

questioni, salvo che esse mettano a rischio quello che consideriamo un principio cardine delle autorità di vigilanza: il principio di collegialità.

Siamo preoccupati - lo dico senza reticenze -, poiché la riorganizzazione interna dell'Autorità, messa in atto mediante due interventi, dello scorso anno e di quest'anno (di solito, siffatte operazioni sono attuate alla vigilia delle vacanze, quando l'attenzione generale è minore), rischia di sembrare un po' barocca e opaca. Temiamo, in particolare, che essa abbia reso più difficile individuare le strutture responsabili di determinate attività, con ripercussioni sull'iniziativa di vigilanza delle singole unità organizzative.

Sto affrontando l'argomento soltanto per capire - mi creda, presidente Vegas -, senza alcun pregiudizio. Conoscendola personalmente, so che posso permettermelo.

Quando una struttura come la Consob, con circa 500 dipendenti, passa da 40 a 70 unità organizzative, 51 uffici, 9 divisioni, 3 aree, 7 tavoli di coordinamento, il rischio è che non si riesca a capire chi risponde a chi.

Ad esempio, la scelta di costituire una sorta di ufficio di presidenza, che assomiglia troppo - posso sbagliarmi, e sono pronto a ricredermi in tal caso - a una sorta di filtro del presidente, che impartisce indirizzi e indicazioni agli uffici. Il presidente, ovviamente, ha le sue prerogative, ma comunque presiede un organo collegiale.

L'altra domanda riguarda il direttore generale, il dottor Caputi: si può configurare, nei suoi confronti, una situazione di conflitto di interessi, giacché egli è membro anche di altri organismi?

IVANO STRIZZOLO. Ringrazio anch'io il presidente Vegas per l'esposizione, e mi limito a porre al nostro ospite due domande sintetiche.

Innanzitutto, vorrei sapere se il decreto-legge n. 21 del 2012, concernente la tutela e salvaguardia delle partecipazioni strategiche (*golden rule*), che il Parlamento ha recentemente convertito in legge, abbia

determinato, per la Consob, ricadute in termini di indirizzi operativi e, se la risposta fosse affermativa, quali.

Inoltre, in merito ai rapporti con le altre *authority*, vorrei sapere se, da quando ha assunto l'incarico di presidente della Consob a oggi, siano stati tempestivi e adeguati, a suo giudizio - forse, ho capito male, ma l'esposizione è stata molto formale -, la collaborazione e lo scambio di informazioni con l'Isvap e con la Banca d'Italia. Infatti, pur avendo competenze diverse, tali autorità operano in settori rispetto ai quali anche la Consob esercita importanti funzioni.

GIAMPAOLO FOGLIARDI. Ringrazio anch'io il presidente Vegas per la sua bella e ampia esposizione. I colleghi hanno già fatto domande più tecniche, più approfondite e più professionali.

Da parte mia, vorrei porre una domanda che l'uomo della strada probabilmente si porrebbe leggendo il testo della relazione, da cui risulta che la Consob si è adoperata, negli ultimi quattro anni, a effettuare circa 52 ispezioni, di cui 27 negli ultimi due anni, relativamente ai soggetti che svolgono attività di distribuzione di prodotti finanziari. Il riferimento, in particolare, è agli istituti bancari.

Nella relazione si afferma, inoltre, che il comportamento dei predetti intermediari, sebbene non abbia determinato la distribuzione di prodotti « nocivi », ha richiesto e continua a richiedere un rafforzamento del monitoraggio diretto del rispetto delle regole di adeguatezza, avuto riguardo soprattutto al rischio di concentrazione nei portafogli degli investitori, attraverso il compimento di mirate azioni di *enforcement*.

Sorgono tantissime preoccupazioni e tanti dubbi al riguardo, soprattutto perché si è fatto riferimento agli istituti bancari. Ritengo che il piccolo risparmiatore potrebbe allarmarsi di fronte a queste considerazioni, soprattutto laddove si afferma l'esigenza di continuare a vigilare. Le vorrei chiedere, presidente, di essere più chiaro al riguardo. Non desidero provocare allarmismi, ma desidero sicuramente sollevare motivati dubbi su questo tema.

PRESIDENTE. Prima di darle la parola, presidente Vegas, porrò anch'io un paio di domande in merito ai temi affrontati nella relazione.

Innanzitutto, la ringrazio per i chiarimenti che ci ha fornito in merito alla vicenda della *Tobin tax*, cui si è interessata, naturalmente, anche la Commissione. Immagino, in proposito, che dietro una certa difesa di questa particolare forma di imposizione ci siano considerazioni ideologiche. In Italia, abbiamo la cattiva abitudine di anticipare, spesso, presi dalla foga, misure che gli altri Paesi, invece, si guardano bene dall'adottare. In tal modo, come lei, presidente, ha descritto nella relazione, generiamo, talvolta, conseguenze irreversibili nel nostro sistema.

La Commissione ha svolto, tra il 2010 e il 2011, un'indagine conoscitiva sui mercati degli strumenti finanziari. Rilevo dalla relazione che sono stati compiuti alcuni passi in avanti, soprattutto riguardo alla semplificazione dei prospetti. Mi domando se occorra compierne altri per migliorare le condizioni di accesso alla borsa.

Un tema rimasto inevaso è quello del *listing*. Abbiamo visto la borsa allontanarsi progressivamente dal nostro Paese, e anche le banche si sono disimpegnate, monetizzando le loro partecipazioni. A questo punto, mi chiedo — e le chiedo, presidente — quale panorama preveda per la nostra borsa. Dobbiamo rinunciare completamente a un suo eventuale sviluppo, oppure è ancora possibile fare qualcosa per garantirne la sopravvivenza? Benché le transazioni si concludano, ormai, attraverso altri canali, la borsa rappresenta comunque una vetrina per il nostro Paese.

L'articolo 32 del decreto-legge n. 83 del 2012, come modificato in sede di conversione, ha introdotto una nuova regolamentazione della cambiabile finanziaria. Si tratta di uno strumento rilevante, almeno per consentire un primo accesso al finanziamento da parte delle società, soprattutto di quelle appartenenti al novero delle piccole imprese e delle microimprese. A tale riguardo, vorrei sapere se si debbano fare ulteriori passi o se, negli ambienti del

risparmio gestito e degli investitori, si cominci a parlare di cambiali finanziarie.

La Commissione ha recentemente espresso un articolato parere sullo schema di decreto legislativo recante ulteriori modifiche e integrazioni al decreto legislativo n. 141 del 2010.

Ebbene, mi risulta che non sia stato ancora costituito l'albo delle persone fisiche consulenti finanziari, una cui sezione è dedicata alle società di consulenza finanziaria. Si è sulla buona strada, invece, grazie al lavoro svolto dalla Consob, per quanto riguarda l'albo unico dei promotori finanziari, alla cui tenuta provvede un organismo costituito dalle associazioni professionali rappresentative dei promotori e dei soggetti abilitati.

L'organizzazione dell'albo dei consulenti finanziari sta incontrando difficoltà di tipo economico, concernenti i costi per la costituzione degli organi e per il reclutamento del personale. Si ignora anche il numero dei potenziali iscritti. Non sono mancate proposte da parte di soggetti privati, ma ritengo, francamente, che sarebbe una sciocchezza affidare la tenuta dell'albo a qualcuno che ci metta le risorse finanziarie per un periodo transitorio.

Vorrei sapere, pertanto, se sia possibile ipotizzare un percorso che, in una fase preliminare, coinvolga la Consob, magari inserendo una disposizione *ad hoc* in uno dei provvedimenti di prossima emanazione. La costituzione dell'organismo per la tenuta dell'albo mi sembra assolutamente rilevante, ove si consideri che i consulenti finanziari non sono sottoposti, al momento, a un'adeguata forma di vigilanza, pur dando vita a un comparto che coinvolge molte persone.

Un altro problema che mi interessa approfondire è quello delle cosiddette vendite allo scoperto. Lei stesso, presidente, ci ha detto che gli scambi *over-the-counter* sono aumentati quando la regolamentazione è diventata eccessiva: i mercati, evidentemente, si sono regolati di conseguenza. Lo stesso discorso vale per le vendite allo scoperto. Vorrei chiederle, quindi, cosa bisognerebbe fare, al di là

delle posizioni assunte anche dalla Consob, nei mesi scorsi, per impedire o limitare in alcuni periodi le vendite allo scoperto. Infatti, sia l'*high frequency trading*, sia le vendite allo scoperto producono distorsioni sui mercati, soprattutto in una fase recessiva. Vorrei sapere cos'altro si dovrebbe fare o, almeno, cosa stiano pensando di fare gli organismi internazionali rispetto a tali questioni.

Un'ultima considerazione attiene al tema dell'organizzazione interna della Consob. Capisco che da alcuni settori della politica, non appena il problema viene sollevato dalla CGIL, partano attacchi a tutto campo sul tema dell'organizzazione. Tuttavia, c'è un altro aspetto della questione che non mi è molto chiaro.

In passato, quando era diretta da un altro presidente, la Consob ha compiuto scelte che considero singolari. Non abbiamo mai dedicato una riflessione al funzionamento dell'Autorità, ma oggi abbiamo un'occasione per parlarne. Perciò, vorrei sapere da lei, presidente, se non trovi singolare che la borsa abbia sede a Milano, mentre la Consob si articola in due strutture, una assolutamente debordante, con sede a Roma, e un'altra, molto più leggera, da quel che mi risulta, con sede a Milano. Vorrei sapere se il sovradimensionamento di una delle due strutture (in rapporto addirittura di 3 a 1) sia in qualche modo giustificato oppure se esso rappresenti il retaggio di un'impostazione che caratterizzava le scelte compiute in passato, che sarà sicuramente superata, anche alla luce delle modifiche strutturali nel frattempo realizzate.

GIUSEPPE VEGAS, *Presidente della Consob*. Ringrazio il presidente della Commissione e tutti gli onorevoli deputati.

Le domande che mi sono state rivolte, tutte estremamente interessanti — alcune delle quali, forse, mai poste in passato —, discendono da un approccio e da una considerazione diversi dei rapporti tra Parlamento e Autorità. Comunque, credo che la consuetudine di rapporti, anche a livello personale, consenta di superare qualsiasi questione di regolamento di con-

fini. Credo, insomma, che questa sia una buona occasione per dialogare. Certo, alcune cose non si chiedono, normalmente, neanche al sindaco di un piccolo Comune; tuttavia, sono felice di poter dare una risposta, perché, magari, con un chiarimento...

ALBERTO FLUVI. Anziché banalizzare, come sta facendo, se mi dice che la collegialità della Consob è salvaguardata, sono tranquillo.

GIUSEPPE VEGAS, *Presidente della Consob*. Le vorrei rispondere motivatamente, onorevole Fluvi. Non stavo banalizzando: stavo precisando, in via preliminare, che non ho alcuna intenzione di invocare l'autonomia della Consob e che, anzi, considero l'audizione odierna l'occasione buona per avere un dialogo franco con il Parlamento e per spiegare come siano avvenuti certi fenomeni.

Arriveremo alle domande concernenti il tema dell'organizzazione dell'Autorità, ma ritengo opportuno rispondere ai vostri quesiti seguendo l'ordine in cui sono stati formulati.

Ringrazio l'onorevole Barbato anche per le sue cortesi espressioni di stima.

La sua prima domanda verteva sulla responsabilità degli organi di controllo nell'ambito della vicenda Fondiaria-SAI. Come ho cercato di spiegare, tale responsabilità esiste, ovviamente nell'ambito delle competenze di ciascuno. L'attività che è stata compiuta in relazione alla nota vicenda dipende, in parte, dalla conoscenza che abbiamo avuto dei valori di bilancio delle società interessate e, soprattutto, dalla considerazione di questi ultimi da parte dell'autorità di settore, che è l'Isvap, ai fini della verifica della sussistenza dei requisiti patrimoniali delle imprese di assicurazioni.

Ciò ha consentito alla Consob di svolgere, con riferimento alla seconda richiesta di valutazione circa la sussistenza dell'obbligo di OPA, un'operazione differenziata rispetto alla prima. In occasione della prima richiesta, infatti, non disponevamo di informazioni concernenti l'in-

sufficienza dei requisiti patrimoniali delle società. In occasione della seconda richiesta, invece, disponevamo di tali informazioni; di conseguenza, abbiamo dovuto prendere atto della sussistenza dei presupposti da cui la legge fa discendere, nell'ipotesi di salvataggio di società in crisi, l'esenzione dall'OPA.

La Consob non può influire sulla politica delle remunerazioni; semplicemente, cerca di far emergere la realtà finanziaria, in modo che il mercato possa conoscerla. Il mercato, a sua volta, può anche ritenere che una remunerazione, giudicata molto alta, sia in realtà equa.

In relazione al recente episodio, poc'anzi ricordato, abbiamo assunto, in questi giorni, un'iniziativa di carattere ispettivo, dalla quale è emerso che un amministratore della società assicurativa in questione avrebbe ottenuto un compenso di notevole entità. Perciò, abbiamo chiesto alla società di illustrarci in quale modo si sviluppi la sua politica remunerativa: è giusto che, prima della prossima assemblea, la quale dovrà deliberare proprio in merito alle politiche remunerative, si sappia cosa è stato fatto nel recente passato e cosa si intenda fare in futuro. In proposito la Commissione ha soltanto il potere di rivolgere domande, ma non può, ovviamente, decidere se un determinato trattamento debba essere riconosciuto o meno.

Sulla questione della cosiddetta *Tobin tax*, sollevata da alcuni deputati, premetto, a beneficio di una maggiore chiarezza, che non ho bocciato, né ho espresso valutazioni sulla bontà della scelta operata con il disegno di legge di stabilità 2013. La Consob agisce secondo il dettato della legge: quindi, se la norma sarà approvata, dovrà semplicemente osservarla, come tutti.

Mi sono permesso di notare che, probabilmente, alcuni suoi aspetti potrebbero essere corretti, per salvaguardare — se questo è il desiderio del Governo — il riequilibrio del sistema finanziario. Ad esempio, potrebbe essere opportuno introdurre nel dettato normativo una maggiore considerazione delle attività finanziarie,

sempre tenendo conto dell'esigenza di non compromettere il funzionamento del sistema finanziario nel suo complesso. Sotto questo profilo, la legislazione francese, che ha il medesimo obiettivo di individuare nuove entrate, non include alcune norme che, così come sono state scritte da noi, potrebbero produrre conseguenze non favorevoli.

Mi riferisco, innanzitutto, alla questione relativa alla localizzazione degli intermediari. Se applichiamo l'imposta alle transazioni che hanno per oggetto titoli italiani, grazie al sistema basato sulla società Monte titoli, l'imposta può essere percepita a prescindere dal luogo in cui avvengono le operazioni. In tal modo, non vi sarebbe alcuna convenienza a spostare all'estero le transazioni dall'Italia verso l'estero. Si consideri che gli effetti negativi di tale spostamento potrebbero consistere non soltanto in una riduzione dei valori soggetti all'imposizione, ma anche nella probabile (secondo alcuni, certa) delocalizzazione degli intermediari, con conseguente perdita di posti di lavoro, nonché delle entrate fiscali derivanti dai redditi di questi soggetti.

Vi è, inoltre, una considerazione concernente la dimensione delle imprese colpite dall'imposta. Si potrebbe distinguere in base alla dimensione delle imprese o a quella del risparmiatore. Si potrebbe anche differenziare in base all'entità degli acquisti o delle vendite, prevedendo un'esenzione per i piccoli risparmiatori, eventualmente compensabile con un modestissimo incremento dell'aliquota negli altri casi (quindi, a parità di saldi), oppure si potrebbe scegliere di riferire l'imposizione esclusivamente alle società di maggiori dimensioni. Si tratta di decisioni che spettano, ovviamente, al Parlamento. Il mio compito è semplicemente quello di evidenziare l'esistenza di alternative rispetto a una volontà politica incentrata su questo tipo di imposta.

La terza considerazione è relativa agli strumenti derivati. Applicando a questi la stessa aliquota applicata alle transazioni sui titoli, siccome i derivati costituiscono un montante, si blocca il relativo mercato.

L'allontanamento da quel tipo di investimento potrebbe ripercuotersi negativamente anche su molti piccoli risparmiatori, i quali utilizzano i derivati semplicemente a fini di copertura.

Probabilmente, quindi, un ripensamento delle singole aliquote potrebbe essere utile. Né va trascurato che, applicando la stessa aliquota ai mercati tradizionali ed a quelli *over-the-counter*, si spiazzano i primi a favore dei secondi. Mi sono permesso di ricordare, al riguardo, che i due mercati non hanno gli stessi livelli di trasparenza; quindi, potrebbe essere opportuno riequilibrare le aliquote in funzione della trasparenza. Questa linea potrebbe essere seguita dal Parlamento senza modificare l'impostazione di fondo né della manovra, né di questa imposta in particolare. Qualche correzione potrebbe essere utile sia per migliorare il funzionamento della FTT, sia per evitare che gli effetti dinamici siano preponderanti rispetto agli effetti di gettito o di regolazione del mercato.

Per quanto concerne la domanda relativa alla terzietà dei soggetti chiamati ad assumere determinati incarichi, non mi sento qualificato per dare una risposta, giacché il tema è completamente estraneo al mio lavoro e, comunque, non riguarda singole persone. Teoricamente, tutti i cittadini dovrebbero beneficiare dello stesso livello di tutela costituzionale. Si potrebbe anche stabilire che certe categorie di soggetti, in quanto hanno svolto particolari compiti, non possono svolgerne anche altri, ma la materia dovrebbe essere regolata da una legge costituzionale. Mi rendo conto che, attualmente, la politica non gode dei favori della cronaca, ma penso che nessun Paese possa risolvere i propri problemi senza politica. Si tratta, casomai, di trovare una buona politica. Il discorso esula dall'oggetto dell'audizione. In ogni caso, ritengo che la praticabilità di certe ipotesi debba essere valutata in base alle norme costituzionali, prescindendo dai casi personali.

L'onorevole Causi poneva quesiti circa la vigilanza bancaria e le resistenze tedesche. Si tratta di un ambito assolutamente

estraneo a quello di competenza della Consob, che riguarda, piuttosto, il sistema delle banche centrali. Come si può evincere anche dal testo dell'intervento pronunciato ieri dal presidente Draghi davanti a tre Commissioni e ad altri componenti del Bundestag, sembra che molte resistenze stiano venendo meno. L'elemento fondamentale, riguardo non solo alla vigilanza bancaria, ma anche all'approccio e alla funzione svolta dalla BCE nell'ultimo periodo, consiste nell'aver chiaramente dimostrato ai mercati che l'euro non è in discussione e che saranno adottati interventi senza limiti quantitativi. Avere escluso il rischio che l'euro possa venire meno ha rasserenato i mercati. Ogni Paese deve fare quanto necessario, ma in questo modo lo scenario è comparabile con quello degli Stati Uniti, dove la liquidità è garantita dalla Federal Reserve. La posizione della banca centrale europea pone il nostro continente in posizione di parità rispetto ai concorrenti e rasserena i mercati: lo dimostra il fatto che essa ha inciso in maniera molto positiva sullo *spread*, nonostante il differenziale mantenga un andamento ondivago.

Per quanto concerne la questione dell'organizzazione interna, è opportuno, innanzitutto, ristabilire la verità dei fatti.

Faccio presente che la collegialità non è mai venuta meno. Infatti, ai sensi dell'articolo 5 del Regolamento di organizzazione — che risale al 1994 e non è stato assolutamente modificato in questa parte —, il presidente sovrintende all'attività istruttoria, riferisce alla Commissione per le conseguenti delibere, convoca la Commissione, stabilisce l'ordine del giorno, ne dirige i lavori, vigila sull'attuazione delle deliberazioni e, a tal fine, detta le necessarie direttive e ne tiene informata la Commissione.

Tradizionalmente — quindi, non da quando sono io alla guida della Consob — tutta l'attività istruttoria è stata supervisionata direttamente dal presidente. Esistono limiti di segretezza, ma di tale attività si riferisce in Commissione quando si adotta una delibera.

Ciò premesso, è prassi ordinaria avere incontri (ne ho avuti numerosi) con responsabili di istituti, banche e società: ovviamente, questi soggetti chiedono informazioni in merito alle nostre regolamentazioni, ed è giusto che siano preventivamente informati.

Mi è stato contestato di aver incontrato l'amministratore delegato di Mediobanca, *en pendant* con la vicenda Ligresti. Si tratta, tuttavia, di un fatto del tutto ovvio. Peraltro, come ho già dichiarato, l'incontro ha avuto luogo non nella sede di Mediobanca, dove non ho mai messo piede, ma nella sede della Consob, alla presenza di funzionari della Commissione. Come ho già accennato, se qualcuno chiede di conoscere un orientamento, mi sembra assolutamente corretto rispondere che, nel caso in cui si prevedano vantaggi economici per la parte uscente, è necessario dar luogo a un'OPA, da cui non è possibile, in tale ipotesi, essere esentati (per i motivi che ho già spiegato). In una recente trasmissione televisiva, è stato chiesto al Garante etico della Consob se si trattasse di un'azione corretta, ed egli ha risposto, per iscritto, che di queste cose non si occupa, perché rientrano nell'ambito della discrezionalità del presidente.

La Consob, infatti, presenta una particolare composizione: da un lato, c'è l'organizzazione amministrativa; dall'altro, c'è la Commissione. Il presidente si trova nel mezzo, essendo, da una parte, il vertice dell'organizzazione amministrativa e, dall'altra, il vertice della Commissione. Tutta l'attività istruttoria, quindi, viene supervisionata dal presidente e, in seguito, ogni decisione è rimessa alla Commissione.

Se si chiede perché, allora, esista l'ufficio di presidenza, rispondo che, come la Camera, presso la quale opera il Servizio Bilancio dello Stato, anche la Commissione ha bisogno di un minimo di filtro, che non attiene alla formazione dei documenti e al loro esame (anche a questo riguardo, il regolamento stabilisce che il presidente fissa l'ordine del giorno), ma consiste in un'attività di controllo, che è necessaria perché, senza di essa, la Commissione deciderebbe « al buio ». Il para-

gone con le procedure della Camera è calzante, poiché le quantificazioni degli effetti finanziari conseguenti ai progetti di legge, agli emendamenti e agli altri testi normativi, come effettuate dalla Ragioneria generale dello Stato, sono verificate dal Servizio Bilancio dello Stato. È giusto che sia così, perché un doppio controllo è necessario. Tra l'altro, l'ufficio di presidenza della Consob è composto da poche persone.

Tutti gli organi che sono chiamati ad assumere decisioni si avvalgono di una segreteria: mi meraviglierei se non ci fosse, anche perché la sua mancanza potrebbe dare adito a una sorta di predominanza degli uffici rispetto al soggetto incaricato di decidere.

Lo stesso vale per alcuni tipi di analisi e di decisioni. Alcuni hanno sostenuto (non in questa sede) che un ufficio autonomo, destinato all'analisi quantitativa, sia stato incorporato in una struttura più organizzata e non sia più in grado di lavorare. In realtà, non è così, perché nessun ufficio è realmente autonomo: opera in modo discrezionale, ma poi riferisce alla Commissione. Che un ufficio operi autonomamente, oppure sotto la direzione di una struttura maggiormente organizzata, non fa alcuna differenza, atteso che è comunque la Commissione a decidere. Faccio presente, inoltre, che l'ufficio autonomo ha un potere meno incisivo, mentre nell'ambito di una struttura più grande, quale, ad esempio, la Divisione mercati, possono essere meglio valutati gli effetti delle politiche societarie e si può, quindi, svolgere un'azione di controllo più efficace.

Ci si chiede perché non utilizziamo l'approccio cosiddetto quantitativo. Si tratta, in effetti, di un approccio sensato, utilizzabile soprattutto per il controllo *ex post*. Tuttavia, esso non è più ammesso nei prospetti, in base alla legislazione comunitaria. È data la facoltà di richiedere integrazioni di specifici prospetti, in via del tutto eccezionale; in linea generale, però, ci porremmo contro i principi comunitari, e quindi saremmo passibili di sanzione, se chiedessimo a chi deve redi-

gere un prospetto di inserirvi da elementi informativi ulteriori rispetto a quelli previsti dal KIID. Queste informazioni possono essere inserite nei prospetti relativi ai prodotti finanziario-assicurativi, ma nel caso in cui le compagnie decidano di avvalersi di tale facoltà.

Occorre considerare, poi, che il metodo quantitativo può rivelarsi utile per gli investitori in alcuni casi, ma non in tutti. Ad esempio, nel caso di un *bond* emesso dal Monte dei Paschi Siena, il prospetto strutturato esponeva risultati positivi, mentre *ex post* l'investimento è stato negativo.

Peraltro, poiché siamo chiamati a esprimere un parere sul prospetto, un approccio di tipo quantitativo comporterebbe la necessità di modifiche continue, in relazione alla variabilità dei parametri. Oltretutto, il fatto che tali parametri facciano riferimento al passato potrebbe dar adito a rischi più elevati per l'investitore.

*Last but not least*, ricordo che l'interessante metodologia di cui stiamo parlando — la Consob ne ha sostenuto l'adozione, ma gli altri ventisei Paesi sono stati di diverso avviso, per cui dobbiamo adeguarci — impone la definizione di un *benchmark*. Ebbene, poiché il *benchmark* finale sarebbe costituito dal rischio di *default* dei buoni del tesoro italiani, è abbastanza evidente la controindicazione ad assumere come termine di riferimento un'informazione che non soltanto esprime un rischio molto elevato ma, in qualche caso, è anche fallace. Qualche mese fa, chi ha acquistato sul mercato secondario CCT o BTP italiani ha avuto modo di pagarli un prezzo molto basso e, di conseguenza, ha potuto lucrare sia sul prezzo, sia sul tasso di interesse, realizzando un rendimento finale molto elevato. Adesso, invece, i prezzi sono cresciuti, e il vantaggio economico si è ridotto. Se, quindi, avessimo utilizzato quel tipo di approccio, avremmo disincentivato l'acquisto di titoli di Stato italiani, che, invece, si è dimostrato un investimento proficuo.

Si tratta, pertanto, di un criterio di difficile applicazione, e il fatto che l'Eu-

ropa lo vieti, in questa fase, ci induce a ritenere che non sia opportuno adottarlo.

Le vicende riguardanti l'utilizzo del criterio di giudizio sul quale ci siamo soffermati, unitamente all'erronea contestazione riferita all'inserimento della struttura di analisi all'interno di una più ampia divisione — che, invece, come ho già posto in risalto, è in grado di analizzare meglio i prodotti finanziari — hanno portato ad alcune azioni sindacali francamente sgradevoli.

Risale a qualche mese fa la lettera di un sindacato nella quale si affermava che le delibere assunte sotto la nuova presidenza della Consob in tema di organizzazione dell'Autorità sembrano rendere meno efficiente ed efficace l'attività precipua dell'Istituto, riducendo l'intensità e l'ampiezza dei compiti di vigilanza.

Queste affermazioni, francamente, non corrispondono al vero, e non sono, pertanto, tollerabili. Per questo motivo, abbiamo chiesto all'Avvocatura generale dello Stato di valutare se ricorrano gli estremi per promuovere un'azione legale: si può discutere di questioni organizzative e ci si può anche scontrare, ma non si può affermare che da un certo tipo di organizzazione dipende la tutela del risparmiatore.

Non c'è alcun problema con le organizzazioni sindacali, con le quali collaboriamo utilmente, ma affinché vi sia la maggiore armonia possibile occorre che la verità sia ripristinata.

Auspico, quindi, che tutto si appiani, e che si riconosca come le responsabilità appartengano non a singole persone, ma all'organizzazione nel suo complesso.

Faccio presente, per inciso, che la menzionata lettera ha suscitato — per la prima volta, che io sappia — una reazione piuttosto vivace, per così dire, da parte della dirigenza della Consob. Quasi tutti i dirigenti, infatti, hanno sottoscritto una lettera il cui contenuto contrasta con l'approccio sindacale.

Credo che, per la buona armonia e per il buon funzionamento di un'organizzazione, sia importante la collaborazione della maggioranza del personale: all'atti-

vità di un singolo non può essere collegata la responsabilità del cattivo funzionamento della struttura, perché non è esattamente così. Pur essendo assolutamente favorevole al più ampio dialogo possibile con i sindacati — che ricerchiamo costantemente —, credo che non si possa trascurare questo aspetto fondamentale.

Alla domanda dell'onorevole Causi sulla *Tobin tax* credo di avere sostanzialmente risposto.

L'onorevole Montagnoli ha sollevato un problema di quantificazione del gettito atteso da tale imposta. Non mi occupo più di tale materia. Posso soltanto affermare che bisogna valutare l'aspetto statico e quello dinamico della norma. In altre parole, possono variare i comportamenti e, di conseguenza, anche le quantificazioni.

Credo di aver tranquillizzato anche l'onorevole Fluvi circa la collegialità. Ripeto, comunque, che tutte le decisioni sono adottate dalla Commissione. La normativa vigente prevede, per molti aspetti della nostra attività, l'obbligo di segretezza, con l'unica eccezione delle informazioni da comunicare al Ministro dell'economia e delle finanze. L'attività istruttoria è riservata, ma tutte le decisioni competono sempre e comunque alla Commissione.

Anche in merito all'ufficio di presidenza mi sembra di avere già risposto.

Quanto al direttore generale, ricordo che la persona cui è stato affidato tale incarico ha dichiarato, ai sensi di legge, di ricoprirne altri. Non sono in grado di valutare l'eventuale esistenza di un conflitto di interessi. A me sembra che non vi siano i presupposti per ritenerlo sussistente; comunque, essendoci la dichiarazione, tutto è stato fatto in modo trasparente e in conformità alla legge.

ALBERTO FLUVI. Nessuno mette in discussione la trasparenza dell'operazione, tanto meno il sottoscritto, ma la valutazione è un'altra cosa.

GIUSEPPE VEGAS, *Presidente della Consob*. Trattandosi di competenze che attengono a settori diversi, non dovrebbe

sussistere alcun problema di conflitto di interessi.

Quanto alla *golden rule*, onorevole Strizzolo, non vi sono state ricadute dal punto di vista dell'operatività della Consob.

A mio avviso, i flussi di informazione con le altre *authority* sono adeguati — soprattutto con la Banca d'Italia —, anche grazie ai protocolli che regolano la materia. Come ho già ricordato, essi sono molto utili per avere conoscenza del rischio emittenti nel settore bancario, che attualmente è quello di maggiore rilievo.

Credo di avere risposto anche al presidente Conte in merito alla questione della *Tobin tax*.

Quello del *listing* è un problema che ci eravamo posti l'anno scorso. In quest'ultimo periodo, francamente, esso è stato oggetto di minore interesse, per il semplice motivo che non c'è un flusso imponente da regolare: bisogna andare a cercare con il lanternino, diciamo così, le imprese che si vogliono quotare (per fortuna, è stata annunciata qualche IPO).

Il fatto che alcuni istituti bancari abbiano abbandonato la borsa desta qualche preoccupazione. Intendiamoci: sono comprensibili le ragioni che hanno spinto gli istituti bancari a fare cassa attraverso la vendita delle azioni che detenevano nei loro portafogli. È comprensibile, altresì, che Borsa Italiana debba unirsi, per fare massa critica, con altri soggetti. Abbiamo tuttavia constatato — questo è l'elemento di maggiore criticità — che non si è verificato, dopo la fusione tra Borsa Italiana e London Stock Exchange, l'afflusso sperato di IPO, di finanziamenti e di *trader* verso la borsa italiana. In altri termini, l'aggregazione non ha accresciuto la capitalizzazione della nostra borsa. Spero si tratti di un fenomeno non irreversibile, che desta sicuramente qualche preoccupazione. Resta indispensabile, per Borsa Italiana, realizzare un collegamento con qualche altra borsa internazionale, perché, con le attuali dimensioni della finanza, non è pensabile continuare a operare ciascuno per conto proprio.

Le cambiali finanziarie sono uno strumento nuovo, non ancora operativo. È opportuno, quindi, attendere per conoscere le reazioni del mercato.

Un discorso analogo vale per il credito al consumo e per i consulenti finanziari. Quanto a questi ultimi, si registra la massima disponibilità a lavorare con la Commissione. Siamo cominciando ad avere contatti con le associazioni di categoria, anche per definire un'eventuale disciplina transitoria, insieme al Ministero dell'economia e delle finanze. Come avviene per tutte le professioni, l'inizio è sempre caratterizzato da una certa gradualità, ma sono convinto che in tempi ragionevoli arriveremo a una definizione della materia.

**PRESIDENTE.** È necessaria una normativa, o pensate di poter agire da soli?

**GIUSEPPE VEGAS, Presidente della Consob.** Ci vuole una normativa e, comunque, prima bisogna comprendere esattamente i termini della questione.

Quanto alle vendite allo scoperto e ad altri fenomeni, quale l'*high frequency trading*, ricordo, pur senza avere intenzione di avanzare rivendicazioni, che abbiamo avuto il merito di porre il problema delle *credit rating agency* già l'anno scorso; una notazione analoga vale per la regolamentazione delle vendite allo scoperto.

Poiché si tratta di fenomeni nuovi, bisogna capire se quel che vediamo accadere costituisca qualcosa di ineluttabile o se, invece, sia suscettibile in qualche modo di essere regolamentato.

A mio avviso, è necessario garantire a tutti parità di trattamento, altrimenti qualche soggetto potrebbe avvantaggiarsi ingiustamente. Nulla in contrario, dunque, rispetto all'innovazione finanziaria; tuttavia, questa deve essere funzionale allo sviluppo del mercato, e il mercato deve essere funzionale all'economia reale; diversamente, si corre il rischio che si generino « bolle », come si è verificato nel 2007 e nel 2008.

Quindi, una regolamentazione degli aspetti più rischiosi di tali fenomeni è indispensabile.

Ci fa piacere che il problema sia stato compreso a livello comunitario, dove si va verso un *level playing field*. Ciò è necessario, per evitare che si produca un fenomeno di *freeriding* di un Paese nei confronti dell'altro, il che sarebbe, francamente, molto sgradevole (il rischio esiste già adesso). Come per la *banking union*, è indispensabile arrivare anche a una forma di *financial union*, per consentire a tutti di giocare sullo stesso livello e di non creare concorrenza tra ordinamenti, che è la concorrenza di tipo peggiore.

Tra l'altro, il fatto di avere ordinamenti diversi nei singoli Stati membri scoraggia l'investitore straniero: l'investitore asiatico, ad esempio, se costretto a entrare nelle dinamiche di ciascun Paese, finisce per rinunciare all'investimento, a causa delle eccessive complicazioni. In Europa, invece, abbiamo proprio bisogno di attrarre capitale di investimento dall'estero.

L'ultima questione è relativa alle sedi di Milano e di Roma. Si tratta di decisioni che vengono, come si suole dire, da lontano. La Consob è stata istituita a Roma, ha una sede secondaria a Milano, e il personale si è stratificato nel tempo, anche per effetto di concorsi recenti che hanno privilegiato la sede di Roma. Allo stato attuale, anche in considerazione della struttura dei costi della pubblica amministrazione, è alquanto difficile spostare personale da una sede all'altra. Quindi, si fa ricorso a forme di telelavoro, che comunque sono efficaci.

In prospettiva, si potrà procedere ad assunzioni di personale, anche se non nel prossimo futuro: guardiamo tutti con molta preoccupazione all'aspetto dei costi, che bisogna ripartire sul mercato. Si potrebbe pensare di ampliare un po' la sede di Milano. Tuttavia, come la recente esperienza dimostra, quando si bandiscono concorsi per la sede di Roma, si presentano molti concorrenti; al contrario, quando si mettono a concorso posti per la sede di Milano, malgrado si tratti di lavoro nel settore pubblico, caratterizzato da stabilità e relativamente ben remunerato, non

si registra un'adeguata risposta tra i giovani provenienti dal mercato del lavoro del Nord Italia.

Probabilmente, un posto di lavoro alle dipendenze di una pubblica amministrazione, ancora adesso, non attrae molte persone: c'è da sperare che il mercato del lavoro, nelle regioni del Nord, rimanga tale ancora per molto.

PRESIDENTE. Non lo dica al Ministro Fornero: potrebbe dire che a Milano sono *choosy* anche da questo punto di vista...

GIUSEPPE VEGAS, *Presidente della Consob*. Per concludere, vorrei ringraziare la Commissione, aggiungendo che resto a disposizione per qualunque ulteriore domanda e per eventuali chiarimenti.

PRESIDENTE. Ringrazio il presidente Vegas, anche per la documentazione consegnata, di cui autorizzo la pubblicazione in allegato al resoconto stenografico della seduta odierna (*vedi allegato*), e dichiaro conclusa l'audizione.

**La seduta termina alle 15,35.**

---

IL CONSIGLIERE CAPO DEL SERVIZIO RESOCONTI  
ESTENSORE DEL PROCESSO VERBALE

DOTT. VALENTINO FRANCONI

---

*Licenziato per la stampa  
il 10 gennaio 2013.*

---

STABILIMENTI TIPOGRAFICI CARLO COLOMBO

ALLEGATO



**CAMERA DEI DEPUTATI  
VI COMMISSIONE (FINANZE)**

**IL MERCATO FINANZIARIO E  
L'ATTIVITÀ DELLA CONSOB**

**Audizione del Presidente della CONSOB**

**Giuseppe Vegas**

Roma, 25 ottobre 2012

## SOMMARIO

1. Il quadro congiunturale, i rischi finanziari e la vigilanza europea
2. Gli obiettivi della vigilanza in Italia
3. La distribuzione di prodotti finanziari
4. L'informazione societaria, gli assetti proprietari e la *governance*.
5. I mercati
6. Le iniziative per il rilancio della Borsa
7. L'imposta sulle transazioni finanziarie

Prima di affrontare in dettaglio i temi oggetto della presente audizione, che riguardano in maniera specifica l'attività della CONSOB, vorrei brevemente richiamare i principali sviluppi che stanno caratterizzando i mercati e gli assetti della vigilanza in Europa.

### **1. Il quadro congiunturale, i rischi finanziari e la vigilanza europea**

Il quadro macroeconomico globale è ancora fortemente vulnerabile. Tutte le principali economie avanzate mostrano una crescita debole o si trovano in una fase recessiva, mentre le economie emergenti cominciano a manifestare preoccupanti segni di rallentamento.

Le necessarie manovre di contenimento della spesa pubblica intraprese in Europa stanno avendo ripercussioni negative sull'economia, in alcuni casi amplificando la congiuntura e rischiando per tal via di compromettere, quantomeno nel breve periodo, gli obiettivi di risanamento dei conti pubblici.

Nonostante il moderato allentamento delle tensioni sul fronte della crisi del debito sovrano in Europa, le incertezze sull'evoluzione della situazione finanziaria della Grecia e le difficoltà del governo spagnolo sono ancora fonte di apprensione.

I mercati finanziari rimangono esposti anche a numerosi rischi che potrebbero svilupparsi al loro interno. L'innovazione finanziaria sia di prodotto sia di processo, nonostante i suoi aspetti positivi, può generare importanti fragilità poiché consente di espandere, in maniera non trasparente (o non adeguatamente regolata), il ricorso al debito o l'esposizione a rischi di credito, di controparte e di mercato. Le criticità maggiori emergono rispetto alle crescenti dimensioni del sistema bancario ombra e alla diffusione di prodotti finanziari derivati, degli *exchange traded funds* (ETF), di pratiche di mercato quali le vendite allo scoperto e l'*high frequency trading* (HFT).

*Il sistema bancario ombra (shadow banking) è individuato dal complesso delle funzioni di intermediazione creditizia che coinvolgono entità esterne al sistema bancario tradizionale. In quanto non ricompreso nel normale sistema bancario e, quindi, nel perimetro della regolamentazione*

*microprudenziale, lo shadow banking può generare rischi di carattere sistemico senza che le autorità di vigilanza ne abbiano la piena conoscibilità.*

*Lo sviluppo del mercato dei credit default swap (CDS) assume particolare rilevanza, poiché riguarda strumenti derivati che consentono di prendere posizione sul rischio di credito di una società o di uno Stato sovrano influenzando il funzionamento del mercato del credito bancario e dei titoli obbligazionari.*

*Inoltre, la crescente diffusione degli exchange traded funds (ETF), fondi comuni quotati in borsa che replicano l'andamento di indici di mercato e, più in generale, di fondi strutturati potrebbe determinare l'insorgere di rischi sistemici a causa di talune prassi operative dalle quali scaturiscono rischi di liquidità e di controparte la cui portata può risultare di difficile valutazione.*

*In un contesto di forte instabilità, le vendite allo scoperto possono accelerare la spirale della discesa dei prezzi dei titoli azionari con conseguenze sistemiche. Anche la diffusione di nuove pratiche operative sulle piattaforme di negoziazione, quali ad esempio l'high frequency trading (HFT), è potenzialmente in grado di amplificare la volatilità dei mercati e di determinare l'insorgere di rischi sistemici.*

*La crescita della percezione del rischio di controparte, inoltre, sta facendo progressivamente aumentare l'entità e la qualità delle garanzie (collateral) richieste per accedere al finanziamento a breve termine e per operazioni in derivati di copertura. Per altro verso le garanzie ricevute a fronte di erogazione di prestiti o derivati possono essere riutilizzate (cosiddetta re-hypothecation) e quindi la leva finanziaria del sistema e le operazioni in derivati possono aumentare senza una proporzionale crescita delle garanzie sottostanti. Tale fenomeno rende più severe le ripercussioni sistemiche del fallimento di un soggetto o della riduzione del merito di credito degli emittenti dei titoli usati in garanzia.*

A livello internazionale la forte attenzione verso questi temi è testimoniata dai provvedimenti europei adottati o in corso di adozione. In particolare, le disposizioni in materia di derivati *over-the-counter* (OTC), contenute nella *European Market Infrastructure Regulation* (Regolamento EMIR) e nel "Regolamento di vendite allo scoperto e taluni aspetti dei CDS" (cosiddetto Regolamento *short selling*) rappresentano una risposta alla crisi finanziaria del 2008.

*Al fine di accrescere la trasparenza del mercato dei derivati OTC, il regolamento EMIR introduce l'obbligo di comunicare tutti i contratti standardizzati ai cosiddetti repertori di dati sulle negoziazioni (trade repositories), oltre che di compensare le negoziazioni attraverso controparti centrali (ossia attraverso le infrastrutture che intervengono dopo la conclusione di un contratto sul mercato e ne garantiscono l'esecuzione frapponendosi tra le due controparti). I repertori saranno registrati e vigilati dall'European Securities Markets Authority (ESMA) e dovranno pubblicare le posizioni aggregate per classi di derivati.*

*Per quanto concerne le vendite allo scoperto, la fase successiva alla crisi finanziaria del 2008 ha visto una proliferazione di provvedimenti delle singole autorità nazionali volti a limitare o vietare tale attività. Il Regolamento europeo short selling, che diventerà operativo dal 1° novembre 2012, si propone l'obiettivo di stabilire regole uniformi, direttamente applicabili negli Stati membri senza necessità di recepimento, in materia di posizioni corte nette e vendite allo scoperto nude (ossia non assistite dal prestito titoli). Esso prevede l'introduzione di un obbligo di notifica nei confronti delle autorità competenti (reporting) – funzionale a consentire l'individuazione della creazione di posizioni che potrebbero avere un impatto sulla stabilità dei mercati – e di un obbligo di trasparenza nei confronti del mercato (disclosure). Il Regolamento stabilisce, inoltre, l'obbligo di identificare le coperture per gli ordini di vendita e proibisce i cosiddetti CDS nudi sui titoli del debito sovrano. All'ESMA sono assegnati compiti di coordinamento in relazione all'introduzione di provvedimenti restrittivi ulteriori in via di urgenza.*

Nell'ambito delle iniziative di regolamentazione e vigilanza sul risparmio gestito, la CONSOB ha presieduto un gruppo di lavoro dell'ESMA (European Securities Markets Authority), contribuendo attivamente alla definizione di principi volti a contenere i possibili rischi derivanti dai cosiddetti Fondi strutturati, ivi inclusi gli ETF.

*Nel mese di luglio 2012, a seguito di un lungo processo di discussione con l'industria e i rappresentanti degli investitori, l'ESMA ha pubblicato le Linee guida (tra l'altro in materia di utilizzo degli indici, utilizzo di tecniche di gestione del portafoglio e uso di collateral) tesi a mitigare, a legislazione vigente, i rischi derivanti dall'operatività degli ETF, soprattutto quelli di controparte.*

L'evoluzione della regolamentazione si accompagna a nuove iniziative sul fronte degli assetti istituzionali della vigilanza. L'attuale impianto prevede un'architettura fondata sul Consiglio Europeo per i Rischi Sistemici (European Systemic Risk Board – ESRB) e sul Sistema europeo delle autorità di vigilanza finanziaria (European System of Financial Supervision – ESFS), comprendente a sua volta tre autorità europee (rispettivamente, la European Banking Authority – EBA, la European Insurance and Occupational Pension Authority – EIOPA – e l'ESMA) che hanno competenze specializzate nei settori delle banche (EBA), compagnie di assicurazione (EIOPA) e mercati mobiliari (ESMA). La divisione delle competenze all'atto dell'istituzione del modello in questione è stata fatta sulla base delle direttive esistenti, sebbene il Rapporto de Larosière indichi l'opportunità, all'atto della prima revisione del sistema, di prevedere l'introduzione di una ripartizione di competenze per finalità (trasparenza e correttezza *versus* stabilità).

Le autorità europee non hanno compiti di vigilanza, ad eccezione dell'ESMA con riferimento alle agenzie di rating, infrastrutture di mercato e taluni soggetti con una forte connotazione *cross-border*. Il modello, inoltre, si fonda sulla centralizzazione di alcune funzioni regolamentari e non elimina le differenze che a livello domestico connotano gli assetti istituzionali e gli approcci di vigilanza.

La recente proposta della Commissione europea di trasferire le competenze operative di vigilanza sulle banche a un'unica autorità europea modifica in maniera significativa l'attuale assetto di vigilanza finanziaria. Con riferimento al settore bancario europeo, le competenze regolamentari rimarranno assegnate all'EBA, mentre quelle di vigilanza prudenziale saranno trasferite alla BCE per le sole banche dei paesi dell'Eurozona. Viceversa, negli altri settori le autorità europee continueranno ad avere competenze quasi esclusivamente regolamentari (EIOPA ed ESMA), mentre la vigilanza sui relativi comparti rimarrà a livello domestico. Quest'ultimo aspetto presenta importanti criticità per il persistere di disomogeneità, nei vari paesi dell'Unione, sia nella ripartizione delle competenze sia nelle prassi di vigilanza adottate.

Un quadro istituzionale coerente con l'istituzione di un'autorità di vigilanza centralizzata per le banche dell'Eurozona richiederebbe un'analoga soluzione anche per la vigilanza sui mercati mobiliari, o quantomeno l'introduzione di forme di cooperazione rafforzata nell'ambito dell'attuale ESMA. Si tratta di un processo complesso ma necessario, se si vuole davvero addivenire alla piena integrazione tra Stati membri, che potrebbe compiersi anticipando la revisione delle autorità europee prevista per il 2014.

## **2. Gli obiettivi della vigilanza in Italia**

Il riferimento fondante dell'operato della CONSOB è l'articolo 47 della Costituzione che esordisce: "La Repubblica incoraggia e tutela il risparmio in tutte le sue forme".

Talune dinamiche strutturali e demografiche, che hanno interessato le economie dei paesi avanzati, e la crisi finanziaria negli ultimi anni hanno