Senato della Repubblica XVI LEGISLATURA

Giunte e Commissioni

RESOCONTO STENOGRAFICO n. 24

6ª COMMISSIONE PERMANENTE (Finanze e tesoro)

AUDIZIONE DEL PRESIDENTE GIUSEPPE VEGAS SULL'ATTIVITÀ SVOLTA DALLA COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

360ª seduta: martedì 26 giugno 2012

Presidenza del presidente BALDASSARRI

AU 1633
TIPOGRAFIA DEL SENATO (53)

I N D I C E

Audizione del presidente Giuseppe Vegas sull'attività svolta dalla Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB)

PRESIDENTE . . . . . *Pag.* 3, 25, 29
* BARBOLINI *(PD)* 17
BONFRISCO *(PdL)* 15
FERRARA *(CN:GS-SI-PID-IB-FI)* 20
* FRANCO Paolo *(LNP)* 16
LANNUTTI *(IdV)* 17
LEDDI *(PD)* 18
* *VEGAS* . . . . . *Pag.* 3, 22, 25

N.B. L'asterisco accanto al nome riportato nell'indice della seduta indica che gli interventi sono stati rivisti dagli oratori.

Sigle dei Gruppi parlamentari: Coesione Nazionale (Grande Sud-Sì Sindaci-Popolari d'Italia Domani-Il Buongoverno-Fare Italia): CN:GS-SI-PID-IB-FI; Italia dei Valori: IdV; Il Popolo della Libertà: PdL; Lega Nord Padania: LNP; Partito Democratico: PD; Per il Terzo Polo (ApI-FLI): Per il Terzo Polo:ApI-FLI; Unione di Centro, SVP e Autonomie (Union Valdôtaine, MAIE, Verso Nord, Movimento Repubblicani Europei, Partito Liberale Italiano, Partito Socialista Italiano): UDC-SVP-AUT:UV-MAIE-VN-MRE-PLI-PSI; Misto: Misto; Misto-MPA-Movimento per le Autonomie-Alleati per il Sud: Misto-MPA-AS; Misto-Partecipazione Democratica: Misto-ParDem; Misto-Partito Repubblicano Italiano: Misto-P.R.I.; Misto-SIAMO GENTE COMUNE Movimento Territoriale: Misto-SGCMT.

Interviene, ai sensi dell'articolo 48 del Regolamento, il dottor Giuseppe Vegas, presidente della Consob, accompagnato dal dottor Giovanni Siciliano.

I lavori hanno inizio alle ore 15,10.

PROCEDURE INFORMATIVE

Audizione, ai sensi dell'articolo 48 del Regolamento, del presidente Giuseppe Vegas sull'attività svolta dalla Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB)

PRESIDENTE. L'ordine del giorno reca l'audizione del presidente Giuseppe Vegas sull'attività svolta dalla Commissione nazionale per le società e la borsa (Consob).

Comunico che, ai sensi dell'articolo 33, comma 4, del Regolamento, è stata chiesta l'attivazione dell'impianto audiovisivo e la trasmissione radiofonica e che la Presidenza del Senato ha già preventivamente fatto conoscere il proprio assenso. Se non si fanno osservazioni, tale forma di pubblicità è dunque adottata per il prosieguo dei lavori.

L'incontro odierno era stato programmato da tempo. Ad accompagnare il presidente Vegas è qui presente il responsabile della divisione studi, il dottor Giovanni Siciliano, al quale rivolgo il saluto a nome della Commissione. Ovviamente, ringrazio il dottor Vegas e il dottor Giovanni Siciliano per avere accettato il nostro invito.

La Consob ha inoltre messo a disposizione un testo scritto, che è in distribuzione tra i colleghi.

Sono tanti i temi che, nel corso degli ultimi mesi, avevamo segnalato come sensibili, anche in vista dei diversi provvedimenti che in queste settimane abbiamo analizzato. In diversi di questi provvedimenti erano presenti queste tematiche e perciò abbiamo chiesto alla Consob una introduzione panoramica, oltre che informazioni e posizioni specifiche per quanto riguarda la supervisione alla Borsa e ai mercati finanziari.

Ringraziando ancora una volta il presidente Vegas, gli cedo subito la parola.

VEGAS. Signor Presidente, l'occasione è sempre gradita per tornare in luoghi cari e, anche per questo motivo, rivolgo un ulteriore ringraziamento a lei e alla Commissione tutta.

Abbiamo predisposto un fascicolo nel quale, oltre al testo che leggerò (che comprende, però, anche delle parti di cui, per brevità, non darò lettura), sono ricomprese alcune schede su singole questioni. Ciò consentirà di rendere più rapida la lettura e, quindi, di far sì che se vi saranno delle domande potremo avere il tempo necessario per rispondere.

Il 2011 e la prima metà del 2012 sono stati segnati dall'inasprimento della crisi del debito sovrano nell'area euro. Questo è sotto gli occhi di tutti. Tale crisi deriva dagli squilibri della finanza pubblica e dalla mancata convergenza delle economie dell'area dalla nascita dell'Unione monetaria sino ad oggi. Gli squilibri della finanza pubblica, alimentati anche dal salvataggio degli istituti finanziari maggiormente colpiti dalle turbolenze del 2008, nonché il rallentamento della crescita globale, hanno fatto esplodere le contraddizioni che sono diventate evidenti a partire dalla seconda metà dell'anno scorso.

I titoli di Spagna, Italia e, dall'inizio di novembre 2011, Francia e Belgio hanno così sperimentato rialzi significativi dello *spread* rispetto al *Bund* tedesco, che nel frattempo registrava una riduzione dei rendimenti di oltre 100 punti base. Le rinnovate tensioni sul debito sovrano si sono riflesse anche sui corsi azionari. Nel corso del 2011 l'indice EuroStoxx dei cinquanta titoli europei a maggiore capitalizzazione ha registrato una flessione del 20 per cento; il FtseMib è calato del 33 per cento; da gennaio 2012 il calo si è attestato rispettivamente all'8 per cento e al 13 per cento circa.

Questo è il dato a ieri, ovviamente. Tra l'altro, in questi giorni la Borsa è molto volatile e, anche durante l'*intraday*, ci sono delle variazioni molto accentuate.

Il settore bancario ha sottoperformato rispetto al mercato, con flessioni pari, dall'inizio dell'anno, al 20 per cento circa per l'indice europeo, e al 28 per cento circa per l'Italia. Le banche, cioè, essendo il settore più esposto risentono di più, rispetto agli altri settori manifatturieri, degli andamenti e dei potenziali rischi.

Alla crisi dei Paesi periferici e ai fenomeni di contagio dell'area euro le istituzioni hanno risposto sia con misure immediate di sostegno finanziario alle economie in difficoltà sia con riforme strutturali di respiro nazionale e internazionale. In particolare, i Paesi con maggiori squilibri di finanza pubblica hanno adottato severi programmi di consolidamento del debito. Tali programmi, pur necessari, hanno tuttavia contribuito a deprimere la crescita, rendendo più difficile il raggiungimento degli obiettivi di bilancio.

Anche le iniziative delle istituzioni europee susseguitesi nel corso dell'anno, in continuità con il processo di riforma della *governance* economica avviato nel 2010, hanno privilegiato soprattutto il controllo della stabilità dei conti pubblici dei Paesi membri rispetto all'obiettivo della crescita (i famosi accordi denominati *six pack e fiscal compact*).

Il rigoroso controllo dei conti pubblici, rimuovendo fenomeni di azzardo morale e di sussidi a favore degli Stati in difficoltà, potrebbe favorire un accordo su una politica comune di accesso al mercato dei capitali da parte dei Paesi dell'area euro, accordo che consentirebbe di ottimizzare la spesa aggregata per interessi sul debito pubblico, favorendo anche la ripresa economica. In questa direzione va la proposta, relativa ai cosiddetti *stability bond*, che la Commissione europea ha posto in consultazione nel mese di novembre e che riprende in parte un'idea già avanzata nel 2010 (proposta «Juncker-Tremonti»). Su questa proposta, però, almeno ieri c'erano delle pronunce non favorevoli da parte del cancelliere tedesco.

Un altro tema sul quale le istituzioni europee sono intervenute a più riprese, nel tentativo di individuare un accordo che componesse le posizioni contrastanti dei singoli Paesi, è quello relativo al potenziamento dei meccanismi di gestione della crisi istituiti nel 2010, ossia lo *European Financial Stability Facility* (EFSF), che resterà attivo per il finanziamento dei programmi avviati fino alla metà del 2013, e lo *European Stability Mechanism* (ESM), la cui operatività è stata anticipata rispetto alle previsioni iniziali. Sia la dimensione sia la rapidità di azione di tali meccanismi presentano, tuttavia, alcune criticità che ne compromettono la credibilità.

In questo contesto si è inscritta la decisione del Consiglio Europeo del 26 ottobre dello scorso anno di procedere ad un significativo intervento di rafforzamento patrimoniale degli istituti di credito europei al fine di ristabilire la fiducia dei mercati verso il sistema bancario.

Per le banche di maggiori dimensioni (settantuno in totale) sono state previste ricapitalizzazioni finalizzate alla costituzione di riserve eccezionali e temporanee tali da portare il *core Tier 1* a un livello almeno pari al 9 per cento entro il 30 giugno 2012, tenuto conto anche della valutazione di mercato delle esposizioni verso il debito sovrano.

Ad oggi, con la rilevante eccezione di Unicredit, le banche sembrano aver scelto di intervenire principalmente sull'attivo riducendo l'offerta di credito all'economia, mentre gli adeguamenti patrimoniali sono derivati essenzialmente dal passaggio ai modelli interni di valutazione del merito di credito e dal contestuale rafforzamento dei sistemi di gestione del rischio. L'adeguamento alla raccomandazione della European banking authority (EBA) non ha mancato quindi di provocare effetti prociclici, accentuando il *credit crunch* in corso (o la contrazione del credito, per voler essere meno duri) e contribuendo a portare gli impulsi recessivi che si prefigurano per il 2012 su livelli simili (o peggiori) a quelli del 2009.

Il ruolo della Banca centrale europea (BCE) è stato molto importante nel mitigare le tensioni sui mercati finanziari. Pur ribadendo la contrarietà a finanziare, direttamente o indirettamente, il debito dei Paesi in difficoltà, la BCE ha tuttavia dato attuazione a varie misure non convenzionali. Tra queste, le due aste di rifinanziamento a trentasei mesi al tasso dell'1 per cento (le *long term refinancing operations*, *LTROs)*, effettuate nel dicembre 2011 e a febbraio 2012, hanno fornito liquidità al sistema per un ammontare pari complessivamente a 1020 miliardi di euro (corrispondente a un aumento netto di liquidità di oltre 400 miliardi). Non sono previste al momento ulteriori LTROs, ma la BCE ha assicurato che le normali operazioni di rifinanziamento a tre, sei e dodici mesi continueranno a non essere assoggettate ad alcun vincolo quantitativo (il cosiddetto meccanismo di piena aggiudicazione).

Le misure non convenzionali della BCE hanno consentito agli istituti di credito di ridurre i rischi di rifinanziamento del debito in scadenza, in un contesto in cui l'accesso alla raccolta obbligazionaria è sempre più difficile e il mercato interbancario permane da tempo in una situazione di stallo.

La stabilizzazione della raccolta obbligazionaria a medio/lungo termine e il rafforzamento del patrimonio di vigilanza avrebbero dovuto avere un riflesso positivo sulla capacità delle banche di erogare nuovo credito e di espandere gli impieghi. Come evidenzia la *survey* periodica della BCE, tuttavia, la quota di banche che segnalano un irrigidimento nei criteri per la concessione di prestiti a famiglie e imprese è in aumento. Per quanto riguarda l'Italia, si è registrata una flessione significativa dei prestiti nel dicembre del 2011. Tale *trend* è poi proseguito – seppure con intensità variabile – nel corso del corrente anno.

Il mercato secondario dei titoli di Stato ha beneficiato degli interventi diretti della Banca centrale e, probabilmente, anche degli acquisti effettuati dalle banche utilizzando la liquidità in eccesso (il cosiddetto *carry trade)*. Le curve dei tassi *sovereign* di Italia e Spagna, che avevano subito per prime il contagio del *repricing* del rischio sovrano dei Paesi periferici, si sono successivamente traslate verso il basso.

A partire dal mese di aprile, tuttavia, la crisi dell'istituto Bankia e dell'intero sistema bancario spagnolo hanno rafforzato le preoccupazioni circa la solidità della Spagna; tale circostanza e l'effetto contagio subìto dall'Italia hanno comportato una nuova traslazione verso l'alto delle curva dei tassi dei due Paesi.

Il perdurare di forti incertezze sull'evoluzione della crisi nell'area euro genera numerosi fattori di rischio per i regolatori dei mercati finanziari. La sempre maggiore interconnessione tra Paesi, settori economici e mercati ha aumentato la possibilità che uno *shock*, a prescindere dalle dimensioni del comparto cui si riferisce, abbia effetti sistemici rilevanti.

Oltre al contagio tra Paesi, i più recenti sviluppi della crisi hanno evidenziato la vulnerabilità del settore bancario al rischio sovrano che si trasmette attraverso il deterioramento degli attivi bancari (dovuto alle esposizioni in titoli di Stato e derivati con sottostanti titoli pubblici) e l'aumento del costo della raccolta, causato dal deterioramento delle garanzie implicite ed esplicite fornite dallo Stato agli istituti creditizi).

Le risposte alla crisi maturate dalle istituzioni europee e dalle autorità nazionali hanno contribuito a rafforzare il legame tra rischio sovrano e rischio bancario: oltre alla già ricordata raccomandazione EBA, va in questa direzione anche la decisione con la quale la Commissione europea ha previsto la concessione di garanzie pubbliche nazionali alle passività bancarie di nuova emissione, stabilendo regole uniformi per tutti i Paesi UE in termini di accesso, costi e condizioni per le banche.

Il rischio di liquidità rimane alto, non solo per il comparto dei titoli governativi esposti al contagio da parte dei Paesi in difficoltà dell'area euro, ma anche per il comparto obbligazionario *corporate*. Un ulteriore fattore che concorre ad accrescere la correlazione tra i due segmenti del mercato obbligazionario è l'eventualità che essi sperimentino nei prossimi anni una situazione di forte congestione *overcrowding*, dati l'ingente ammontare di debito pubblico da rifinanziare nell'area euro (stimato per il periodo luglio-dicembre 2012, per i soli titoli con scadenza superiore all'anno, pari a circa 342 miliardi di euro) e l'ingente quantità di obbliga-

zioni bancarie in scadenza (stimata pari a circa 430 miliardi di euro per il biennio 2012-2013, per i maggiori istituti di credito e al netto delle obbligazioni assistite da garanzia pubblica). I mercati azionari, infine, rimangono fragili e la volatilità si mantiene a livelli storicamente elevati.

In queste condizioni è cruciale il ruolo che i *securities regulators* sono chiamati a svolgere per individuare nuove fonti di rischio, garantire l'integrità dei mercati ed arginare fenomeni di contagio. La natura sistemica dei rischi e la rapidità di diffusione degli *shock* richiedono, inoltre, interventi tempestivi e coordinati a livello internazionale.

I fenomeni che hanno maggiormente attirato l'attenzione dei regolatori nel corso del 2011 hanno riguardato gli *exchange traded fund* (ETF), l'operatività in *credit default swap* sul debito sovrano per finalità non di copertura (cosiddetti CDS nudi), le vendite di titoli allo scoperto e l'*high frequency trading* (su tali aspetti preciso che sono allegate delle schede di ulteriore specificazione). Si tratta di prodotti finanziari e pratiche di mercato che, pur generando potenziali benefici in condizioni normali, possono agire da canali di trasmissione e da amplificatori degli *shock* in situazioni di turbolenza, contribuendo a minare la stabilità sistemica.

Su tutti i fenomeni ricordati sono già state avviate, in ambito europeo, riflessioni che hanno prodotto ovvero produrranno forme di regolazione in grado di garantire reazioni nazionali omogenee e tempestive in periodi di crisi. L'operatività in CDS nudi, ad esempio, sarà disciplinata dal regolamento europeo in materia di vendite allo scoperto e CDS, che entrerà in vigore il prossimo novembre, Tale regolamento vieta l'assunzione di posizioni non di copertura su emittenti sovrani. Alla luce delle tensioni attuali sui mercati finanziari, sarebbe tuttavia opportuno anticipare l'applicazione di queste misure in modo coordinato in ambito europeo. Si tenga conto che il mese di novembre è abbastanza lontano rispetto agli eventi che si stanno verificando in questo periodo.

Le iniziative europee richiedono tuttavia tempi molto lunghi, dovuti anche alle persistenti divergenze di interessi fra Paesi, in particolare fra quelli periferici più esposti alle turbolenze e con più gravi problemi di finanza pubblica e quelli cosiddetti *core*, che invece hanno meno incentivi a introdurre forme di regolazione o di restrizione di alcune pratiche di mercato che possono risultare penalizzanti per le proprie piazze finanziarie. Il coordinamento politico è frenato inoltre da visioni contrastanti in merito alla rilevanza dei fenomeni e all'efficacia delle misure restrittive potenzialmente utilizzabili, nonché dal fatto che alcuni Paesi adottano una moneta comune mentre altri non lo fanno, quindi anche sotto questo profilo esistono degli interessi contrapposti.

A fronte delle crescenti tensioni nei mercati finanziari, la Consob ha ritenuto necessario anticipare alcune delle misure di prossima applicazione a livello internazionale. In materia di vendite allo scoperto, ad esempio, è stato anticipato il già ricordato regolamento europeo mediante l'introduzione, in relazione alle azioni quotate sui mercati regolamentati italiani, dell'obbligo di notificare alla Consob l'assunzione o la variazione di po-

sizioni nette corte relative al capitale di tutti gli emittenti al superamento di determinate soglie quantitative e il divieto di vendite allo scoperto nude (ossia non assistite da prestiti o titoli). Tali obblighi sono stati adottati in occasione delle condizioni di particolare criticità emerse a partire dal mese di luglio 2011, quando la Commissione è intervenuta, in coordinamento con le autorità di altri Paesi europei (Francia, Spagna e Belgio), modulando contenuti e tempistica dei provvedimenti restrittivi in base all'evoluzione delle tensioni sui mercati.

Un ulteriore tema rispetto al quale la Consob è intervenuta per contenere le turbolenze dei mercati, utilizzando gli strumenti consentiti dall'attuale quadro normativo, è quello dell'*high frequency trade*. In particolare, la Consob ha sollecitato Borsa italiana ad introdurre nel proprio regolamento una penale per i *traders* allo scattare di alcune soglie di ordini immessi e poi cancellati. Il meccanismo prevede infatti l'immissione di tanti ordini in modo da far variare i prezzi di mercato, e poi la cancellazione degli ordini poco prima dell'esecuzione; poiché si tratta di un meccanismo che si ripete molte volte in poco tempo è molto facile per i *traders* utilizzare tale sistema per variare i prezzi, ancorché marginalmente, ma, come si suol dire, senza mettere mano al portafoglio.

La misura adottata da Borsa italiana si è rivelata efficace, poiché ha determinato una drastica riduzione degli ordini ineseguiti. La Commissione, inoltre, ha dato tempestiva attuazione alle linee guida elaborate in sede di European Securities and Markets Authority (ESMA), pubblicate lo scorso 20 dicembre 2011, in materia di sistemi e controlli per i soggetti vigilati interessati dalla negoziazione in ambiente fortemente automatizzato.

La Consob ha poi monitorato l'andamento del mercato in concomitanza con la diffusione, da parte di due agenzie di *rating* internazionali, del declassamento del merito di credito e dell'*outlook* relativi al debito sovrano italiano e alle maggiori banche domestiche. Tale monitoraggio ha tratto impulso da anomalie nell'andamento dei prezzi o da *rumors* che anticipavano gli interventi delle agenzie di *rating*, nonché da alcune criticità che potevano configurare violazioni del regolamento europeo 1060/2009 e delle quali è stata informata L'ESMA, ossia l'organismo che unisce tutte le autorità sui mercati finanziari a livello europeo.

Ai sensi del suddetto regolamento europeo, la Consob ha altresì effettuato attività istruttoria per l'esame delle domande di registrazione delle agenzie. In quella occasione, l'Istituto ha dato numerose indicazioni tese a garantire la prevenzione e la trasparenza dei conflitti di interessi in cui possono incorrere le agenzie, ad esempio tramite una piena *disclosure* degli assetti proprietari (molte agenzie sono possedute da fondi che investono sul mercato) e l'adozione di adeguate misure organizzative nello svolgimento delle cosiddette attività accessorie rispetto all'attività di *rating*.

L'attenzione dei regolatori nei confronti delle agenzie di *rating* si giustifica per l'impatto che i relativi giudizi possono avere sui prezzi di mercato dei titoli interessati e per l'effetto sistemico dei giudizi stessi.

Nel periodo maggio 2011-2012 le tre maggiori agenzie sono intervenute con annunci di messa sotto osservazione (cosiddetti *watches)* e variazioni di *outlook* e di *rating* almeno trenta volte (trentasette se si considerano anche variazioni di giudizi riferiti a singoli istituti bancari); in dodici casi l'intervento si riferiva al debito sovrano italiano e nei rimanenti diciotto al sistema bancario italiano. È evidente che trenta interventi nel corso di un anno non dico che creino una turbativa nei mercati, ma rappresentano un fenomeno da monitorare e valutare attentamente perché potrebbero generare confusione in tanti operatori.

Nel contesto domestico, al di là dell'emergenza della crisi, la priorità strutturale rimane quella di favorire il recupero del ritardo nello sviluppo della borsa. Nel corso del 2011 si è confermato ed acuito il divario tra il mercato domestico e quello dei principali Paesi avanzati. Il listino italiano, inoltre, si connota per la limitata presenza di imprese medie e piccole ed è poco rappresentativo dell'economia reale.

La crisi mette a dura prova un mercato azionario che da sempre è stato incapace di svolgere un ruolo di primo piano nella canalizzazione del risparmio dalle famiglie alle imprese. Il flusso di nuove quotazioni, infatti, si è tradizionalmente connotato per una notevole sensibilità al ciclo di borsa e all'andamento del costo del capitale: l'ultima forte ondata di ingressi in borsa si è registrata, infatti, nel 2000, in concomitanza con lo sviluppo del Nuovo Mercato e con la crescita significativa dei corsi azionari.

Ai fattori congiunturali si aggiungono gli ormai noti ostacoli strutturali che incidono sia sull'offerta, sia sulla domanda di titoli azionari.

Dal lato dell'offerta, la composizione settoriale dell'intera economia italiana non è particolarmente diversa da quella di altri Paesi, ad esempio Francia e Germania, e non aiuta quindi a spiegare la minore propensione alla quotazione da parte delle imprese italiane. Giocano verosimilmente un ruolo più rilevante la dimensione limitata delle imprese, la riluttanza all'apertura degli assetti proprietari e alla trasparenza informativa – questo è un fattore culturale, per cui più difficile da superare – la predominanza del finanziamento bancario e la percezione dell'ingresso in borsa come operazione molto complessa.

Dal lato della domanda, alcune caratteristiche delle società quotate italiane in termini di assetti proprietari e governo societario possono non agevolare l'afflusso del risparmio all'investimento azionario nel timore di comportamenti espropriativi.

Nel periodo 1998-2011 la concentrazione proprietaria non ha subìto variazioni significative, mentre si è ridotto il numero di società in cui gli investitori istituzionali detengono partecipazioni rilevanti. Quest'ultimo fenomeno è imputabile agli investitori italiani, mentre quelli stranieri sono oggi più presenti rispetto al 1998.

Un altro profilo strutturale che incide negativamente sui processi decisionali delle società interessate è rappresentato dal cosiddetto *interlocking*, corrispondente alla presenza nel consiglio di amministrazione di almeno un consigliere con incarichi in altre società quotate. Tale fenomeno

è stato oggetto del recente intervento legislativo che vieta l'assunzione di incarichi di gestione, sorveglianza e controllo in imprese o gruppi bancari, assicurativi e finanziari concorrenti (articolo 36 del decreto-legge n. 201 del 2011).

Per promuovere un'applicazione agevole e uniforme da parte del mercato di tale intervento legislativo, la Consob ha attivamente contribuito ai lavori di un tavolo tecnico, istituito presso il Ministero dell'economia e delle finanze per l'individuazione dei criteri di applicazione della norma. Qualche difficoltà comunque rimane, perché la norma presenta alcuni passaggi oscuri che andrebbero forse chiariti.

Sempre dal lato della domanda permangono, infine, taluni fattori che penalizzano l'afflusso del risparmio delle famiglie verso le società quotate. Il basso livello di cultura finanziaria orienta gli investitori verso portafogli poco diversificati e rischiosi, a prevalente contenuto obbligazionario.

La propensione ad investire, direttamente o indirettamente tramite prodotti del risparmio gestito, in azioni emesse da società italiane, inoltre, è tradizionalmente molto bassa. Verso la fine degli anni Novanta si era registrata un'inversione di tendenza per effetto del risanamento della finanza pubblica, della riduzione dei rendimenti dei titoli governativi legati alla prospettiva di ammissione alla moneta unica e per il ciclo positivo di borsa. Proprio in quell'occasione è emersa, però, l'inesperienza del risparmiatore medio, che spesso modula le proprie decisioni di acquisto e vendita in ragione dei *trend* osservati sul mercato. Le perdite subite in seguito all'inversione del ciclo di mercato hanno ridotto la propensione all'investimento azionario negli anni successivi, come si evince sia dai dati relativi al possesso diretto di titoli, sia dall'andamento negativo della raccolta dei fondi comuni azionari e bilanciati promossi da intermediari italiani dal 2005 in poi.

Per favorire lo sviluppo del mercato azionario la Consob ha avviato un progetto di revisione complessiva della regolamentazione domestica, con i seguenti obiettivi: mantenere la necessaria tutela degli investitori; ridurre i costi per le imprese, anche per non svantaggiarle rispetto ai concorrenti esteri; avvicinare il risparmio e le imprese, soprattutto di medie dimensioni, alla borsa e ai mercati finanziari.

Particolare attenzione è rivolta a eliminare le disposizioni che applicano in modo più restrittivo la normativa comunitaria (cosiddetto *gold plating)*. L'iniziativa della Consob ha trovato sostegno, peraltro, anche nella legge di stabilità per il 2012 (legge n. 183 del 2011), che ha introdotto il divieto di inserire o mantenere livelli di regolamentazione superiori a quelli minimi richiesti dalle direttive. A seguito di un intenso confronto con l'industria finanziaria e con i risparmiatori, sono stati approvati due pacchetti di modifiche al Regolamento emittenti e al Regolamento mercati.

Per dare impulso al mercato azionario delle medie imprese, inoltre, la Consob si è recentemente attivata, istituendo un gruppo di lavoro con l'industria. L'obiettivo è quello di semplificare la regolamentazione in materia di accesso al mercato, individuare e selezionare le caratteristiche delle

imprese quotabili, definire infine i requisiti strutturali e funzionali dei fondi specializzati in *small caps*.

I presupposti di una regolazione e di una vigilanza efficaci attengono sia alla produzione delle norme, sia agli assetti istituzionali della vigilanza stessa. La crisi del 2007-2008 ha già indotto i principali paesi dell'Unione a rivedere il proprio assetto istituzionale per rendere più efficace la vigilanza finanziaria. Gli assetti correnti della vigilanza domestica e dell'Unione europea presentano, invece, alcuni profili di criticità sia sul piano della ripartizione delle competenze, sia su quello dei meccanismi di coordinamento tra Stati membri.

In ambito europeo l'attuale processo regolamentare si è progressivamente caratterizzato per una crescente estensione già a livello primario dello spettro delle norme di dettaglio, che originariamente avrebbero dovuto essere lasciate alla discrezionalità delle autorità di vigilanza.

Per reagire efficacemente ai nuovi fenomeni di mercato, che si susseguono ciclicamente per via delle incessanti innovazioni finanziarie, le autorità si trovano così costrette a tentare di incidere sul processo di regolazione primaria. I tempi di produzione e attuazione della normativa europea sono tuttavia inevitabilmente troppo lunghi.

Il carattere sistemico dei fenomeni con cui si confrontano le autorità di vigilanza, inoltre, rende indispensabile un'azione coesa, poiché le iniziative domestiche isolate sono agevolmente aggirabili attraverso arbitraggi normativi, ossia con lo spostamento delle operazioni in giurisdizioni più permissive. Tuttavia, le istituzioni politiche ed economiche spesso agiscono come se i confini territoriali mettessero ancora al riparo dagli effetti indesiderati dell'integrazione globale.

L'European Securities and Markets Authority, che nella nuova architettura di vigilanza europea deve anche favorire il coordinamento in caso di crisi dei mercati, non ha sempre garantito un'interazione efficace tra le autorità nazionali. I singoli Stati membri si sono talvolta mossi in ordine sparso, come ad esempio nel caso dell'applicazione delle già ricordate misure restrittive alle vendite allo scoperto adottate nell'agosto 2011.

Per il futuro occorre scegliere se potenziare il coordinamento tra autorità nazionali, ovvero accentrare le decisioni in capo all'ESMA. Tale scelta si rende necessaria non solo per arginare le persistenti divergenze nelle declinazioni della normativa comunitaria e nelle prassi di vigilanza ed *enforcement*, ma anche per rispondere in modo tempestivo ai continui e veloci cambiamenti del quadro di riferimento.

La preannunciata revisione per il 2014 del sistema europeo di vigilanza finanziaria potrà costituire l'occasione per risolvere queste problematiche. È possibile, tuttavia, che già prima di allora si manifesti l'occasione di intervenire, viste le possibili novità in tema di vigilanza prudenziale che potranno essere esaminate già dal Consiglio europeo alla fine di questo mese. È infatti in corso di ideazione un progetto di riforma della vigilanza europea che potrebbe contemplare l'attribuzione alla BCE delle competenze sulle banche con operatività transfrontaliera rilevante. Occorre prestare attenzione affinché tale eventuale riforma – per quanto necessa-

riamente rapida – non accentui l'attuale approccio settoriale ai controlli, ignorando che il sistema bancario e finanziario richiede un approccio di vigilanza complessivo in grado di ridurre sovrapposizioni e aree grigie.

Anche in Italia il processo di produzione normativa ha diluito il principio di delegificazione che aveva ispirato il Testo Unico sulla finanza (Tuf). Esso, infatti, è stato gradualmente modificato dall'affastellarsi di nuove norme che ne hanno in parte modificato lo spirito originario. Troppo spesso hanno finito per prevalere disposizioni di dettaglio, che possono privare l'autorità di vigilanza dei necessari spazi di flessibilità.

Occorre ritrovare lo spirito originario del Testo unico sulla finanza, riscoprendo un processo regolamentare che sappia istituire e mantenere nel tempo poche e chiare norme di principio, lasciando alla vigilanza maggiore libertà di azione e rapidità nell'adeguarsi ai mutamenti del mercato. Distratti dalla ricerca incessante di un sistema regolamentare perfetto finiremo altrimenti per non prestare sufficiente attenzione all'attività che più forse dovrebbe starci a cuore, quella della vigilanza, una vigilanza che sia il più possibile attenta alla sostanza e non alla forma, graduale e progressiva nell'utilizzo dell'apparato sanzionatorio, ma rapida nell'azione.

D'altro lato, complice una sfiducia diffusa acuitasi in occasione delle diverse occasioni di risparmio tradito e da ultimo con la crisi, è stato altresì fortemente compresso il campo dell'autoregolamentazione. Le riforme attuate in Italia dopo lo scandalo Parmalat hanno portato alcune regole tipiche dell'autodisciplina nella sfera della normativa speciale delle quotate. Ad esempio, i requisiti di indipendenza degli amministratori sono stati anche definiti dal Testo unico sulla finanza – peraltro in modo piuttosto lacunoso – quando invece le norme di autodisciplina sono in grado, per natura, di affrontare più efficacemente un tema, come quello dell'indipendenza, caratterizzato inevitabilmente da confini molto labili.

Più in generale, il sistema dei controlli interni disegnato dalle norme primarie si caratterizza per la presenza di diverse figure e organi con funzioni di controllo, con potenziali sovrapposizioni di ruoli, costi elevati, rischi di deresponsabilizzazione e di eccessivo affidamento da parte degli investitori.

Sul piano degli assetti istituzionali della vigilanza, rimane attuale l'opportunità di rivedere la ripartizione delle competenze tra autorità secondo un più compiuto sistema per finalità. In particolare, occorrerebbe ripensare le attribuzioni di vigilanza in materia di risparmio gestito e di organismi di mercato e *post-trading*, alla luce del fatto che tali fenomeni presentano quasi esclusivamente profili di trasparenza e correttezza, quindi non di stabilità. Anche in questo caso sarebbe necessario intervenire sul Testo unico della finanza, rispetto al quale si dovrebbe avviare un'opera di aggiornamento complessiva che ne ripristini la coerenza. Credo che anzi, dopo oltre dieci anni dall'entrata in vigore del testo, sia il caso di rivederlo ampiamente, eventualmente definendo una Commissione *ad hoc* a livello ministeriale, perché in una materia del genere dieci anni sono un lasso di tempo lunghissimo: è cambiato completamente il mondo.

Dal 15 maggio scorso, signor Presidente, ossia subito dopo l'incontro annuale con il mercato finanziario fatto dalla Consob (quindi, poco più di un mese fa), l'evoluzione della crisi del debito sovrano è stata segnata da numerosi eventi. La Grecia è tuttora alle prese con il clima di instabilità politica, protrattosi anche dopo le elezioni del 17 giugno scorso, il cui esito incerto aveva alimentato timori di uscita del Paese dall'area euro, con conseguenze non chiaramente identificabili per la tenuta della stessa moneta unica. Permangono, infatti, diverse incertezze sull'azione e sull'efficacia del nuovo Governo, che ha chiesto una dilazione di due anni rispetto alla tempistica di consolidamento dei conti pubblici stabilita dalle istituzioni internazionali.

La Spagna ha provveduto al salvataggio di Bankia e ha presentato richiesta ufficiale di aiuto all'Europa per ricapitalizzare i propri istituti di credito (le cui esigenze patrimoniali sono stimate tra i 52 e i 62 miliardi di euro). Da ultimo, anche Cipro ha richiesto un intervento.

Come ho già ricordato in precedenza, numerose *rating actions* effettuate delle principali agenzie di *rating* negli ultimi due mesi hanno contribuito a inasprire il ciclo economico corrente. In questo contesto di rinnovate turbolenze e incertezze, i mercati finanziari hanno reagito registrando perdite significative, solo in parte recuperate nella settimana successiva alle elezioni greche.

Dal 15 maggio scorso il FTSE MIB si è ridotto dell'1,5 per cento, a fronte di un calo dell'indice spagnolo Ibex di poco superiore a un punto percentuale e di una contrazione dell'EuroStoxx50 pari al 2,2 per cento; l'indice del settore bancario è diminuito del 2,1 per cento in Italia e del 2,4 per cento nell'area euro, mentre è cresciuto dell'1,2 per cento in Spagna. Nel periodo considerato, inoltre, lo *spread* tra Btp decennale e Bund tedesco è rimasto sostanzialmente invariato (portandosi dai 447 punti base del 15 maggio ai 441 del 25 giugno), dopo aver raggiunto un massimo di 477 punti base il 31 maggio. Sul fronte valutario, l'euro si è deprezzato rispetto al dollaro, passando da 1,28 a 1,25.

In ambito internazionale, le istituzioni e i governi, dopo essersi ispirati prevalentemente al rigore e al consolidamento dei conti pubblici, sembrano sempre più consapevoli della necessità di agire sul fronte della crescita e dell'integrazione fiscale europea; tuttavia, le divergenze di vedute e obiettivi tra Stati più solidi e Stati più esposti alla crisi continuano a rallentare i processi decisionali e ad alimentare incertezza. Oggetto di scontro è soprattutto la socializzazione, ancorché parziale, del debito sovrano tra i Paesi dell'area euro, che secondo alcuni dovrebbe seguire, secondo altri precedere, l'integrazione fiscale. A queste misure di carattere strutturale si affiancano, inoltre, i nuovi interventi decisi dalla BCE, tesi ad allentare le tensioni di liquidità che le banche europee dei Paesi periferici stanno sperimentando in modo sempre più marcato. Il 22 giugno la Banca centrale ha infatti comunicato di aver ampliato le categorie di titoli stanziabili in garanzia delle operazioni di rifinanziamento; cosa che ha dato un po' di ossigeno ai mercati.

Dal prossimo Consiglio europeo del 28-29 giugno ci si attende l'avvio di un processo di trasferimento di altri poteri dagli Stati all'Unione nell'ottica di dare attuazione alle intenzioni di potenziamento dell'integrazione economica europea. È verosimile che al Consiglio saranno sottoposte l'ipotesi di realizzare l'unione bancaria entro un anno e la necessità di una politica di bilancio più integrata, mentre continua ad essere molto dibattuta la possibile (parziale) mutualizzazione del debito pubblico. Inoltre, dovrebbe essere affrontato il rafforzamento e l'integrazione dei programmi nazionali di garanzia dei depositi, mentre potrebbe essere proposto un fondo europeo di risoluzione delle crisi, finanziato mediante imposte sulle banche (probabilmente sulle transazioni finanziarie, la cosiddetta *Tobin tax)*.

Le condizioni di incertezza sui mercati, acuite anche dall'assenza di segnali chiari da parte delle istituzioni economiche e politiche in ambito internazionale, esasperano la volatilità dei mercati dei titoli governativi. Lo *spread* è un indicatore assunto ormai comunemente come termometro della crisi degli Stati sovrani dell'area euro. Sia nelle fasi positive sia in quelle negative esso tende tuttavia ad accentuare l'andamento del ciclo economico e, di rimando, la volatilità dei mercati. Nei momenti di tensione come quelli attuali questo indicatore può divergere in modo significativo dai fondamentali economici, in quanto incorpora una componente legata alle aspettative di trasmissione del contagio da Paesi limitrofi, talora prescindendo dalle differenti caratteristiche strutturali degli stessi. Lo *spread*, inoltre, deve essere letto come l'effetto congiunto delle dinamiche dei rendimenti di due titoli governativi.

Dal 1º luglio 2011, lo *spread* Btp/Bund sulla scadenza decennale si è ampliato di circa 270 punti base, passando da 183 a circa 450: da un lato, l'aumento del rendimento dei Btp decennali di circa 120 punti base (dal 4,87 al 6,08 per cento); dall'altro la contrazione in termini assoluti più rilevante del rendimento del Bund di circa 150 punti base (dal 3,02 al 1,52 per cento). La stessa discesa dei rendimenti del Bund, causata dal cosiddetto *flight to quality* degli investitori internazionali, ha determinato, ad esempio, anche l'ampliarsi dello *spread* Francia/Germania, da 34 a 105 punti base, nonostante la riduzione dei rendimenti governativi francesi di circa 90 punti base. Quindi, l'effetto dello *spread* non è solo di deterioramento dello *spread* italiano, ma anche di miglioramento dello *spread* dei titoli dei Paesi che vengono considerati Paesi rifugio. Tali effetti possono essere influenzati anche da decisioni regolamentari, apparentemente neutrali, che tuttavia orientano le preferenze degli investitori. Ad esempio, la decisione assunta dalla BCE, nell'aprile 2010, di differenziare sulla base del *rating* gli *haircut* applicati ai titoli sovrani a garanzia delle operazioni di rifinanziamento ha incentivato l'acquisto di titoli del debito pubblico di più alta qualità, che a sua volta può aver contribuito a rafforzare la divergenza tra i rendimenti dei titoli dei Paesi più esposti alla crisi e il Bund tedesco. Sostanzialmente, utilizzare come *collateral* titoli del debito pubblico non tedeschi significa incentivare una maggiore fuga verso i ti-

toli tedeschi e ulteriormente deprezzare quelli di altri Paesi periferici; ovviamente, questo comporta seri problemi.

Per calmierare gli effetti destabilizzanti che può avere un indicatore quale lo *spread* occorrerebbe riconsiderare le variabili dell'economia reale e di finanza pubblica che da sempre costituiscono il riferimento più importante per valutare lo stato di salute di un Paese. Basti ricordare che le variabili sulle quali venne costruita la moneta unica non facevano riferimento ad un tasso di variazione tra due tassi di interesse, ma facevano semplicemente riferimento ad alcuni fondamentali, che erano debito, *deficit* e tasso di inflazione. Certo, in questi anni vi è stata una grande differenza nel tasso di crescita dei Paesi e su questa differenza del tasso di crescita si è innestata un'esplosione dello *spread*, che prima non era considerato un problema, laddove è diventato il problema dei problemi. Quindi, la cura sta nel ritorno ad una valutazione dell'economia reale ai fondamentali, ma ovviamente bisogna colmare quel *gap* riferito alla crescita. Non a caso, le più recenti valutazioni dei principali organismi internazionali riconoscono le notevoli differenze esistenti tra la struttura produttiva del nostro Paese e quella dei Paesi periferici da cui oggi subiamo il contagio.

Tra l'altro, mentre alcuni Paesi, segnatamente la Grecia, hanno una struttura produttiva molto modesta, l'Italia rimane pur sempre uno dei maggiori Paesi industriali del mondo; quindi, abbiamo vantaggi che però dobbiamo riuscire a fare fruttare in questi periodi di difficoltà. Queste differenze sono, come dicevo, frutto di una crescita economica che è stata robusta in passato, ma che da almeno un decennio si è interrotta, sostanzialmente da quando abbiamo iniziato ad adottare manovre pesanti di contenimento del *deficit* pubblico. Bisogna sì mantenere rigore in queste materie, ma orientare tutti gli sforzi possibili verso la crescita, che è il fattore che può determinare l'inversione di questa tendenza nella valutazione da parte dei mercati.

BONFRISCO *(PdL).* Signor Presidente, ringrazio il presidente Vegas per l'amplissima relazione, sviluppata, oltre che sulle schede, anche nella sintesi, che lei ci ha offerto, della vostra analisi e della vostra lettura della crisi e delle soluzioni possibili.

A nome del mio Gruppo mi scuso se il PdL oggi non è adeguatamente rappresentato, ma ciò è in relazione alla concomitanza di una importante assemblea di Gruppo, della quale lei è al corrente.

Mi ha particolarmente colpito, nella sua analisi, il *focus* posto sulla gracilità e la fragilità del mercato azionario italiano, le sue possibili cause, ma soprattutto le sue possibili soluzioni. Credo, come lei, nel sostegno alle piccole e medie imprese, soprattutto attraverso lo strumento più indicato e più adeguato, sul quale Consob da tempo si esercita, riservando un trattamento di particolare riguardo e una particolare attenzione, in relazione ai costi, in relazione alle modalità e alle procedure.

Abbiamo, infatti, l'assoluta necessità di favorire il più possibile l'accesso di questo tipo d'impresa a un mercato importante come quello del

risparmio in generale, a quello gestito, e al mercato azionario nel suo complesso.

Le due domande che mi interessa rivolgerle riguardano innanzitutto una sua annotazione, contenuta nella relazione, quando, a dimostrazione (secondo il mio personale pensiero) della positiva diversità del sistema bancario italiano, lei riesce a farci notare come la recente crisi della Spagna sia, sostanzialmente, una crisi bancaria e che, quindi, il nostro rischio, da questo punto di vista, è di gran lunga inferiore.

Noi tutti ricordiamo e siamo stati tutti protagonisti, in questi anni, di attenzione e di particolare riguardo agli effetti della contaminazione di una finanza sempre più ingegnerizzata e rischiosa, che ha toccato anche le nostre banche. Evidentemente, però, le ha toccate meno di altre, al punto che il nostro sistema bancario, pur nella contrazione e nella grande difficoltà, riesce ancora ad accompagnare processi produttivi.

Le chiedo perché, allora, lei abbia segnalato Unicredit come unico caso di rilievo rispetto all'erogazione o alla continua presenza del sistema bancario accanto all'economia reale. È anche questo un modello positivo, come io penso? Cito le prime pagine della sua relazione, laddove lei afferma che «ad oggi, con la rilevante eccezione di Unicredit, le banche sembrano aver scelto di intervenire principalmente sull'attivo riducendo l'offerta di credito all'economia». Il caso di Unicredit mi interessa particolarmente, perché anche io lo considero un caso positivo.

L'ultima domanda, ma non per importanza, è volta a conoscere la sua previsione sull'applicazione della legge n. 120 del 2011, la cosiddetta legge sulle «quote rosa».

FRANCO Paolo *(LNP).* Presidente Vegas, la ringrazio per la sua relazione che ho apprezzato, in quanto è compiuta e perché, in poche pagine, riesce a fornire un quadro generale.

Ho svolto questa premessa perché la mia domanda è volutamente esemplificativa: infatti, in questo periodo in cui tutti vorremmo che i tedeschi pagassero i nostri debiti ragionare in termini assolutamente personali e semplicistici aiuta a comprendere meglio i problemi. La mia domanda è brevissima, e la esaurirò nel tempo che mi è concesso dal Presidente.

Sono uno di quei risparmiatori italiani che, sostanzialmente, è sempre stato molto lontano dalla Borsa. Nel settembre del 2010 ho però comperato ben 5.000 euro di azioni della Banca popolare. Oggi, penso che tali azioni valgano 1500 euro, avendo perso, in questi due anni, l'80 per cento del valore.

Presidente Vegas, visto che giustamente lei parlava di vigilanza della Consob e della Banca d'Italia, con le proprie competenze, e visto che (come è scritto nella relazione e lo condivido) per lo sviluppo del mercato azionario servono obiettivi per la necessaria tutela dell'investitore, a fronte della mia esperienza personale e familiare (senza volare troppo alto) le chiedo quando il mercato azionario e le borse riusciranno a riconvincermi ad investire in Borsa a seguito dell'esperienza che mi è occorsa.

BARBOLINI *(PD).* Signor Presidente, ringrazio anche io il presidente Vegas per l'inquadramento della questione e per i molti spunti che sono offerti alla nostra riflessione.

Porrò due quesiti. Il primo parte dalla pagina 13 della relazione che ha consegnato in Aula dove, facendo riferimento all'articolo 36 del decreto-legge n. 201 del 2011, il cosiddetto decreto «salva Italia» (e proprio in questa settimana mi sembra sia stato siglato quel protocollo di scambio informativo tra tutti i soggetti ivi previsto), lei afferma che ci sarebbe però bisogno, per maggiore incisività e penetrazione dell'azione di controllo e di intervento, di rivedere alcuni profili della norma all'origine. Le chiedo se possa meglio chiarire questo aspetto.

Comprendo che non si possa scoprire come finisca la trama del libro se non si arriva in fondo, ma, a sua percezione, che dimensione ha questo fenomeno di incompatibilità? Nei rinnovi degli organi che sono intervenuti nell'ultima tornata di assemblee si è già in qualche modo provveduto ad alleggerire l'impatto del problema? Le chiedo di farci un *focus* su questo aspetto.

Il secondo punto consiste in una mia curiosità. Comprendo che il tema forse non è direttamente pertinente, ma qui stiamo ragionando di una congiuntura di crisi sistemica per effetto di situazioni che nascono dalle banche e che poi si sono trasferite alla necessità che gli Stati coprissero di garanzie gli istituti di credito indebitandosi. Adesso il debito degli Stati è un elemento che stressa il sistema delle banche. Siamo cioè dentro una spirale, e l'impressione è che non si riesca a venirne a capo.

In questo quadro c'è un ulteriore elemento generatore di inquietudine, rappresentato dal cosiddetto *shadow banking*, suggestiva espressione inglese che, tradotta in italiano, ha un significato che suona più sinistro: «sistema bancario ombra». Tale sistema è proprio quello che forse, in qualche modo, ha costituito uno degli elementi che hanno contribuito a dare origine a tutto il problema.

Adesso, finalmente, sembra intravedersi la possibilità di una regolamentazione, con il Libro verde della UE ed altre misure di questo tipo. Ebbene, sarò un ingenuo ma resto colpito dal fatto che si arrivi solo adesso ad avere, probabilmente, le condizioni per poter intervenire con alcune modalità regolamentari su un fattore che può avere effetti di turbativa e di destabilizzazione di tutto un quadro sistemico.

Le chiedo, pertanto, la sua opinione sulla necessità, o no, di una regolamentazione (e i termini di questa). Per quanto mi riguarda, penserei ad una regolamentazione rigorosissima di un tale sistema. Mi interessavano un approfondimento e una valutazione utili a delineare meglio il campo di relazione fra questo elemento, che considero inquietante, e l'insieme della realtà del credito, quella che conosciamo di più e che pure ha già dei problemi di controlli e di regole che magari sono anche essi pure abbastanza laschi.

LANNUTTI *(IdV).* Signor Presidente, la relazione conferma che esiste un sistema marcio, fallito e che, nonostante si cerchi di porvi qualche

rimedio, le falle non si riescono a tappare. È un sistema in crisi e la Consob ne fa parte; anzi, quella a cui stiamo assistendo è la più classica rappresentazione di un sistema colluso, reticente, contiguo agli interessi dei mercanti. Mi riferisco all'inesistente azione della Consob in relazione alle agenzie di *rating* e ai comportamenti speculativi. Quanto a ciò che si è fatto sul sistema dei derivati, mettiamo una pietra sopra.

La Consob, da quando è arrivato il nuovo presidente, invece di avanzare sulla strada della trasparenza e della legalità, non ha fatto alcunché, anzi ha solo assecondato le richieste e gli interessi delle banche. Mi riferisco soprattutto al sistema probabilistico della misurazione dei rischi. Ora sappiamo che, secondo la Banca dei regolamenti internazionali, il sistema dei prodotti derivati, questo denaro dal nulla, preoccupa ed è una mina vagante che mangia le economie sane e gli Stati. Ma non si fa alcunché: si è spettatori inerti e inermi.

Per quanto riguarda le agenzie di *rating*, voglio ricordare in questa Commissione – e non è la prima volta – le denunce che si sono susseguite. Ci sono inchieste penali in corso ed acquisiremo le intercettazioni telefoniche che sono la prova provata di un attentato all'euro ed anche all'Italia. Produrrò tali intercettazioni anche in Commissione, visto che tra Milano e New York si parlava ad esempio di quando i presidenti del Consiglio andavano al Quirinale: si è trattato di un attentato all'euro.

Che cosa hanno fatto le autorità? Hanno solo fatto iscrivere all'ESMA agenzie di *rating* che non avevano alcun diritto di esservi iscritte per emettere i *rating* in Europa, visto che non avevano risolto il conflitto d'interesse. Come abbiamo ricordato, uno dei consulenti di Moody's è lo stesso presidente del Consiglio Monti, che aveva omesso questo particolare nel suo folto *curriculum*.

Si cede la sovranità ad organismi che sono dei mostri giuridici. Prima l'abbiamo ceduta alla BCE: un mostro giuridico con poteri enormi ma senza responsabilità. Adesso la cederemo a un altro capolavoro fatto a misura di tecnocrati ed oligarchi: l'ESMA, il nuovo salva-Stati. Dovremo dare 125 miliardi di euro in cinque anni e noi facciamo un mostro con immunità e impunità (decideranno loro se pagare o no le tasse) a cui riconosciamo poteri enormi.

Signor Presidente, questi signori sono i massimi responsabili; le autorità dormienti sono tra i massimi responsabili della crisi sistemica: hanno partecipato anche loro, anche loro hanno prodotto questa crisi da cui non si esce. Ci sono venuti a raccontare che le banche italiane sono solide. La stiamo vedendo, la solidità: le banche sono tecnicamente fallite senza le iniezioni di liquidità della Banca centrale europea. Signor Presidente, queste autorità devono mettersi una mano sulla coscienza e devono decidere di fare davvero gli interessi del Paese e non quelli delle cricche e dei faccendieri come la Consob, l'Isvap ed altre autorità hanno fatto in Italia.

Questo è il mio giudizio.

LEDDI *(PD)*. Signor Presidente, ringrazio il presidente Vegas. Farò una dovuta premessa all'intervento del collega Lannutti, il quale ha di-

chiarato che la lettura della relazione è la conferma che il sistema è marcio. Che il sistema non stia bene ce ne siamo accorti tutti; ma il sistema siamo anche noi: non è fatto di corpi separati, ma è un insieme di cui noi siamo parte e i posteri non ci assolveranno per il solo fatto di aver lasciato agli atti delle dichiarazioni critiche sulla salute del sistema. Aver fatto simili dichiarazioni non ci assolverà e soprattutto non ci aiuterà ad uscire da una situazione che si considera estremamente difficile, se ogni parte del sistema non si renderà consapevole di ciò che si può fare – e non solo di ciò che si può dire – per leggere meglio la situazione e realizzare ciò che può servire al sistema, se è così malato come tutti stiamo constatando.

Presidente Vegas, lei ha affermato nella sua relazione, in ordine alla questione della quotazione delle imprese italiane in borsa, che esiste da tempo – non è quindi un problema solo dei giorni nostri – una difficoltà per le imprese a decidere di quotarsi in borsa e ciò non consentirebbe alle nostre imprese di utilizzare, come accade in altri Paesi, molto di più questo sistema che è il più trasparente per stare sul mercato e svolgere le proprie attività di capitalizzazione e quant'altro. Secondo dati recenti addirittura stiamo retrocedendo: se i miei dati sono aggiornati e corretti, risulta che vi sono circa 260 imprese quotate, mentre cinque anni fa credo che fossero almeno 290. La capitalizzazione del 2011, se ho inteso bene, era intorno al 21 per cento del PIL, contro il 40 per cento della Gran Bretagna. Lei ritiene che veramente sia complesso per un'impresa entrare nella nostra borsa? Il legislatore può fare qualcosa per migliorare l'accessibilità? Alcune nostre imprese, anche importanti, hanno scelto di quotarsi altrove, anche con successo. In che modo possiamo provvedere a superare tale difficoltà, visto che ritengo la borsa un luogo effettivo di trasparenza?

La questione delle regole è stata accennata e ormai comincia a diventare un tema di cui si è parlato anche troppo. Presidente Vegas, solo sei mesi fa, in un'intervista (i cui contenuti ho decisamente condiviso), lei ha sostenuto che la progressiva finanziarizzazione dell'economia ha provocato un errore di prospettiva e i regolatori si sono limitati solo ad inseguire i problemi. Ad alcuni anni dall'inizio della crisi, una delle sue cause era stata comunemente individuata proprio nel comportamento del regolatore. Credo che il regolatore abbia fatto sostanzialmente molto poco e quando ha assunto delle decisioni, lo ha fatto in modo talmente farraginoso da vanificare le proprie iniziative.

Se pensiamo al Dodd-Frank Act, costituito da circa duemila pagine – qualcosa dunque di sostanzialmente inapplicabile, se si considera che la Costituzione degli Stati Uniti consta di poco più di 7.800 parole ed ha retto quel Paese per un congruo numero di anni in buona pace – devo dire che anche il regolatore statunitense (non dimentichiamo, infatti, che da lì è partito il problema) tratta la questione con assoluta fiacchezza. Tuttavia, nel momento in cui c'è questo tipo di approccio da parte del regolatore statunitense, che dovrebbe intervenire contestualmente, non possiamo poi stupirci se in Europa i derivati stiano raggiungendo un volume che credo sia ormai pari a quindici volte il PIL mondiale. Dunque, nono-

stante si sia compreso che l'inseguimento del regolatore rappresenta una delle cause della crisi, continua però sostanzialmente a mancare una regolamentazione al riguardo.

Mi rendo conto che è una domanda da sfera di cristallo, presidente Vegas, ma le chiedo se ci siano reali prospettive che l'evoluzione patologica della situazione – e a questo punto, sembrerebbe, l'avvitamento irreversibile della crisi – possa indurre chi ha responsabilità a livello mondiale ad intervenire, visto che ovviamente per invertire la tendenza non può bastare l'azione di un solo continente che si dia da fare per regolare le cose in casa propria.

Vorrei capire, infine, come stia funzionando il regolamento predisposto dalla Consob in attuazione della legge n. 120 del 2011 sulle cosiddette quote di genere all'interno delle società quotate: in particolare, vorrei sapere se dai dati a vostra disposizione risulti che le società quotate stiano in qualche modo metabolizzando la questione e che si stiano muovendo anche *ultra petitum*, per così dire, rispetto alle indicazioni contenute all'interno delle nuove disposizioni normative.

FERRARA *(CN:GS-SI-PID-IB-FI)*. Signor Presidente, dopo aver ascoltato gli interventi dei colleghi che mi hanno preceduto, vorrei soffermarmi soprattutto sull'ultima parte della relazione, in cui si sottolinea la necessità di ritornare alla crescita, che costituisce la vera priorità del Paese. C'è da dire, però, che per tornare alla crescita c'è bisogno di disponibilità e di risorse.

Sicuramente, in quanto parte del sistema – lo rilevava poco fa la senatrice Leddi –, il nostro compito come legislatori è di chiedere quali possano essere realisticamente, nell'attuale contesto macroeconomico e di finanza pubblica, gli strumenti e gli interventi più adeguati a tal fine, cercando anche nel contempo di sviluppare una cultura che consenta di modificare l'attenzione nei confronti della Consob, ma – lo ripeto – la crescita è figlia delle manovre economiche e della disponibilità.

Presidente Vegas, l'altro giorno ho letto sulla stampa l'intervento che lei ha svolto in qualità di economista, prima ancora che come presidente della Consob, circa la possibilità di riuscire a risparmiare un po' di più sui tassi, con la creazione di fondi garantiti da *asset* particolari. Se possibile, vorrei invitarla a darci qualche dettaglio in più al riguardo e a dirci se lei crede che questo possa davvero aiutarci ed in quale misura.

In effetti, se sono veri i dati di cui mi parlavano ieri – vale a dire che invece dell'1,2 per cento di riduzione del PIL si potrà leggere addirittura il 4 – tutto quello di cui stiamo parlando oggi ha scarso significato ed interesse nell'immediato, perché altro che manovrina da 7-10 miliardi! Il rischio, piuttosto, è che salti il sistema ancor prima che venga messo a punto qualsiasi altro intervento di cui si parla nella relazione ed al quale hanno fatto riferimento nei loro attenti interventi i colleghi che mi hanno preceduto.

PRESIDENTE. Prima di dare nuovamente la parola al presidente Vegas, che ringrazio per la sua relazione (dalla quale, almeno personalmente, ho imparato molto, e sono certo che imparerò ancora di più dopo averla letta integralmente), vorrei sviluppare anch'io un breve ragionamento, non prima di aver posto rapidamente due domande.

Presidente Vegas, con riferimento all'*high frequency trading* lei propone di prevedere una tassazione oltre un certo numero di operazioni non concluse. La mia prima domanda è se non sarebbe il caso di pensare a vietare il ricorso a questi strumenti di negoziazione, sospendendoli e basta, magari solo temporaneamente, anziché usare la leva della tassazione.

La seconda questione riguarda le agenzie di *rating*. Non si tratta ovviamente di un problema nazionale, né di un problema che riguarda la Consob in quanto tale: è un problema europeo ed internazionale. Nel momento in cui, infatti, appare più o meno evidente che gli azionisti delle agenzie di *rating* sono degli operatori sui mercati finanziari – lei lo dice esplicitamente nella relazione, presidente Vegas – si pone francamente un problema istituzionale di assetto internazionale. Non è certamente impedendo alle agenzie di *rating* di esprimere la loro valutazione sulle aziende quotate alla Borsa di Milano, ad esempio, che risolveremo il problema, perché la valutazione potrà comunque essere espressa in mille altri modi. È però sicuramente un tema che deve essere posto a livello internazionale, o quanto meno a livello europeo. A tale proposito, vorrei sapere se da parte delle autorità nazionali di vigilanza dei vari Paesi europei, nonché da parte delle stesse autorità di supervisione europee, si sta già maturando una riflessione in questo senso.

Quanto invece al ragionamento che volevo sviluppare, presidente Vegas – e mi riferisco anche al cenno che ha fatto poco fa il collega Ferrara – nella relazione lei fa riferimento a due scelte di politica economica molto importanti che sono state adottate a livello europeo, esprimendo implicitamente un giudizio negativo, come per dire che sarebbe stato bene non fare così: la prima riguarda un profilo più strettamente macroeconomico; la seconda si riferisce invece ad un profilo decisamente più «micro», anche se con effetti «macro». È proprio dal profilo «micro» che vorrei partire.

Nel 2010, con la precedente gestione, la BCE, al fine di spingere verso una maggiore solidità finanziaria, ha creato di fatto un rafforzamento degli *spread*. In effetti, nel momento in cui si inducono gli operatori ad investire verso certi titoli – e lo si fa con azioni di favore, privilegiando l'investimento in *Bund* tedeschi, perché così sono più solidi – è evidente che lo *spread* si rafforza, nel senso che i tassi tedeschi scendono e quelli degli altri Paesi aumentano. Come Consob avete «splittato» il dato, distinguendo tra i tassi dei titoli tedeschi e quelli degli altri Paesi, ma questo è del tutto indifferente, perché quello che conta è il differenziale. Questo comportamento francamente è stato paradossale, così come lo è stata la decisione di aumentare i tassi di interesse all'inizio della crisi, peraltro in controtendenza con la *Federal Reserve* americana, avendo per di più proprio in quel momento un ulteriore rafforzamento dell'euro.

L'altro errore che lei ha evidenziato nella sua relazione, presidente Vegas, riguarda, come dicevo, un profilo più propriamente «macro». Il riferimento è al fatto che il sacrosanto obiettivo del perseguimento dell'equilibrio finanziario è stato in realtà perseguito in modo perverso, minando in tal modo il raggiungimento dell'equilibrio finanziario stesso attraverso un aumento della pressione fiscale: si tratta di un problema che, com'è noto, rilevo da tempo. Tenendo conto di questo ragionamento, vorrei soffermarmi ora sull'ultima parte della sua relazione, in cui lei sottolinea la necessità di tornare alla crescita. Se consideriamo la relazione nella sua complessità e ci soffermiamo poi su questa sua conclusione, mi pare che, se da parte di tutti viene condivisa tale esigenza, nella relazione che oggi abbiamo ascoltato si evidenzia contestualmente la necessità di farlo non ripetendo i due errori – tali vengono definiti – che ho appena richiamato. C'è quindi un percorso implicito per dire che il vero tema, sia a livello italiano che europeo, non è tanto di tornare alla crescita, ma di come farlo, altrimenti siamo al vecchio Catalano.

Prendo atto che, come si sostiene nella relazione, non bisogna ripetere gli errori della BCE né quelli dei governi, nel senso di aumentare le tasse ricorrendo ai *deficit*; ne traggo quindi la seguente indicazione implicita della Consob, che vorrei semmai fosse esplicitata: anzitutto che la BCE deve fare la Banca centrale europea e non la banca centrale di un singolo Paese, perché così facendo mina e non sostiene la solidità del sistema Europa; in secondo luogo, il messaggio ai governi è che l'equilibrio finanziario non si ottiene aumentando le tasse ma, essendo per definizione due gli addendi, tagliando le spese. Ciò detto, resta Godot: qual è il ruolo delle istituzioni europee nell'alimentare la crescita? Certamente, a mio parere, non gli *eurobond*, se non si definisce chi li firma. Temo infatti, come lei ha ben evidenziato, che se andiamo tutti dalla Merkel a chiederle di firmare i debiti degli altri, forse qualche ragione a dire di no da questo specifico punto di vista potrebbe averla.

VEGAS. Ringrazio tutti i senatori intervenuti per le domande veramente stimolanti che sono state poste.

La senatrice Bonfrisco ha sollevato la questione delle piccole e medie imprese; in realtà, il tema non riguarda tanto le piccole imprese, che sono troppo piccole, quanto moltissime imprese di medie dimensioni che non desiderano altro che crescere e, obiettivamente, c'è un problema di finanziamento. Le banche vivono un momento di difficoltà, ragion per cui se non si avvicina il risparmio delle famiglie all'economia reale non si riesce a compiere questo passo. Stiamo cercando di lavorare per definire un percorso individuando quali medie imprese possano essere titolate ad un ingresso preliminare, prima che nel mercato borsistico, in un sistema di *private equity* che abbia determinate caratteristiche che possa poi veicolare (quelle in grado di crescere, e non le altre) verso il mercato borsistico, perché le imprese devono nascere e morire, come è logico che sia. Questo per cercare di dare un certo tipo di ordine. È ovvio che esistono anche problemi di costi per l'entrata nel mercato borsistico e anche in questo

caso si potrebbero prevedere tariffe predefinite, chiamiamole così, perché si tratta sia di costi espliciti (costi di ammissione a quotazione), sia di costi impliciti (la regolamentazione, le persone che devono essere dedicate alle comunicazioni e a tutti gli adempimenti che hanno le imprese quotate rispetto a quelle non quotate). L'esperienza dimostra che le imprese quotate hanno una serie di vantaggi, quali una maggiore conoscenza dei mercati, ragion per cui tendono a crescere di più. D'altronde, una maggiore leva finanziaria è indispensabile per poter affrontare i mercati esteri, soprattutto quelli emergenti.

Recentemente è accaduto che una ditta italiana volesse aprire negozi a Pechino. Ebbene, le è stato risposto che non ha senso aprirne meno di duecento, ragion per cui, non avendo i soldi, ha rinunciato all'affare. Sono tutte occasioni perdute da parte di un Paese che invece ha bisogno di avere occasioni. Sicuramente il problema esiste, ma esistono anche problemi di carattere culturale, perché spesso molte nostre imprese di successo sono legate alla capacità del loro titolare di averle portate a quei livelli; il medesimo titolare, anche in momenti di cambio generazionale, teme di doversi confrontare. Allora, potrebbero essere definiti meccanismi di azioni privilegiate, azioni con voto plurimo – sotto questo profilo la materia è oggetto di studio – per consentire di non perdere tutto il potere decisionale, ampliando però la proprietà. Ovviamente, l'ingresso nel mercato non può prescindere dalla condizione di metterci i soldi altrimenti non è un'operazione che dà gli stessi vantaggi da ambo le parti. Quindi, oltre alla disponibilità da parte delle imprese, sicuramente un meccanismo di finanziamento che affianchi il sistema bancario – l'Italia è stata un po' troppo bancocentrica negli anni – è indispensabile. Altrimenti le nostre imprese sono condannate al nanismo, il che vuol dire uscire dai circuiti internazionali importanti, ovvero costringere il nostro Paese man mano a ripiegarsi, cosa che assolutamente non vogliamo che accada.

In merito ad Unicredit, è stata l'unica banca che abbia fatto ricorso al mercato per aumentare il capitale; le altre hanno cercato di adeguarsi alle raccomandazioni EBA migliorando i conti o cedendo qualche *asset*. Personalmente ritengo che la richiesta dell'EBA di ricapitalizzare e di aumentare il *core Tier* in un momento di difficoltà non sia stata – e l'ho già detto diverse volte – la decisione migliore possibile in questa circostanza; d'altra parte, probabilmente tali prescrizioni hanno prodotto effetti prociclici.

Per quanto riguarda l'attuazione della legge sulle cosiddette quote di genere, pur essendo entrata in vigore da poco, osservo che dalle società interessate stanno provenendo segnali incoraggianti. Ad ogni modo, si è ancora in una fase di prima attuazione della nuova normativa, che ha rischiato di avere un'applicazione simile alla legge sul doppio mandato dei sindaci: in qualche caso non si è tradotta in una scelta di persone qualificate. Ma questo è ovviamente un fenomeno transitorio e sembra che ormai la nuova legislazione sia entrata anche nello spirito dei codici di autoregolamentazione. Certo è che l'avere limitato la legge alle quotate può costituire un ulteriore gradino che disincentiva la quotazione; allora, se lo stru-

mento è buono, probabilmente andrebbe esteso per evitare che vi sia un insieme di soglie che crei un'ulteriore soglia dimensionale alla crescita delle imprese.

Rispetto alla questione posta dal senatore Paolo Franco – è una bella domanda la sua – su come fare per ridare fiducia ad un investimento in borsa, ciò dipende della regolamentazione delle borse ma soprattutto dalla attrattività del sistema Paese. Abbiamo avuto dei cali, e la nostra borsa è molto scesa come capitalizzazione, non solo per l'andamento generale dei mercati; c'è stato qualche fenomeno che ha gettato discredito sull'intero sistema causando una conseguente fuga dalla borsa. Ora, si sa, dopo una fuga passa molto tempo prima del ritorno perché, come diceva Einaudi, il risparmiatore ha memoria di elefante, cuore di coniglio e gambe di lepre, ma il fattore principale è un certo clima di attesa che si è diffuso non solo nei confronti dell'Italia, specificamente per quanto ci riguarda, ma anche dell'Europa, che ormai è un continente un po' *border line*. Ecco perché come europei dobbiamo recuperare complessivamente uno spirito un po' più competitivo rispetto alle altre grandi zone geografiche del mondo, altrimenti saremo condannati ad occupare una posizione marginale che, con l'evoluzione dei tempi, diventa sempre più difficile da mantenere.

Il senatore Barbolini ha chiesto perché ho sollevato la questione dell'articolo 36 del decreto-legge n. 201 del 2011: il problema principale è che non vi si precisano limiti; criteri adeguati dovrebbero essere introdotti in via legislativa. Sono stati definiti in via di prima interpretazione dalle autorità preposte *(Antitrust*, Banca d'Italia e Consob) per cercare di circoscrivere ai casi realmente rilevanti l'applicazione del divieto di assumere incarichi in imprese tra loro concorrenti. Sicuramente è una misura che andrebbe decisa dal legislatore per evitare concorrenza diseguale.

Sul cosiddetto *shadow banking* vi è una dichiarazione importante del vertice G20, recentemente tenutosi a Los Cabos: si tratta di un fenomeno che si è diffuso e rafforzato a causa dell'eccessiva fiducia che noi regolatori e legislatori abbiamo riposto nel fatto che l'apertura e la liberalizzazione dei mercati – mi riferisco per esempio alla MiFID – ne avrebbero favorito la concorrenza e la trasparenza nella formazione dei prezzi. La realtà non sembra proprio questa, perché forse non c'è stato tutto questo vantaggio: i mercati non sempre erano trasparenti e c'erano diseguaglianze tali che chi si è inserito in un certo mercato ha goduto di un trattamento migliore. Nel merito pongo anche una questione sociale: nel mercato tradizionale tutti confrontano i prezzi con gli altri, quindi c'è una trasparenza dei prezzi che si fissano ad un certo livello, che è conoscibile anche da parte del piccolo risparmiatore. Nei mercati *shadow*, cosiddetti *dark pools*, coloro che contrattano lo fanno a fari spenti, lontani dal mercato; i prezzi si possono fissare a livelli diversi che non tengono conto o meglio cercano di danneggiare gli interessi del risparmiatore minuto. Tali meccanismi favoriscono i detentori di posizioni di tipo oligopolistico che sono contrari al sistema di democrazia economica diffusa. Ovviamente, l'effetto finale è quello di avvantaggiare i grandi contraenti a svantaggio dei piccoli. In so-

stanza, è un meccanismo che finisce per comprimere le classi medie a vantaggio di quelle più ricche, aumentando ancora la forbice del reddito. Ovviamente, ciò non può essere visto con occhio tenero da alcun legislatore.

Certo, da un punto di vista culturale tutta l'Europa ha risentito molto del messaggio della cultura anglosassone e nordamericana, per la quale la maggiore *deregulation* possibile è la garanzia di maggiore libertà. Questo può essere vero in molti campi; in alcuni campi non è detto che lo sia, e su questo settore mi sembra esserci un ampio ripensamento.

I ripensamenti, però, hanno dei tempi un po' lunghi rispetto alla necessità, e ciò riguarda anche la domanda che è stata posta sulla questione del Dodd-Frank Act. Il Dodd-Frank Act è entrato in vigore nel 2010, due anni dopo rispetto alla crisi. È composto di duemila pagine, in buona parte ancora da attuare, ed è chiaramente un meccanismo che non funziona, perché se il carabiniere non arresta subito il ladro, l'esempio non c'è.

E non solo: anche una eccessiva lunghezza normativa sta a significare che la norma è disegnata addosso a varie fattispecie. Insomma la domanda è la seguente: il settimo comandamento è composto da due parole: «Non rubare». Il nostro codice penale, a parte il furto, ne ha 837. Ci sono meno furti adesso che all'epoca di Mosè?

PRESIDENTE. Colleghi, considerato l'imminente inizio dei lavori dell'Assemblea, ritengo opportuno disporre una sospensione della seduta.

Propongo che i lavori riprendano appena possibile, per consentire al dottor Vegas di completare il proprio intervento. Se non vi sono osservazioni, così resta stabilito.

I lavori, sospesi alle ore 16,30, sono ripresi alle ore 16,50.

Colleghi, riprendiamo dunque i nostri lavori dopo questa breve sospensione, restituendo senz'altro la parola al dottor Vegas.

VEGAS. Signor Presidente, alla senatrice Leddi, che lamentava le difficoltà dell'impresa a quotarsi, rispondo che è così perché il sistema è alquanto complicato. Vi sono sia costi di quotazione, che non sono banali, sia costi, anche indiretti, di mantenimento, perché bisogna compiere una serie di atti (ad esempio, predisporre le trimestrali).

Sotto questo profilo, si potrebbe immaginare una via più semplice, nel senso che le imprese che hanno una prima quotazione e non particolarmente grandi potrebbero percorrere una strada agevolata che comprenda il chiamarsi fuori da alcuni tipi di adempimenti. E poiché il decreto sviluppo consente delle agevolazioni fiscali per le cambiali finanziarie, potrebbe essere anche interessante, come è successo in passato, un'agevolazione di carattere fiscale per le nuove quotazioni per un periodo limitato.

È da valutare se le agevolazioni debbano interessare solo le nuove quotate e in caso positivo per quanto tempo debbano durare, perché, ovviamente, si porrebbe poi un problema di concorrenza con le altre. Chia-

ramente deve esserci una condizione di mercato più favorevole rispetto a oggi, ma forse un periodo di ingresso potrebbe essere uno strumento non banale da utilizzare.

Sulle regole mi sembra di aver già detto qualcosa in precedenza.

Sulle quote rosa rispondo che il sistema sta partendo e che per ora abbiamo dei dati abbastanza confortanti. Però, bisogna verificare che, oltre ai dati, vi sia una reale corrispondenza con la capacità. È un provvedimento *in itinere* e, come per tutte le cose, i risultati si vedranno in seguito. Credo, però, che sia un sistema abbastanza interessante.

Al senatore Ferrara che ha richiamato un intervento da me fatto, ma non come presidente della Consob, rispondo che abbiamo la necessità di rilanciare, nei limiti del possibile, l'economia e lo sviluppo. E su tale punto condivido assolutamente quanto detto dal presidente Baldassarri, perché è chiaro che il rilancio della crescita si fa con strumenti di compressione della spesa pubblica in modo da dare maggiori risorse.

Mi rendo conto di quale sia la situazione attuale e che in un periodo transitorio sia necessario utilizzare tutti gli strumenti possibili. Nel medio periodo, probabilmente, un ripensamento per agevolare gli strumenti propri della crescita è opportuno. Nel frattempo, però, noi abbiamo l'esigenza fondamentale di agevolare la diminuzione dello *spread* che, come dicevo, è diventato l'epifenomeno di tutti i nostri mali, in quanto è un indice, molto evocativo e molto emotivo, rispetto al quale, a mio avviso, bisognerebbe assumere una posizione, se non più rassicurante, più tranquilla. Bisogna cioè rendersi conto che, in fondo, non è dallo *spread* che dipende la nostra vita, ma dai fondamentali che sono alla base di essa. Abbiamo obiettivamente un fondamentale di debito pubblico molto elevato, ma che non è cresciuto più di quello di altri Paesi, anche a noi vicini, che hanno un *rating* molto maggiore del nostro. Abbiamo, per quest'anno, una prospettiva di *deficit* che è ampiamente sotto il 3 per cento e, anzi, dovrebbe tendere al pareggio entro un periodo molto ragionevole. Abbiamo un tasso d'inflazione non diverso dagli altri e abbiamo qualche difficoltà, come si è visto, sul lato della crescita. Pertanto, il fatto di legarsi esclusivamente a questo tipo di indice drammatizza un po' la nostra situazione. Se ci legassimo di più ai fondamentali forse avremmo qualche vantaggio. Ciò detto, dobbiamo fare tutto quanto necessario per migliorare la nostra situazione sui fondamentali, anche per evitare qualche asperità.

Un'idea poteva essere creare una sorta di fondo che avesse come collaterali un sistema di garanzia molto forte che potrebbe essere costituito da immobili pubblici e *asset* di grandi società quotate (che sono le solite che conosciamo); inoltre, poiché non c'è alcuna vera regolamentazione che lo impedisca, si potrebbero tenere come *asset* anche le riserve valutarie e auree. Questo consentirebbe di emettere titoli che, avendo questo *background* di garanzia, potrebbero ottenere un *rating* AAA e, quindi, progressivamente, ciò consentirebbe di sostituire titoli più costosi con titoli meno costosi. La cifra nel corso dell'anno potrebbe essere abbastanza ragionevole, tale da alleggerire l'onere del debito, con un vantaggio sulla spesa pubblica (perché l'onere del debito risulterebbe un po' inferiore) e

con un vantaggio sul *rating*, che ne trarrebbe beneficio. Non sarebbe una operazione molto lunga quanto alla realizzazione e non dovrebbe incontrare alcun tipo di contrarietà, ma consentirebbe, insieme ad altre azioni di politica economica, di alleggerire anche questo peso, che è molto rilevante, ed è uno dei fronti di principale timore per la nostra spesa pubblica, nell'andamento delle finanze.

Al presidente Baldassarri dico che, sulla crescita, più o meno condivido quanto egli ha detto. Ovviamente, è una materia che non mi compete. È un tema al quale mi sono molto appassionato nel passato, e quindi non posso rinnegarlo, ma non è una questione di stretta attinenza dell'autorità. Certo, all'autorità che regolamenta i mercati finanziari avere un sistema di economia pubblica e privata più dinamico consentirebbe di avere una regolamentazione più attiva dei mercati, nel senso che questi mercati potrebbero crescere. Allo stato attuale, invece, la prospettiva non è esattamente questa. Però, se le azioni che saranno prese dall'Unione europea e dai singoli Paesi saranno quelle che rispecchiano le aspettative di tutti, probabilmente sarà un orizzonte che potremo vedere in tempi non molto lontani.

Per quanto riguarda l'*high frequency trading*, proibirlo risulta difficile, perché è una innovazione finanziaria e, come tutte le innovazioni, non si può andare verso una loro proibizione. Esiste, però, una serie di meccanismi che limita i danni. Uno (adottato da Borsa italiana su nostra sollecitazione) è quello di limitare le *order-to-trade ratios* ed effettivamente il meccanismo funziona. Un altro meccanismo prevede di fare delle sospensioni *random*. E questo già avviene, perché ogni tanto i titoli che vanno male vengono sospesi e ciò comporta la necessità di rivedere la programmazione dei *computer* e di fermarli. Il meccanismo, insomma, comporta che ogni tanto debba intervenire l'intelligenza umana e non semplicemente la macchina. Oppure, ci sono dei meccanismi per cui, sostanzialmente, si chiude il bocchettone degli ordini in modo da farli filtrare con maggiore lentezza e, quindi, interrompere un po' questo sistema, tenendo conto che il sistema è abbastanza diffuso da noi ma è molto diffuso soprattutto negli Stati Uniti. Ora, siccome sono necessari *computer* potenti e *software* molto costosi, anche questo è un meccanismo per escludere la parte debole di coloro che contrattano e privilegiare un meccanismo oligopolistico che, ovviamente, non corrisponde allo spirito della Borsa, dove s'incontrano proprio domanda e offerta.

Sulle agenzie di *rating* (e rispondo così, in parte, anche alla domanda del senatore Lannutti) quanto ha fatto Consob non era mai stato fatto precedentemente. L'anno scorso, a luglio, abbiamo convocato Moody's (cosa che non era stata mai fatta da alcuno) perché, non un *rating*, ma un *outlook* aveva fatto incrementare lo *spread* dei titoli italiani di cinque punti. Allora tale incremento sembrava enorme, ma poi siamo stati travolti dagli eventi.

In effetti, si sono riscontrati dei malfunzionamenti che derivano dal tipo di organizzazione e anche dalle connessioni esistenti tra la proprietà di imprese che operano nel mercato (e che, ovviamente, non funziona). Il problema è rappresentato dal fatto che le agenzie di *rating* sono compe-

tenza specifica dell'ESMA e non delle singole autorità nazionali. Queste ultime possono intervenire solo quando ravvisino turbative dei mercati o reati. Quindi, il nostro ambito è piuttosto limitato. Ciononostante, abbiamo fatto una serie di interventi. Come ho detto prima, trenta interventi di agenzie di *rating* nel nostro Paese sono un fatto alquanto patologico, anche in periodi di difficoltà finanziarie.

Per quanto riguarda la regolamentazione e l'ammissione all'esercizio di tali agenzie a livello europeo, il nostro intervento ha consentito di modificare molti parametri che sarebbero stati molto più laschi se fossero stati decisi esclusivamente da parte dei nostri omologhi di altri Paesi. Credo che la nostra azione sia stata abbastanza importante per regolamentare il fenomeno e soprattutto per fare emergere i potenziali, e a volte già reali, conflitti d'interessi esistenti in materia. Ad ogni modo, è in corso l'attività della magistratura e ne attendiamo gli esiti. Sarebbe molto interessante se risultasse comprovato quanto si sente dire da alcune voci. Non disponiamo dei necessari strumenti giuridici per compiere azioni di *intelligence* penetranti, ma se determinate circostanze venissero provate il comportamento delle agenzie di *rating* andrebbe considerato in una luce diversa.

Quanto al problema dei derivati, non compete a me e alla mia autorità vietarli o permetterli; è un problema serio, ma è una questione di regolamentazione europea.

Il senatore Lannutti ha inoltre posto il problema della valutazione dei rischi secondo un approccio cosiddetto probabilistico. Tale approccio prevede un meccanismo, peraltro discutibile nel contenuto, che tende ad evidenziare le probabilità di rischio o di *default* che si hanno acquistando un certo tipo di prodotto sottoscrivendo un fondo in un determinato Paese. Innanzitutto vorrei precisare che tale sistema non è stato adottato a livello europeo. Se fosse adottato in un singolo Paese e non dagli altri, comporterebbe una disparità di trattamento tra i risparmiatori di diversi Paesi. Tale meccanismo potrebbe anche funzionare astrattamente se i soldi non si potessero esportare, ma dal momento che in un sistema come quello europeo esiste la passaportazione dei fondi, ne deriverebbe un trattamento diseguale tra risparmiatori.

L'illusione di tutelare maggiormente il risparmiatore italiano applicando regole *soi-disant* più severe è frustrata dal fatto che un fondo estero con il sistema europeo può vendere senza bisogno dell'autorizzazione nazionale i propri prodotti all'interno del nostro Paese, anche offrendo qualche vantaggio in termini di tassi di interesse. Il risparmiatore italiano acquisterebbe dei prodotti con un livello di tasso d'interesse più alto e poi avrebbe una tutela minore. Se non assicuriamo un livellamento del piano di gioco, creiamo delle asimmetrie che nella sostanza vanno a riflettersi in modo più drammatico sui nostri risparmiatori.

Ciò senza tenere conto del fatto che una valutazione di questo tipo deve fare riferimento sempre a un *benchmark*, perché è ovvio che non è un valore assoluto, ma un valore relativo. Portando all'estremo il ragionamento, il *benchmark* in questo caso non può che essere il titolo di Stato.

Dovremmo quindi fare dei ragionamenti sempre basati sulla probabilità di *default* di un certo titolo rispetto alla possibilità di *default* del titolo di Stato. Voi capite che, in un periodo come quello attuale, parlare di probabilità di *default* dei buoni del Tesoro potrebbe avere qualche connotazione rischiosa. Anche da un punto di vista della stabilità generale, quindi, non solo perché la legislazione europea attualmente esclude tale meccanismo e non solo perché rischierebbero di più i nostri risparmiatori rispetto a quelli di altri Paesi, mi sembra un approccio alquanto rischioso.

Il senatore Lannutti ha fatto riferimento a connessioni con interessi e faccendieri. Se ha degli addebiti specifici, è pregato di farli; fare degli addebiti di carattere generico non mi sembra un approccio condivisibile.

PRESIDENTE. Ringraziamo il presidente Vegas e il dottor Siciliano per il contributo offerto ai nostri lavori.

Avverto la Commissione che la documentazione consegnata dal presidente Vegas, poiché nulla osta da parte sua, sarà pubblicata sulla pagina *web* della Commissione.

Poiché non vi sono osservazioni, così resta stabilito.

Dichiaro conclusa l'audizione.

I lavori terminano alle ore 17,05.

Licenziato per la stampa dall'Ufficio dei Resoconti

€ 2,00