

*INCONTRO ANNUALE  
CON IL MERCATO FINANZIARIO*

DISCORSO DEL PRESIDENTE LAMBERTO CARDIA

Milano, 13 luglio 2009

*Signor Presidente della Repubblica, Signor Ministro, Autorità, Signore e Signori,*

a nome della Consob esprimo innanzitutto il più sentito ringraziamento al Presidente della Repubblica che con la sua presenza onora e dà particolare prestigio a questo incontro, che annualmente si ripete in Milano.

La Commissione esprime il più vivo ringraziamento anche ai Signori rappresentanti del Parlamento, del Governo, alle Autorità civili, militari, religiose ed ai presenti tutti che con la loro partecipazione attestano vicinanza e attenzione alla vita del mercato, i cui problemi appaiono ben più difficili di quanto già non lo fossero nei precedenti incontri.

Un saluto e un ringraziamento particolare mi sia consentito di esprimere al Ministro dell'Economia, con il quale l'attiva e proficua collaborazione è divenuta ancor più intensa in questo periodo, per la ricerca di idonei sistemi di contrasto alla crisi globale che, come un ciclone, ha investito paesi, continenti, il mondo intero.

Questa occasione di incontro – che si aggiunge al dialogo istituzionale con Parlamento e Governo e alla costante collaborazione con l'Autorità Giudiziaria, la Banca d'Italia e le altre Autorità consorelle, nonché con la Guardia di Finanza – consente alla Consob di rendere conto del proprio operato, esponendo l'attività svolta, le difficoltà incontrate, i risultati ottenuti e le linee-guida che intende seguire.

La Commissione rinnova il suo sentito ringraziamento alla città di Milano, che ospita gli uffici della Consob nel prestigioso Palazzo Carmagnola, e al suo Sindaco, che ha avviato le procedure per la concessione di ulteriori spazi da destinare all'ampliamento della sede.

Un vivo ringraziamento infine va alla Borsa Italiana per la sua consueta, signorile ospitalità.

## LA CRISI FINANZIARIA E GLI ASSETTI ISTITUZIONALI DELLA VIGILANZA

Un anno fa di questi tempi due erano le espressioni ricorrenti: turbolenza finanziaria e incertezza delle prospettive. Nessuno parlava di “crisi economica”. Si coltivava la speranza che ai segnali negativi di effetti sistemici, già presenti nell'estate del 2008, potesse non corrispondere un'evoluzione così grave da sospingere i sistemi e le economie globali in una crisi senza precedenti. In entrambi i casi, ci si affidava ad una sorta di pregiudizio di stabilità del sistema bancario.

Nel 2008 la crisi finanziaria, partita negli Stati Uniti dal settore dei mutui a basso merito di credito (*subprime*), contagiava i più importanti operatori finanziari internazionali e tutti i mercati mondiali.

La decisione delle autorità americane di lasciar fallire *Lehman Brothers*, resa nota al mercato il 15 settembre e da molti considerata improvvida, imprimeva nuova intensità e velocità alla emersione della crisi, scuoteva la fiducia di operatori e investitori alimentando un clima di fortissima tensione, di incertezza e, in alcuni momenti, di panico sui mercati.

Si diffondevano velocemente preoccupazioni sulla solidità delle banche d'affari. Il non adeguato livello di trasparenza sulle situazioni patrimoniali rendeva ogni previsione incerta. Il brusco aumento del rischio di controparte determinava una drastica riduzione di liquidità sul mercato interbancario e un aumento dei tassi a breve termine, nonostante ingenti e tempestive iniezioni di liquidità da parte delle banche centrali. Ulteriori crisi di istituzioni finanziarie, non solo bancarie, si manifestavano in Europa e negli Stati Uniti.

È in questa fase che ha preso corpo a livello mondiale la consapevolezza della natura sistemica della crisi, riflessa da cadute dei mercati azionari, in particolare dei titoli del settore finanziario, di entità straordinaria.

La carenza di mezzi propri del sistema bancario e le difficoltà di ricorrere

al mercato dei capitali per reperire risorse hanno progressivamente sottoposto a forti tensioni gli equilibri anche delle società non finanziarie. Si è così aggravata la spirale recessiva dell'economia internazionale.

Le prospettive restano oggi caratterizzate da profonda incertezza. I soggetti più deboli, sia nel mondo delle imprese che tra gli investitori, sono esposti a rischi maggiori.

Solo le imprese di più grandi dimensioni riescono a reperire sul mercato capitale proprio ed a collocare prestiti obbligazionari senza gravi difficoltà né a costi da considerare eccessivi.

Gran parte delle imprese medio-piccole, trama fondamentale del tessuto imprenditoriale italiano, trova difficoltà e potrebbe correre rischi di asfissia finanziaria. Si sta interrompendo un processo di ristrutturazione industriale del settore che negli anni scorsi aveva cominciato a produrre risultati incoraggianti in termini di produttività e competitività internazionale.

La borsa italiana ha subito più di altri mercati gli effetti della crisi, anche per il più elevato peso dei titoli del settore bancario nel nostro listino.

Nel 2008 la flessione degli indici azionari italiani è stata pari a quasi il 50%, superiore a quella delle altre principali piazze finanziarie internazionali<sup>1</sup>. Nel primo semestre del 2009 gli indici del mercato italiano si sono riportati su livelli prossimi a quelli di fine 2008, recuperando negli ultimi quattro mesi gran parte dell'ulteriore significativa caduta registrata in gennaio e febbraio<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> Nel 2008 negli Stati Uniti l'indice Dow Jones ha perso il 33,84 per cento e il Nasdaq il 40,54 per cento; in Europa l'indice S&P Mib di Milano ha perso il 49,53 per cento, il FTSE 100 di Londra il 31,33 per cento, il CAC 40 di Parigi il 42,68 per cento, il DAX 30 di Francoforte il 40,37; in Asia il NIKKEI 225 di Tokio ha perso 42,12 per cento, l'Hang Seng di Hong Kong il 48,27 per cento, lo SE A di Shanghai il 65,38 per cento.

<sup>2</sup> Dall'inizio del 2009 al 10 luglio, gli indici FTSE Mib e FTSE All Share – che dal 1° giugno 2009 hanno rispettivamente sostituito gli indici S&P Mib e Mibtel – hanno perso l'8,34 per cento e il 6,61 per cento. Da inizio anno al 9 marzo, giorno in cui si è raggiunto il livello minimo delle quotazioni degli ultimi 18 mesi, la perdita dello S&P Mib era stata pari a circa il 35 per cento.

L'andamento del mercato ha accentuato gli elementi di debolezza strutturale del mercato azionario italiano, sia in termini di dimensioni assolute che di numero di società quotate. Il rapporto tra capitalizzazione e prodotto interno lordo è tornato sui livelli della metà degli anni '90; le nuove quotazioni sono state 9 negli ultimi 18 mesi, a fronte di 23 cancellazioni dal listino. Sono ancora in fase embrionale i due sistemi multilaterali di negoziazione istituiti da Borsa Italiana per favorire la quotazione di piccole e medie imprese<sup>3</sup>.

Il processo di integrazione di Borsa Italiana con il *London Stock Exchange* si confronta con una competizione più accentuata da parte di piattaforme alternative di negoziazione e di sistemi interni degli intermediari, che spesso beneficiano di asimmetrie regolamentari.

La risposta strategica alle sfide competitive dovrebbe salvaguardare il ruolo e le prospettive di sviluppo della piazza finanziaria italiana, di cui la Consob, anche in questa sede, ha più volte segnalato rischi di impoverimento.

La progressiva riduzione del peso degli intermediari italiani nell'azionariato del gruppo indebolisce notevolmente la possibilità che vengano valorizzate al meglio le competenze e le infrastrutture del mercato italiano.

\* \* \*

Il quadro regolamentare nei principali mercati finanziari si è rivelato non preparato a prevenire e fronteggiare le tensioni indotte dalla crisi e a gestire il fallimento di imprese finanziarie di dimensione transnazionale.

La concorrenza tra ordinamenti ha privilegiato le piazze finanziarie caratterizzate da pratiche di vigilanza dal "tocco leggero" e da politiche di regolamentazione basate su principi non sempre accompagnati da disposizioni attuative precise ed omogenee.

---

<sup>3</sup> AIM Italia e MAC – Mercato Alternativo del Capitale.

Oggi anche in questi sistemi sta emergendo una nuova consapevolezza della centralità del principio di tutela dei risparmiatori. Vanno in questa direzione il piano annunciato recentemente dal Presidente degli Stati Uniti, che prefigura importanti riforme istituzionali in materia di protezione degli investitori e di rafforzamento della trasparenza dei mercati, e le raccomandazioni del Rapporto Turner nel Regno Unito.

La crisi ha così messo in discussione l'intera architettura della vigilanza, il ruolo degli organismi internazionali e gli standard regolamentari.

Le nuove regole globali di cui si discute dovrebbero infatti applicarsi a tutti gli operatori attivi sui mercati finanziari, consentendo di superare i problemi creati dallo sviluppo di "sistemi bancari-ombra" e da una crescita incontrollata delle transazioni fuori mercato.

Si è anche riconosciuta l'esigenza di coinvolgere maggiormente i paesi emergenti. L'*International Organization of Securities Commissions* (IOSCO) ha cooptato nel proprio Comitato Tecnico le Autorità di Brasile, India e Cina. La Consob, insieme alle Autorità di Francia, Spagna e Portogallo, ha dato vita ad un partenariato mediterraneo volto a favorire la condivisione degli standard europei di regolamentazione e vigilanza con alcuni Paesi del Nord-Africa (Marocco, Tunisia, Algeria ed Egitto).

Le raccomandazioni adottate dal G20 la scorsa primavera hanno indicato alcune linee-guida per gli organismi internazionali che elaborano standard regolamentari. Anche la trasformazione del *Financial Stability Forum* in *Financial Stability Board* concorrerà ad assicurare sul piano tecnico un migliore coordinamento a livello globale.

I Paesi del G8, sotto la presidenza italiana, hanno concordato una strategia comune affinché gli sforzi di coordinamento rispondano ad uno "standard legale globale" (*global legal standard*). Si vuole creare un quadro di riferimento unitario e condiviso in materie di rilevanza sistemica come il governo societario, l'integrità dei mercati, la regolamentazione e la vigilanza finanziaria.

L'area dei principi contabili internazionali rappresenta un importante *test* della capacità di iniziative di riforma globali.

La crisi ha infatti posto con forza l'esigenza di ripensare le condizioni di applicazione del principio contabile del "valore equo" (*fair value*) nella valutazione degli strumenti finanziari.

La validità del principio in sé, la cui applicazione ha fatto emergere i rischi legati alle forti esposizioni in strumenti finanziari, non deve essere posta in discussione.

L'utilizzo delle risultanze di bilancio per il calcolo del patrimonio di vigilanza ha tuttavia amplificato gli effetti negativi della difficile situazione dei mercati, costringendo molte istituzioni finanziarie a liquidare i propri investimenti per rispettare i requisiti patrimoniali.

La natura pro-ciclica di tale effetto ha quindi indotto governi e autorità negli Stati Uniti e in Europa a promuovere la revisione delle modalità applicative del principio contabile del "valore equo" per ridurre l'effetto sulla volatilità.

La materia dovrebbe essere globalmente riconsiderata, anche assicurando coerenza tra gli standard americani e quelli internazionali.

La crisi sta costringendo la stessa Unione Europea a fare i conti con l'incompiutezza del modello di integrazione fin qui realizzato, nonostante i più recenti sforzi di armonizzazione.

Alla crescente integrazione dei mercati finanziari europei non è infatti corrisposta la definizione di un sistema istituzionale in grado di superare le frammentazioni nazionali di regole, di standard di vigilanza e di regimi sanzionatori.

La collaborazione tra autorità di diversi paesi non sempre consente un'efficace gestione sovranazionale delle crisi e risente dei rapporti di forza che

derivano dalla diversa dimensione dei mercati e delle economie.

Le istituzioni europee stanno cercando di tradurre gli indirizzi formulati dal gruppo de Larosière in un nuovo quadro di regole e assetti istituzionali della vigilanza. Il Consiglio europeo lo scorso 19 giugno ha raccomandato l'istituzione di un sistema europeo delle autorità di vigilanza finanziaria, che coordini la sorveglianza dei gruppi transnazionali e definisca un unico "libro delle regole" europee applicabile a tutti gli operatori.

La Consob auspica che il rafforzamento delle istituzioni europee sia efficace e non condizionato da compromessi e logiche parziali. È il momento di dimostrare una nuova attitudine degli Stati membri a dare la dovuta priorità alla salvaguardia dei superiori interessi collettivi europei, in un processo di trasferimento progressivo ma equivalente della sovranità in materia di regole, vigilanza e sanzioni; per realizzare ciò occorre una forte, convergente volontà politica.

In Italia il Legislatore ha orientato la ripartizione delle competenze di vigilanza secondo un modello per finalità, prevedendo alcune rilevanti eccezioni per il settore assicurativo e previdenziale, alle quali – rinnovando contributi di pensiero già espressi – sarebbe opportuno porre termine.

Nel Comitato per la salvaguardia della stabilità finanziaria<sup>4</sup>, più volte riunitosi in questo difficile periodo, si valorizzano gli obiettivi complementari di stabilità e trasparenza ai quali l'ordinamento riconosce pari valore per la tutela del risparmio.

Senza trasparenza e correttezza non c'è fiducia e senza fiducia non c'è stabilità.

La collaborazione istituzionale ha trovato strumenti operativi stabili ed efficaci negli accordi stipulati con Banca d'Italia e Isvap e nella Convenzione con la Guardia di Finanza per lo svolgimento di accertamenti ispettivi, il cui contenuto

---

<sup>4</sup> Il Comitato è presieduto dal Ministro dell'Economia e composto dal Governatore della Banca d'Italia e dai Presidenti di Isvap e Consob.

potrebbe essere oggetto di ampliamento.

Un'importante funzione di coordinamento è svolta anche dal Comitato di sicurezza finanziaria. Nei periodi di forti turbolenze dei mercati e di crisi di liquidità il denaro proveniente da attività criminose può trovare canali di accesso al mercato più permeabili.

\* \* \*

L'andamento dei mercati finanziari, in particolare nel periodo successivo al fallimento della *Lehman Brothers*, ha chiamato la Consob ad un impegno eccezionale sia in ambito domestico che internazionale.

In linea con interventi di analoga natura adottati nei principali paesi europei, l'Autorità ha adottato dal settembre 2008 ad oggi sei provvedimenti successivi di restrizione alle operazioni di vendita allo scoperto, la cui portata è stata graduata in funzione dell'evoluzione del mercato.

La Consob è consapevole della necessità di definire una strategia regolamentare stabile e coordinata a livello internazionale sulle vendite allo scoperto e, più in generale, sul fenomeno delle posizioni corte su titoli, con l'obiettivo di salvaguardare l'integrità dei mercati senza compromettere la liquidità e l'efficienza dei meccanismi di formazione dei prezzi.

A fine maggio la Commissione ha avviato una consultazione – ormai prossima alla conclusione - per raccogliere i contributi di riflessione ed esperienza sul mercato nazionale, anche a sostegno del suo impegno nelle iniziative di convergenza internazionali ed europee attualmente in corso.

La IOSCO ha infatti approvato il 19 giugno i principi generali che devono presiedere alla regolamentazione della materia e sta continuando i lavori per promuovere un'attuazione armonizzata. Il *Committee of European Securities Regulators* (CESR) ha approvato il 7 luglio un documento di consultazione che

propone standard europei di trasparenza delle posizioni corte su titoli.

Entro il 31 luglio, alla scadenza del provvedimento attualmente in vigore in Italia, la Consob si pronuncerà sulla base degli elementi di conoscenza e di riflessione che potranno emergere anche dall'evoluzione della disciplina negli altri principali paesi.

Altri interventi sono stati realizzati per garantire, durante la crisi, adeguati livelli di trasparenza sul mercato e nei rapporti tra intermediari e risparmiatori.

In settembre, appresa la notizia del fallimento di *Lehman Brothers*, è stata immediatamente avviata una ricognizione del rischio potenziale per il sistema italiano, con particolare riferimento all'esposizione degli emittenti quotati e del settore del risparmio gestito e amministrato. È stato anche avviato un accertamento ispettivo presso la succursale italiana di *Lehman Brothers*, che svolgeva un'attività meramente promozionale di prodotti e servizi di investimento della casa madre di Londra.

In sede CESR l'impegno di coordinamento e approfondimento ha consentito di ricostruire l'impatto della vicenda sugli investitori europei e di formulare raccomandazioni per una migliore articolazione dei doveri di correttezza degli intermediari. Entro la fine del corrente anno il CESR pubblicherà un rapporto in materia di "adeguatezza" degli investimenti proposti dagli intermediari ai clienti, anche alla luce dei problemi emersi con la vicenda *Lehman*.

La Consob ha svolto indagini, anche ispettive, con la collaborazione della Guardia di Finanza, al fine di accertare eventuali manovre manipolative sui titoli bancari e l'effettivo rispetto del provvedimento di divieto di vendite allo scoperto.

È stata più volte attivata la cooperazione internazionale (per un totale di circa 60 richieste) per acquisire informazioni relative ad intermediari di diritto estero che avevano effettuato vendite, per importi significativi, di titoli bancari e assicurativi italiani.

Ad inizio ottobre, in esito agli accertamenti, è stato adottato un

provvedimento d'urgenza ordinando ad un intermediario italiano di non consentire a due soggetti esteri l'accesso alle negoziazioni di titoli bancari e assicurativi.

Sempre in ottobre, al fine di monitorare la situazione delle compagini azionarie delle principali società italiane e l'origine dei pesanti flussi di vendita, è stato chiesto agli azionisti delle società appartenenti all'indice S&P/Mib con quote superiori al 2 per cento di comunicare le rispettive quote di possesso, nonché le successive variazioni superiori allo 0,50 per cento. Gli esiti degli accertamenti non hanno segnalato evoluzioni significative.

Nel dicembre 2008, nell'ambito della vigilanza relativa alla "vicenda Madoff" è stato rilevato un impatto complessivo marginale sugli investitori operanti attraverso intermediari italiani. Nel caso di una SGR, che al contrario presentava un'esposizione dei patrimoni elevata, la Consob ha disposto la sospensione degli organi amministrativi e la nomina di un commissario incaricato della gestione, a seguito delle irregolarità accertate durante una verifica ispettiva. Successivamente, il Ministero dell'Economia ha posto la società in amministrazione straordinaria.

Agli inizi del 2009, in vista dell'approvazione dei bilanci 2008, gli emittenti sono stati richiamati ad una particolare cura nel fornire informazioni nelle relazioni finanziarie su continuità aziendale, rischi finanziari, verifiche per riduzione di valore delle attività e incertezze nell'utilizzo delle stime, in applicazione dei principi contabili internazionali<sup>5</sup>. Analogo richiamo di attenzione è stato rivolto alle società di revisione.

Durante la crisi si sono intensificati i lavori nelle sedi internazionali per affrontare tutte le aree problematiche.

Gli approfondimenti hanno riguardato anche i mercati delle merci,

---

<sup>5</sup> Comunicazione congiunta Consob, Banca d'Italia e Isvap del 6 febbraio 2009.

interessati da gravi turbolenze. La IOSCO, su espressa sollecitazione di alcune autorità tra cui la Consob, ha prodotto una serie di principi per la migliore individuazione di fattispecie di manipolazione su tali mercati.

Iniziative specifiche sono state attivate dalla IOSCO in materia di soggetti, mercati e prodotti non regolamentati. In quest'ambito, l'Organizzazione ha già emanato il 22 giugno scorso, su proposta di una *task force* co-presieduta dalla Consob e dalla *Financial Services Authority* (FSA) inglese, principi in materia di regolamentazione dei c.d. "fondi speculativi" (*hedge funds*), con raccomandazioni volte a potenziare il patrimonio informativo a disposizione di autorità e investitori. Il pronunciamento è in linea con la programmata approvazione di una direttiva europea in materia di fondi non armonizzati e rappresenta un importante passo verso la condivisione di nuovi standard in un segmento dell'industria per sua natura globale e, sino ad oggi, poco o nulla regolamentato.

Anche il settore delle agenzie di *rating*, sull'operato delle quali si sono addensate rilevanti critiche, è stato oggetto di nuove iniziative di regolamentazione sia in sede IOSCO<sup>6</sup> sia in sede europea. Il Regolamento europeo prossimo alla pubblicazione introduce una disciplina di autorizzazione e vigilanza per tali soggetti, prefigurando un ruolo importante per il CESR.

Anche il mondo delle gestioni collettive armonizzate è oggetto di una profonda riforma in sede europea, rivelatasi necessaria per la piena operatività del principio del passaporto del gestore.

L'8 luglio il CESR, recependo le indicazioni del gruppo di esperti sul risparmio gestito presieduto dalla Consob, ha sottoposto a consultazione proposte normative in materia di organizzazione, misurazione del rischio, conflitti di interesse, regole di comportamento e informazione per gli investitori.

---

<sup>6</sup> Sono anche stati avviati i lavori di un neo-costituito Comitato Permanente della IOSCO che, sulla base della revisione del codice di condotta effettuata nel maggio 2008, elaborerà nuovi principi di vigilanza e di cooperazione tra autorità, fondamentali in un settore dominato da pochi soggetti che operano strutturalmente sul mercato mondiale.

È da segnalare che alcuni indirizzi oggi all'esame nelle sedi internazionali appartengono da tempo all'ordinamento italiano e alla cultura di regolamentazione e vigilanza della Consob, in particolare in materia di condotta degli intermediari e di trasparenza dei mercati. Gli sforzi della Consob per diffondere tali principi al di fuori dei confini nazionali hanno purtroppo trovato in passato ostilità diffuse soprattutto da parte di alcuni importanti paesi, nei quali l'industria dei servizi finanziari svolge un ruolo preponderante.

## **LA CRISI E LA TUTELA DEI RISPARMIATORI**

Gli effetti della crisi mondiale sull'economia italiana sono severi e colpiscono l'occupazione, l'imprenditorialità, i redditi e i risparmi degli italiani. Ai segnali di affievolimento delle tensioni sui mercati finanziari, peraltro ancora incerti e instabili, si contrappongono i dati negativi sull'economia reale. Le previsioni attuali delineano un percorso lungo e irto di ostacoli per recuperare i livelli anteriori alla crisi. Ancora più problematica si presenta la prospettiva di ritornare ad un processo di crescita duratura.

In questa situazione, la politica economica ha svolto e continua a svolgere una funzione fondamentale per contenere le conseguenze sociali della crisi e per introdurre i necessari stimoli per la ripresa. Gli interventi del Governo a garanzia dei depositanti e a sostegno della raccolta bancaria hanno svolto un ruolo importante nell'evitare il pericolo di una esasperazione degli effetti della crisi nel momento più acuto, prevenendo ingiustificate ondate di panico che hanno indotto governi di altri paesi ad assumere determinazioni in altri periodi nemmeno immaginabili.

È impegno di tutti lavorare per ricreare condizioni di fiducia stabili.

Nella realtà italiana il buon funzionamento del sistema finanziario presuppone il superamento delle debolezze strutturali del processo di

intermediazione del risparmio; debolezze, accentuate dalla crisi, che generano inefficienze nell'allocazione delle risorse finanziarie e, soprattutto, rischi e timori per i risparmiatori.

Si è accentuato lo squilibrio tra risparmio amministrato e risparmio gestito a vantaggio del primo, soprattutto a seguito di politiche di offerta mirate a fronteggiare la crisi di liquidità attraverso il collocamento di prodotti obbligazionari di propria emissione.

L'attenzione della Consob è da tempo rivolta alla distribuzione alla clientela di prodotti complessi ovvero caratterizzati da limitata liquidità. Obiettivo è rafforzare le difese dei piccoli investitori, evitando condotte opportunistiche degli intermediari indotte da prezzi di collocamento che tendono a incorporare consistenti commissioni a vantaggio dell'intera catena distributiva.

Sul collocamento dei prodotti finanziari illiquidi, tra i quali le obbligazioni bancarie che rappresentano oltre un terzo del portafoglio delle famiglie italiane, la Consob intende dedicare particolare cura nella verifica del corretto adempimento delle disposizioni emanate in relazione alla direttiva MiFID.

L'interesse del cliente deve rappresentare il principio fondamentale nella prestazione dei servizi d'investimento. Dando concretezza a tale principio si può avviare il processo di ricostruzione della fiducia dei risparmiatori, motore di ogni possibile ripresa.

La Consob, nell'ambito del piano di vigilanza informativa sui principali gruppi bancari italiani, ha riscontrato una generalizzata lentezza nel passaggio ad un'ottica imprenditoriale che ponga realmente al centro delle strategie aziendali il servizio al cliente. Non è sufficiente attenersi alla forma delle norme; deve rinnovarsi il modello di relazione con i risparmiatori, per contrastare la crescente e spesso motivata diffidenza verso un intero settore.

Lo scorso giugno sono stati così avviati accertamenti ispettivi nei confronti di cinque grandi gruppi, finalizzati alla verifica delle concrete modalità di

attuazione dei principi di correttezza comportamentale.

Gli intermediari devono dimostrare rinnovate capacità di calibrare le politiche commerciali sulle esigenze della clientela, di definire meccanismi neutrali di incentivazione del personale a contatto con il pubblico e di valorizzare la consulenza come servizio strategico e di alto contenuto professionale.

Anche una separata tariffazione della consulenza, collegata al servizio reso piuttosto che al prodotto venduto, potrebbe meglio porsi in linea con gli interessi della clientela.

Altro problema da affrontare è quello del deflusso di risorse dal risparmio gestito. Un'industria del risparmio gestito debole allontana gli investitori da orizzonti di lungo termine, rende difficile la ricerca di rendimenti più elevati attraverso portafogli diversificati e trasparenti e crea ostacoli all'utilizzo del risparmio per finalità previdenziali, di cui si profila il rischio di una endemica carenza.

Se le regole di trasparenza e di condotta nell'emissione e distribuzione di prodotti fungibili tendono ormai a convergere, permangono ingiustificate differenze nel regime fiscale a sfavore dei fondi comuni aperti italiani. Tale penalizzazione potrebbe essere attenuata riconoscendo incentivi fiscali all'offerta di piani pluriennali di investimento in fondi comuni per finalità previdenziali, con vincoli di detenzione temporale e adeguata diversificazione.

Sono prossimi alla conclusione i lavori sulla fattibilità del progetto di dematerializzazione delle quote dei fondi, per migliorare l'efficienza della struttura distributiva e favorire condizioni di piena e pronta trasferibilità.

\* \* \*

Le situazioni di straordinaria tensione sui mercati secondari azionari e

obbligazionari determinate dalla crisi si sono innestate in una fase di profondo mutamento dell'architettura e del funzionamento dei mercati secondari.

La frammentazione degli scambi su diverse piattaforme e modalità di negoziazione e la conseguente frammentazione delle informazioni disponibili sui mercati possono riflettersi in una minore efficienza dei meccanismi di formazione del prezzo.

In Europa, la piena operatività della nuova normativa in materia di mercati di strumenti finanziari<sup>7</sup> ha aperto la competizione a piattaforme di negoziazione non sottoposte a vincoli e tutele corrispondenti a quelli dei mercati regolamentati. È venuta meno la centralità delle "borse" a vantaggio di sistemi multilaterali di negoziazione e, in misura minore, degli internalizzatori sistematici, senza che si siano finora manifestate significative riduzioni dei costi per gli investitori finali.

È compito degli intermediari assicurare le condizioni migliori di esecuzione degli ordini dei clienti.

Questo principio trova difficilmente applicazione per le obbligazioni, soprattutto bancarie, presenti in maniera significativa nei portafogli delle famiglie italiane.

Tali titoli infatti non sono generalmente trattati su sedi di negoziazione regolamentate<sup>8</sup> e quindi non godono di adeguate condizioni di liquidità e di trasparenza dei prezzi.

Ne risultano per i piccoli risparmiatori condizioni di negoziazione molto svantaggiose, in termini di mancanza di informazione sui prezzi di mercato, loro comparabilità e estesa differenza fra i prezzi concretamente offerti in acquisto e in vendita dall'intermediario.

È impegno della Consob intervenire, con strumenti di vigilanza e sanzionatori, affinché gli intermediari diano attuazione al principio della migliore

---

<sup>7</sup> MiFID – Market in Financial Instruments Directive, n. 2004/39/CE.

<sup>8</sup> Le sedi di negoziazione regolamentate comprendono i mercati regolamentati, i sistemi multilaterali di negoziazione e gli internalizzatori sistematici.

esecuzione degli ordini dei clienti, predisponendo tutti i mezzi necessari, anche di natura organizzativa.

È compito e interesse degli operatori promuovere lo sviluppo di mercati secondari efficienti per tutte le categorie di titoli, anche per sostenere mercati primari stabili per la raccolta di mezzi finanziari a medio-lungo termine da parte delle imprese.

## **IL RUOLO DEL GOVERNO SOCIETARIO NELLA CRISI E LA TUTELA DEGLI AZIONISTI DI MINORANZA**

La crisi ha trovato una concausa nell'inefficacia dei meccanismi di governo societario.

Negli anni precedenti, le straordinarie opportunità di crescita e di profitto avevano orientato le strategie aziendali delle grandi società finanziarie internazionali a privilegiare i risultati di breve periodo, assumendo rischi non proporzionati.

Debole si è rivelato il ruolo degli azionisti, poco propensi ad esercitare diritti e ad assumere responsabilità nei confronti degli organi di gestione, amministrazione e controllo. Limitando spesso le proprie richieste ai risultati di breve periodo, gli azionisti hanno contribuito alle convergenti e non lungimiranti pressioni di analisti finanziari e, più in generale, del mercato.

Il miglioramento dei sistemi di governo societario rappresenta un obiettivo strategico.

I principali organismi internazionali e le migliori prassi di mercato convergono sulla necessità di rafforzare il ruolo dell'assemblea dei soci e di comitati indipendenti nella definizione delle politiche di remunerazione e di

incentivazione del *management*.

In Europa tali principi erano stati oggetto di una raccomandazione della Commissione Europea sin dal 2004. La loro limitata applicazione ha reso necessaria l'emanazione di nuove linee-guida che richiedono agli Stati membri iniziative di attuazione entro l'anno in corso.

Alcuni ordinamenti stanno già rispondendo a queste indicazioni con specifiche misure normative; in altri, sono le società stesse che, anche a seguito delle richieste degli investitori istituzionali, stanno adottando politiche di maggiore trasparenza e di coinvolgimento sistematico dell'assemblea dei soci. Queste pratiche possono contribuire ad arricchire la dialettica societaria e la responsabilizzazione degli organi di amministrazione.

Anche in Italia si pone l'esigenza di una maggiore convergenza delle regole e delle prassi con gli standard comunitari. Per rispettare i tempi indicati dalla Raccomandazione europea è necessario definire rapidamente misure adeguate per garantire che le politiche retributive siano sottoposte al voto dei soci, assicurando sempre trasparenza alle loro caratteristiche e motivazioni.

La dialettica assembleare dipende dall'attiva partecipazione degli azionisti di minoranza, che in Italia continua ad essere limitata ed episodica.

Il recepimento della direttiva sui diritti degli azionisti è un'occasione per migliorare i tempi e la qualità dell'informazione pre-assembleare e le modalità di partecipazione diretta e per delega. Si potrebbe così superare la percezione di scarsa apertura all'attivismo assembleare delle società italiane, spesso lamentata dagli investitori esteri.

Nella stessa direzione va la valorizzazione del "voto di lista" che sta contribuendo ad articolare più compiutamente gli interessi rappresentati negli organi di amministrazione e controllo.

Non si possono però negare resistenze ad accettare il ruolo delle minoranze nell'elezione degli organi sociali. La Consob ha richiesto, con apposite

raccomandazione, un'ampia informazione sulla presenza di eventuali legami tra le liste, con l'obiettivo di identificare e tutelare il ruolo delle "minoranze autentiche".

Ulteriori interventi saranno valutati alla luce di possibili auspici progressi dell'autoregolamentazione, che, in materia di governo societario, sembra negli ultimi anni aver perso vigore.

La revisione generale del Codice di governo societario, annunciata da Borsa Italiana, è un'occasione importante per mostrare capacità di risposta ai problemi emersi con la crisi e per definire più rigorosi principi su temi centrali, quali la trasparenza dei requisiti di indipendenza degli amministratori.

L'efficacia dell'autoregolamentazione richiede però che sia predisposto un sistema di verifica sulla sua concreta attuazione dotato di adeguate forme di sanzione almeno reputazionale.

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

La Consob ha avviato da tempo il confronto con il mercato su un'ipotesi di disciplina delle operazioni con parti correlate, la cui approvazione resta una priorità.

Il dialogo con tutte le componenti del mercato ha consentito di calibrare meglio alcune disposizioni, mantenendo fermi i principi di trasparenza di tali operazioni nei confronti del mercato e il ruolo degli amministratori indipendenti nel processo decisionale.

Le scelte regolamentari, che saranno in tempi brevi sottoposte ad una nuova ultima fase di consultazione, intendono salvaguardare la flessibilità e l'autonomia delle società nell'articolare procedure e modelli organizzativi e nell'assicurare un miglior coordinamento con altre discipline di settore e con la normativa sui gruppi di imprese.

In tal modo, si è voluto corrispondere alla richiesta di offrire una pluralità di strumenti e di rispettare specifiche esigenze di efficienza operativa delle società, che necessariamente comportano disposizioni più articolate.

La crisi finanziaria e gli interventi realizzati dai governi per fronteggiarne gli effetti hanno influito sul mercato del controllo societario, modificando e riformando in molti casi i modelli preesistenti.

In Italia, modifiche alla disciplina sulle opa e sulle partecipazioni rilevanti, apportate in una fase di drammatica instabilità dei mercati, hanno attenuato l'elevata apertura alla contendibilità del controllo, che ha caratterizzato – più che in altri paesi europei - il quadro normativo. Una volta superata l'attuale fase di emergenza, per quelle modifiche potrebbero essere previsti limiti temporali. I principi cardine del Testo unico della finanza restano, nel lungo termine, un saldo punto di riferimento.

## **LA STRATEGIA REGOLAMENTARE E DI VIGILANZA DELLA CONSOB**

La gravità della crisi in atto sollecita tutti a mettere in discussione modelli consolidati di comportamento e ad adottare strategie innovative. L'intero sistema della vigilanza sui mercati finanziari è chiamato ad un processo di riforma senza precedenti per ripristinare la fiducia dei risparmiatori e per incoraggiare le forze positive del mercato verso un percorso di crescita.

La Consob ha avviato un processo di pianificazione strategica per la definizione di politiche di regolamentazione e di vigilanza più idonee a fronteggiare i fattori di rischio e ad assicurare livelli omogenei di tutela degli investitori. Tale processo sarà aperto al confronto con il mercato.

È stata approvata, e sarà a breve posta in consultazione, una

comunicazione che estende all'offerta al pubblico di obbligazioni bancarie e societarie i principi di trasparenza già introdotti per i prodotti finanziario-assicurativi e del risparmio gestito.

L'inserimento nei documenti informativi di indicatori relativi agli scenari probabilistici di rendimento, al grado di rischio, ai costi e all'orizzonte d'investimento consigliato consentirebbe ai risparmiatori di valutare e comparare gli investimenti sulla base di criteri omogenei.

Si tratta di un approccio innovativo nel panorama internazionale che risponde alle esigenze di un mercato, come quello italiano, dove l'elevata capacità di risparmio tende a privilegiare forme di investimento diretto.

L'impegno per migliorare l'informazione destinata agli investitori trova tuttavia dei limiti. Il principio del passaporto europeo consente che vengano commercializzati in Italia prodotti soggetti a regimi di trasparenza meno incisivi. È necessario che l'Europa consideri prospettive di ulteriore armonizzazione che accolgano approcci alla trasparenza più focalizzati sull'esposizione, non meramente descrittiva, dei rischi per gli investitori.

La Consob sta collaborando con il Ministero dell'Economia per lo sviluppo di analoghe metodologie di rappresentazione dei rischi per gli strumenti di finanza derivata sottoscritti dagli enti locali.

In quest'area è infatti emerso, anche grazie a indagini svolte sin dal 2004, che molti enti locali e imprese non finanziarie, classificati quali "operatori qualificati", assumevano rischi non proporzionati alle loro reali esigenze, senza le tutele previste per gli investitori al dettaglio. In occasione dell'audizione del 18 marzo 2009 presso la VI Commissione del Senato, la Consob ha sottolineato l'utilità di un potenziamento dell'assetto dei controlli pubblici sul fenomeno.

In materia di emittenti, l'obiettivo strategico della Consob è lo sviluppo di sistemi di analisi, anche dei meccanismi di governo societario, che rafforzino la

capacità di individuare, soprattutto nei periodi di crisi, non corrette rappresentazioni contabili delle reali situazioni economico-finanziarie.

L'attività di vigilanza svolta prefigura un aumento del numero degli emittenti soggetti a più stringenti obblighi informativi. La Consob ha deciso di richiedere un'integrazione dell'informazione periodica trimestrale alle società per le quali i revisori hanno segnalato rilevanti dubbi sulla continuità aziendale. La stessa integrazione verrà richiesta alle società sottoposte ad obblighi di informazione mensile, in conseguenza di conclamati stati di crisi gestionale.

L'aumento del numero di società con rilevanti tensioni finanziarie o acclarato stato di crisi si riflette nelle richieste di esenzione dagli obblighi di opa conseguenti a operazioni di salvataggio. Le esenzioni sono state concesse (4 nei primi sei mesi del 2009) in presenza di progetti di risanamento aziendale.

Nuovi strumenti di tutela diretta dei risparmiatori sono in via di realizzazione. E' prossima l'operatività della Camera di conciliazione e di arbitrato, di cui la Consob ha approvato la disciplina attuativa e ha in corso la nomina dei componenti. I risparmiatori avranno uno strumento di risoluzione stragiudiziale delle controversie con gli intermediari, attraverso procedure rapide, economiche e di agevole fruibilità.

È in programma la sistematizzazione e la semplificazione dei regolamenti Consob, a partire da quello relativo agli emittenti, che sono stati oggetto di diverse rivisitazioni dovute ai doveri di attuazione della disciplina comunitaria e nazionale. Obiettivo primario, pur se non unico, sarà la riduzione degli oneri di adempimento, anche differenziando le regole in funzione di parametri dimensionali e di rischio.

Si tratta di un impegno difficile che dovrà trovare un equilibrio tra i diversi interessi coinvolti e i vincoli della legislazione comunitaria.

L'attuazione della direttiva europea in materia di obblighi di trasparenza

degli emittenti ha posto il problema di individuare i canali più efficaci di diffusione delle informazioni al pubblico. Le modifiche regolamentari adottate dalla Consob il 1° aprile 2009 hanno previsto una progressiva sostituzione dell'utilizzo della stampa come canale di diffusione delle informazioni a favore di sistemi telematici soggetti a autorizzazione e vigilanza. Tale decisione è stata oggetto di un ricorso presso il TAR da parte della Federazione Italiana Editori Giornali e di alcune società editoriali. Nel contempo, le Commissioni competenti di Camera e Senato hanno invitato all'unanimità il Governo, fermo restando l'utilizzo dei sistemi telematici, a reintrodurre gli obblighi di pubblicazione sulla stampa quotidiana. Il Governo ha recepito tali indicazioni con il decreto legislativo approvato il 26 giugno. La Consob dovrà quindi adeguare le norme regolamentari, modificando le deliberazioni assunte nell'aprile scorso.

Complementare alla definizione di un quadro di regole efficaci e condivise è il massimo rigore nell'attività di repressione dei comportamenti scorretti.

La sanzione dei reati finanziari ha efficacia dissuasiva e di salvaguardia dell'integrità e della fiducia dei mercati se avviene in tempi ragionevolmente brevi, che oltre ad assicurare certezza della pena evitino reiterazioni ed emulazioni. La recente esemplare condanna del finanziere Madoff negli Stati Uniti è avvenuta dopo un processo durato solo pochi mesi.

La Consob applica i propri poteri sanzionatori con determinazione, nei limiti di un quadro normativo che sempre più necessita di essere migliorato al fine di favorire selettività e proporzionalità. Nella razionalizzazione del sistema sanzionatorio occorrerà tenere conto dell'esigenza di una tendenziale e progressiva armonizzazione a livello comunitario, così come raccomandato anche dal Rapporto de Larosière.

Negli ultimi 18 mesi la Commissione ha assunto 226 decisioni in esito a procedimenti sanzionatori; di queste 196 hanno previsto l'applicazione di sanzioni. Le sanzioni pecuniarie applicate ammontano a 17,4 milioni di euro.

La fondatezza dell'impianto accusatorio ha ricevuto pressoché totale conferma da parte delle Corti d'Appello, che solo in circoscritti casi hanno proceduto ad una rideterminazione del *quantum*.

Frequenti e intensi continuano ad essere i rapporti di collaborazione con l'Autorità Giudiziaria, in particolare nella vigilanza sugli abusi di mercato, non solo per la repressione delle fattispecie penali, ma anche per l'accertamento delle violazioni di natura amministrativa.

Indagini relative a vicende di vasta risonanza, tra le quali "Bnl/Unipol", "Alitalia" e società calcistiche quotate, hanno impegnato e stanno tuttora impegnando gli uffici della Commissione in un'intensa attività di indagine e di scambio di informazioni con le Procure competenti.

L'esperienza della quotazione delle società di calcio conferma le preoccupazioni più volte espresse dalla Consob in merito alla possibilità di assicurare il buon funzionamento del mercato in un settore strutturalmente interessato dalla diffusione di voci e indiscrezioni, spesso amplificate da una sensibilità esasperata.

Per quanto riguarda l'Alitalia, si prende atto dei recenti interventi pubblici di ristoro volti a rispondere alle fondate attese degli obbligazionisti e ai disagi degli azionisti. Si era più volte segnalato nelle sedi istituzionali competenti la necessità di iniziative a tutela degli investitori. L'evoluzione della vicenda Alitalia è stata caratterizzata da una straordinaria complessità e da misure eccezionali, tra le quali la sospensione dagli obblighi di informazione al mercato disposta con decreto-legge<sup>9</sup>, che aveva determinato il venir meno dei presupposti per un regolare svolgimento degli scambi sul mercato.

Negli ultimi 18 mesi, la Consob ha trasmesso all'Autorità Giudiziaria 81 segnalazioni per ipotesi di violazioni sanzionate penalmente; 8 hanno riguardato ipotesi di abusi di mercato; in 9 nuovi procedimenti penali, la Consob si è

---

<sup>9</sup> Decreto-legge 3 giugno 2008, n. 97.

costituita parte civile per ipotesi di manipolazione del mercato e di ostacolo alla vigilanza.

Nello stesso periodo sono stati definiti in primo grado 11 procedimenti penali con il riconoscimento, nella maggior parte dei casi, della responsabilità degli imputati e con la condanna al risarcimento dei danni in favore della Consob. Da ultimo, di particolare rilievo è la sentenza di condanna di uno degli imputati dei reati di aggio e ostacolo all'esercizio delle funzioni delle autorità di vigilanza nella vicenda "Parmalat", emessa dal Tribunale di Milano il 18 dicembre 2008.

Le decisioni che hanno definito una parte dei giudizi risarcitori promossi in numero crescente nei confronti della Consob per asserita omessa vigilanza sono state, in massima parte, favorevoli all'Istituto.

In particolare, 143 sentenze hanno definito giudizi promossi da investitori, acquirenti di obbligazioni "Cirio", "Parmalat" e "Argentina". Le pretese risarcitorie formulate nei confronti della Consob sono state sempre respinte.

In 4 sentenze la Consob è stata condannata, in riferimento a fatti accaduti negli anni '90, al risarcimento dei danni nei confronti di investitori; è stato promosso appello contro le decisioni avverse.

\* \* \*

La Consob è impegnata a rafforzare la vigilanza anche attraverso un piano di completamento e riorganizzazione dell'organico – aumentato recentemente a 715 unità - che assegni le risorse alle funzioni più strategiche. È intendimento di realizzare le assunzioni in tempi brevi, compatibilmente con una più adeguata e funzionale sistemazione logistica delle sedi dell'Istituto, attualmente in fase di definizione, e con la selezione di personale dotato della necessaria qualificazione.

La Consob peraltro deve anche fronteggiare un consistente esodo

volontario di risorse, la cui esperienza, pur nell'attuale momento, è apprezzata e ricercata sul mercato del lavoro, come è dimostrato da alcuni casi riguardanti dirigenti di elevata specializzazione. Tale fenomeno rappresenta un fattore critico, soprattutto in un momento di crescita delle competenze e della complessità gestionale, considerata l'oggettiva difficoltà di reperire in tempi brevi idonee sostituzioni.

L'Istituto sta sviluppando un ambizioso piano formativo e sta considerando di procedere ad una sostanziale riforma dei sistemi di valutazione e incentivazione del personale, per migliorare la qualità delle prestazioni lavorative.

Allo stesso obiettivo è mirato il processo di informatizzazione volto a supportare le attività ispettive e di vigilanza e le relazioni con i soggetti vigilati e con il pubblico.

Nonostante l'ampliamento delle funzioni istituzionali e dell'organico, il fabbisogno finanziario per il 2009 è stato ridotto di oltre 9 milioni di euro rispetto all'anno precedente.

La Consob assolve ai propri compiti in questo difficile periodo con il grande impegno del Direttore Generale, dei dirigenti e dei dipendenti tutti, ai quali va un vivo e sentito ringraziamento.

Anche alle Organizzazioni Sindacali si rivolge un ringraziamento sincero per il contributo offerto al processo di miglioramento della vita dell'Istituto.

La Commissione da parte sua assolve i compiti d'Istituto con particolare dedizione e, anche nei casi di dialettica interna, intende perseguire sempre nella sua attività collegiale l'interesse del mercato e di coloro che in esso operano, primi fra questi i risparmiatori, parte più debole del sistema ma nel contempo essenziale centro motore dello stesso.

*Signor Presidente della Repubblica, Signor Ministro, Autorità, Signore e Signori,*

è trascorso un anno da quando, intervenendo in questa sede, la Commissione ebbe a segnalare l'esigenza di "un sistema di regole certe e chiare, che potessero essere ampiamente condivise e da tutti rispettate".

Oggi si è alla ricerca di regole e strumenti che consentano di riprendere un percorso virtuoso e di ristabilire la fiducia.

Il nostro Paese – pur se gravato da un debito pubblico che ne condiziona l'agire – ha dimostrato una tenuta di sistema che costituisce motivo di conforto, dando prova di tempestività negli interventi e di sostanziale stabilità delle sue banche, peraltro in alcuni casi protagoniste di tormentate vicende negli ultimi anni.

E' necessario concorrere con impegno corale a ristabilire il corretto operare dei mercati, con accordi tra tutti i paesi europei e – per quanto possibile – condivisi su scala globale.

Occorre anche un orizzonte non di breve periodo né condizionato dall'utile immediato. Esempi negativi sono da ricercarsi in normative non equivalenti dalle quali sono derivati comportamenti che hanno spesso sacrificato gli interessi degli investitori.

I compromessi raggiunti in esito ai difficili negoziati per l'approvazione di importanti direttive europee (MiFID e OPA) si sono rivelati non adeguati ad un contesto di crescente integrazione economica, ma anche di forte innovazione e di elevata frammentazione di strumenti e mercati.

La massima apertura alla concorrenza dei sistemi di negoziazione e di intermediazione ha comportato problemi, che la Consob aveva segnalato più volte nelle sedi europee, legati agli effetti di riduzione del livello complessivo di trasparenza degli scambi e dell'ambito di applicazione delle regole di condotta. Ugualmente la minimale armonizzazione dei meccanismi di funzionamento del mercato del controllo societario ha lasciato troppi spazi a disuguaglianze

sostanziali nel grado di apertura delle società.

Tali problemi sono divenuti evidenti a tutti con la crisi. Può essere - anzi deve essere - l'occasione per ampliare le basi di consenso nei confronti di una revisione delle regole europee, in particolar modo in materia di mercati e intermediari, che riassegni la dovuta centralità all'obiettivo di tutela del risparmio.

La Consob ha operato e continuerà a operare avendo ben presente che regole di trasparenza e regole di condotta devono andare di pari passo ed essere applicate secondo un approccio orizzontale, indipendentemente dalla qualificazione giuridica dei prodotti e dai canali di distribuzione, assicurando un adeguato controllo dei rischi. Rispondono a questo obiettivo le proposte di regolamentazione che il gruppo del CESR sulle gestioni collettive presieduto dalla Consob ha elaborato per la Commissione Europea.

La vigilanza sulle modalità concrete di attuazione delle regole di trasparenza e condotta sarà particolarmente severa e rigorosa e si concentrerà sui fenomeni, come quello dell'offerta di obbligazioni non quotate, dove più a rischio sono gli interessi dei risparmiatori.

La strategia per uscire dalla crisi richiede un'azione congiunta anche per colmare vuoti normativi e di vigilanza in segmenti che hanno giocato un ruolo importante nel contagio dei mercati.

Le iniziative di regolamentazione europee e internazionali delle agenzie di *rating* e degli *hedge fund* forniscono una prima risposta, cui è d'uopo seguano ulteriori convergenti determinazioni.

Nuove regole possono non essere sufficienti se non si accompagnano allo sviluppo di nuovi modelli e pratiche di vigilanza, coerenti con la dimensione sopranazionale, spesso globale, dei soggetti coinvolti.

La riforma degli assetti istituzionali di vigilanza a livello europeo, avviata con la proposta del gruppo de Larosière, sta raccogliendo consenso crescente. Si profila la trasformazione del CESR in "autorità europea" dotata di poteri vincolanti, il cui *status* istituzionale, si auspica in un futuro non lontano, possa

trovare riconoscimento nel Trattato dell'Unione.

La crisi che ha colpito il sistema finanziario internazionale può trasformarsi in un'opportunità. Lo slancio riformatore non deve affievolirsi ai primi segnali di ripresa. Serve una volontà politica forte e condivisa per evitare che riemergano atteggiamenti conservativi o che un'armonizzazione limitata al contenuto tecnico delle regole possa fornire un alibi per continuare di fatto a perseguire interessi di parte. E' un impegno da assumere verso noi stessi e le generazioni future. Segnali incoraggianti in questo senso sono giunti, da ultimo, dalle Dichiarazioni approvate dal G8 a L'Aquila.

La realizzazione degli impegni politici che i governi dei principali paesi stanno condividendo è fondamentale per dare una più profonda base di legittimità democratica e una cornice di solidità e credibilità al processo di riforma e alle attività di chi amministra le regole.

Regole globali devono concorrere alla circolazione delle risorse, anche finanziarie, sulla base di principi di equità e di tutela dei soggetti più deboli, contribuendo a realizzare un nuovo equilibrio.

La trasparenza e la correttezza dei comportamenti e la consapevolezza dei risparmiatori – missione del quotidiano operare della Consob – hanno per loro natura una valenza etica, senza la quale la sfera economica perde la sua funzione fondamentale di supporto allo sviluppo della comunità umana.

La legittima ricerca di risultati economici e di benessere individuale non può e non deve mai essere disgiunta da principi di comportamento ispirati a più alti valori etici e sociali.