso. Chiamando a raccolta le energie migliori, anche l'Italia può essere tra questi.

Negli ultimi anni molto è stato fatto sul fronte del contenimento della spesa pubblica, in particolare per quanto riguarda il controllo dei flussi quantitativi in uscita. Molto resta ancora da fare per migliorare la qualità dei flussi di spesa. E molto resta ancora da fare sul fronte delle entrate, per cercare di dare al Paese una base imponibile equa ed estesa anche grazie alla efficace azione di lotta all'evasione, affrontata con determinazione.

Un pieno rilancio dell'economia richiede ogni sforzo per assicurare la legalità in ogni area del Paese e in particolare nelle regioni del Mezzogiorno, potenzialmente idonee a divenire fonte di più forte sviluppo. Ad oggi l'impegno da tutti profuso sta determinando risultati di grande rilievo che sono di conforto e di stimolo a una classe imprenditrice particolarmente esposta. È da auspicare che cresca la presenza in borsa delle imprese del Sud, allo stato particolarmente esigua.

4 La riforma delle regole

In questo contesto, in cui governi e parlamenti sono chiamati ad affrontare sfide straordinarie, le autorità di vigilanza devono dare il loro contributo. La globalizzazione crescente dei mercati richiede risposte adeguate, che non possono che essere globali. Iniziative circoscritte all'ambito nazionale rischiano di essere poco efficaci e a volte controproducenti. Mai come oggi le

autorità di vigilanza devono confrontarsi con le insidie dell'arbitraggio regolamentare.

La Consob è impegnata nel Cesr, il comitato europeo delle autorità di vigilanza, e nella Iosco, l'organizzazione mondiale di settore; partecipa ai lavori del *Financial Stability Board* e dell'Ocse.

Nelle organizzazioni internazionali fanno sentire la propria voce non solo i vecchi protagonisti dell'economia e della finanza, ma anche – sempre di più e con maggior forza – soggetti nuovi, come Cina, India, Brasile. L'ampliamento dei tavoli di lavoro rende più complesse le dinamiche di governo dei consessi internazionali. Ciò nonostante stanno emergendo finalmente orientamenti e valutazioni comuni. L'Ocse, su impulso del Governo italiano, ha recentemente adottato una "carta dei principi sulla correttezza, integrità e trasparenza dell'attività economica", condivisa da importanti paesi non membri, quali Brasile e Russia.

Lo sforzo delle istituzioni internazionali per introdurre nuovi standard globali, avviato nel 2008 sotto l'egida del G20 e con la spinta propulsiva dell'Europa, in particolare del Governo italiano, non ha tuttavia dato risultati definitivi e non ha ancora prodotto interventi coordinati di ampio respiro.

La crisi degli emittenti sovrani sembra aver conferito nuovo impulso al processo di ridefinizione delle regole. Una prima risposta ai problemi emersi con la crisi finanziaria prevedeva l'elaborazione di nuove regole globali su singole aree critiche: agenzie di rating, *hedge fund*, stabilità patrimoniale degli intermediari, principi contabili, cartolarizzazioni.

Oggi si è compreso che l'approccio più giusto per governare la crisi e prevenirne di nuove è il riesame complessivo del "perimetro della regolamentazione". Nel corso degli anni, infatti, si è sviluppato un mondo parallelo, non solo non vigilato, ma neanche pienamente conoscibile con gli strumenti a disposizione delle autorità di vigilanza.

Le transazioni sui mercati regolamentati, caratterizzati da standard elevati di regolamentazione e vigilanza, rappresentano infatti ormai una porzione ridotta degli scambi, soprattutto per gli strumenti finanziari diversi dalle azioni. Il mercato dei *credit default swap* (Cds) ha assunto un'importanza fondamentale nell'orientare le valutazioni degli operatori sul rischio d'insolvenza degli emittenti anche sovrani. È un mercato opaco e dominato da pochi operatori oligopolisti.

È urgente ricondurre nel perimetro delle regole e della vigilanza transazioni che avvengono fuori mercato e strumenti finanziari creati dall'innovazione finanziaria.

Le recenti evoluzioni a livello internazionale, cui la Consob contribuisce attivamente, sembrano finalmente andare nella giusta direzione.

Il Consiglio Europeo del 17 giugno scorso ha riconosciuto la necessità di ovviare alle lacune nella regolamentazione completando con urgenza le riforme necessarie per ripristinare la solidità e la stabilità del sistema finanziario europeo, secondo le linee indicate nella Comunicazione della Commissione Europea del 2 giugno precedente.

La Commissione europea ha appena pubblicato un importante documento di consultazione sui derivati *over the counter* (Otc) e sulle infrastrutture di post-negoziazione che si auspica possa precludere all'introduzione di misure di trasparenza su strumenti finanziari che attualmente vengono negoziati fuori mercato nonché di standard comuni in materia di controparti centrali. È importante che il maggior numero di derivati venga regolato attraverso controparti centrali.

La revisione della direttiva relativa ai mercati degli strumenti finanziari (MiFID), anche grazie ai contributi del Cesr, si sta avviando verso una riforma complessiva della sezione dedicata ai mercati e alle altre sedi di negoziazione (sistemi multilaterali, internalizzatori e altre piattaforme ibride) nonché alle condizioni di trasparenza e di informazione per le autorità di vigilanza.

Un ulteriore documento di consultazione riguarda il tema delle vendite allo scoperto che ha suscitato in Italia, così come in Europa, ampio dibattito. Il Cesr quest'anno ha emanato standard in materia di trasparenza delle posizioni corte nette su titoli azionari e sta discutendo sulle regole più appropriate per quanto riguarda altre tipologie di strumenti finanziari come i titoli di stato. La consultazione promossa dalla Commissione Europea ha un più ampio respiro e prefigura anche la possibilità di introdurre speciali misure per regolamentare le transazioni sui Cds e di attribuire all'*European Securities Market Authority* (Esma) forti poteri di coordinamento per interventi di urgenza necessari ad assicurare l'ordinato svolgimento delle negoziazioni sui mercati.

A livello globale la Iosco, nel corso della Conferenza Annuale tenutasi a Montreal in questo mese di giugno, ha approvato nuovi "Principi della Regolamentazione e Vigilanza" che attribuiscono alle autorità di vigilanza il compito di ridefinire costantemente il "perimetro della regolamentazione", per evitare lo sviluppo di nuovi fenomeni non soggetti a vigilanza e contenere il rischio sistemico. Nuovi principi riguardano la regolamentazione degli *hedge fund*, delle agenzie di rating e degli analisti finanziari.

Altro principio internazionale adottato in questi giorni dalla Iosco riguarda i conflitti di interesse in tutte le aree regolamentari. Il tema è caro alla Consob, che ha focalizzato su quest'aspetto l'attività di vigilanza.

5 La nuova architettura del sistema europeo di vigilanza

A partire dal gennaio 2011 l'Unione europea dovrebbe dotarsi di nuove strutture di vigilanza. È prevista la nascita di tre autorità, competenti rispettivamente per il settore bancario, per i mercati finanziari e per il settore assicurativo. L'embrione dei nuovi organismi è costituito dai comitati di coordinamento già esistenti tra le autorità nazionali. Per i mercati di strumenti finanziari dovrebbe vedere la luce l'Esma, che prenderà corpo sulla base dell'attuale Cesr.

La nuova architettura della vigilanza europea risponde all'esigenza di tenere il passo con l'evoluzione dei mercati, in cui i confini delle piazze finanziarie nazionali tendono a svanire. Per il buon funzionamento dell'Esma è cruciale definirne chiaramente poteri e competenze, in particolare per quanto riguarda i rapporti con la Commissione europea e con le autorità dei singoli paesi. Dobbiamo evitare ambiguità, sovrapposizioni e zone d'ombra, che possono tradursi in farraginosità dei meccanismi decisionali e in scarsa incisività d'azione. È irrinunciabile la salvaguardia dell'indipendenza dell'Esma rispetto alla Commissione di Bruxelles e ai governi nazionali.

In un futuro ormai prossimo le funzioni della regolamentazione tenderanno sempre più ad allocarsi nella sede europea dell'Esma. Le funzioni della vigilanza dovrebbero rimanere a livello locale, anche se si svolgeranno in misura crescente sotto il coordinamento dell'autorità europea. Il ruolo delle autorità nazionali ne uscirà ridimensionato. È interesse del Paese assicurare all'Italia rappresentanza adeguata per qualità e quantità nelle nuove autorità europee. La tutela del risparmio passa anche attraverso l'impegno a svolgere un ruolo determinante di indirizzo nelle nuove sedi decisionali.

L'indipendenza dell'Esma e delle altre autorità europee di prossima costituzione potrà essere meglio garantita, se i nuovi soggetti istituzionali troveranno ancoraggio nei trattati europei, come avviene già oggi per la Banca Centrale Europea (Bce). Analoga tutela dovrebbe essere prevista a livello nazionale per le autorità indipendenti, cui va dato un solido radicamento nella Costituzione. È auspicabile che in ambito europeo e nazionale il sistema della vigilanza si evolva verso il modello per finalità, fondato su due pilastri: un'autorità per la stabilità, una per la trasparenza e la correttezza. Ad oggi in Italia il modello è incompiuto. Restano eccezioni rilevanti i settori assicurativo e previdenziale. L'auspicio, con rinnovato vigore, è che si metta mano a una riforma organica del sistema delle autorità.

6 Le agenzie di rating

Tra le attività sottoposte a nuova regolamentazione di particolare importanza è il settore delle agenzie di rating. Il loro operato, da tempo all'at-

tenzione delle autorità di vigilanza dei mercati, è stato considerato, soprattutto in relazione all'attribuzione di rating ai prodotti derivanti da cartolarizzazioni, uno dei fattori che ha favorito l'insorgere della crisi del 2008.

Già nel 2003 la Iosco aveva adottato propri principi di carattere generale cui le agenzie di rating avrebbero dovuto ispirarsi.

La crisi ha indotto anche l'Europa e il Giappone, dopo gli Stati Uniti, a ricondurre le agenzie di rating nell'ambito di un sistema pubblicistico di regolamentazione. Dal 7 di giugno scorso le agenzie di rating possono presentare domanda per essere registrate.

La Consob, con l'approvazione della legge comunitaria del 2009, è stata indicata come l'autorità nazionale competente al riguardo.

L'evoluzione normativa in materia sia a livello di Unione Europea sia a livello globale non è finita. È particolarmente avvertita la preoccupazione che le misure sin qui introdotte non siano efficaci né risolutive attesa anche l'assenza di concorrenza nel settore.

Risale a pochi giorni fa la presentazione, da parte della stessa Commissione Europea, di una nuova proposta di regolamento che dovrà, dopo l'approvazione che si auspica rapida, trasferire le competenze in materia di registrazione, vigilanza e sanzione all'Esma. Si tratta di una proposta quanto mai appropriata attesa la natura internazionale dei principali operatori del settore.

Occorrerà accompagnare alle nuove regolamentazioni uno sforzo globale per promuovere una maggiore concorrenza tra le agenzie di rating e per ridurre la rilevanza del rating nella normativa sui requisiti patrimoniali degli intermediari e sugli investimenti ammissibili per i gestori collettivi. Sono obiettivi indicati dal *Financial Stability Board* come prioritari nell'agenda di riforma del quadro regolamentare a favore della stabilità dei mercati.

Gli effetti delle valutazioni del merito di credito possono essere infatti impropriamente amplificati da regole che inducono automatismi nel loro utilizzo per le scelte di investimento da parte degli attori del mercato.

Su questa linea la Commissione Europea presenterà a settembre una propria comunicazione che affronterà anche il tema della rilevanza del rating assegnato ai titoli di stato e della correttezza delle metodologie utilizzate.

Nell'ambito delle proprie competenze, la Consob ha anticipato le riflessioni ora in corso in altri ordinamenti, chiarendo come l'esistenza del rating non esima il gestore dal compiere una adeguata valutazione (*due diligence*) degli strumenti nei quali intende investire il patrimonio dei risparmiatori. Inoltre, la Consob, dal marzo 2009 ha eliminato, dagli schemi di prospetto per le quote di fondi comuni aperti il riferimento al rating in precedenza stabilito per la definizione del merito creditizio minimo della componente obbligazionaria del fondo.

7 Il mercato azionario italiano

La borsa di Milano ha risentito della crisi più delle altre maggiori piazze finanziarie.

Dal 15 settembre 2008, data del fallimento di Lehman Brothers, a oggi l'indice Ftse Mib ha perso circa il 30 per cento, così come l'indice Ftse All-Share. Nello stesso periodo i principali mercati hanno avuto perdite più contenute: dal 4 per cento di Francoforte, al 7 per cento di Londra, al 10 per cento di New York, al 19 per cento di Parigi.

Anche la volatilità dei prezzi è stata a Milano maggiore di quella delle altre borse.

La particolare sensibilità del mercato azionario alle tensioni internazionali riflette le dimensioni ridotte del nostro mercato.

A inizio 2008 la capitalizzazione della borsa di Milano era pari a circa 730 miliardi di euro. A oggi è scesa a meno di 400 miliardi di euro.

In un confronto con le principali piazze finanziarie europee, la capitalizzazione della borsa di Milano risulta oggi circa la metà di quella di Francoforte, poco più di un terzo di quella di Parigi e un quarto di quella di Londra. Peraltro, il volume degli scambi sulla piazza di Milano, anche grazie all'efficienza delle strutture di negoziazione, è elevato ma tende ad amplificare le oscillazioni, insistendo su una base di capitalizzazione modesta.

Il fenomeno è accentuato dalla scarsità del flottante, che riflette la struttura proprietaria delle imprese italiane. Il 40 per cento della capitalizzazione di borsa di fatto non è scambiabile, perché costituito da pacchetti di controllo. Il dato corrispondente è poco più del 10 per cento sulla borsa di Londra; il 25 per cento su Francoforte; il 30 per cento su Parigi.

La composizione del listino contribuisce ad aumentare l'esposizione del listino italiano alle tensioni della finanza internazionale. Oltre il 30 per cento della capitalizzazione della borsa di Milano è riferibile al settore bancario e assicurativo contro il 20 per cento di Londra e il 15 per cento di Francoforte e di Parigi.

Questi dati confermano la storica scarsa propensione del nostro sistema economico alla quotazione in borsa.

Malgrado gli sforzi ripetuti per stimolare la crescita, il numero di società italiane quotate a Milano è rimasto stabilmente al di sotto delle 300 unità negli ultimi dieci anni.

La crisi recente ha ulteriormente scoraggiato i nuovi ingressi e favorito le uscite. Dall'inizio del 2008 a metà giugno sono state ammesse a quo-

tazione 13 società, di cui 7 sul listino principale e 6 sull'Aim Italia¹. Nello stesso periodo si contano ben 27 cancellazioni dal listino. Il saldo è negativo per 14 unità.

La tendenza sembra prefigurare un mercato destinato poco alla volta ad assottigliarsi. Non ci si può rassegnare a una prospettiva di lento declino.

La borsa può e deve svolgere in Italia un ruolo di maggiore rilievo rispetto a quello assunto fino ad oggi. In un paese in cui la leva della spesa pubblica trova limiti stringenti nell'esigenza di risanare i conti dello Stato, la borsa deve tornare a essere quello che la teoria classica ha da sempre immaginato: un grande bacino di risparmio, al quale possano attingere le imprese per finanziare la crescita, puntando su innovazione e competitività.

In Italia la risorsa del risparmio resta, anche malgrado le recenti vicissitudini, abbondante. La borsa ha potenzialità inesprese come motore di sviluppo dell'economia. Può fare molto di più, se si riuscirà a sfruttare a pieno il meccanismo virtuoso del trasferimento di risorse alla base produttiva del Paese, riconducendo la finanza nel suo ruolo e nei suoi limiti fisiologici.

8 La borsa come motore di sviluppo

Buona parte delle nostre imprese non sembra propensa a cogliere le opportunità della quotazione.

Il tessuto economico italiano è fondato, come noto, sulla piccola e media impresa. Proprio in questo settore è vistoso il divario tra i numeri dell'apparato produttivo e quelli del listino. Nel confronto con la media europea le piccole e medie imprese risultano sottorappresentate sulla borsa di Milano. Negli altri maggiori mercati dell'Unione le piccole società, con capitalizzazione inferiore ai cento milioni di euro, rappresentano oltre il 60 per cento delle quotate, contro il 40 per cento dell'Italia. Il divario è ancora più accentuato, se si considera la soglia dei cinquanta milioni di euro, che negli altri paesi europei include circa la metà delle quotate a fronte di un quarto in Italia.

Serve senza dubbio un cambiamento culturale verso l'apertura della proprietà delle imprese, spesso vissuta con sofferenza. La scarsa propensione alla quotazione, soprattutto del settore manifatturiero, riflette debolezze strutturali profondamente radicate nella storia del nostro Paese. Il loro permanere pesa sulla capacità di crescita.

¹ Aim Italia è il mercato di Borsa Italiana dedicato alle piccole e medie imprese italiane ad alto potenziale di crescita. L'Aim è costituito come un sistema multilaterale di negoziazioni. L'investimento in azioni negoziate sull'Aim è aperto a tutte le categorie di investitori.

Intervenire per superare i vincoli allo sviluppo del mercato azionario è un'opportunità per liberare le potenzialità di crescita finora inespresse di un tessuto imprenditoriale che, pur nelle difficoltà, resta vivace e dinamico.

Non sono poche le imprese italiane che hanno affrontato con successo il processo di ristrutturazione necessario per competere sui mercati globali, nella maggior parte dei casi senza raccogliere capitale di rischio attraverso la quotazione. Per continuare questo percorso, nelle nuove condizioni risultanti dalla crisi, avranno bisogno di più capitale e di meno debito.

L'apertura al mercato azionario può essere strumento efficace per rafforzare la base patrimoniale delle imprese, consentendo di reperire risorse finanziarie a lungo termine, idonee a sostenere capacità innovative. Un sistema fiscale che assicuri un trattamento più equilibrato alle diverse componenti di finanziamento può svolgere un ruolo efficace di sostegno in questa direzione.

Leva importante per lo sviluppo del mercato azionario può essere quella delle regole.

Alla quotazione si accompagnano più elevati standard di trasparenza e più stringenti regole di comportamento: finora è prevalsa una loro percezione come costi eccessivi piuttosto che come opportunità per attrarre investimenti.

Gli sforzi per ridurre le aree di opacità, anche fiscale, dell'economia possono svolgere un ruolo importante nell'attenuare la distanza percepita tra lo *status* di società quotata e quello di società non quotata.

I costi della quotazione possono essere ridotti anche attraverso una maggiore flessibilità degli adempimenti richiesti, più adeguata alle esigenze della piccola e media impresa. La strategia regolamentare potrebbe tener conto delle diversità dimensionali, strutturali e di esposizione al rischio delle singole società.

Alla definizione di tale strategia devono concorrere i vari soggetti istituzionali e di mercato.

I risultati delle iniziative finora adottate con la creazione di mercati specializzati per le piccole e medie imprese (Mac² e Aim Italia) vanno valutati alla luce del difficile contesto economico in cui sono nate. L'esperienza maturata deve essere messa a frutto per rilanciare, non certo per abbandonare,

2 Il Mercato Alternativo dei Capitali (Mac) è un sistema multilaterale di negoziazioni organizzato e gestito da Borsa Italiana dedicato alle piccole imprese costituite nella forma di società per azioni che intendono accedere al mercato del capitale di rischio, per il tramite di una procedura semplificata. L'investimento in azioni negoziate sul Mac è riservato a soggetti in grado di compiere autonome valutazioni sulla rischiosità dell'investimento e quindi esclusivamente a Investitori Professionali.

la prospettiva di crescita di un mercato dei capitali più articolato e funzionale al tessuto produttivo italiano.

Il problema della sostenibilità degli oneri regolamentari di quotazione per le piccole e medie imprese è sentito non solo in Italia.

La Commissione Europea ha recentemente avviato una consultazione per modernizzare la direttiva sugli obblighi di trasparenza per gli emittenti (Direttiva *Transparency*). Si vogliono, tra l'altro, individuare possibili aree di semplificazione delle norme per le società quotate di dimensioni più piccole, con lo scopo di favorirne l'accesso ai mercati dei capitali.

Negli Stati Uniti, dove particolarmente rilevante è stato l'impatto su questi emittenti del *Sarbanes Oxley Act*, nel 2007 sono state adottate misure di semplificazione e alleggerimento, che hanno prodotto effetti positivi sul mercato americano.

La Consob, nel definire la nuova regolamentazione sulle operazioni con parti correlate, ha consentito alle società di minori dimensioni e alle società neo-quotate di adottare procedure interne semplificate.

Gli stessi codici di autoregolamentazione in materia di governo societario possono essere indirizzati in questa direzione.

9 La vigilanza su mercati ed emittenti

Il riaccutizzarsi delle tensioni sui mercati ha riproposto il tema degli interventi a salvaguardia della regolarità del mercato nelle fasi con maggiore intensità speculativa.

Le autorità europee, attraverso il Cesr, hanno concordato all'inizio di maggio una strategia comune per mettere in atto un piano coordinato di vigilanza volta a contrastare eventuali abusi di mercato.

A metà maggio, l'Autorità tedesca di vigilanza sui mercati ha introdotto un divieto delle vendite allo scoperto cosiddette "nude", cioè quelle che non sono assistite dalla proprietà né dal prestito dei titoli oggetto di vendita. Il divieto ha validità sui mercati regolamentati tedeschi e riguarda dieci titoli azionari del settore finanziario, i titoli di stato emessi dai paesi dell'Eurozona e i relativi Cds.

Contrariamente a quanto avvenuto nella fase più acuta della crisi finanziaria a fine 2008, quando misure di divieto furono introdotte a vario livello in tutti i principali mercati, la scelta tedesca appare per il momento non avere trovato condivisione, seppure non possano essere esclusi sviluppi in seguito alla consultazione avviata dalla Commissione europea.

L'introduzione del divieto non ha peraltro attenuato le tensioni sui mercati. Gli operatori hanno per lo più attribuito all'intervento un valore se-

gnale di debolezza. I timori di nuovi interventi restrittivi della fisiologica operatività del mercato hanno accentuato l'incertezza.

La Consob ha rimosso a fine luglio 2009 le misure di divieto sulle vendite allo scoperto, variamente modulate, adottate a partire dall'ottobre 2008. Nel confermare tale scelta, all'indomani della decisione dell'Autorità tedesca, è stata ribadita la ferma determinazione a esercitare a pieno i propri poteri di vigilanza per assicurare l'ordinato svolgimento delle negoziazioni e per contrastare comportamenti anomali ed eventuali abusi di mercato.

È da segnalare che in Italia l'efficienza e la sostanziale correttezza mostrata, anche grazie all'intensa attività di vigilanza della Consob, dalle infrastrutture che svolgono i servizi di post-negoziazione sia per gli scambi di titoli azionari che di titoli di stato costituiscono presidi efficaci a tutela dell'integrità dei mercati. Il rispetto dell'obbligo di consegna dei titoli alla data di liquidazione consente di ottenere effetti sostanzialmente analoghi al divieto delle vendite allo scoperto nude, senza alterare l'operatività del mercato né creare arbitraggi normativi.

Ogni misura in materia di vendite allo scoperto non può essere efficace se non coordinata, almeno a livello europeo. L'esperienza degli ultimi due anni, e in particolare di questi ultimi mesi, ha mostrato che la frammentazione di interventi e l'adozione di misure eterogenee possono ridurre l'effetto e favorire arbitraggi regolamentari. Si attende che l'Unione Europea, a seguito della consultazione avviata dalla Commissione europea, pervenga al più presto all'approvazione di una regolamentazione armonizzata.

Dalla fine del 2008 ad oggi è peggiorato anche lo stato di salute di molte imprese quotate. La recessione e il conseguente calo della domanda hanno esteso l'impatto della crisi ai settori non finanziari determinando una generalizzata riduzione della redditività e dei ricavi. Le imprese di minori dimensioni soffrono in misura particolare delle difficoltà di accesso al credito, che solo negli ultimi mesi sembrano attenuarsi.

Nei primi mesi del 2009, alla vigilia della stagione dei bilanci 2008, un'iniziativa congiunta di Consob, Banca d'Italia e Isvap ha richiamato l'attenzione di amministratori e organi di controllo interni ed esterni a rappresentare senza reticenze la situazione societaria, evidenziando eventuali rischi dal punto di vista della continuità aziendale. In diversi casi, assai più che in passato, i revisori si sono detti impossibilitati a rilasciare la propria opinione sui bilanci.

Lo stesso appello è stato rinnovato dalle tre Autorità all'inizio di quest'anno in vista dei bilanci 2009, richiamando l'attenzione sulle aree più sensibili all'impatto della crisi. In una situazione in cui quasi la metà delle società quotate presentava una capitalizzazione di borsa inferiore al patrimonio netto, è stato ritenuto di chiedere agli amministratori di rendere note le pro-

prie valutazioni sulla distanza, in molti casi rilevante, tra prezzi di mercato e valori contabili. Il quadro informativo a disposizione degli utilizzatori del bilancio ne risulta più completo.

Si è estesa l'area del listino in difficoltà.

Ad oggi sono 44 le imprese alle quali Consob ha imposto un regime di trasparenza rafforzata. È stato richiesto di integrare la documentazione contabile periodica con informazioni sul rispetto dei piani industriali e dei piani di ristrutturazione del debito. Per 22 società, in conclamato stato di crisi aziendale, è stato imposto un obbligo di informazione mensile sull'evoluzione di fattori cruciali, quali la posizione finanziaria netta, le posizioni debitorie scadute e i rapporti verso parti correlate.

10 Il regolamento sulle operazioni con parti correlate

La difficile situazione che attraversano le società quotate rende più acuta anche l'esigenza di rafforzare la disciplina sui conflitti di interesse, a tutela degli azionisti di minoranza.

Nei primi mesi del 2010 è giunto a compimento il lungo processo di elaborazione della nuova disciplina delle operazioni con parti correlate. L'adozione del regolamento è stata preceduta da due anni di intenso e proficuo dialogo con il mercato, testimoniato dall'ampia partecipazione alle due fasi di consultazione.

La disciplina è di grande rilevanza nel mercato italiano, caratterizzato da una scarsa contendibilità del controllo e dal ruolo dominante di azionisti o coalizioni di controllo, nel quale la tutela contro i rischi di espropriazione dipende soprattutto dall'efficacia degli strumenti di correttezza e trasparenza nella gestione di operazioni in potenziale conflitto d'interessi.

Il nuovo regolamento si configura come un "testo unico" delle operazioni con parti correlate, che definisce norme di trasparenza per le operazioni di maggiore rilievo e principi di correttezza per le scelte organizzative e i comportamenti concreti delle società quotate.

La Commissione, accogliendo contributi emersi durante le consultazioni, ha deciso di ampliare i margini di discrezionalità delle società, laddove non ne risultasse indebolita la sostanziale tutela degli azionisti. Le società potranno infatti scegliere le modalità attuative più funzionali alle proprie esigenze operative e alla valutazione dei rischi specifici delle operazioni.

Resta ferma la funzione centrale degli amministratori indipendenti. Sulla qualità professionale e sulla concreta manifestazione di indipendenza dagli interessi delle parti correlate si misurerà la realizzazione degli obiettivi della nuova disciplina.

11 Borsa Italiana e London Stock Exchange. L'ammissione a quotazione

Tre anni fa Borsa Italiana è passata sotto il controllo del *London Stock Exchange*. Pochi mesi dopo i mercati sono stati investiti dalla crisi finanziaria. Il bilancio, necessariamente provvisorio, non può non tener conto delle avverse condizioni di contesto in cui è avvenuta l'acquisizione, presentata all'epoca come "fusione tra uguali".

Nell'immediato l'accoglienza è apparsa prevalentemente positiva. I commenti favorevoli enfatizzavano gli effetti sinergici, le potenzialità di sviluppo.

In quell'occasione la Consob evidenziava i rischi di graduale marginalizzazione per la piazza finanziaria di Milano. A tre anni di distanza alcuni di questi rischi sembrano aver assunto maggiore consistenza. La presenza dei soci italiani nell'azionariato del *London Stock Exchange* si è ridotta dal 28 al 18 per cento. Gli accordi di *governance* per assicurare adeguata rappresentanza agli azionisti italiani trovano faticosa applicazione. Il centro dei meccanismi decisionali appare concentrato su Londra. Sono da valutare con favore le iniziative volte a recuperare una maggiore presenza dei soggetti italiani nella compagine azionaria.

Nell'incerta dinamica degli assetti organizzativi della società di gestione del mercato merita un'attenta riflessione il tema dell'allocazione ottimale della funzione di ammissione a quotazione sul mercato ufficiale. I modelli teorici e l'evidenza empirica non danno chiare indicazioni su quale sia la soluzione migliore.

Dal 1998, questa funzione è stata trasferita dall'autorità pubblica alla società di gestione del mercato, in linea con la scelta fatta nella maggior parte dei paesi europei, con la rilevante eccezione del Regno Unito che ha seguito un diverso percorso.

È opportuno valutare un recupero della funzione pubblica del *listing*, separandola dall'ammissione alle negoziazioni, che è funzione tipica delle società di gestione dei mercati. Questa scelta, valorizzando la complementarità delle due funzioni, potrebbe garantire più elevati standard di qualità per il mercato azionario.

Un'evoluzione in questa direzione non potrebbe comunque essere realizzata esclusivamente con una modifica normativa, ma dovrebbe derivare da un aperto confronto.

12 La MiFID e i mercati

Oggi le borse europee si confrontano con il nuovo quadro normativo dettato dalla MiFID.

La MiFID, divenuta operativa nel 2007, ha introdotto, tra le varie innovazioni, l'abolizione dell'obbligo di concentrazione degli scambi sui mercati regolamentati. L'intento del legislatore europeo era quello di favorire la concorrenza tra mercati, per ridurre i costi delle transazioni a vantaggio degli investitori. Sono nate così le piattaforme alternative di negoziazione che, facendo leva sui bassi costi delle transazioni, hanno attratto nel giro di pochi anni volumi di scambio crescenti. A fine 2009 il 15 per cento del totale dei volumi scambiati dei principali titoli europei è passato attraverso piattaforme alternative. Di pari passo si è ridotta la quota dei mercati regolamentati. La tendenza appare in aumento, anche se in Italia il fenomeno è più contenuto rispetto ad altre piazze europee.

L'evoluzione in atto riflette un mutamento strutturale dell'industria della negoziazione. La MiFID ha esposto i mercati regolamentati europei alla concorrenza, non priva di asimmetrie, delle altre piattaforme di negoziazione che beneficiano di un indubbio vantaggio competitivo.

La necessaria revisione della direttiva, prevista nel 2010 a tre anni dalla sua entrata in vigore, è l'occasione per riequilibrare il quadro normativo, rafforzando la centralità dei mercati regolamentati, che svolgono una funzione essenziale per l'integrità e il corretto funzionamento degli scambi.

L'esperienza applicativa ha mostrato che la maggiore concorrenza è andata per lo più a beneficio degli investitori all'ingrosso, mentre modesti sono risultati i vantaggi per gli investitori al dettaglio. La frammentazione degli scambi ha influito negativamente sulla trasparenza anche a causa delle difficoltà di costruire un patrimonio informativo consolidato affidabile che raccolga i dati relativi alle negoziazioni e ai prezzi.

La frammentazione degli scambi su più piattaforme rende meno efficaci gli strumenti tradizionali di controllo del mercato, nati in un contesto normativo e di mercato basato sulla centralità dei mercati regolamentati.

13 La MiFID e gli intermediari

La MiFID ha rafforzato il principio, peraltro già sancito nella normativa italiana previgente, della centralità del cliente.

Gli intermediari, secondo la direttiva europea, devono prestare i servizi d'investimento nell'interesse prioritario della clientela.

Fin dall'entrata in vigore della normativa comunitaria, nell'autunno 2007, la Consob ha accompagnato l'industria finanziaria nella fase di attua-

zione delle nuove regole. Il comportamento degli intermediari nei rapporti con la clientela assume, infatti, un rilievo fondamentale per l'efficienza del mercato e per assicurare il corretto funzionamento del circolo virtuoso risparmio-investimenti.

L'attività della Consob si è svolta con obiettivi di prevenzione e con spirito di collaborazione, in modo da orientare i processi organizzativi aziendali in conformità al nuovo quadro regolamentare.

Dove sono stati riscontrati disallineamenti, l'Autorità è intervenuta con provvedimenti straordinari di carattere ingiuntivo, per ricondurre le condotte degli intermediari nell'alveo della normativa.

Sono state compiute verifiche ispettive, tra gli altri, sui cinque principali gruppi bancari italiani per accertare l'osservanza della disciplina.

È stata posta specifica attenzione al conseguimento dell'interesse sotteso al migliore e più adeguato servizio alla clientela, in particolare quella al dettaglio, rispetto all'interesse dell'industria alla commercializzazione dei prodotti finanziari. Sono state riscontrate carenze in particolare nell'area dei conflitti d'interesse fra clienti non professionali e intermediari, alla cui origine vi sono le politiche commerciali e di prezzo, le modalità di formazione dei budget e dei connessi schemi di incentivazione del personale.

Come misura correttiva la Commissione ha ordinato la convocazione degli organi amministrativi, richiamandone l'attenzione sulle criticità riscontrate in ordine alla conformità delle scelte strategiche, funzionali e operative. I richiami sono stati graduati in relazione all'intensità e alla varietà dei disallineamenti nonché alle specificità delle imprese convocate.

È stata anche raccomandata l'importanza di politiche remunerative non ingeneranti conflitto con la correttezza del servizio al cliente. Si attende un'immediata adozione delle, pur discrezionali, misure aziendali idonee a conseguire la correzione di ogni disallineamento. In assenza, la Commissione sarà tenuta ad assumere atti più stringenti sulla determinazione delle scelte aziendali degli intermediari inadempienti, ricorrendo, se necessario, a misure di amministrazione attiva, tra le quali provvedimenti ingiuntivi, e/o sanzionatorie.

Sugli intermediari di medie dimensioni sono in corso ulteriori iniziative di convocazione degli esponenti aziendali di nove gruppi al fine di proseguire nell'attività di monitoraggio dell'adeguamento organizzativo e procedurale alla disciplina MiFID.

Queste attività di vigilanza si sono svolte in un contesto di mercato caratterizzato dalla nota crisi di liquidità, cui il sistema bancario ha risposto incrementando l'emissione di obbligazioni collocate presso gli investitori *retail*, il cui controvalore è più che raddoppiato negli ultimi due anni e ha rappresentato circa l'80 per cento del totale dei collocamenti obbligazionari delle banche.

Di conseguenza è ulteriormente aumentato il peso delle obbligazioni bancarie sulla ricchezza finanziaria delle famiglie, che negli ultimi quindici anni è cresciuto progressivamente passando dal 2 per cento del 1995, al 7 per cento del 2000, al 10,4 per cento del 2009. Si tratta di un peso di gran lunga superiore a quello degli altri principali paesi europei.

È un fenomeno su cui la Consob pone particolare attenzione, considerato che nei portafogli degli investitori *retail* si rileva la presenza di obbligazioni in prevalenza illiquide e talvolta più rischiose dei titoli di stato senza che tali rischi siano adeguatamente riflessi nel rendimento offerto.

Nel corso del 2009 la Commissione ha adottato una comunicazione in tema di distribuzione di prodotti finanziari illiquidi. I concreti benefici ad oggi raggiunti grazie agli indirizzi formulati nella comunicazione su tali prodotti possono valutarsi in termini di maggior grado di liquidità degli strumenti obbligazionari emessi dalle banche, assicurata anche tramite la negoziazione in mercati regolamentati o su piattaforme multilaterali.

Riguardo all'intermediazione di strumenti finanziari derivati con gli enti locali la Commissione ha convocato i consigli di amministrazione di due banche italiane tra le più attive nello specifico segmento, richiamandone l'attenzione sull'esigenza di garantire alla clientela il monitoraggio della capacità di copertura delle operazioni in essere.

14 Il risparmio gestito

Nel settore dei fondi comuni permangono le debolezze strutturali che da anni caratterizzano il risparmio gestito in Italia.

Il trattamento fiscale continua a penalizzare i fondi di diritto italiano rispetto a quelli di diritto estero o esteroinvestiti. I costi di gestione e di distribuzione continuano a essere elevati e ad assorbire buona parte dei rendimenti.

Per arginare l'emorragia di masse gestite tuttora in corso, l'industria deve darsi un assetto più efficiente. L'iniziativa di definire standard di linguaggio, procedure e modalità operative per la gestione degli ordini di sottoscrizione e rimborso è un passo indispensabile verso la costruzione di una base comune per modelli distributivi più aperti e flessibili.

Lo sviluppo di forme professionali di gestione del risparmio è funzionale alla tutela dei piccoli investitori: i fondi comuni hanno caratteristiche strutturali di diversificazione patrimoniale e liquidabilità che difficilmente possono essere replicate attraverso investimenti diretti in strumenti finanziari.

Nell'elaborazione della nuova disciplina europea sui fondi comuni armonizzati, è stato determinante il contributo tecnico del Cesr, attraverso il

gruppo di esperti presieduto dalla Consob. I principi adottati per le regole di condotta, di organizzazione interna e di gestione dei rischi riflettono l'approccio già seguito in Italia. Le regole di trasparenza nei confronti degli investitori risulteranno più efficaci grazie a una nuova impostazione armonizzata dei documenti informativi di sintesi.

Aver definito regole comuni fortemente ispirate ai valori di tutela dei piccoli risparmiatori, che tradizionalmente contraddistinguono l'ordinamento italiano, livella il campo di gioco per l'industria nazionale e consente di ampliare le opportunità di scelte consapevoli d'investimento.

15 Educazione finanziaria e Camera di Conciliazione

Lo squilibrio tuttora esistente nei portafogli dei risparmiatori italiani a sfavore del risparmio gestito riflette anche una scarsa conoscenza e capacità di orientamento tra le offerte di prodotti finanziari. Sono mancati un adeguato sviluppo dei servizi di consulenza indipendente e una cultura finanziaria diffusa.

È auspicabile che gli intermediari valorizzino la consulenza come servizio strategico e di alto contenuto professionale, la cui remunerazione sia collegata al servizio reso piuttosto che al prodotto venduto.

La Consob da più di dieci anni realizza iniziative di educazione finanziaria rivolte ai piccoli risparmiatori, nella convinzione che una maggiore consapevolezza dei propri diritti e delle modalità con le quali esercitarli, nonché una più approfondita conoscenza dei prodotti e una migliore percezione dei rischi, possano aumentare la capacità di tutela dei propri interessi.

L'obiettivo di diffondere la cultura finanziaria in un popolo di grandi risparmiatori va oltre i mezzi di una singola istituzione. Tutti i soggetti del sistema economico, sia pubblici che privati, sono chiamati a contribuire.

Il 9 giugno scorso è stata realizzata una congiunta importante iniziativa da parte di Consob, Banca d'Italia, Covip, Isvap e Antitrust volta a offrire una sede unica di educazione finanziaria per i risparmiatori che utilizzano servizi bancari, finanziari, previdenziali e assicurativi, spesso presentati in modo unitario e non sempre chiaramente percepiti nelle loro caratteristiche tecniche. Sarà presto disponibile un portale web comune dove verranno presentati in forma organica materiali educativi e strumenti di supporto tecnico per gli investitori.

La Consob a sua volta ha istituito una Camera di conciliazione e arbitrato per la risoluzione delle controversie sorte tra risparmiatori e intermediari.

Il nuovo organismo ha iniziato le attività necessarie al suo avvio operativo e ha adottato Statuto e Codice deontologico. Gli uffici sono al la-

voro per esaminare le circa tremila richieste di iscrizione agli elenchi di conciliatori e arbitri. È intendimento della Consob procedere speditamente affinché la Camera diventi pienamente operativa entro l'anno in corso.

Anche l'esercizio dell'azione collettiva risarcitoria (*class action*), di recente introduzione nell'ordinamento italiano, può svolgere una funzione positiva nel tutelare la posizione di debolezza del singolo consumatore.

16 L'attività sanzionatoria

L'attività di vigilanza può dirsi efficace e idonea a preservare l'integrità del mercato e la fiducia degli investitori se riesce a coniugare tempestività dell'azione di accertamento con adeguatezza, proporzionalità e dissuasività della risposta sanzionatoria.

A partire dal 2006, data di avvio del nuovo sistema sanzionatorio introdotto dalla disciplina sugli abusi di mercato, la Consob ha condotto 800 procedimenti sanzionatori, che in 691 casi si sono conclusi con l'applicazione di sanzioni. Il controvalore complessivo delle sanzioni pecuniarie è stato pari a 85,8 milioni di euro, mentre ammonta a oltre 66 milioni di euro il valore dei beni confiscati per abusi di mercato.

Dal 1° gennaio 2009 la Commissione ha assunto 304 decisioni, pervenendo in 254 casi all'applicazione di sanzioni; l'ammontare di quelle pecuniarie è stato pari a 27,2 milioni di euro.

Si tratta di un volume di attività significativo non solo per l'aspetto quantitativo, ma anche per la rilevanza e complessità delle singole vicende interessate dall'azione di vigilanza.

Per quanto riguarda i termini dei procedimenti sanzionatori, che alcuni hanno segnalato essere eccessivamente lunghi, la loro ragionevolezza va correlata, come ricordato dalla Corte di Cassazione (sent. n. 5395 del 9 marzo 2007), "alle caratteristiche e alla complessità delle situazioni concrete", che sempre più spesso contemplan scambi di informazioni con autorità estere e una lunga ricostruzione di comportamenti e fatti rilevanti.

La stessa Cassazione peraltro (sent. n. 209292 del 30 settembre 2009) ha affermato la natura vincolata e non discrezionale dei provvedimenti finali, che l'Istituto ha il dovere di adottare in esito agli accertamenti svolti anche oltre il termine massimo che si è dato; termine che, specie nei casi nei quali si deve fare ricorso a rapporti di cooperazione, può rivelarsi troppo ristretto.

Allo stato, l'attuale impianto sanzionatorio del Testo Unico potrebbe beneficiare di alcuni interventi migliorativi che, preservandone la capacità di deterrenza e repressione, renda la reazione sanzionatoria più selettiva, modulandola in termini proporzionali alla gravità dei fatti. Forme di intervento

meno afflittive di quelle esistenti potrebbero consentire l'adozione di procedimenti più rapidi, riservando ai casi più gravi tempi e sanzioni adeguate.

Appare anche opportuno compiere ogni sforzo a livello sovranazionale per conseguire un ragionevole tasso di omogeneità nella definizione dei sistemi sanzionatori tra i diversi paesi, almeno in Europa.

17 I rapporti con l'Autorità Giudiziaria

La collaborazione con l'Autorità Giudiziaria è parte integrante dell'attività di vigilanza della Consob. Dal maggio 2005, con l'entrata in vigore della direttiva comunitaria sulla lotta agli abusi di mercato, la trasmissione delle segnalazioni, fino a quel momento a senso unico dalla Consob verso l'Autorità Giudiziaria, si è trasformata in uno scambio di flussi informativi in entrambe le direzioni. La stessa direttiva ha introdotto nel nostro ordinamento il cosiddetto "doppio binario": l'azione di contrasto agli abusi di mercato è gestita dalla Consob per i profili amministrativi e dalla magistratura per quelli penali. La cooperazione è intensa e proficua nel pieno rispetto delle prerogative di ciascuno.

Data la diversità dei ruoli e dei poteri, non c'è e non può esserci competizione. Nell'opinione pubblica si genera talvolta l'impressione che l'intervento della magistratura nelle vicende di mercato sia più tempestivo e più incisivo rispetto a quello della Consob. L'apparenza può ingannare. Le nostre istruttorie possono avere un ruolo propulsivo per le indagini dell'Autorità Giudiziaria e viceversa. In questo risiede la forza del "doppio binario". Il più delle volte le valutazioni sono convergenti e si corroborano a vicenda. La Consob opera in silenzio, nel rispetto del segreto d'ufficio che per legge copre la sua attività di vigilanza. A tutela dell'integrità del mercato, delle società e degli investitori la pubblicità degli atti istruttori è limitata alle forme e ai tempi prescritti dalla legge.

Nel 2009 la Consob ha trasmesso 58 rapporti all'Autorità Giudiziaria per ipotesi di violazioni di legge penalmente sanzionate; 7 segnalazioni riguardano ipotesi di abusi di mercato; le restanti, ipotesi di reati comuni previsti dal codice penale (in particolare appropriazione indebita e truffa), prevalentemente rilevate nell'ambito della vigilanza sui promotori finanziari.

Proficua collaborazione vi è stata in occasione delle indagini relative alle vicende "Alitalia", "Bnl/Unipol", "Mariella Burani" e società calcistiche quotate.

Sono proseguite le fasi dibattimentali dei procedimenti penali relativi alla vicenda Ifil Investments Spa e Giovanni Agnelli & C. Sapa e alla vicenda relativa all'acquisizione del controllo di Banca Antoniana Popolare Veneta. La Consob è parte civile in entrambi.

Agli inizi del 2010 ha preso avvio il processo penale per la tentata scalata alla Banca Nazionale del Lavoro da parte di Unipol. La Consob si è costituita parte civile per il reato di ostacolo all'esercizio delle funzioni di vigilanza.

Sempre agli inizi del 2010, la Consob si è costituita parte civile in tre nuovi procedimenti penali per abusi di mercato, di cui uno per insider trading e gli altri due per manipolazione del mercato. In tutti i casi la Consob aveva inviato all'Autorità Giudiziaria competente apposite segnalazioni e i fatti ascritti agli imputati sono stati configurati in termini sostanzialmente coincidenti con gli esiti degli accertamenti di vigilanza svolti dalla Consob.

È infine recentissima, del maggio di quest'anno, la sentenza della Seconda Sezione della Corte di Appello di Milano con cui, sulla vicenda del default Parmalat, è stata confermata la responsabilità penale e la pena già inflitta in primo grado all'ex presidente della società, Calisto Tanzi, per i reati di ostacolo alle funzioni di vigilanza della Consob e di manipolazione del mercato. In riforma della sentenza di prime cure è stata affermata per la prima volta la responsabilità penale per gli stessi reati di uno dei tre amministratori qualificati dalla società come indipendenti, che svolgeva la funzione di presidente del Comitato per il controllo interno.

In proposito si richiamano gli sforzi profusi da tempo dalla Consob nella definizione del ruolo e delle responsabilità degli amministratori indipendenti, quali soggetti propulsori della trasparenza e della correttezza dei flussi informativi all'interno delle società quotate, come confermato dal recente regolamento sulle operazioni con parti correlate.

18 Le risorse dell'Istituto

Il finanziamento dell'Istituto proveniente dall'erario ha subito negli anni una continua diminuzione, passando in un decennio – dal 2000 al 2010 – dal 44,7 allo 0,9 per cento del fabbisogno. Di conseguenza sono cresciuti gli oneri a carico dei soggetti privati attraverso il meccanismo dei contributi di vigilanza, sulla base di determinazioni soggette al visto di legittimità della Presidenza del Consiglio.

In proposito, non può non confermarsi che la previsione di una contribuzione pubblica è da sempre diretta conseguenza delle funzioni di interesse generale svolte dalla Consob e la sua esiguità, ormai simbolica, non appare adeguata.

La dotazione dell'organico della Consob è stabilita dalla legge in 715 risorse, un numero cresciuto nel corso del tempo proporzionalmente alle nuove competenze attribuite all'Istituto. L'organico effettivo arriva oggi a 578 dipendenti, di cui 47 (meno del 10 per cento) con contratto a tempo determinato.

Il completamento della pianta organica è strettamente collegato alla disponibilità di nuovi locali a Roma e Milano, la cui consegna è ormai imminente.

Il reclutamento di personale richiede tempi non brevi, in ossequio alle procedure di pubblico concorso. Negli ultimi due anni si è impressa un'accelerazione: a esito dei concorsi in atto l'organico risulterà aumentato di circa 80 dipendenti e diverrà completo con il reclutamento di circa 50 ulteriori risorse.

Nel contesto italiano e internazionale la Consob continua a essere un centro di eccellenza quanto a professionalità e competenze.

Gli sforzi della Commissione e dell'alta dirigenza sono sempre rivolti al mantenimento e al progressivo miglioramento di elevati standard qualitativi delle risorse umane. In alcuni casi è infatti difficile reperire con tempestività risorse adeguate per sostituire dirigenti particolarmente esperti non solo per competenze tecniche, ma soprattutto per capacità di coniugare senso istituzionale della vigilanza e profonda conoscenza dei mercati.

I cambiamenti radicali del contesto economico e regolamentare richiedono di dedicare maggiori risorse alla formazione, mirata alla conoscenza di aree e approcci di vigilanza innovativi, alla capacità di lavorare in ambiti internazionali.

La Consob è parte di un sistema di autorità di vigilanza che va sempre più integrandosi. Essere presenti con personale ad alta professionalità nella nuova Autorità europea potrà contribuire a orientare l'attività regolamentare e di vigilanza secondo principi che riflettono adeguatamente i rischi e le specificità del sistema finanziario italiano.

Signor Ministro, Autorità, Signore e Signori,

negli ultimi anni è profondamente cambiato il quadro normativo dei nostri mercati finanziari. Su impulso dell'Europa l'Italia ha introdotto nuove regole, dalla lotta agli abusi di mercato al rafforzamento della trasparenza dei comportamenti. Sono entrate in vigore le riforme del risparmio e del diritto societario. Il Testo unico della finanza è stato ampiamente rivisitato. La Consob è stata chiamata a uno sforzo straordinario, fornendo un contributo determinante all'evoluzione normativa interna e internazionale.

L'Autorità di vigilanza è stata rafforzata nei poteri di indagine e sanzionatori e nelle risorse. Sono stati posti su nuove basi i già ottimi rapporti con Banca d'Italia e Guardia di Finanza e sono rimasti sempre particolarmente fluenti ed efficaci quelli con l'Autorità Giudiziaria. L'attività dell'Istituto è sempre più inserita in un contesto di cooperazione con le principali autorità estere.

Rispetto a pochi anni fa la Consob di oggi è più forte e più attrezzata per svolgere le proprie funzioni. Dispone di mezzi più sofisticati per la rilevazione tempestiva delle anomalie e dei rischi. È migliorata la capacità di ascolto del mercato.

L'Autorità si è impegnata in prima linea nelle vicende che hanno occupato le cronache finanziarie degli ultimi anni. La Consob ha subito messo alla prova i nuovi strumenti di cui è stata dotata. I poteri sono stati esercitati con determinazione e, pur se con rispetto verso tutti, senza omissioni di sorta. Nella quasi totalità dei casi, i provvedimenti sanzionatori hanno trovato sostanziale conferma nelle sedi giurisdizionali competenti, fino alla Cassazione.

Filo conduttore del lavoro degli ultimi anni è stato lo sforzo di spostare quanto più possibile il baricentro della vigilanza dagli interventi di mera repressione alle attività di prevenzione. È di gran lunga il compito più difficile per chi abbia responsabilità di controllo sui mercati. Ma è la forma migliore e di più vasto respiro di tutela del risparmio, anche se non è facile coglierne l'efficacia. È in questa direzione che bisogna proseguire il lavoro, in Italia come in ambito europeo e internazionale.

La creazione di un'autorità europea per la vigilanza sui mercati finanziari prelude a una stagione di riforma degli assetti istituzionali, che induce all'adozione di modelli il più possibile omogenei e dotati di solidità tecnica e di forte legittimazione politica.

Il sistema europeo di vigilanza dovrà stabilire con chiarezza la missione delle autorità europee e nazionali, i loro poteri, la loro autonomia sia dai governi sia dalla Commissione europea, la loro responsabilità nella tutela degli interessi pubblici a esse affidata.

Il modello di ripartizione della vigilanza in funzione delle sue finalità, da sempre sostenuto dalla Consob e progressivamente rafforzato dal Legislatore italiano, pur se ancora incompiuto, resta il più idoneo.

In altri paesi si profila un percorso in questa direzione; l'adozione o il completamento del modello per finalità dovrebbe avvenire in tempi brevi.

La recente crisi ha messo in luce che ad aree soggette a puntuale regolamentazione si sono affiancate, in crescita tumultuosa, attività al di fuori di ogni regola e vigilanza. In particolare, l'utilizzo di prodotti derivati si è esteso in misura tale da perdere il necessario collegamento con i fenomeni economici sottostanti.

La conoscenza ad ampio spettro di tutte le componenti del mercato è necessaria per poter concentrare la vigilanza sui fenomeni più rischiosi per la tutela degli investitori e per l'integrità dei mercati.

Non serve aumentare il peso delle norme, quanto piuttosto estenderne il perimetro, facendo leva in particolare sulle virtù della legalità, della trasparenza e della correttezza, in un rapporto di complementarità e di pari rilevanza con il valore della stabilità.

La cultura della trasparenza crea il contesto ambientale più idoneo a uno sviluppo della libertà di iniziativa economica che si esprima, anche nelle sue forme più innovative, senza pregiudicare la salute del sistema e senza essere compressa da vincoli spesso di carattere più formale che sostanziale.

L'esigenza di ripresa e di sviluppo dell'economia giustifica ampiamente che si renda più agevole la nascita di attività d'impresa.

L'impresa per svilupparsi, soprattutto se vuole essere innovativa e competitiva, ha bisogno di capitale di rischio e di investitori capaci di adottare prospettive di lungo periodo.

Portare le imprese italiane, soprattutto le piccole e medie, sul mercato azionario significa promuovere lo sviluppo e al contempo favorire la trasparenza del sistema economico. È un processo che per essere virtuoso e compatibile con la tutela dei risparmiatori richiede responsabilità, capacità selettiva e etica dei comportamenti da parte di imprenditori e intermediari.

Obiettivo primario è il recupero di una fiducia solida e duratura. È nell'interesse dello sviluppo del mercato che l'attività di regolamentazione e vigilanza mantenga come priorità la tutela del risparmio, con particolare riguardo ai conflitti di interesse tra azionisti di controllo e azionisti di minoranza e tra intermediari e investitori.

L'approvazione della nuova disciplina sulle operazioni con parti correlate e le attività di vigilanza condotte sui principali gruppi bancari sono segni inequivocabili di una nuova strategia attraverso la quale la Commissione

mira a orientare i comportamenti e a riequilibrare gli incentivi verso relazioni economiche che rispondano a principi di legalità e correttezza.

Sono molte le occasioni, anche in questa stessa sede, nelle quali ho insistito sulla necessità di regole certe, chiare e da tutti egualmente e integralmente applicate. Tutti dobbiamo essere consapevoli che è possibile operare sulla base di un nucleo essenziale di regole di qualità, solo se ne viene assicurato il generale e sostanziale rispetto.

* * *

Il mio mandato alla presidenza della Consob è in scadenza. Dopo sette anni mi accingo a lasciare un incarico di grande responsabilità, nel quale ho profuso ogni mia energia, operando con spirito di servizio verso le istituzioni e il Paese.

Ringrazio i Governi e i Parlamenti, che mi hanno onorato chiamandomi a un così alto ufficio, prima come Commissario e poi come Presidente.

Un vivo ringraziamento va ai colleghi della Commissione che – sia pure in un confronto dialettico talvolta vivace, proprio degli organi collegiali – hanno condiviso le fatiche di questi anni, apportando il loro contributo.

Tale ringraziamento è esteso anche ai colleghi che da tempo hanno terminato il loro mandato.

Esprimo apprezzamento e riconoscenza per i più stretti collaboratori, a partire dal Direttore Generale, che sono stati sempre al mio fianco con particolare disponibilità e sensibilità specie quando i mercati imponevano a tutti noi decisioni tempestive e ponderate. Un grazie sentito a tutto il personale dell'Istituto per il lavoro svolto con competenza e dedizione e alle rappresentanze sindacali le quali hanno svolto sempre una attività di segnalazione e di stimolo nell'interesse del personale. La Consob è un centro di eccellenza non solo in Italia, ma anche in ambito internazionale, dove riscuote unanime apprezzamento.

A chi verrà dopo di me rivolgo l'augurio più sincero di buon lavoro e di ogni successo. Lo aspetta un compito arduo. Sono certo che saprà guidare la Consob con competenza e determinazione, forte di una comprovata, necessaria, solida esperienza, specie in un contesto, come quello che si delinea, che pone sfide sempre più complesse e che postula un impegno costante, equilibrato e al di fuori delle luci della ribalta.

Colui che sarà chiamato dalla fiducia del Governo e del Parlamento a guidare l'Istituzione, dovrà coniugare il non facile compito di tutelare il mercato e i risparmiatori, di concorrere a ristabilire la fiducia e, nei limiti delle attribuzioni di Istituto, a collaborare per la migliore salvaguardia degli interessi del Paese.