



CONSOB
COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

SENATO DELLA REPUBBLICA
VI COMMISSIONE (FINANZE)

AUDIZIONE DEL PRESIDENTE DELLA CONSOB
GIUSEPPE VEGAS

Roma, 26 giugno 2012

INDICE

| | |
|---|----|
| 1. L'evoluzione della crisi e l'impatto sui mercati finanziari: il quadro macro | 1 |
| 2. L'evoluzione del sistema finanziario | 7 |
| 3. L'azione della Consob | 9 |
| 4. Limiti strutturali del mercato azionario italiano e possibili strategie di rilancio | 11 |
| 4.1 Limiti del mercato italiano | 11 |
| 4.2 Le iniziative della Consob | 13 |
| 5. I processi di regolamentazione e gli assetti istituzionali della vigilanza: criticità e possibili soluzioni | 14 |
| 5.1 Il contesto europeo | 15 |
| 5.2 Il contesto nazionale | 16 |
| 6. Conclusioni | 17 |
| <i>Appendice I - Alcune evidenze empiriche</i> | 23 |
| <i>Appendice II - Italia e Spagna: dati comparativi sulla situazione macroeconomica e sul settore bancario</i> | 27 |
| <i>Appendice III - Gli Exchange traded funds</i> | 33 |
| <i>Appendice IV - Le vendite allo scoperto</i> | 37 |
| <i>Appendice V - High frequency trading</i> | 39 |
| <i>Appendice VI - Le agenzie di rating</i> | 41 |
| <i>Appendice VII - Assetti proprietari e governo societario delle società quotate</i> | 43 |
| <i>Appendice VIII - La ripartizione delle competenze tra autorità di vigilanza sul settore finanziario: principali esperienze europee</i> | 47 |

1. L'evoluzione della crisi e l'impatto sui mercati finanziari: il quadro macro

Il 2011 e la prima metà del 2012 sono stati segnati dall'inasprimento della crisi del debito sovrano nell'Area euro. Tale crisi deriva dagli squilibri della finanza pubblica e dalla mancata convergenza delle economie dell'Area dalla nascita dell'Unione monetaria ad oggi. Gli squilibri della finanza pubblica, alimentati anche dal salvataggio degli istituti finanziari maggiormente colpiti dalle turbolenze del 2008 (Fig. I.1), nonché il rallentamento della crescita globale, hanno fatto esplodere le contraddizioni che sono diventate evidenti a partire dalla seconda metà del 2011.

I titoli di Spagna, Italia e, dall'inizio di novembre 2011, Francia e Belgio hanno così sperimentato rialzi significativi dello spread rispetto al Bund tedesco, che nel frattempo registrava una riduzione dei rendimenti di oltre 100 punti base (Fig. I.2).

Per l'Italia, che a inizio agosto ha visto crescere il differenziale dei Btp a 10 anni da circa 250 a quasi 400 punti base in pochi giorni, il rendimento dei decennali ha continuato ad aumentare, superando quello dei corrispondenti titoli spagnoli, fino a superare il 7 % nella seconda metà di novembre. In seguito, il differenziale dei Btp decennali si è riportato in area 300 punti base per poi risalire nuovamente a oltre 400 nel mese di maggio per via delle crescenti criticità manifestatesi nel settore bancario spagnolo (per maggiori dettagli si veda il paragrafo 6).

Le rinnovate tensioni sul debito sovrano si sono riflesse anche sui corsi azionari. Nel corso del 2011 l'indice EuroStoxx dei 50 titoli europei a maggiore capitalizzazione ha registrato una flessione del 20% circa; il FtseMib è calato del 33%; da gennaio 2012 il calo si è attestato rispettivamente all'8% e al 13% circa (dato al 25 giugno; Fig. I.3). Il settore bancario ha sottoperformato rispetto al mercato, con flessioni pari, dall'inizio dell'anno, al 20% circa per l'indice europeo, e al 28% circa per l'Italia (Fig. I.4).

Alla crisi dei paesi periferici e ai fenomeni di contagio dell'Area euro le istituzioni hanno risposto sia con misure immediate di sostegno finanziario alle economie in difficoltà sia con riforme strutturali di respiro nazionale e internazionale.

Dall'inizio della crisi le misure a sostegno dei paesi periferici, definite dalle istituzioni europee e internazionali, sono state numerose ma non sempre sono state ritenute efficaci.

Ad esempio, il piano di aiuti triennale alla Grecia, concordato nel maggio 2010 e pari complessivamente a 110 miliardi di euro, è stato percepito sin da subito, dai mercati e dagli operatori, come una soluzione solo temporanea ai problemi di liquidità del paese anche perché condizionato all'attuazione di un programma di stabilizzazione dei conti pubblici tanto severo da penalizzare la crescita, almeno nel breve periodo, e da pregiudicare, quindi, il conseguimento dei previsti obiettivi di risanamento fiscale. Nel corso del 2011 la ristrutturazione del debito greco è pertanto divenuta uno sviluppo necessario della crisi, che ha portato nei primi giorni di marzo 2012 all'accettazione, su base volontaria, da parte di circa l'86% dei creditori privati di una perdita stimabile complessivamente attorno al 70% del capitale e degli interessi. A fronte di tale ristrutturazione e dell'approvazione da parte del Governo greco di ulteriori misure di contenimento del deficit, il Consiglio Europeo ha deliberato l'erogazione di una prima tranche del secondo piano di aiuti alla Grecia, già definito per un ammontare massimo di 130 miliardi di euro. Al maggio di quest'anno sono stati erogati circa 73 miliardi, al netto di ulteriori 35 miliardi emessi dallo European Financial Stability Fund (Efsf) per l'attivazione di uno schema di riacquisto volto a sostenere i titoli greci.

Diverso è il caso della Spagna, che ha richiesto un'iniezione di capitale a favore del proprio sistema bancario (per maggiori dettagli si rimanda al paragrafo 6). Non si tratta di un generale intervento di assistenza al paese ma di uno specifico piano di ricapitalizzazione del sistema bancario spagnolo, e solo rispetto alle modalità con le quali tali operazioni saranno effettuate sono stati introdotti elementi di condizionalità. I mercati hanno valutato negativamente questo sviluppo della crisi bancaria spagnola, ritenendo da un lato che tale intervento non ponga di per sé al riparo le banche dal rischio di corsa agli sportelli a favore di istituti di credito aventi sede legale in paesi membri più solidi; dall'altro che il corrispondente incremento del debito pubblico della Spagna finisca per rafforzare il rischio sovrano cui tali banche sono fortemente esposte.

In particolare i paesi con maggiori squilibri di finanza pubblica hanno adottato severi programmi di consolidamento del debito. Tali programmi, pur necessari, hanno tuttavia contribuito a deprimere la crescita, rendendo più difficile il raggiungimento degli obiettivi di bilancio.

Anche in Italia il consolidamento dei conti pubblici ha privilegiato nel breve periodo forme di incremento della pressione fiscale, mentre le riduzioni della spesa e del perimetro pubblico sono ancora in fase di attuazione o di pianificazione. Occorre sottolineare tuttavia come la riforma previdenziale approvata all'inizio dell'anno in corso ponga l'Italia tra i pochissimi paesi virtuosi che beneficeranno negli anni a venire di una riduzione significativa della spesa pensionistica in rapporto al Pil pur in un contesto di progressivo invecchiamento della popolazione (Fig. I.5).

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

In particolare il fiscal compact, firmato il 2 marzo scorso da 25 paesi dell'Unione e in vigore dal gennaio 2013 a condizione che riceva almeno 12 ratifiche nazionali, stabilisce che il deficit strutturale non possa eccedere lo 0,5% del Pil e che il debito pubblico in rapporto al Pil debba diminuire ogni anno di un ammontare pari a 1/20 della distanza tra il suo livello effettivo e la soglia del 60%. Sono previsti tuttavia fattori attenuanti e deroghe, in modo da permettere agli Stati membri di utilizzare la politica fiscale in chiave anticiclica o in risposta a shock esogeni. Tali 'attenuazioni', tuttavia, potrebbero non essere sufficienti a dare credibilità a misure che, proprio per il loro rigore e in assenza di una ripresa dell'attività economica, rischiano di essere percepite come un impegno poco realistico per i paesi chiamati ad attuarle. Ad oggi il processo di ratifica del fiscal compact è stato completato dalla Grecia e dalla Slovenia, mentre numerosi altri paesi hanno completato il processo interno di approvazione e si accingono a depositare la ratifica presso il Segretariato generale dell'Unione europea.

Il rigoroso controllo dei conti pubblici, rimuovendo fenomeni di azzardo morale e di sussidi a favore degli Stati in difficoltà, potrebbe favorire un accordo su una politica comune di accesso al mercato dei capitali da parte dei paesi dell'Area euro, che consentirebbe di ottimizzare la spesa aggregata per interessi sul debito pubblico, favorendo anche la ripresa economica. In questa direzione va la proposta, relativa ai cosiddetti *stability bonds*, che la Commissione Europea ha posto in consultazione nel mese di novembre e che riprende in parte un'idea già avanzata nel 2010 (proposta 'Junker-Tremonti').

Gli stability bonds sarebbero emessi in comune dagli Stati membri per finanziare i rispettivi fabbisogni, in sostituzione totale o parziale delle emissioni nazionali, e verrebbero assistiti da garanzie congiunte o separate. Tali titoli consentirebbero di ridurre la spesa per interessi poiché sarebbero strutturati in modo da godere del massimo rating e sarebbero molto liquidi.

La proposta della Commissione Europea non ha raccolto tuttavia il supporto sperato, specie da parte dei paesi meno esposti a squilibri di finanza pubblica. Sono nate così una serie di proposte alternative che mirano a superare la ritrosia dei paesi più solidi ponendo vincoli di varia natura alle emissioni di debito sovrano europeo. Tra queste iniziative possono essere annoverati in primo luogo i project bonds, che nelle intenzioni dei proponenti dovrebbero essere emessi dalla Banca Europea degli Investimenti per finanziare una serie di progetti infrastrutturali a medio e lungo termine. Non sembra tuttavia che questa soluzione possa costituire nell'immediato un'argine sufficiente al deflagrare di una crisi che mette essenzialmente in discussione i meccanismi di governance politica dell'Unione.

Ipotesi alternative riguardano i cosiddetti blue bonds e European safe bonds. I primi prevederebbero emissioni centralizzate a livello europeo volte a coprire il debito degli Stati membri fino alla quota del 60% su Pil individuata dai trattati costitutivi. Il debito oltre tale quota dovrebbe poi essere finanziato da emissioni del singolo stato sovrano.

Più complessa la proposta che ipotizza l'emissione di European safe bonds. Si tratterebbe di istituire un'agenzia europea che si occuperebbe di acquistare secondo determinati criteri titoli governativi dei paesi Euro con un rapporto debito/Pil superiore al 60%, per poi cartolarizzarli in

diverse tranches di qualità variabile e cederli in questa forma agli investitori (sulle varie ipotesi si rimanda al sito http://ec.europa.eu/economy_finance/consultation/stability_bonds/pdf/2012-05-stability-bonds-consultation_en.pdf).

Una recente risoluzione presentata dal Comitato per gli Affari Economici e Finanziari del Parlamento europeo, infine, riconosce la necessità di intervenire nell'immediato con strumenti che, indipendentemente dalla forma tecnica, consentano la "condivisione" almeno parziale del debito pubblico dell'Unione.

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

Nel complesso la capacità di intervento dell'Efsf è stata inizialmente fissata a 440 miliardi di euro; in parallelo è stato istituito un meccanismo permanente (Esm) con una capacità di prestito pari a circa 500 miliardi. Tale meccanismo, che inizialmente avrebbe dovuto sostituire l'Efsf al cessare del medesimo, dovrà invece affiancarlo anticipatamente per via del fondato timore che le risorse stanziare a favore del Efsf non siano sufficienti a far fronte a eventuali esigenze di rifinanziamento che dovessero coinvolgere ulteriori paesi europei colpiti da fenomeni di contagio. Permangono tuttavia incertezze sui tempi di avvio dell'Esm, anticipata a luglio 2012 rispetto alla data prevista di luglio 2013; si è stabilito comunque che l'Efsf dovrà cessare le propria attività tra un anno.

Una ulteriore importante criticità deriva dal fatto che gli interventi dell'Efsf e dell'Esm rischiano di non essere tempestivi essendo subordinati nel primo caso all'approvazione unanime e nel secondo all'approvazione di una maggioranza qualificata dell'85% dei partecipanti.

In questo contesto si è iscritta la decisione del Consiglio Europeo, del 26 ottobre 2011, di procedere a un significativo intervento di rafforzamento patrimoniale degli istituti di credito europei al fine di ristabilire la fiducia dei mercati verso il sistema bancario. Per le banche di maggiori dimensioni (71 in totale) sono state previste ricapitalizzazioni finalizzate alla costituzione di riserve eccezionali e temporanee tali da portare il *core Tier 1* a un livello almeno pari al 9% entro il 30 giugno 2012, tenuto conto anche della valutazione di mercato (*mark to market*) delle esposizioni verso il debito sovrano.

A fronte delle decisioni del Consiglio Europeo, la European Banking Authority (Eba) ha formulato una raccomandazione ufficiale nella quale ha indicato un fabbisogno di capitale complessivo di circa 115 miliardi di euro, di cui circa 58 imputabili all'effetto del mark to market delle esposizioni in titoli di Stato; per le banche italiane il fabbisogno ammonta a 15,4 miliardi di euro, di cui circa 6,7 derivanti dall'esposizione in titoli di Stato.

Il rafforzamento patrimoniale richiesto dall'Eba può avvenire attraverso un processo di riduzione della dimensione dell'attivo o del suo grado di rischiosità, oppure attraverso un incremento del patrimonio di vigilanza, raccogliendo nuovo capitale di rischio sul mercato.

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

Il ruolo della Banca centrale europea (Bce) è stato molto importante nel mitigare le tensioni sui mercati finanziari. Pur ribadendo la contrarietà a finanziare, direttamente o indirettamente, il debito dei paesi in difficoltà, la Bce ha tuttavia dato attuazione a varie misure non convenzionali.

Tra queste, le due aste di rifinanziamento a 36 mesi al tasso dell'uno per cento (cosiddette Long Term Refinancing Operations, LTROs), effettuate nel dicembre 2011 e a febbraio 2012, hanno fornito liquidità al sistema per un ammontare pari complessivamente a 1.020 miliardi di euro (corrispondente a un aumento netto di liquidità di oltre 400 miliardi). Non sono previste al momento ulteriori LTROs, ma la Bce ha assicurato che le normali operazioni di rifinanziamento a 3, 6 e 12 mesi continueranno a non essere assoggettate ad alcun vincolo quantitativo (cosiddetto meccanismo di piena aggiudicazione).

Inoltre, a dicembre 2011 la Bce ha abbassato di 50 punti base il tasso di riferimento; ha ripreso l'acquisto di titoli di Stato sul mercato secondario nell'ambito del Securities Market Programme, portando le consistenze in portafoglio a circa 220 miliardi di euro (dato a dicembre 2011), per poi sospenderlo nuovamente (al 4 giugno 2012 il dato è sostanzialmente immutato); ha inoltre riattivato il programma di acquisto, sul mercato primario e secondario, di covered bond emessi dalle banche per 40 miliardi di euro (da completarsi entro la fine del 2012; all'8 giugno i titoli acquistati erano pari a 12,8 miliardi). Al fine di allentare le tensioni sul fronte della raccolta a breve per le banche europee, la Bce ha inoltre affiancato agli strumenti esistenti operazioni di ri-

finanziamento, con il meccanismo dell'asta a tasso fisso e piena aggiudicazione degli importi almeno fino a luglio 2012, ha allargato la lista delle garanzie che possono essere utilizzate dalle banche per accedere ai finanziamenti e ha ridotto il coefficiente di riserva obbligatoria dal 2% a un punto percentuale.

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

In particolare, a partire dalla seconda metà del 2011 è aumentato significativamente il ricorso all'Eurosistema da parte delle banche di Spagna e Italia, che alla fine del primo quadrimestre del 2012 risultavano aver avuto accesso a finanziamenti per importi pari rispettivamente all'8,5% e al 5% del totale degli attivi (3% e 3,9% alla fine del quadrimestre precedente; Fig. I.6). Al contempo sono rimasti elevati i fondi ottenuti dagli istituti di credito di Grecia (15% circa), Portogallo (poco più dell'8%) e Irlanda (quasi 7%).

In tal modo gli intermediari più esposti alla crisi hanno controbilanciato i deflussi di capitali privati non residenti e il venir meno della raccolta bancaria sull'estero. Tali andamenti hanno determinato un ampliamento dei saldi passivi (o attivi, come nel caso di Germania e Olanda) delle banche centrali nazionali nei confronti della Bce sul sistema di regolamento europeo (Target2; Fig. I.6). Anche Banca d'Italia, che fino al 2010 aveva registrato un saldo positivo, a fine 2011 presentava una posizione debitoria pari a 190 miliardi di euro. Per effetto delle tensioni sul mercato interbancario, segnalate dall'accresciuta propensione delle banche a depositare la liquidità in eccesso presso la Bce, anche nel corso del 2012 è aumentato il ricorso alla raccolta a breve collateralizzata, sebbene il peso sulla raccolta complessiva (depositi e obbligazioni), cresciuto in media per l'Area euro, abbia registrato una diminuzione per Spagna e Italia (Fig. I.7).

La stabilizzazione della raccolta obbligazionaria a medio/lungo termine e il rafforzamento del patrimonio di vigilanza avrebbero dovuto avere un riflesso positivo sulla capacità delle banche di erogare nuovo credito e di espandere gli impieghi. Come evidenzia la *survey* periodica della Bce, tuttavia, la quota di banche che segnalano un irrigidimento nei criteri per la concessione di prestiti a famiglie e imprese è in aumento. Per quanto riguarda l'Italia, si è registrata una flessione significativa dei prestiti nel dicembre del 2011. Tale trend è poi proseguito – seppure con intensità variabile – nel corso del 2012.

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

successivamente traslate verso il basso. A partire dal mese di aprile, tuttavia, la crisi dell'istituto Bankia e dell'intero sistema bancario spagnolo hanno rafforzato le preoccupazioni circa la solidità della Spagna; tale circostanza e l'effetto contagio subito dall'Italia hanno comportato una nuova traslazione verso l'alto delle curva dei tassi dei due paesi (Fig. I.8).

Tra i motivi all'origine delle difficoltà del settore bancario in Spagna occorre menzionare la forte esposizione al settore immobiliare che queste hanno accumulato nel corso degli anni duemila. Il comparto aveva registrato una robusta espansione, seguita da una veloce discesa delle quotazioni e dal conseguente notevole incremento delle sofferenze bancarie. Lo sviluppo del settore immobiliare aveva altresì reso possibile la vivace crescita economica della Spagna negli anni duemila.

Diverso è il caso dell'Italia, dove i prezzi degli immobili sono fortemente incrementati nel corso dei primi anni duemila ma non hanno raggiunto valori tali da poter ipotizzare un rischio di rapido deterioramento, come nel caso spagnolo; né si può affermare, inoltre, che l'economia italiana avesse beneficiato in modo significativo della crescita dell'industria immobiliare (Appendice II).

2. L'evoluzione del sistema finanziario

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

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

Le risposte alla crisi maturate dalle istituzioni europee e dalle autorità nazionali hanno contribuito a rafforzare il legame tra rischio sovrano e rischio bancario: oltre alla già ricordata raccomandazione Eba, va in questa direzione anche la decisione con la quale la Commissione Europea ha previsto la concessione di garanzie pubbliche nazionali alle passività bancarie di nuova

emissione, stabilendo regole uniformi per tutti i paesi Ue in termini di accesso, costi e condizioni per le banche.

Questa misura, che il governo italiano ha adottato nel dicembre 2011, ha consentito alle banche che vi sono ricorse di incrementare i titoli stanziabili presso la Bce, per accedere alla liquidità a basso costo da essa fornita, piuttosto che ad abbassare il costo della raccolta obbligazionaria.

Infine, anche le già menzionate operazioni LTROs della Bce hanno contribuito al rafforzamento del legame tra rischio sovrano e rischio bancario, soprattutto per gli istituti di credito italiani e spagnoli. Questi ultimi, infatti, incentivati dai vantaggi del carry trade, hanno aumentato la propria esposizione ai titoli di Stato domestici.

Il rischio di liquidità rimane alto, non solo per il comparto dei titoli governativi esposti al contagio da parte dei paesi in difficoltà dell'Area euro, ma anche per il comparto obbligazionario *corporate*. Un ulteriore fattore che concorre ad accrescere la correlazione tra i due segmenti del mercato obbligazionario è l'eventualità che essi sperimentino nei prossimi anni una situazione di forte congestione (*overcrowding*), dati l'ingente ammontare di debito pubblico da rifinanziare nell'Area euro (stimato per il periodo luglio-dicembre 2012, per i soli titoli con scadenza superiore all'anno, pari a circa 342 miliardi di euro) e l'ingente quantità di obbligazioni bancarie in scadenza (stimata pari a circa 430 miliardi di euro per il biennio 2012-2013, per i maggiori istituti di credito e al netto delle obbligazioni assistite da garanzia pubblica). I mercati azionari, infine, rimangono fragili e la volatilità si mantiene a livelli storicamente elevati.

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

I fenomeni che hanno maggiormente attirato l'attenzione dei regolatori nel corso del 2011 hanno riguardato gli *exchange traded fund* (Appendice III), l'operatività in *credit default swap* su debito sovrano per finalità non di copertura (cosiddetti Cds nudi), le vendite di titoli allo scoperto e l'*high frequency trading* (Hft). Si tratta di prodotti finanziari e pratiche di mercato che, pur generando potenziali benefici in condizioni 'normali', possono agire

da canali di trasmissione e da amplificatori degli shock in situazioni di turbolenza, contribuendo a minare la stabilità sistemica.

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

Esiste la possibilità, infatti, che i Cds nudi possano essere utilizzati per condizionare l'andamento delle quotazioni sui titoli di Stato sottostanti; inoltre, la scarsa trasparenza del mercato dei Cds, negoziati tipicamente over the counter (Otc), e la mancanza di informazioni accurate sugli scambi incrementano il rischio di strategie manipolative con effetti 'informativi' destabilizzanti sul mercato dei titoli di Stato.

Le iniziative europee, tuttavia, richiedono tempi molto lunghi, dovuti anche alle persistenti divergenze di interessi fra paesi, in particolare fra quelli periferici più esposti alle turbolenze e con più gravi problemi di finanza pubblica e quelli cosiddetti *core*, che invece hanno meno incentivi a introdurre forme di regolazione o di restrizione di alcune pratiche di mercato che possono risultare penalizzanti per le proprie piazze finanziarie. Il coordinamento politico è frenato, inoltre, da visioni contrastanti in merito alla rilevanza dei fenomeni e all'efficacia delle misure restrittive potenzialmente utilizzabili.

3. *L'azione della Consob*

A fronte delle crescenti tensioni nei mercati finanziari, la Consob ha ritenuto necessario anticipare alcune delle misure di prossima applicazione a livello internazionale.

In materia di vendite allo scoperto, ad esempio, è stato anticipato il già ricordato Regolamento europeo (in materia di vendite allo scoperto e Cds, che entrerà in vigore il prossimo novembre) mediante l'introduzione, in relazione alle azioni quotate sui mercati regolamentati italiani, dell'obbligo di notificare

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

Un ulteriore tema rispetto al quale la Consob è intervenuta per contenere le turbolenze dei mercati, utilizzando gli strumenti consentiti dall'attuale quadro normativo, è quello dell'Hft. In particolare, l'Istituto ha sollecitato Borsa Italiana a introdurre nel proprio regolamento una penale per i *traders* allo scattare di alcune soglie di ordini immessi e poi cancellati. La misura adottata da Borsa Italiana si è rivelata efficace, poiché ha determinato una drastica riduzione degli ordini inseguiti (Appendice V). La Commissione, inoltre, ha dato tempestiva attuazione alle Linee guida elaborate in sede Esma, e pubblicate lo scorso 20 dicembre 2011, in materia di sistemi e controlli per i soggetti vigilati interessati dalla negoziazione in ambiente fortemente automatizzato.

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

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

L'attenzione dei regolatori nei confronti delle agenzie di rating si giustifica per l'impatto che i relativi giudizi possono avere sui prezzi di mercato dei titoli interessati e per l'effetto sistemico dei giudizi stessi. Nel periodo maggio 2011-maggio 2012 le tre maggiori agenzie sono intervenute con annunci di messa sotto osservazione (cosiddetti *watches*) e/o variazioni di *outlook* e di rating almeno 30 volte (37 se si considerano anche variazioni di giudizi riferiti a singoli istituti bancari); in 12 casi l'intervento si riferiva al debito sovrano italiano e nei rimanenti 18 al sistema bancario italiano (Appendice VI).

Analisi quantitative svolte dalla Consob mostrano che tali interventi hanno avuto un impatto sistemico significativo poiché hanno determinato un aumento della correlazione tra rischio del debito pubblico e rischio bancario. Tale "effetto contagio" sembrerebbe essere stato maggiore, in particolare, dai ripetuti annunci di credit watch negativi relativi allo Stato italiano e per l'azione di downgrading del 14 maggio scorso relativa a 26 istituti bancari italiani.

4. Limiti strutturali del mercato azionario italiano e possibili strategie di rilancio

4.1 Limiti del mercato italiano

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

Nel periodo 2010-2011 il numero di società domestiche quotate sul Mercato telematico azionario (Mta) è sceso da 272 a 263, mentre la capitalizzazione si è ridotta sia in valore assoluto (da 425 a 332 miliardi di euro) sia in rapporto al Pil (dal 27 a poco meno del 21%). Nei maggiori paesi europei, invece, nonostante la crisi, la capitalizzazione sul Pil ha continuato ad attestarsi su valori significativamente maggiori: poco più del 37% per la Germania, il 55% per la Francia e più del 140% per il Regno Unito.

Come emerge da studi recenti, inoltre, nel 2009 alle società quotate italiane era riferibile l'8 % del Pil, il 21% del fatturato complessivo e il 7% degli occupati; sempre nel 2009 per Francia e Regno Unito il contributo delle quotate si attestava, rispettivamente, al 45 e al 28% del Pil, al 27 e al 40% del fatturato e attorno al 22% degli occupati. Inoltre benché il settore manifatturiero domini il tessuto produttivo italiano, la borsa italiana vede la prevalenza del settore finanziario.

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

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

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

Sul piano delle infrastrutture dedicate alle medie imprese, lo sviluppo di piattaforme di trading è ancora carente, benché siano stati effettuati vari tentativi al proposito. Si auspica che la recente iniziativa di Borsa Italiana, tesa a individuare le imprese più dinamiche e a favorirne l'avvicinamento ai mercati finanziari, contribuisca a sviluppare un saldo legame tra economia locale ed economia nazionale innescando un collegamento virtuoso che finora è mancato.

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

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

Un altro profilo 'strutturale' che incide negativamente sui processi decisionali delle società interessate è rappresentato dall'*interlocking*,

corrispondente alla presenza nel consiglio di amministrazione di almeno un consigliere con incarichi in altre società quotate. Tale fenomeno è stato oggetto del recente intervento legislativo che vieta l'assunzione di incarichi di gestione, sorveglianza e controllo in imprese o gruppi bancari, assicurativi e finanziari concorrenti (art. 36 del d.l. 201/2011 convertito nella legge n. 214 del 22 dicembre 2011).

Per promuovere un'applicazione agevole e uniforme da parte del mercato di tale intervento legislativo, la Consob ha attivamente contribuito ai lavori di un 'tavolo tecnico', istituito presso il Ministero dell'economia e delle finanze, per l'individuazione dei criteri di applicazione della norma.

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

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

4.2 Le iniziative della Consob

Per favorire lo sviluppo del mercato azionario, la Consob ha avviato un progetto di revisione complessiva della regolamentazione domestica, con i seguenti obiettivi: mantenere la necessaria tutela degli investitori; ridurre i costi per le imprese, anche per non svantaggiarle rispetto ai concorrenti esteri;

avvicinare il risparmio e le imprese, soprattutto di medie dimensioni, alla Borsa e ai mercati finanziari.

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

In particolare, gli oneri a carico dei soggetti vigilati sono stati alleggeriti snellendo la documentazione richiesta con riguardo ad alcune operazioni (tra cui quelle di prima quotazione) e rimettendo all'autonomia statutaria il livello di trasparenza al mercato rispetto alle operazioni straordinarie.

Un secondo pacchetto di modifiche regolamentari, riguardante, tra l'altro, gli emittenti titoli diffusi, le offerte pubbliche di acquisto, la trasparenza su partecipazioni rilevanti e patti parasociali, la gestione dell'informazione continua è stato recentemente approvato.

Per dare impulso al mercato azionario delle medie imprese, inoltre, la Consob si è recentemente attivata istituendo un gruppo di lavoro con l'industria. L'obiettivo è quello di semplificare la regolamentazione in materia di accesso al mercato, individuare e selezionare le caratteristiche delle imprese quotabili, definire infine i requisiti strutturali e funzionali dei fondi specializzati in *small caps*.

5. I processi di regolamentazione e gli assetti istituzionali della vigilanza: criticità e possibili soluzioni

I presupposti di una regolazione e di una vigilanza efficaci attengono sia alla produzione delle norme sia agli assetti istituzionali della vigilanza stessa.

La crisi del 2008 ha già indotto i principali paesi dell'Unione a rivedere il proprio assetto istituzionale per rendere più efficace la vigilanza finanziaria (Appendice VIII). Gli assetti correnti della vigilanza domestica e dell'Unione europea presentano, invece, alcuni profili di criticità sia sul piano della

ripartizione delle competenze sia sul piano dei meccanismi di coordinamento tra Stati membri.

5.1 Il contesto europeo

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

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

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

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

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

La preannunciata revisione per il 2014 del sistema europeo di vigilanza finanziaria potrà essere l'occasione per risolvere queste problematiche. È possibile tuttavia che già prima di allora si manifesti l'occasione di intervenire, viste le possibili novità in tema di vigilanza prudenziale che potranno essere esaminate già dal Consiglio Europeo alla fine di questo mese. È infatti in corso di ideazione un progetto di riforma della vigilanza europea che potrebbe contemplare l'attribuzione alla Bce delle competenze sulle banche con operatività transfrontaliera rilevante. Occorre prestare attenzione affinché tale eventuale riforma – per quanto necessariamente rapida – non accentui l'attuale approccio settoriale ai controlli, ignorando che il sistema bancario e finanziario richiede un approccio di vigilanza complessivo, in grado di ridurre sovrapposizioni e aree grigie.

5.2 Il contesto nazionale

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

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

D'altro lato, complice una sfiducia diffusa acuitasi in occasione delle diverse occasioni di risparmio tradito e da ultimo con la crisi, è stato altresì fortemente compresso il campo dell'autoregolamentazione. Le riforme attuate in Italia dopo lo scandalo Parmalat hanno portato alcune regole tipiche

dell'autodisciplina nella sfera della normativa speciale delle quotate (Tuf). Ad esempio, i requisiti di indipendenza degli amministratori sono stati anche definiti dal Tuf – peraltro in modo piuttosto lasco – quando invece le norme di autodisciplina sono in grado per natura di affrontare più efficacemente un tema, come quello dell'indipendenza, caratterizzato inevitabilmente da confini molto labili.

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

Ad esempio, il collegio sindacale è regolato da norme che non si concentrano tanto sul garantire un adeguato grado di professionalità quanto sull'assicurarsi che i componenti dei collegi sindacali dedichino abbastanza tempo ed energie al loro ruolo.

Sul piano degli assetti istituzionali della vigilanza, rimane attuale l'opportunità di rivedere la ripartizione delle competenze tra autorità secondo un più compiuto sistema per finalità. In particolare, occorrerebbe ripensare le attribuzioni di vigilanza in materia di risparmio gestito e di organismi di mercato e *post-trading*, alla luce del fatto che tali fenomeni presentano quasi esclusivamente profili di trasparenza e correttezza. Anche in questo caso sarebbe necessario intervenire sul Tuf, rispetto al quale si dovrebbe avviare un'opera di aggiornamento complessiva che ne ripristini la coerenza.

6. Conclusioni

Dal 15 maggio scorso, ossia subito dopo l'*incontro annuale con il mercato finanziario* tenutosi come di consueto a Milano, l'evoluzione della crisi del debito sovrano è stata segnata da numerosi eventi.

La Grecia è tuttora alle prese con il clima di instabilità politica, protrattosi anche dopo le elezioni del 17 giugno scorso, il cui esito incerto aveva alimentato timori di uscita del paese dall'Area euro, con conseguenze non chiaramente identificabili per la tenuta della stessa moneta unica. Permangono, infatti, diverse incertezze sull'azione e sull'efficacia del nuovo Governo, che ha chiesto una dilazione di due anni rispetto alla tempistica di

consolidamento dei conti pubblici stabilita dalle istituzioni internazionali (Commissione europea, Banca centrale europea e Fondo Monetario Internazionale, la cosiddetta Troika).

La Spagna ha provveduto al salvataggio di Bankia e ha presentato richiesta ufficiale di aiuto all'Europa per ricapitalizzare i propri istituti di credito (le sue esigenze patrimoniali sono stimate tra i 52 e i 62 miliardi di euro).

La Spagna ha inoltre annunciato, nel mese di maggio, l'impossibilità di riportare il deficit al 3% del Pil entro il 2013 e ha ottenuto dalla Commissione europea una proroga di un anno rispetto a quanto programmato, in cambio di nuove riforme e nuovi strumenti per il consolidamento fiscale. La situazione di squilibrio è stata accentuata dal salvataggio dell'istituto di credito Bankia, che ha comportato un intervento pubblico pari a 23,5 miliardi di euro, e dalla crisi generale del settore bancario, che sconta lo scoppio della bolla immobiliare maturata prima del 2007. Per far fronte alle difficoltà del settore finanziario, il 25 giugno la Spagna ha chiesto un prestito all'Unione europea ma i dettagli circa l'ammontare e le modalità di erogazione non sono ancora noti (i partner europei si sono detti disponibili fino a un massimo di 100 miliardi di euro). È possibile che il prestito prenda la forma di trasferimento titoli dai fondi salva-Stati Efsf/Esm al fondo di ristrutturazione bancario spagnolo (Frob) che a sua volta dovrebbe trasferirli alle banche. La Spagna è il quarto Paese dell'Unione a beneficiare di un aiuto europeo, dopo Irlanda, Portogallo e Grecia.

Come ho già ricordato in precedenza, numerose *rating actions* effettuate delle principali agenzie di rating negli ultimi due mesi hanno contribuito a inasprire le tensioni sui mercati.

A metà maggio, Moody's ha effettuato il downgrade di 26 banche italiane, sottolineandone la scarsa qualità degli attivi e i rischi conseguenti alla recessione in corso. Pochi giorni dopo Fitch ha reso disponibili proprie analisi che indicavano in 566 miliardi di dollari il fabbisogno di capitale delle 29 principali banche a livello globale mentre le compagnie assicurative spagnole e italiane venivano indicate come fortemente esposte al rischio di default della Grecia, a differenza delle omologhe tedesche e britanniche. Ai primi di giugno Moody's ha invece ridotto il merito creditizio di alcune tra le principali banche tedesche e austriache, ritenendo che siano dotate di una limitata capacità di coprirsi da perdite derivanti da esposizioni nell'Area euro.

A metà del mese di giugno Fitch ha effettuato un downgrade di tre notch nei confronti della Spagna, le cui condizioni economiche, forse con un certo ritardo, sono state ritenute fortemente deteriorate. Pochi giorni dopo, la stessa agenzia osservava come l'Italia si trovi in una situazione relativamente solida (deficit di bilancio e delle partite correnti bassi, banche sostanzialmente solide) che escluderebbe la necessità di ricorrere a richieste di aiuti esterni, mentre sarebbe a rischio il mantenimento del rating da parte dei paesi più solidi dell'Area euro se la crisi in corso non venisse prontamente risolta. Parallelamente il rating di diciotto banche spagnole è stato ridotto per via della forte esposizione delle stesse al proprio mercato domestico.

In questo contesto di rinnovate turbolenze e incertezze, i mercati finanziari hanno reagito registrando perdite significative, solo in parte recuperate nella settimana successiva alle elezioni greche. Dal 15 maggio scorso il FtseMib si è ridotto dell'1,5%, a fronte di un calo dell'indice spagnolo Ibex di poco superiore a un punto percentuale e di una contrazione dell'EuroStoxx50 pari al 2,2%; l'indice del settore bancario è diminuito del 2,1% in Italia e del 2,4% nell'Area euro, mentre è cresciuto dell'1,2% in Spagna. Nel periodo considerato, inoltre, lo spread tra Btp decennale e Bund tedesco è rimasto sostanzialmente invariato (portandosi dai 447 punti base del 15 maggio ai 441 punti base del 25 giugno), dopo aver raggiunto un massimo di 477 punti base (31 maggio). Sul fronte valutario, l'euro si è deprezzato rispetto al dollaro, passando da 1,28 a 1,25 circa.

In ambito internazionale le istituzioni e i governi, dopo essersi ispirati prevalentemente al rigore e al consolidamento dei conti pubblici, sembrano sempre più consapevoli della necessità di agire sul fronte della crescita e dell'integrazione fiscale europea; tuttavia le divergenze di vedute e obiettivi tra Stati più solidi e Stati più esposti alla crisi continuano a rallentare i processi decisionali e ad alimentare l'incertezza. Oggetto di scontro è soprattutto la socializzazione, ancorché parziale, del debito sovrano tra i paesi dell'Area euro, che secondo alcuni dovrebbe seguire e secondo altri precedere l'integrazione fiscale.

Le proposte attualmente in discussione, che saranno oggetto anche del Consiglio europeo del 28-29 giugno, raccolgono alcuni spunti emersi dal G20 del 18-19 giugno scorsi. Il G20 di Los Cabos ha preso atto della necessità di far fronte in modo unitario alle crescenti turbolenze nei mercati per ristabilire fiducia, stabilità e crescita. Il G20 ha altresì enfatizzato l'importanza degli equilibri interni all'Unione per la stabilità globale mostrando pieno supporto a favore del rafforzamento dei meccanismi europei di gestione della crisi e di una crescente integrazione bancaria e fiscale.

Il recente vertice di Roma tra Italia, Germania, Francia e Spagna ha provato a raccogliere la sfida del G20 formulando la proposta di finanziare progetti di stimolo economico per 130 miliardi di euro e appoggiando l'introduzione di un'imposta sulle transazioni finanziarie (cosiddetta Tobin tax) anche nell'ipotesi di adesione parziale da parte dei paesi europei.

A queste misure di carattere strutturale si affiancano, inoltre, i nuovi interventi decisi dalla Bce, tesi ad allentare le tensioni di liquidità che le banche europee dei paesi periferici stanno sperimentando in modo sempre più

mercato. Il 22 giugno la Banca centrale ha infatti comunicato di aver ampliato le categorie di titoli stanziabili in garanzia nelle operazioni di rifinanziamento.

Alle asset backed securities già ammissibili si aggiungono leasing e prestiti per acquisto auto e finanziamento consumatori garantiti da mutui commerciali (cosiddetti CMBs) che hanno come secondo miglior rating "A" al momento dell'emissione e successivamente, e le cartolarizzazioni di mutui immobiliari (cosiddetti RMBS), garantiti da prestiti a piccole e medie imprese e prestiti per acquisto auto e CMBs che abbiano come secondo miglior rating "BBB".

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

Le condizioni di incertezza sui mercati, acuite anche dall'assenza di segnali chiari da parte delle istituzioni economiche e politiche in ambito internazionale, esasperano la volatilità dei mercati dei titoli governativi.

Lo spread è un indicatore assunto ormai comunemente come termometro della crisi degli stati sovrani dell'Area euro. Sia nelle fasi positive sia in quelle negative, esso tende tuttavia ad accentuare l'andamento del ciclo economico e, di rimando, la volatilità dei mercati. Nei momenti di tensione come quelli attuali, questo indicatore può divergere in modo significativo dai fondamentali economici, in quanto incorpora una componente legata alle aspettative di trasmissione del contagio da paesi limitrofi talora prescindendo dalle differenti caratteristiche strutturali degli stessi.

Lo spread, inoltre, deve essere letto come l'effetto congiunto delle dinamiche dei rendimenti di due titoli governativi. Dal 1° luglio 2011, lo spread Btp/Bund sulla scadenza decennale si è ampliato di circa 270 punti base, passando da 183 a circa 450 punti base. Da un lato, l'aumento del rendimento dei Btp decennali di circa 120 punti base (dal 4,87% al 6,08%);

dall'altro la contrazione – in termini assoluti più rilevante – del rendimento del Bund di circa 150 punti base (dal 3,02% al 1,52%). La stessa discesa dei rendimenti del Bund, causata dal cosiddetto *flight to quality* degli investitori internazionali, ha determinato, ad esempio, anche l'ampliarsi dello spread Francia/Germania, da 34 a 105 punti base, nonostante la riduzione dei rendimenti governativi francesi di circa 90 punti base.

Tali effetti possono essere influenzati anche da decisioni regolamentari, apparentemente neutrali, che tuttavia orientano le preferenze degli investitori. Ad esempio, la decisione assunta dalla Bce nell'aprile 2010 di differenziare sulla base del rating gli *haircut* applicati ai titoli sovrani a garanzia delle operazioni di rifinanziamento ha incentivato l'acquisto di titoli del debito pubblico di più alta qualità (cosiddetto *flight to quality*), che a sua volta può aver contribuito a rafforzare la divergenza tra i rendimenti dei titoli dei paesi più esposti alla crisi e il Bund tedesco.

Per calmierare gli effetti destabilizzanti che può avere un indicatore quale lo spread, occorre riconsiderare le variabili dell'economia reale e di finanza pubblica che da sempre costituiscono il riferimento più importante per valutare lo stato di salute di un paese. Le più recenti valutazioni dei principali organismi internazionali riconoscono le notevoli differenze esistenti tra la struttura produttiva del nostro paese e quella dei paesi periferici da cui oggi subiamo il contagio (si veda la già citata Appendice II). Tali differenze tuttavia sono il frutto di una crescita economica che, pur robusta in passato, si è interrotta da oltre un decennio: ritornare alla crescita costituisce, dunque, la vera priorità per il nostro Paese.

ALCUNE EVIDENZE EMPIRICHE

Fig. I.1 – Aiuti agli istituti finanziari colpiti dalla crisi del 2008

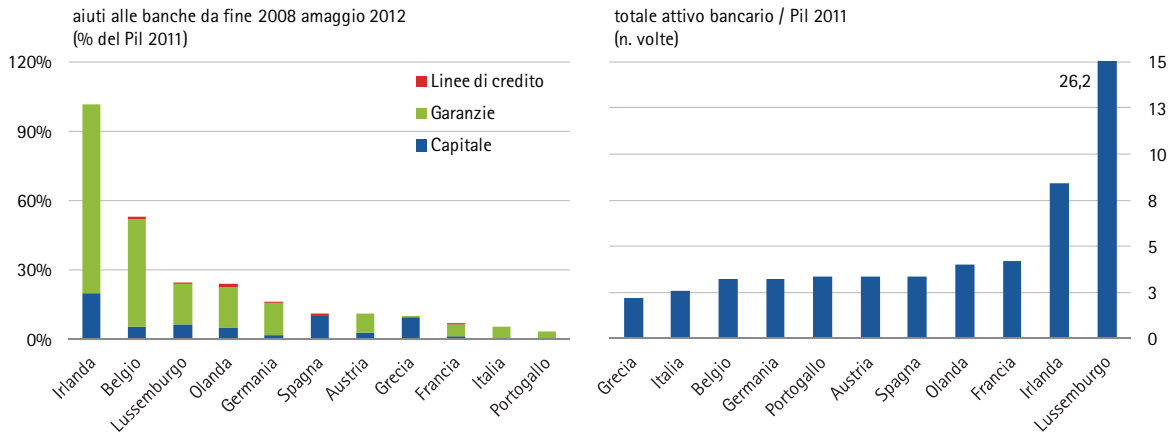


Fig. I.2 – Spread sui rendimenti dei titoli governativi tedeschi (10 anni) e quotazioni dei Cds (5 anni) sul debito sovrano (dati al 25 giugno 2012)

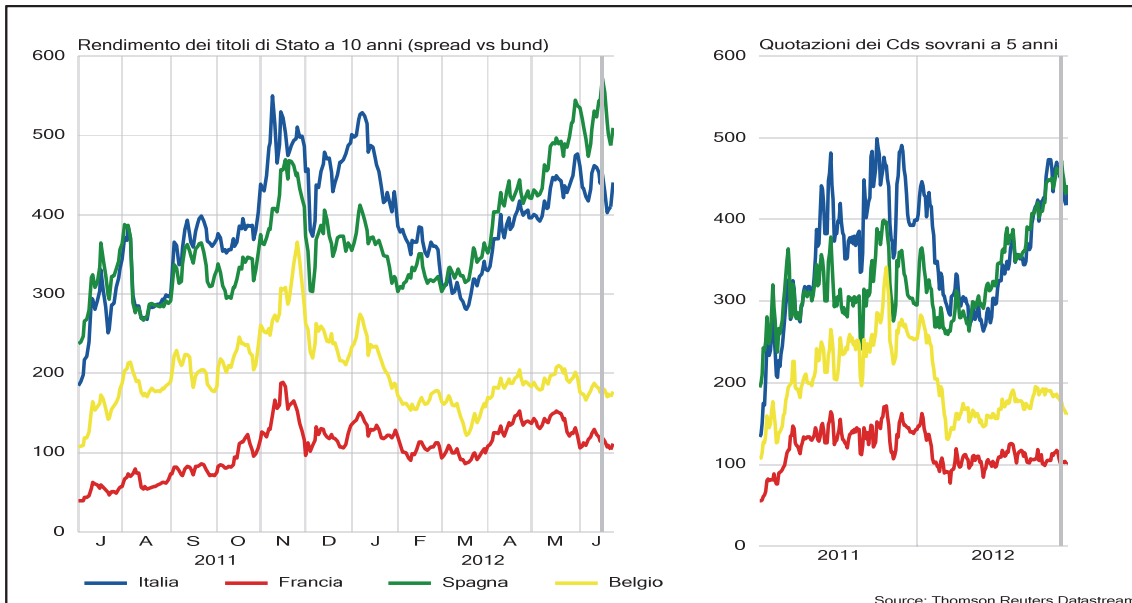


Fig. I.3 – Principali indici azionari (dati al 25 giugno 2012)

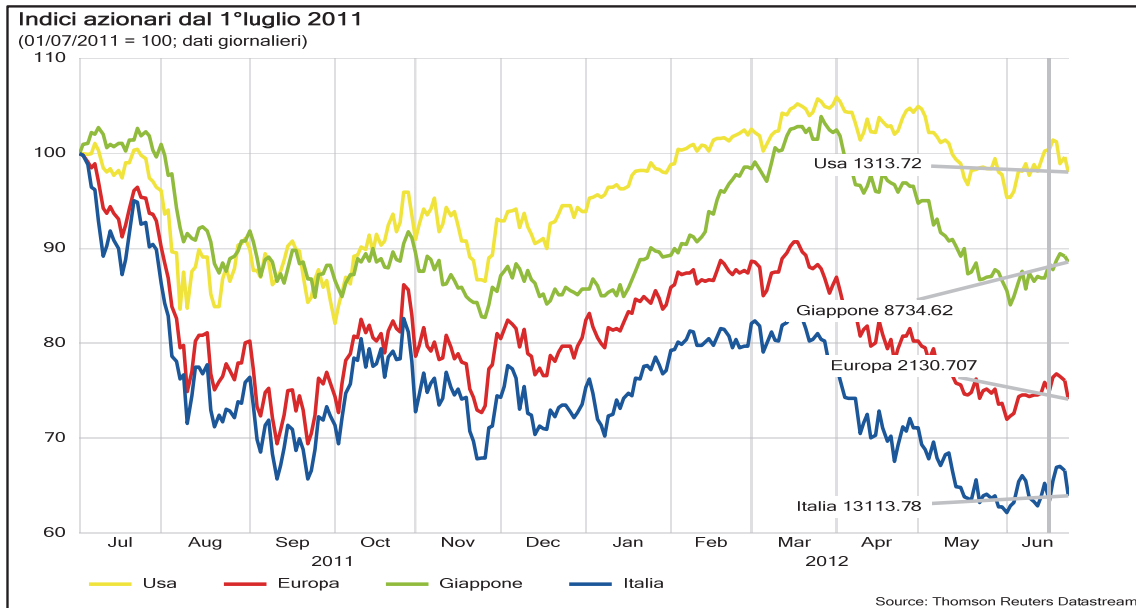


Fig. I.4 – Indici del settore bancario (dati al 25 giugno 2012)

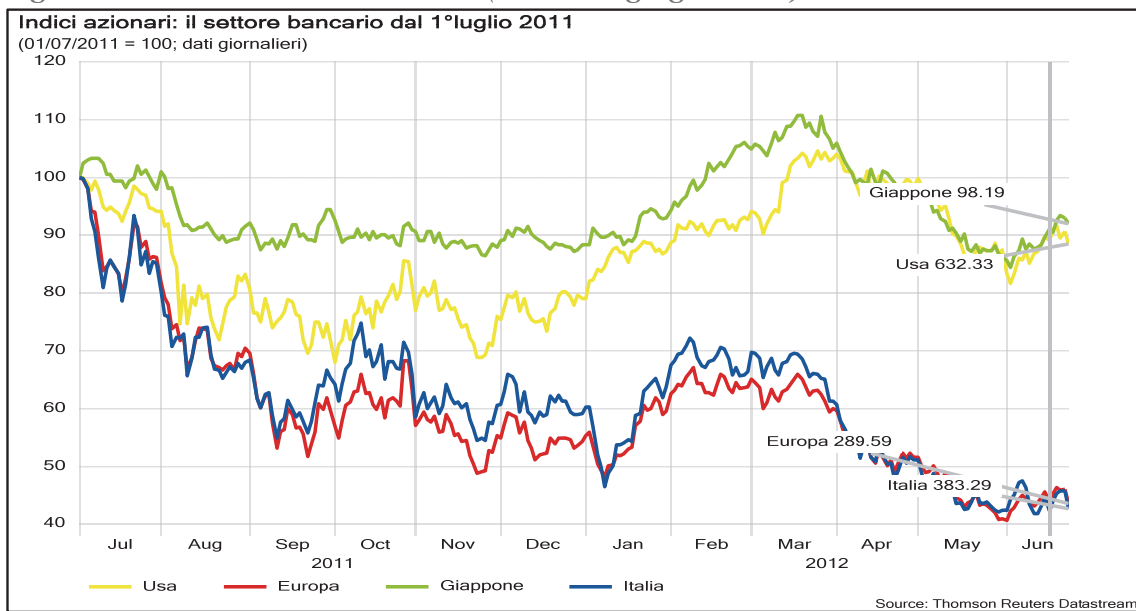
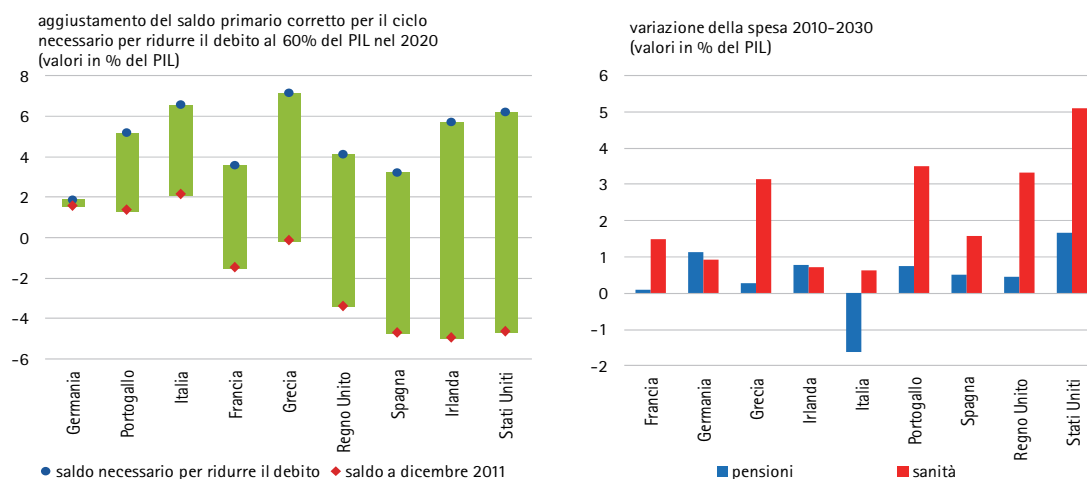
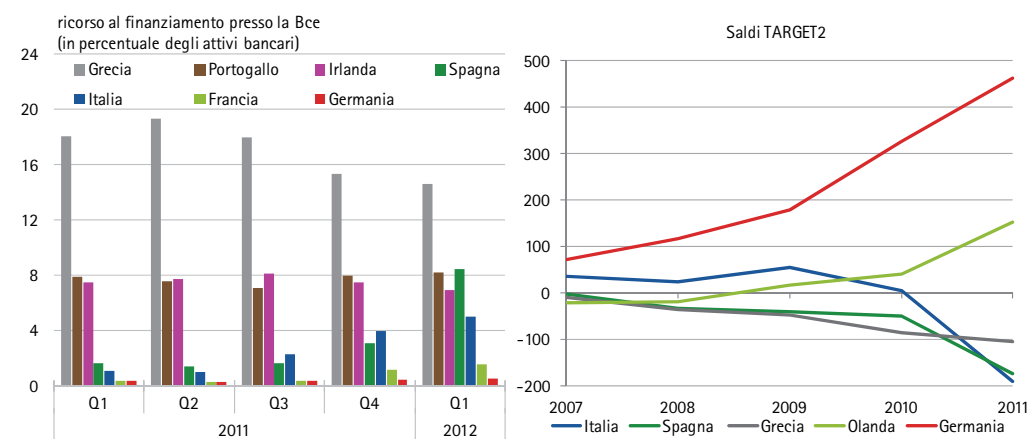


Fig. I.5 – Impatto delle riforme su PIL avanzo primario richiesto per ridurre il debito



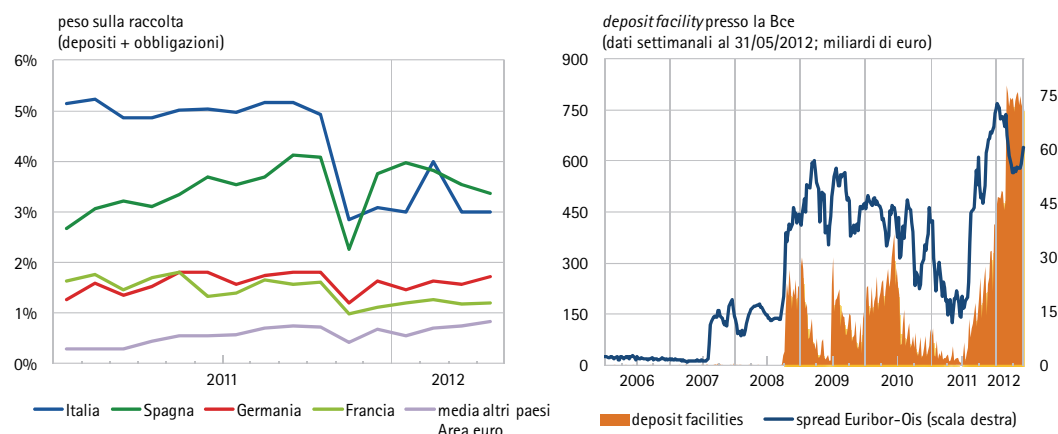
Fonte: Fondo Monetario Internazionale.

Fig. I.6 – Ricorso al finanziamento dell'Eurosistema da parte delle banche di alcuni paesi europei e saldi Target2



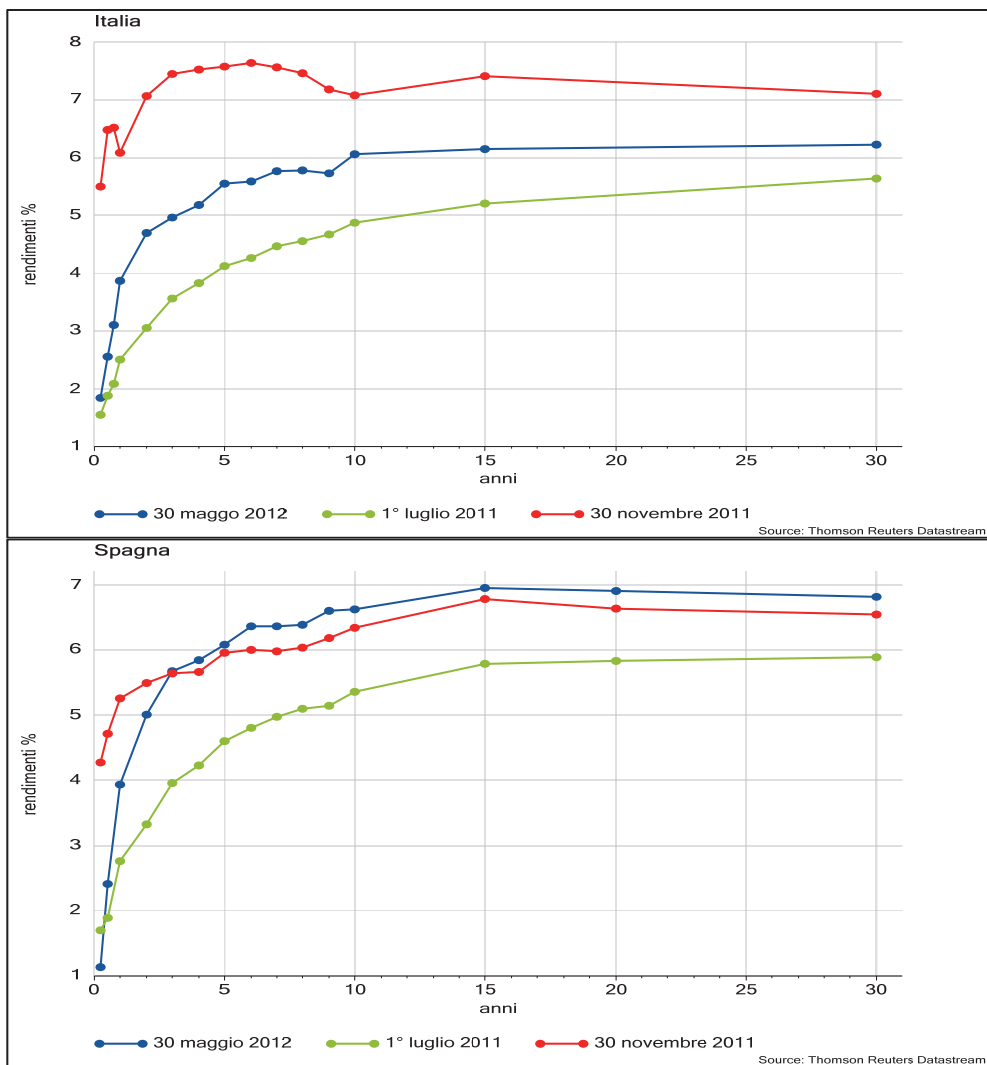
Fonte: elaborazioni su dati BCE e Banche Centrali Nazionali.

Fig. I.7 – Raccolta tramite repo e deposit facility presso la Bce



Fonte: elaborazioni su dati BCE e Thomson Reuters. Lo *spread* Euribor-Ois è calcolato rispetto al livello dell'Euribor.

Fig. I.8 – Curve dei tassi di interesse di Italia e Spagna



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters.

ITALIA E SPAGNA: DATI COMPARATIVI SULLA SITUAZIONE MACROECONOMICA E SUL SETTORE BANCARIO

Spread e quotazioni dei Credit Default Swap

Nel primo semestre del 2011, il differenziale di rendimento tra i titoli di Stato italiani a 10 anni e il Bund tedesco (*spread*) registrava valori inferiori a quello relativo ai titoli spagnoli. Nella seconda metà dell'anno, tuttavia, il brusco *repricing* del rischio sovrano di alcuni paesi dell'Area euro portava lo *spread* per l'Italia a valori superiori a quelli relativi ai titoli spagnoli. Questa situazione è poi mutata nel secondo trimestre del 2012, ma la percezione del rischio sovrano dell'Italia continua a essere fortemente correlata con quella della Spagna, come si evince anche dall'andamento delle quotazioni dei relativi Credit Default Swap (Fig. II.1).

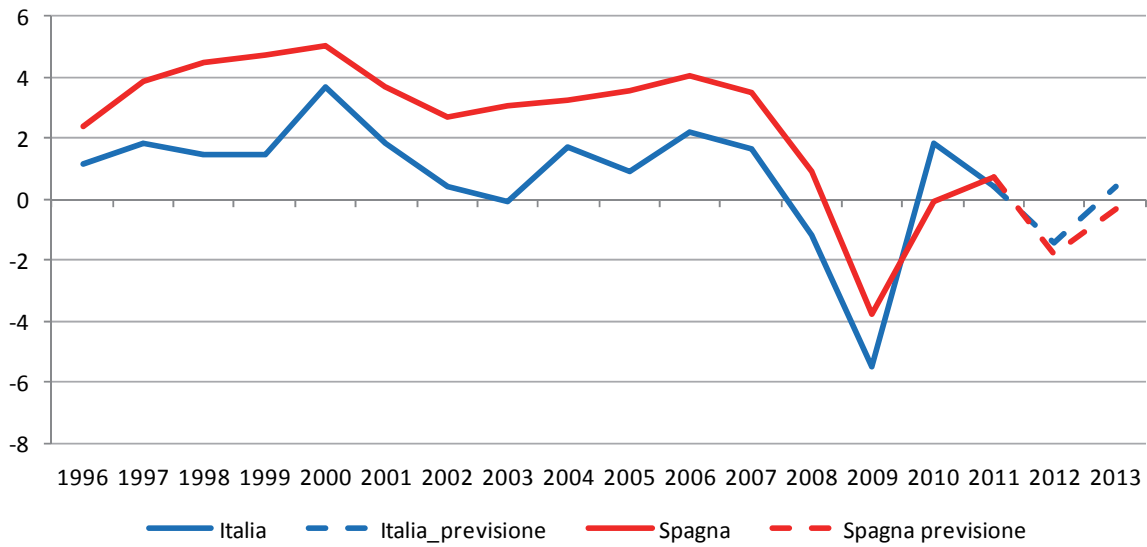
Fig. II.1 – Spread dei titoli di Stato e quotazioni dei Credit Default Swap (dati al 25 giugno 2012)



La crescita

Nel periodo 1996-2007 la Spagna ha registrato tassi di crescita del PIL stabilmente superiori all'Italia, alimentati anche dallo sviluppo eccessivo del settore immobiliare e delle costruzioni. Secondo le ultime previsioni della Commissione europea, la Spagna sperimenterà una contrazione del PIL pari all'1,8% nel 2012 e allo 0,3% nel 2013. Il PIL dell'Italia, dopo una riduzione dell'1,4% nel 2012, dovrebbe crescere dello 0,4% nel 2013 (Fig. II.2).

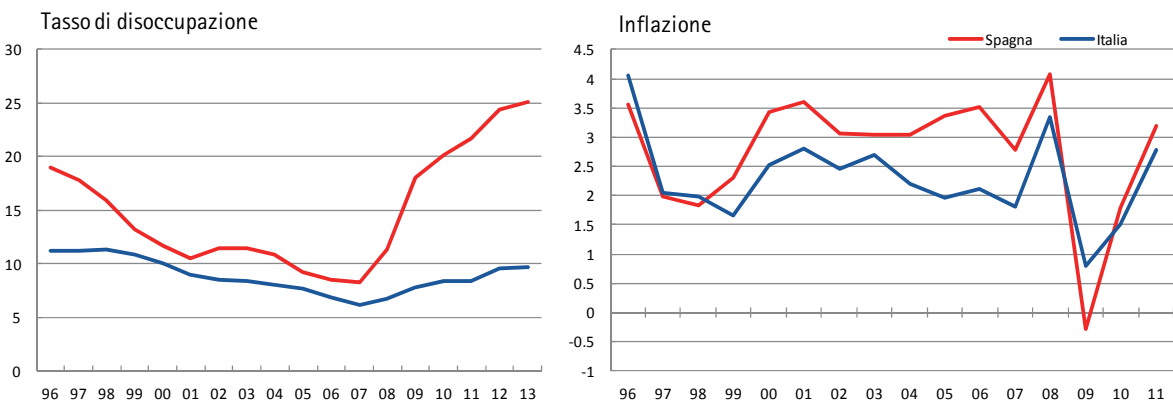
Fig. II.2 – Tasso di crescita del PIL



Fonte: Commissione europea.

Nel periodo considerato la Spagna ha registrato tassi di disoccupazione significativamente superiori a quelli italiani (soprattutto dopo il 2007), mentre i rispettivi tassi di inflazione si sono avvicinati a partire dal 2008.

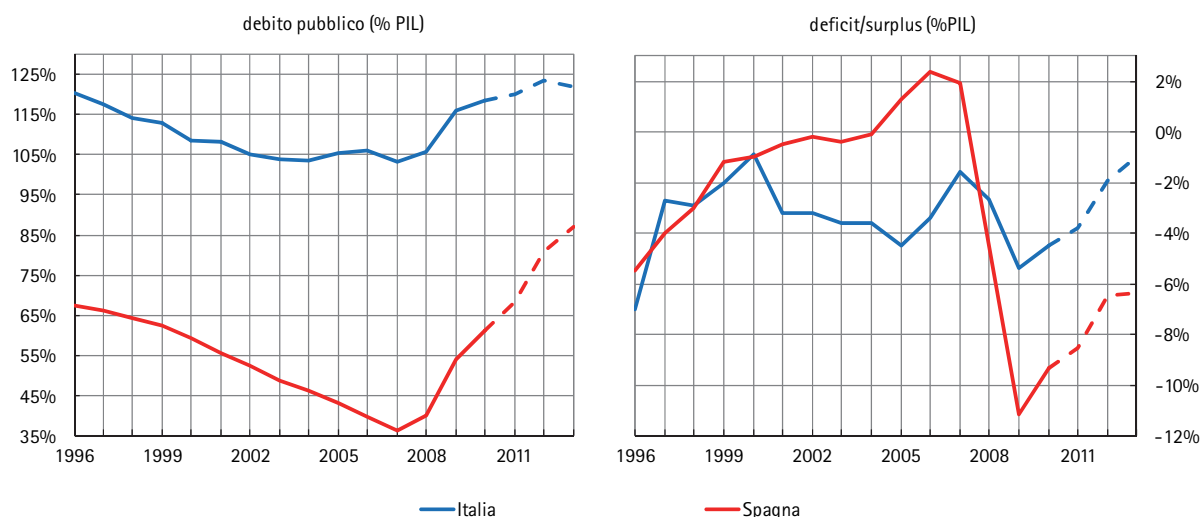
Fig. II.3 – Tasso di disoccupazione e tasso di inflazione



La finanza pubblica

Gli andamenti delle variabili di finanza pubblica di Italia e Spagna sono profondamente diversi. L'Italia è penalizzata dalle dimensioni dello stock di debito pubblico che, in rapporto al PIL, è superiore al 100% dal 1992. La Spagna, invece, è penalizzata dalla dinamica del debito pubblico, che in rapporto al PIL è quasi raddoppiato tra il 2007 e oggi; le cause principali di tale andamento sono ascrivibili agli ampi disavanzi di bilancio dovuti anche agli aiuti pubblici alle banche, colpite dallo scoppio della bolla immobiliare, e ai deficit degli enti locali (Fig. II.4).

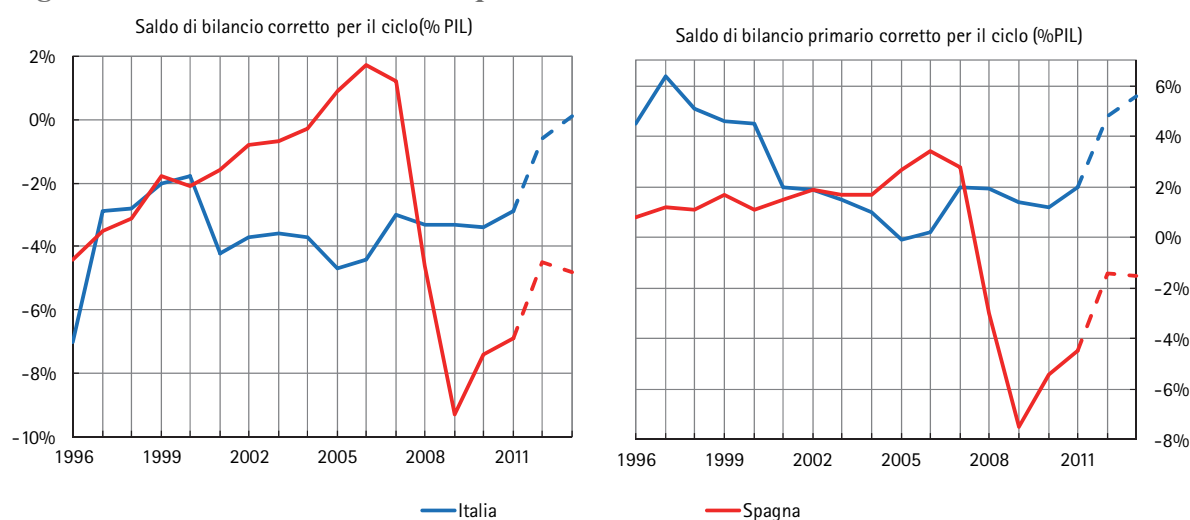
Fig. II.4 – Deficit e debito pubblico



Fonte: Commissione europea.

L'analisi dei saldi di bilancio corretti per il ciclo evidenzia ancor più le differenze della dinamica dei conti pubblici nei due paesi: l'Italia, in tutto il periodo considerato, ha registrato avanzi primari e ha dovuto sostenere una spesa per interessi sullo stock di debito pubblico pari a circa 5 punti di PIL. Per la Spagna, il saldo di bilancio primario corretto per il ciclo è negativo dall'inizio della crisi (Fig. II.5).

Fig. II.5 – Saldi di bilancio corretti per il ciclo



Fonte: Commissione europea.

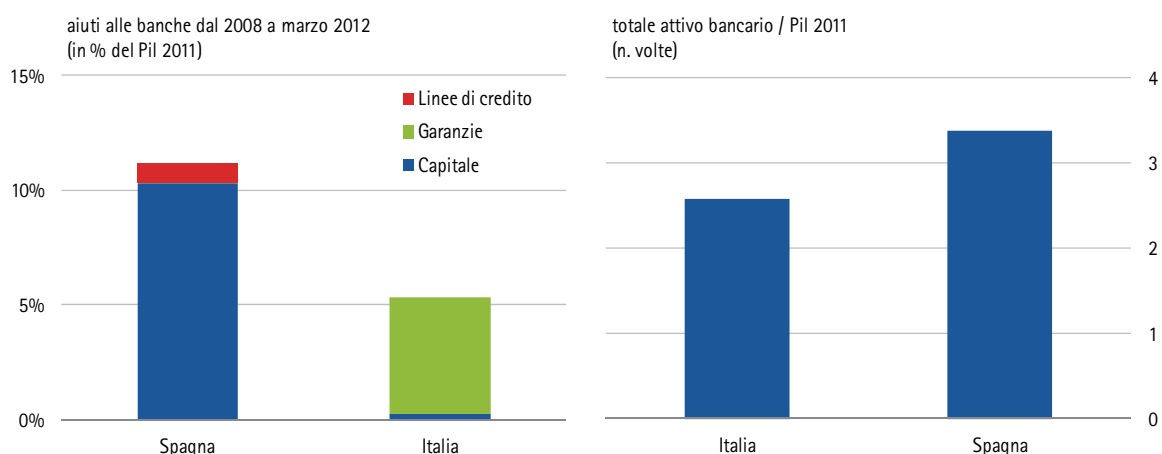
Le banche

La crisi del debito sovrano nell'Area euro si è avviata anche sulla scia degli squilibri di finanza pubblica alimentati dagli interventi a sostegno delle banche che, per effetto dell'esposizione alla crisi *sub-prime* del 2007-2008, avevano sperimentato situazioni di difficoltà.

Come emerge dalla Fig. II.6, la Spagna ha sostenuto il proprio settore bancario con iniezioni di capitale che, tra il 2003 e il primo trimestre del 2012 ammontano a poco più del 10% del PIL; l'Italia, viceversa, si è prevalentemente limitata a garantire le emissioni obbligazionarie delle banche, sia con i cosiddetti "Tremonti bond" sia in seguito all'applicazione, nel dicembre 2011, di una misura varata dalla Commissione Europea relativa alla concessione di garanzie pubbliche nazionali alle passività bancarie di nuova emissione.

L'evoluzione della crisi del debito sovrano è stata condizionata e inasprita dal legame tra rischio paese e rischio bancario. Spagna e Italia si caratterizzano in maniera diversa anche sotto questo profilo. Il valore totale degli attivi delle banche italiane è pari, infatti, a 2,6 volte il PIL domestico, mentre tale dato si attesta a 3,4 per la Spagna.

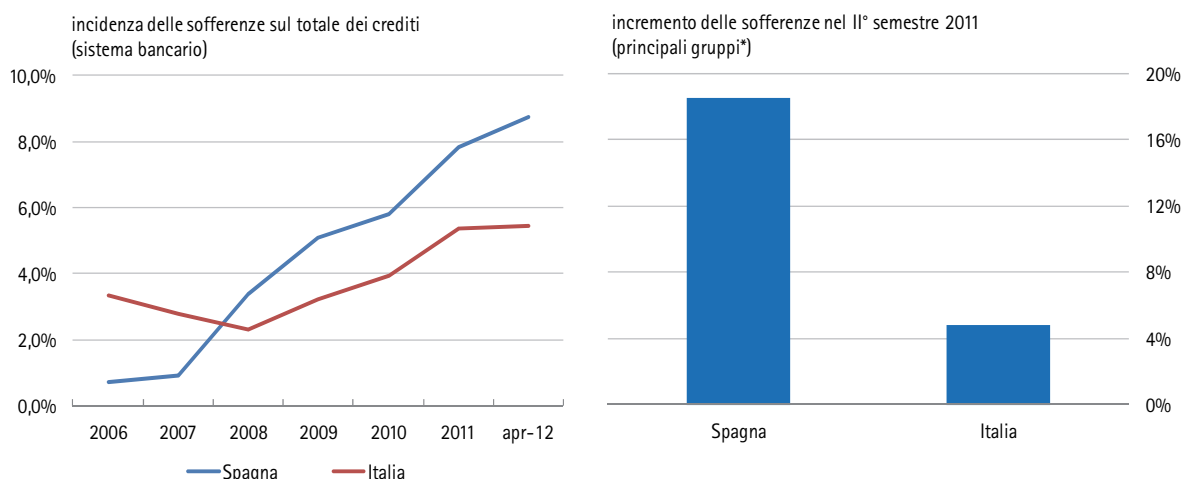
Fig. II.6 – Aiuti pubblici alle banche e peso del settore bancario sull'economia domestica



Fonte: elaborazioni su dati FMI, Banca d'Italia e Mediobanca Research. Per le banche spagnole i dati sugli aiuti pubblici includono l'intervento annunciato dell'EFSF pari a 100 miliardi di euro. Per le banche italiane il dato include 4,1 miliardi di "Tremonti bond" e una stima delle obbligazioni bancarie garantite dallo Stato emesse fino al 31 marzo 2011.

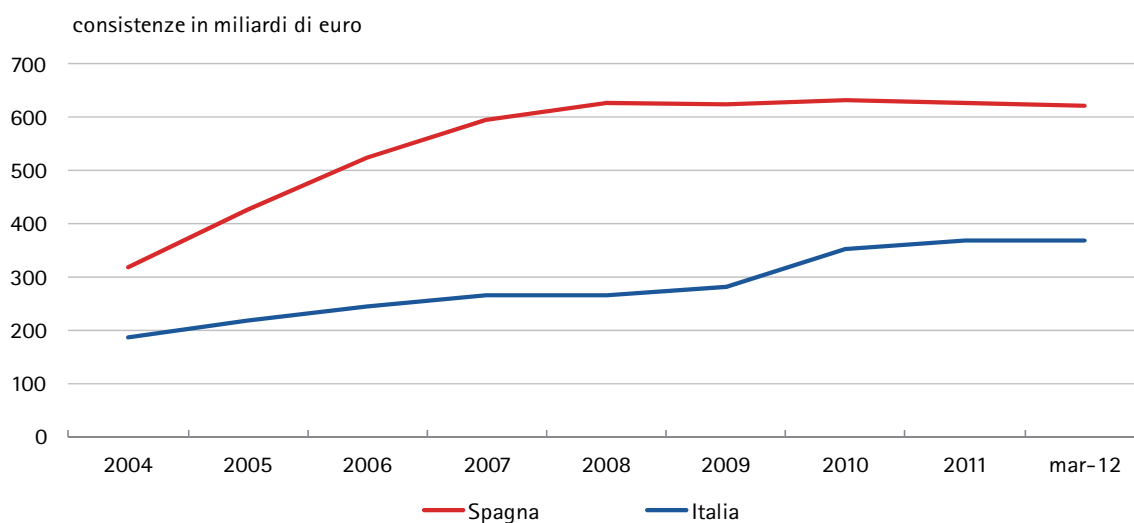
Le banche italiane e spagnole si differenziano anche sul piano della qualità del credito. A partire dal 2008 l'incidenza delle sofferenze sul totale dei crediti registrata dai maggiori istituti di credito è risultata più elevata per la Spagna; in particolare, a fine aprile 2012 il dato si attesta all'8,7% per le banche spagnole e al 5,4% per quelle italiane (Fig. II.7). L'incremento delle sofferenze nella seconda metà del 2011 è risultato, inoltre, significativamente più elevato per la Spagna, attestandosi a circa il 18% a fronte di poco più del 4% per l'Italia. Tali andamenti sono verosimilmente legati alla diversa esposizione verso il settore immobiliare, maggiore per le banche spagnole in tutto il periodo considerato (dal 2004 al primo trimestre 2012; Fig. II.8).

Fig. II.7 – Evoluzione della qualità del credito



Fonte: elaborazioni su dati di bilancio, Banca d'Italia e Banco de Espana. Il campione include: Unicredit, Intesa Sanpaolo, Monte dei Paschi, Banco Popolare, Ubi Banca, BBVA, Santander, Banesco e Banco Popular.

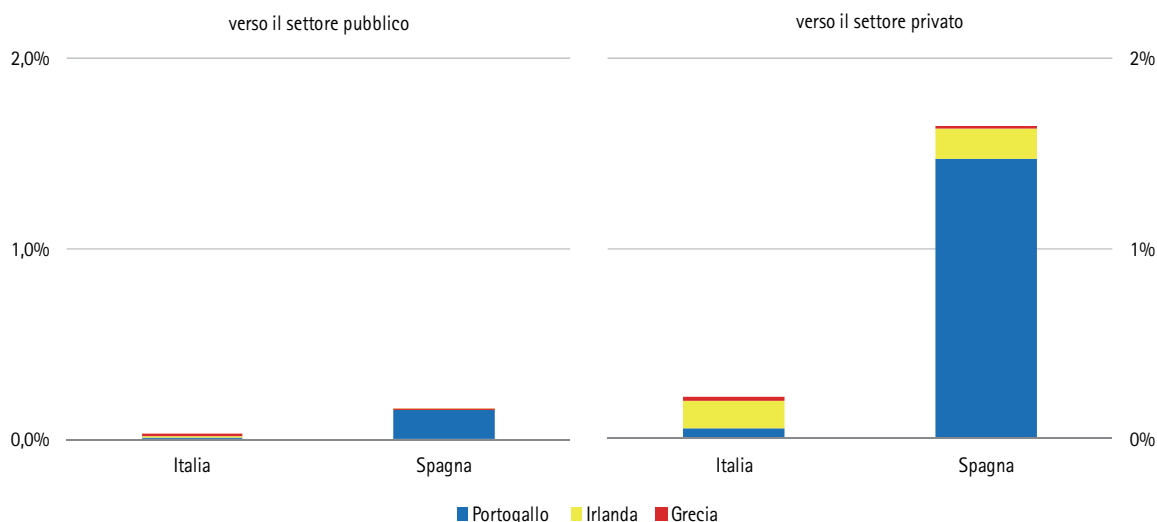
Fig. II.8 – Impieghi delle banche in mutui ipotecari



Fonte: Banche Centrali Nazionali.

Un ulteriore fattore di vulnerabilità che differenzia le banche italiane da quelle spagnole riguarda l'esposizione verso i paesi periferici dell'Area euro, ossia Portogallo, Irlanda e Grecia. Secondo i dati della Banca dei Regolamenti Internazionali al 31 dicembre 2011, l'esposizione verso il settore pubblico e verso il settore privato dei suddetti paesi, sebbene molto contenuta sia per le banche italiane sia per quelle spagnole, è significativamente maggiore per la Spagna (rispettivamente 0,15% e 1,5% del totale attivo bancario a fronte di valori prossimi allo zero per l'Italia - Fig. II.9).

Fig. II.9 – Esposizione delle banche italiane e spagnole verso i paesi PIG
(dati al 31 dicembre 2011 in percentuale del totale attivo bancario)

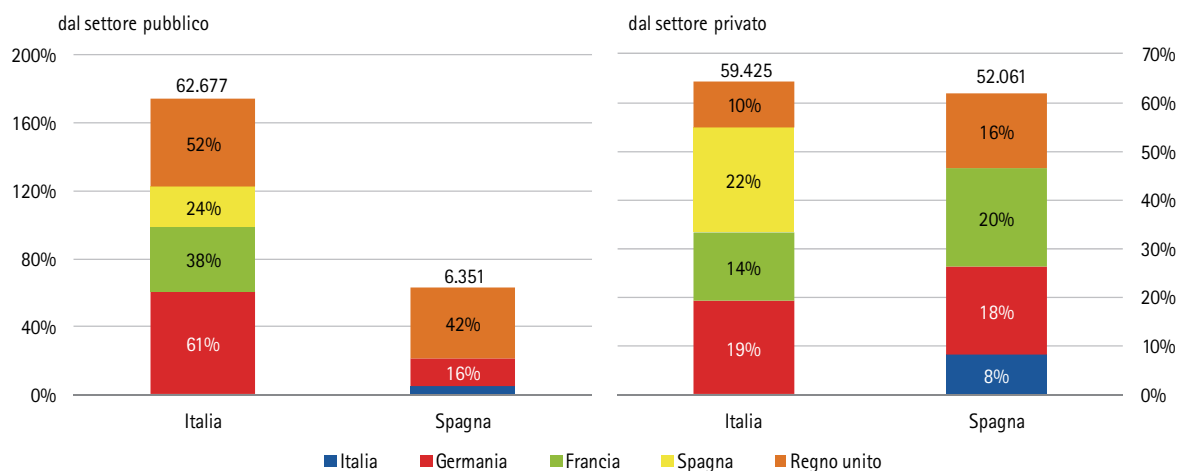


Fonte: Banca dei Regolamenti Internazionali.

Disinvestimenti delle banche di alcuni paesi europei da Italia e Spagna

Nel secondo semestre del 2011 le banche dei principali paesi europei hanno disinvestito in misura maggiore dal settore pubblico italiano, per un ammontare pari complessivamente a poco più di 60 miliardi di euro (verso i 6 miliardi registrati per la Spagna). I deflussi dal settore privato invece si sono attestati attorno a valori simili, superiori a 50 miliardi di euro, per entrambi i paesi (Fig. II.10).

Fig. II.10 – Disinvestimenti delle banche di alcuni paesi europei da Italia e Spagna
(dati relativi al secondo semestre 2011; variazioni rispetto alle consistenze di inizio periodo; valori in milioni di euro)



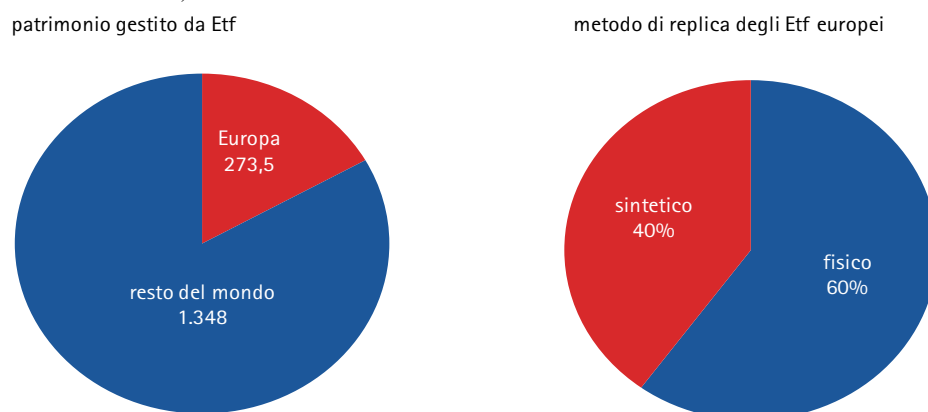
Fonte: Banca dei Regolamenti Internazionali. Per l'Italia sono stati considerati i disinvestimenti da parte delle banche di Germania, Francia, Spagna e Regno Unito; per la Spagna il campione include Germania, Francia, Italia e Regno Unito.

GLI EXCHANGE TRADED FUNDS (ETF)

Gli *exchange traded funds* (Etf) sono fondi comuni quotati in borsa che replicano l'andamento degli indici di mercato. Si tratta di prodotti che forniscono agli investitori strumenti di diversificazione del portafoglio tipici dei fondi comuni ma che, al contempo, sono molto liquidi essendo negoziati su mercati regolamentati.

La maggior parte degli Etf sono detti 'fisici' poiché la replica dell'indice viene realizzata tramite l'investimento diretto nei titoli che lo compongono. Negli ultimi anni però hanno cominciato a diffondersi gli Etf 'sintetici', in cui la replica dell'indice viene realizzata attraverso l'utilizzo di derivati. L'innovazione finanziaria e il grado di complessità di tali prodotti è in rapida crescita, tanto che la categoria degli Etf sintetici si è arricchita, negli ultimi anni, di prodotti sempre più strutturati come quelli che utilizzano meccanismi di leva per moltiplicare le performance dell'indice di riferimento in modo diretto o inverso (cosiddetti *leveraged Etf* o *inverse Etf*). Si tratta di un fenomeno relativamente modesto ma che risulta in rapida espansione.

Fig. III.1 – Alcune caratteristiche degli Etf
(miliardi di dollari Usa)



Fonte: Edhec-Risk Institute.

Gli Etf, pur consentendo l'elevata diversificazione del portafoglio tipica dei fondi comuni, incorporano rischi che possono generare effetti sistemici rilevanti.

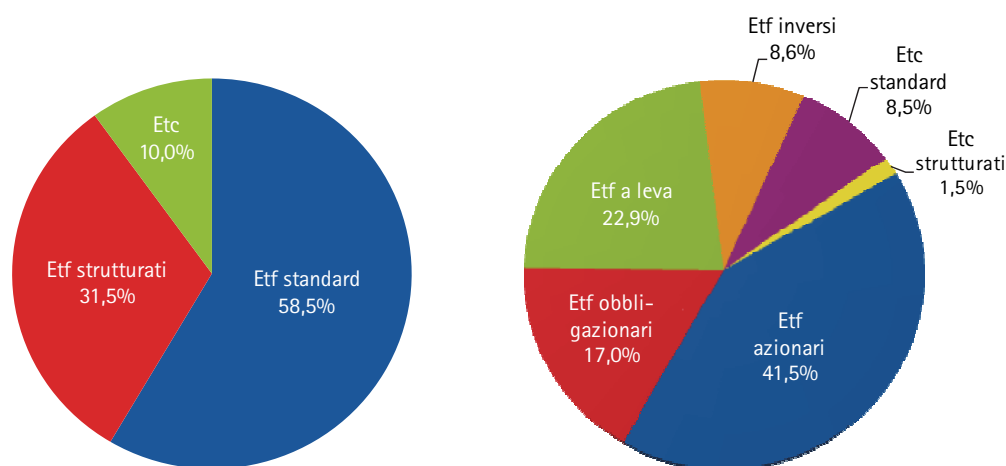
Benché di dimensioni contenute (a livello globale il patrimonio degli Etf a novembre 2011 era pari a oltre 1.600 miliardi di dollari, ossia il 5% circa del patrimonio complessivo gestito da fondi), il fenomeno si presenta in rapida evoluzione, soprattutto per i profili di crescente complessità che rendono difficile valutare chiaramente la portata e gli effetti sistemici dei rischi che esso comporta. Accanto agli Etf 'fisici', che replicano

l'andamento dell'indice tramite l'investimento diretto negli strumenti finanziari che lo compongono, infatti, sono sempre più diffuse forme sofisticate tra cui gli Etf 'sintetici' o strutturati, che replicano l'indice tramite un contratto derivato di *total return swap* con un intermediario finanziario tenuto a corrispondere i rendimenti dell'indice a fronte del pagamento di un corrispettivo fisso (in termini di patrimonio gestito, a novembre 2011 in Europa le due categorie pesavano rispettivamente per il 40% e il 60%).

Tav. III.1 – Patrimonio gestito da Etf ed Etc ammessi alle negoziazioni sul mercato EtfPlus

| | ammontare (mld di euro) | variazione percentuale |
|------|----------------------------|---------------------------|
| 2003 | 0,5 | -- |
| 2004 | 1,6 | 220 |
| 2005 | 4,0 | 150 |
| 2006 | 7,6 | 90 |
| 2007 | 10,3 | 36 |
| 2008 | 10,5 | 2 |
| 2009 | 14,6 | 39 |
| 2010 | 19,8 | 36 |
| 2011 | 18,6 | -6 |

Fig. III.2 – Mercato EtfPlus: composizione degli Etf per controvalore negoziato



Fonte: elaborazioni su dati Borsa Italiana. Dati al 31.12.2009.

I rischi connessi all'investimento in tali prodotti non sono normalmente generati dalla tipologia di indice che tentano di replicare, quanto piuttosto dalle modalità di funzionamento. Le strategie degli Etf, infatti, sono connotate da un elevato grado di correlazione (fenomeno peraltro non legato ai soli Etf). Un'altra caratteristica che può

generare effetti sistemici è legata al rischio di controparte riferibile, nel caso degli Etf fisici, all'attività di prestito titoli e, nel caso degli Etf sintetici, ai derivati utilizzati per la replica dell'indice: tali operazioni spesso non sono assistite da collateralizzati adeguati e sono eseguite in conflitto di interessi, ossia con intermediari che appartengono allo stesso gruppo del gestore di Etf.

LE VENDITE ALLO SCOPERTO

Il fenomeno delle vendite allo scoperto costituisce un esempio di pratiche operative che, in condizioni normali, possono contribuire a un più efficiente funzionamento del mercato, incrementandone la liquidità e intensificando il contenuto informativo implicito nei prezzi; tuttavia, in periodi di forti turbolenze, esse possono accentuare la volatilità dei prezzi e avere un impatto negativo sull'integrità dei mercati fino a produrre effetti potenzialmente destabilizzanti a livello sistemico.

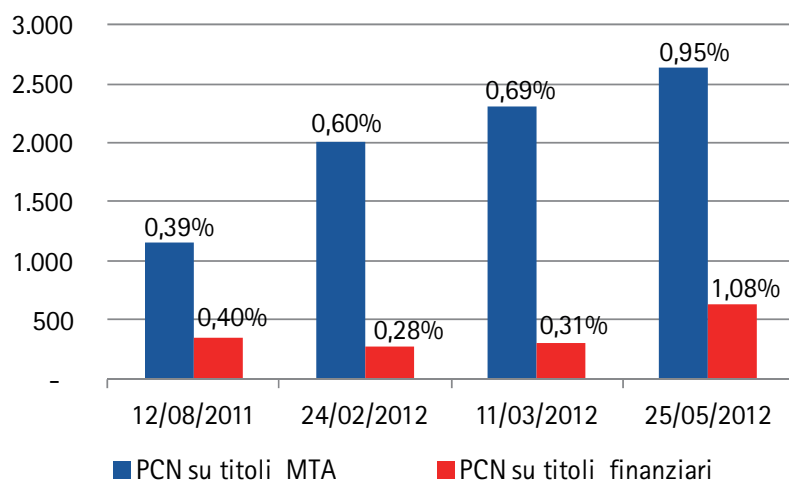
In particolare, nel caso di vendite allo scoperto consistenti per ammontare e numero e non assistite da prestito titoli (cosiddette nude), aumenta il rischio di mancata consegna alla data di regolamento poiché i vari operatori potrebbero avere difficoltà a procurarsi i titoli oggetto dell'operazione. L'aumento del rischio di regolamento potrebbe alterare il corretto funzionamento del mercato attraverso un incremento dei costi di transazione e una riduzione del livello degli scambi.

La Consob dapprima ha introdotto un mero obbligo di comunicazione all'autorità delle posizioni nette corte (ossia posizioni corte al netto delle posizioni lunghe, incluse quelle assunte tramite strumenti finanziari derivati) relative ai titoli azionari delle società quotate in Italia, al superamento di determinate soglie quantitative. Successivamente, nel mese di agosto, ha applicato misure restrittive temporanee su tali operazioni, anche *intra-day*, in relazione al capitale degli emittenti del settore finanziario; tuttavia, sono state previste alcune deroghe al fine di evitare che le restrizioni penalizzassero le attività che fisiologicamente si avvalgono delle vendite allo scoperto. Dal 1° dicembre 2011, infine, è stato introdotto il divieto di effettuare vendite allo scoperto nude su tutte le azioni.

Il 24 febbraio scorso l'Istituto ha deciso di non prorogare ulteriormente il divieto di assumere o incrementare posizioni nette corte sulle azioni del comparto finanziario. Tale decisione teneva conto delle correnti condizioni di mercato, coerentemente con quanto già stabilito dalle autorità europee che avevano preso provvedimenti simili. Non si esclude tuttavia di poter ritornare su tale decisione laddove il contesto di mercato lo richiedesse.

Fig. IV.1 – Controvalore e peso sulla capitalizzazione delle posizioni corte nette (PCN) su azioni quotate italiane

(valori monetari in milioni di euro)



Le posizioni corte nette (PCN) superiori allo 0,2% del capitale sociale rappresentano un fenomeno limitato nel mercato azionario italiano: l'ultimo dato disponibile indica che le PCN pesano per l'1% circa dell'intera capitalizzazione di borsa.

La rimozione del divieto di *short selling* sui titoli appartenenti al comparto finanziario (il 24 febbraio 2012) ha avuto un impatto iniziale negativo sui prezzi e ha determinato una crescita significativa delle PCN (passate dallo 0,28 all'1,08% della capitalizzazione dei titoli finanziari).

HIGH FREQUENCY TRADING

L'*High frequency trading* (Hft) è una modalità di negoziazione che si caratterizza per l'elevata velocità di esecuzione delle operazioni di acquisto e vendita, nonché il cospicuo *turnover* dei titoli all'interno del portafoglio di *trading*, grazie all'utilizzo di algoritmi automatici con supporti informatici estremamente sofisticati. L'obiettivo degli *high frequency traders* è quello di sfruttare le più piccole variazioni di prezzo attraverso l'immissione, la modifica e la cancellazione di un elevato numero di ordini con un'altissima frequenza.

Sebbene non rappresenti la causa primaria della forte volatilità che sta interessando i mercati azionari, l'Hft potrebbe amplificare le pressioni ribassiste, fino a generare situazioni destabilizzanti di disordine negli scambi con possibili effetti sistemici. Inoltre, la capacità degli *high frequency traders* di cancellare repentinamente gli ordini immessi prima che vengano eseguiti, spiazzando gli altri investitori, può generare una rappresentazione poco veritiera della reale profondità del *book* di negoziazione creando condizioni favorevoli a operazioni di manipolazione del mercato. L'Hft è talora accusato di favorire pratiche scorrette e abusi di mercato rendendone, al contempo, gravoso l'accertamento da parte delle autorità di vigilanza.

Le evidenze mostrano, infatti, che l'incremento del numero di ordini inseriti nei sistemi di negoziazione e dell'*order-to-trade ratio* possono porre a rischio il regolare andamento delle negoziazioni e l'integrità dei mercati, anche a fronte dei limiti di capacità e affidabilità delle infrastrutture.

Dal 1° aprile 2012 Borsa Italiana ha introdotto la *Order to trade ratio fee* (OTR fee), che si applica se il rapporto tra ordini immessi sul *book* e transazioni eseguite supera la soglia di 100:1 (ratio per MTA). La misura è stata efficace: nel periodo precedente all'introduzione della fee l'OTR era più elevato rispetto al valore rilevato dopo l'entrata in vigore della misura (Fig. V.1).

Il grafico Fig. V.2 quantifica le penali che sarebbero state applicate agli operatori se l'OTR fee fosse entrata in vigore prima dell'aprile 2012.

Fig. V.1 – Backtesting: andamento dell’OTR pre e post applicazione dell’introduzione della commissione sull’order to trade ratio (1° aprile 2012)

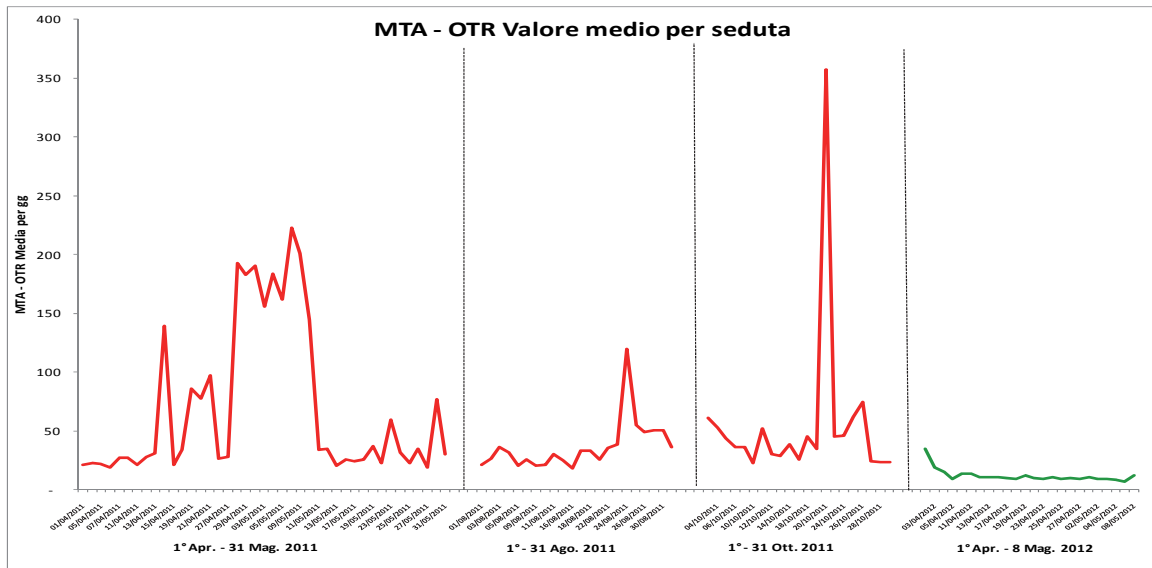
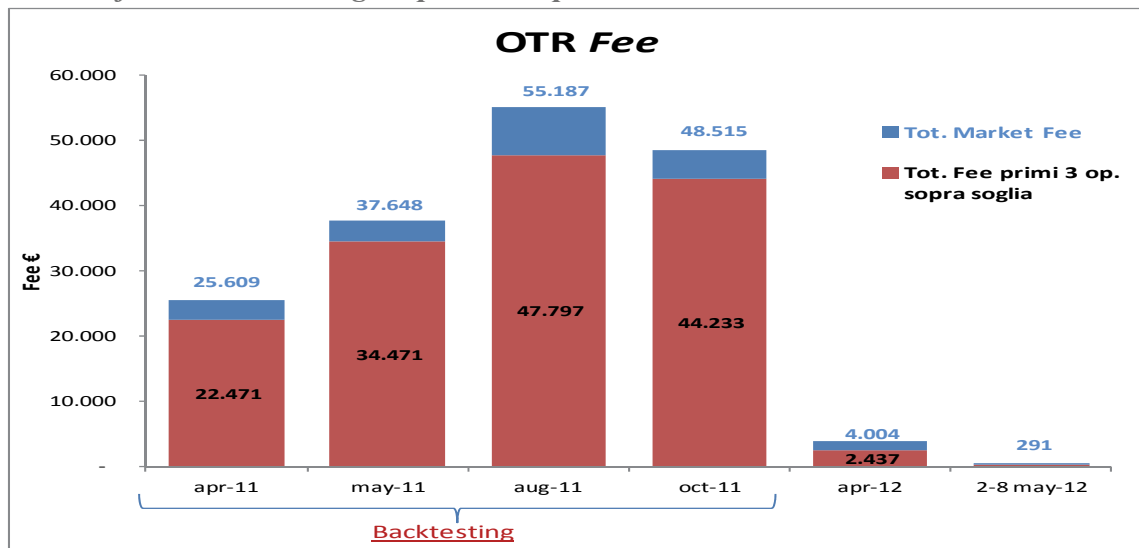


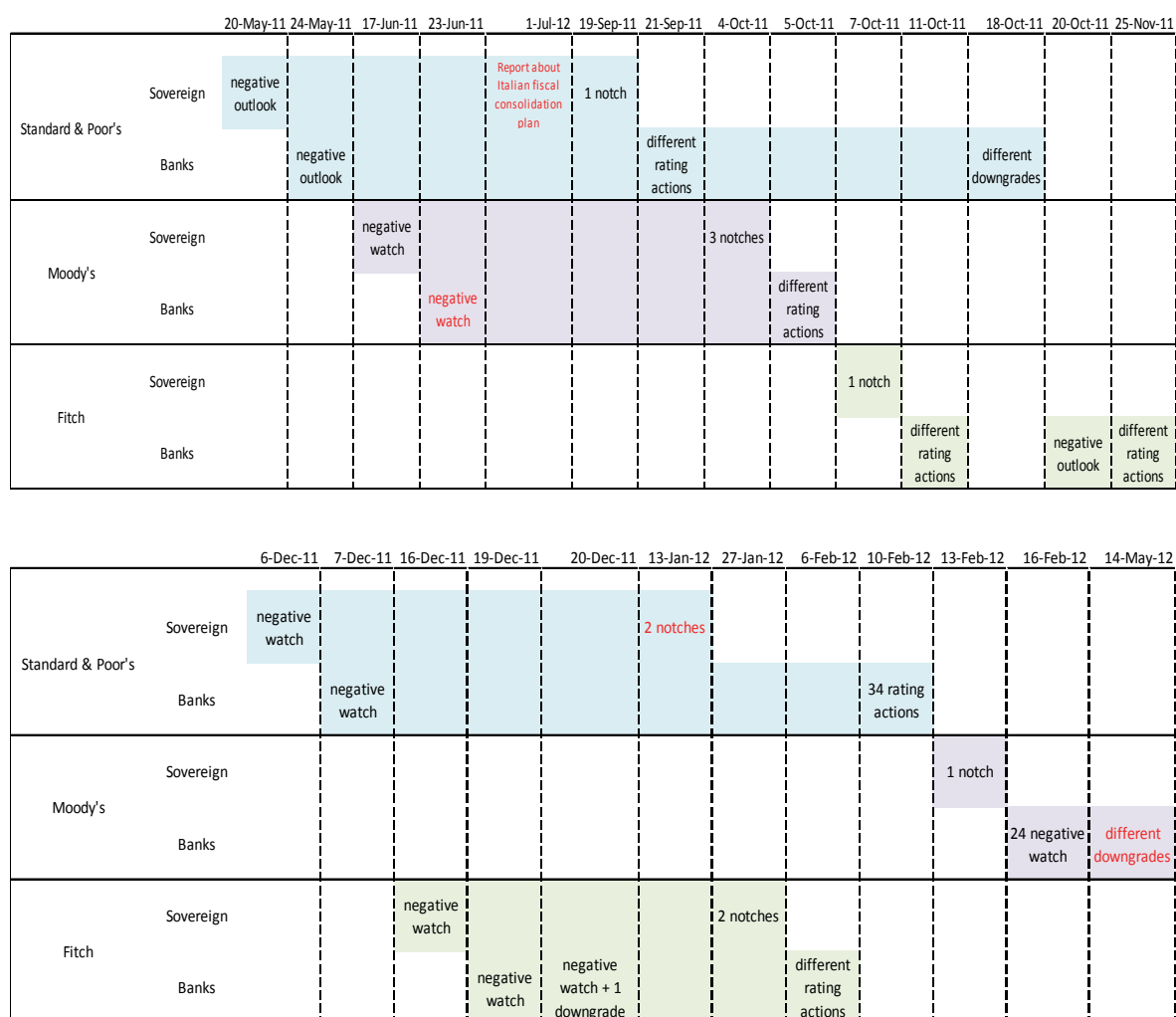
Fig. V.2 – Simulazione delle commissioni che sarebbero state applicate se la misura sull’OTR fosse entrata in vigore prima di aprile 2012



LE AGENZIE DI RATING

Gli interventi delle maggiori agenzie di rating nei confronti degli emittenti sovrani e corporate dell'Area euro sono stati particolarmente numerosi nel periodo maggio 2011 – maggio 2012. La figura seguente ricostruisce le principali *rating actions* (ossia messa sotto osservazione - *watches* - revisioni dell'*outlook* e del giudizio) relative all'Italia.

Fig. VI.1 – Cronologia delle principali rating actions nel periodo maggio 2011-maggio 2012



Nel corso dell'attività di monitoraggio dei mercati in occasione delle *rating actions* la Commissione ha valutato le motivazioni, le modalità e la tempistica di diffusione delle stesse *rating actions*. Particolare attenzione è stata dedicata alle circostanze in cui i giudizi si basavano su informazioni non definitive o non ancora note nei dettagli, allo scopo di verificare l'applicazione delle misure e delle procedure previste dal Regolamento europeo 1060/2009. La Commissione ha pertanto richiesto alle agenzie di rating di prevedere esplicitamente nelle proprie procedure la verifica della 'novità' e dell'affidabilità delle informazioni su cui i giudizi sono basati.

Più in generale, in occasione dell'attività istruttoria svolta per l'esame delle domande di registrazione delle agenzie, l'Istituto ha dato indicazioni tese a garantire la prevenzione e la trasparenza in merito ai conflitti di interessi in cui possono incorrere le agenzie, ad esempio tramite una piena *disclosure* degli assetti proprietari e l'adozione di adeguate misure organizzative nello svolgimento delle cosiddette attività accessorie rispetto all'attività di rating. Ulteriori profili di attenzione hanno riguardato: il miglioramento della qualità delle valutazioni, con riguardo alla coerenza e trasparenza dei criteri valutativi; il contenimento dei possibili impatti negativi sul mercato attraverso il monitoraggio sulle modalità di diffusione dei giudizi; il rafforzamento del grado di trasparenza e la prevenzione del possibile rischio di conflitti di interessi relativo alla diffusione degli *outlooks* e dei *credit watches*, che esprimono valutazioni prospettiche sui rating, attraverso l'adozione di procedure identiche a quelle poste in essere per i rating.

Ad esito di tali verifiche, la Commissione e le altre autorità europee coinvolte hanno concesso la registrazione, il 31 ottobre 2011, alle quattro agenzie di rating internazionali (Standard & Poor's, Moody's, Fitch e Dbrs), incluse le loro sedi italiane. Inoltre l'Istituto ha concesso, il 21 dicembre 2011, la registrazione a un'agenzia italiana, Crif Spa, mentre il processo di registrazione relativo a un altro soggetto è tuttora in corso.

ASSETTI PROPRIETARI E GOVERNO SOCIETARIO DELLE SOCIETÀ QUOTATE

Assetti proprietari

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

Come si illustra diffusamente nella Relazione per il Ministro dell'Economia, nel 2011 la quota media detenuta dal primo azionista è pari a circa il 45% del capitale ordinario con diritto di voto, in flessione di poco meno di due punti percentuali rispetto al 1998. Le società che hanno almeno un investitore istituzionale quale azionista rilevante rappresentano il 37,5% del totale degli emittenti, dato inferiore non solo al precedente triennio ma anche al più lontano 1998 in cui le società con azionisti istituzionali rilevanti erano il 41% del totale. La quota media detenuta in tali società oscilla tra il 6% e il 7% in tutte le finestre temporali osservate; l'evoluzione più recente mostra comunque una riduzione di circa un punto percentuale rispetto all'anno precedente.

Nel 1998 gli investitori istituzionali italiani erano presenti in circa una società su 4, mentre nel 2011 essi partecipano in misura rilevante in meno del 5 % degli emittenti, quasi la metà rispetto allo stesso dato calcolato per il 2010. La quota mediamente detenuta è il 5% circa ed è sostanzialmente in linea con il dato del triennio 2008-2010. L'evoluzione della presenza di investitori istituzionali stranieri rilevanti nel capitale delle società quotate, invece, mostra un'inversione di tendenza. I dati attuali, secondo i quali gli investitori esteri sono azionisti rilevanti in circa una società su tre, mostrano una più diffusa presenza di tali investitori rispetto al 1998; tuttavia, l'evoluzione nel breve periodo indica una riduzione della loro presenza, che nel precedente triennio aveva interessato circa il 40% del mercato. La quota media di partecipazione ha subito, invece, una leggera flessione nel corso dell'intero periodo considerato, in particolare negli ultimi due anni.

Anche l'attivismo degli investitori istituzionali mostra divergenze significative tra gli italiani e gli esteri, che vedono i primi di gran lunga meno attivi dei secondi.

Nel corso del 2011 sono intervenuti in media 86 investitori istituzionali (a fronte di una media di 133 azionisti partecipanti complessivi). Mentre la quota media di investitori italiani rappresentata in assemblea è stata pari allo 0,3% del capitale, gli esteri hanno raggiunto il 5,7%, con un valore mediano pari allo 0,6%. Nelle società di maggiori dimensioni (società appartenenti agli indici FtseMib e MidCap) si osserva una presenza più

diffusa degli investitori istituzionali (in media 238 a fronte di una media di 343 azionisti complessivi partecipanti). I fondi esteri mostrano anche in questo caso un maggiore attivismo, arrivando a detenere in media il 14,1% del capitale presente in assemblea (a fronte dello 0,6% detenuto da investitori istituzionali italiani). I valori mediani indicano tuttavia che vi sono ancora numerose grandi società quotate italiane per cui la quota sul capitale sociale rappresentato in assemblea da investitori istituzionali è prossima allo zero.

Governo societario

A fine 2010 il peso degli amministratori indipendenti nei consigli di amministrazione, intesi dalla disciplina come uno dei principali presidi a tutela degli interessi di tutti gli azionisti, nelle società dell'indice FtseMib si attesta attorno al 41%, a fronte di un'incidenza media complessiva per le quotate pari a poco più del 37%, mentre il peso degli amministratori di minoranza è pari al 14% circa a fronte di una media complessiva del 6,4%.

Per quanto attiene alla composizione di genere degli organi di amministrazione, a fine 2011 il 7,4% degli incarichi risulta ricoperto da una donna e circa la metà delle società vede entrambi i generi rappresentati nel proprio *board* (Tav. VII.1). L'evoluzione degli ultimi quattro anni mostra un trend positivo sia nel numero di donne che siedono negli organi di amministrazione sia del numero di società in cui entrambi i generi sono rappresentati nel *board*.

Tav. VII.1 – Presenza femminile nei consigli di amministrazione delle società quotate
(situazione al 31 dicembre)

| | donne componenti gli organi di amministrazione | | società in cui è presente almeno una donna nell'organo di amministrazione | |
|-------------|--|-------------------|---|-------------------|
| | numero | peso ¹ | numero | peso ² |
| 2008 | 170 | 5,9 | 126 | 43,8 |
| 2009 | 173 | 6,3 | 129 | 46,4 |
| 2010 | 182 | 6,8 | 133 | 49,6 |
| 2011 | 193 | 7,4 | 135 | 51,7 |

Fonte: Consob. ¹ Peso percentuale sul totale dei componenti degli organi di amministrazione. ² Peso percentuale sul numero totale delle società quotate italiane.

La presenza femminile è più elevata nelle società a minor capitalizzazione, ossia quelle appartenenti all'indice Star e quelle non comprese in altri indici (FtseMib e MidCap).

In particolare la frequenza con cui almeno una donna siede nell'organo amministrativo arriva al 58,8% dei casi nelle società Star (Tav. VII.2). Anche il peso del genere femminile sul totale dei membri del *board* è maggiore negli emittenti Star o non inclusi negli indici, sebbene essi siano caratterizzati da organi meno numerosi. Le società a più elevata capitalizzazione, e in particolare quelle incluse nell'indice FtseMib, sono

invece caratterizzate da una minor presenza femminile, sia in termini di percentuale di società in cui entrambi i generi sono rappresentati nell'organo amministrativo sia di peso relativo dei consiglieri appartenenti al genere femminile.

A questo proposito si ricorda che la legge n. 120 del 12 luglio 2011 ha introdotto le cosiddette 'quote di genere' per la composizione degli organi sociali delle società quotate (nonché delle società a controllo pubblico). In particolare, la legge impone il rispetto di un criterio di composizione degli organi sociali, in base al quale al genere meno rappresentato spetta almeno un terzo di tali organi. Il legislatore ha previsto una gradualità nell'applicazione della norma, stabilendo che al primo rinnovo la quota del genere meno rappresentato sia almeno pari a un quinto degli organi sociali. Inoltre, il criterio di riparto trova applicazione per tre mandati. La legge è entrata in vigore lo scorso agosto.

Tav. VII.2 – Composizione degli organi di amministrazione delle società quotate nel 2011 in relazione al settore di attività
(situazione al 31 dicembre)

| indice | numero società | peso ¹ | numero medio di componenti del consiglio di amministrazione | percentuale media delle società in cui è presente almeno una donna | percentuale media delle donne nei Cda |
|--------------------------------|----------------|-------------------|---|--|---------------------------------------|
| Ftse Mib | 38 | 84,0 | 12,53 | 47,4 | 5,2 |
| Ftse MidCap² | 42 | 10,4 | 13,21 | 50,0 | 5,7 |
| Star² | 68 | 3,2 | 9,57 | 58,8 | 8,1 |
| Altro | 113 | 2,4 | 8,19 | 49,6 | 8,9 |
| totale | 261 | 100,0 | 9,99 | 51,7 | 7,6 |

Fonte: Consob. ¹ Rapporto percentuale tra la capitalizzazione del capitale ordinario delle società riferibili a ciascun indice e la capitalizzazione del capitale ordinario di tutte le società quotate italiane. ² Le società che appartengono sia al segmento Star sia all'indice MidCap vengono incluse solo nella categoria Star.

Per quanto riguarda la composizione dei consigli di amministrazione, il fenomeno dell'*interlocking*, corrispondente alla presenza di almeno un consigliere con incarichi in altre società quotate, rappresenta un profilo 'strutturale' che incide negativamente sui processi decisionali delle società interessate.

A fine 2011 l'*interlocking* riguardava oltre il 70% delle società quotate (190 emittenti di cui 38 operanti nel settore finanziario), ossia circa il 96% in termini di capitalizzazione. Tale fenomeno è stato oggetto del recente intervento legislativo che vieta l'assunzione di incarichi di gestione, sorveglianza e controllo in imprese o gruppi bancari, assicurativi e finanziari concorrenti (art. 36 del d.l. 201/2011 convertito nella legge n. 214 del 22 dicembre 2011).

LA RIPARTIZIONE DELLE COMPETENZE TRA AUTORITÀ DI VIGILANZA SUL SETTORE FINANZIARIO: PRINCIPALI ESPERIENZE EUROPEE

Il modello di vigilanza per finalità

L'internazionalizzazione dei mercati, l'innovazione finanziaria e l'integrazione dei tradizionali segmenti dell'attività finanziaria pongono da tempo le condizioni, in Italia come altrove, per una revisione dell'assetto istituzionale della vigilanza finanziaria. Tali processi hanno favorito lo sviluppo di gruppi conglomerati, spesso a carattere internazionale, rendendo sempre meno netta la tradizionale suddivisione dei soggetti vigilati (bancari, assicurativi, mobiliari).

La necessità di una vigilanza che sia capace di monitorare efficacemente operatori *cross-sector* e *cross-border*, disincentivando ogni forma di arbitraggio regolamentare tra settori e paesi diversi, ha portato negli ultimi anni a rafforzare i *fora* di cooperazione internazionale tra autorità di regolamentazione.

Al contempo, a livello domestico, i singoli paesi si sono orientati verso forme di vigilanza che abbandonassero la tradizionale ripartizione per soggetti (il modello più diffuso prevedeva un'autorità a presidio delle banche, una che vigila i mercati mobiliari e una terza che controlla le assicurazioni) a favore di un *single regulator* o di più autorità orientate per finalità.

Il sistema di vigilanza per finalità contempla la presenza di quattro possibili autorità (Fig. VIII.1):

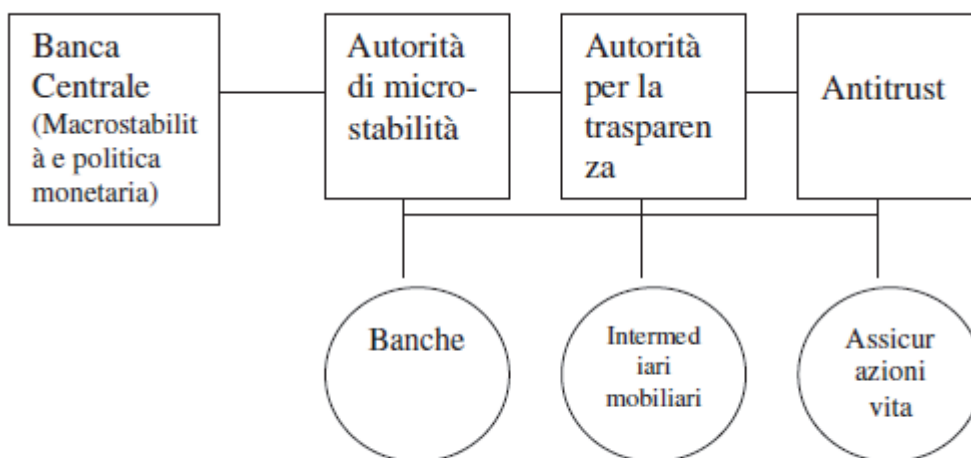
- 1) la banca centrale, incaricata di sovrintendere alla politica monetaria e - spesso in coordinamento con le altre autorità - ai problemi di macrostabilità;
- 2) un'autorità preposta ai controlli di microstabilità (obblighi prudenziali e di gestione del rischio che preservino l'adeguatezza patrimoniale di tutte le istituzioni finanziarie);
- 3) un'autorità preposta ai controlli di trasparenza dei mercati, prevenzione degli abusi di mercato, tutela dei diritti degli azionisti e, più in generale, correttezza dei comportamenti;
- 4) un'autorità con funzioni di garanzia della concorrenza e del mercato.

In molte giurisdizioni l'autorità di microstabilità (2) è costituita all'interno della banca centrale (1). In alcuni casi si tratta di una mera unità organizzativa, in altri è

un'unità separata, caratterizzata da un organo decisionale *ad hoc*, ma comunque finanziata dalla banca centrale.

Recenti riforme avvenute in Francia e Regno Unito hanno strutturato in questo senso i rispettivi sistemi di vigilanza. Analogo anche il sistema tedesco, che pure separa i poteri di vigilanza microprudenziale (affidati alla Bundesbank) da quelli di regolazione microprudenziale (affidati al Bafin). Di seguito si riportano i tratti essenziali dell'assetto della vigilanza finanziaria nel Regno Unito, Francia, Germania e Italia.

Fig. VIII.1 – Il sistema di vigilanza per finalità

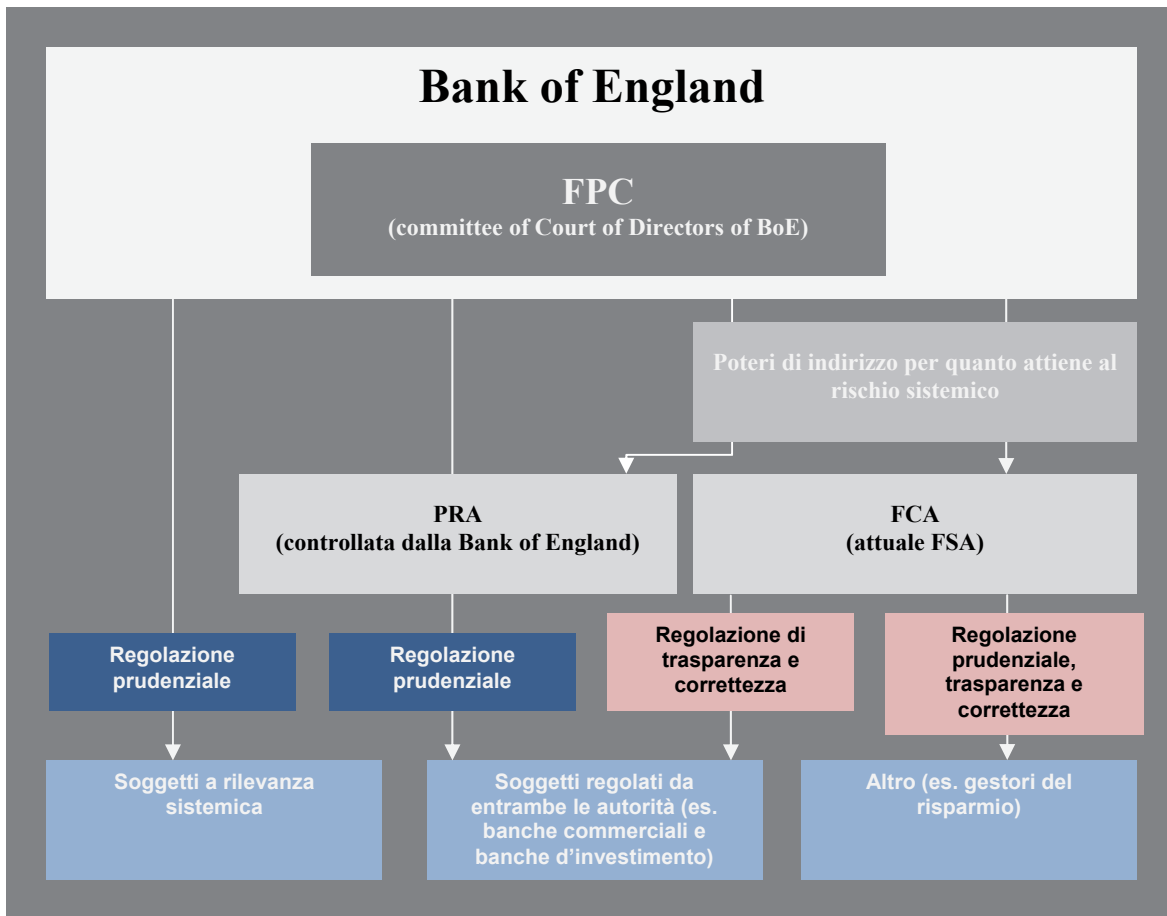


Regno Unito

Sin dall'inizio della crisi finanziaria, già negli ultimi mesi del 2007, il sistema di vigilanza finanziaria del Regno Unito è stato accusato di inefficacia. In particolare la Financial Services Authority (FSA) - *single regulator* istituito con il Financial Services and Markets Act (2000) che fungeva da perno di tutto il sistema - è stata ritenuta troppo blanda nei controlli e non in grado di prevenire e gestire le crisi bancarie.

Il Financial Services Bill del 2011 introduce, a partire dal 2013, un nuovo assetto istituzionale fondato sulla Prudential Regulatory Authority (**PRA**), separata funzionalmente ma controllata dalla Bank of England, e dalla Financial Conduct Authority (**FCA**), derivante dall'esistente FSA (Fig. VIII.2).

Fig. VIII.2 – Bank of England, PRA e FCA



Alla PRA sono affidati i controlli microprudenziali sulle banche, le assicurazioni e le banche di investimento di rilevanza sistemica. La FCA si occupa invece della vigilanza in materia di correttezza e trasparenza di tutte le imprese bancarie e finanziarie (ad esempio, le condizioni contrattuali relative a conti correnti e mutui) nonché degli aspetti prudenziali delle entità non vigilate dalla PRA (corrispondenti, ad esempio, alle nostre Sim e Sgr) (Tav. VIII.1).

Tav. VIII.1 – Soggetti vigilati dalla FCA e relative competenze

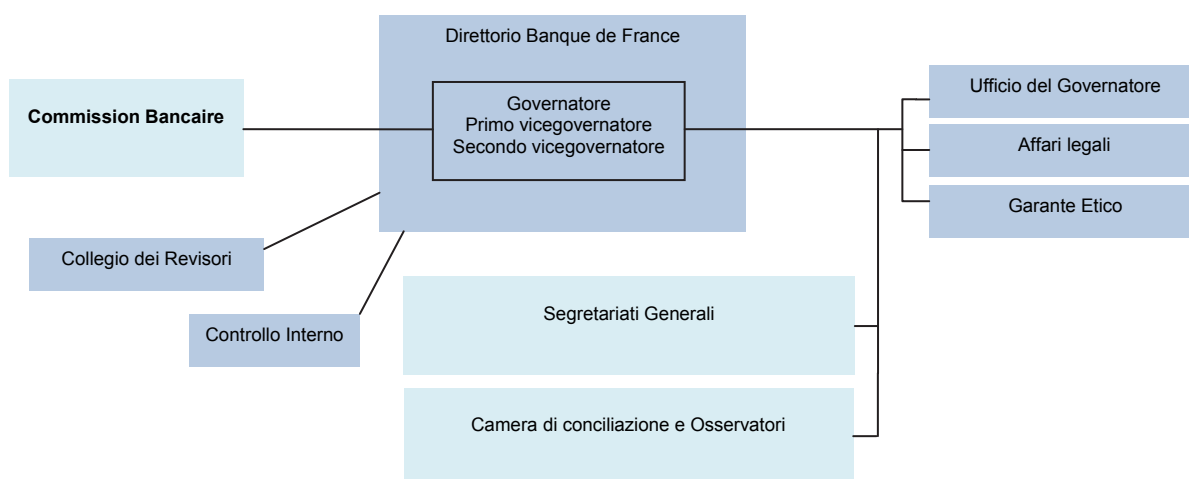
| Trasparenza / Correttezza / Requisiti microprudenziali | Solo trasparenza e correttezza |
|---|--|
| Personal investment firms | Banks |
| Insurance intermediaries | Building societies |
| Mortgage intermediaries | Investment banks |
| Investment managers | Credit unions |
| Non-deposit taking lenders | Friendly societies |
| Corporate finance | Life insurers |
| Wholesale firms | General insurers |
| Custodians | Wholesale insurers, commercial insurers & reinsurers |
| Professional firms | Lloyd's & Lloyd's Agents |
| Markets (exchanges & infrastructure providers) | |
| Collective investment schemes | |
| Other (including travel insurance only and media firms) | |
| Other brokers | |
| Managing agents | |
| Investment firms | |

Francia

Anche la Francia ha modificato il proprio assetto di vigilanza finanziaria all'indomani della crisi finanziaria del 2008. In questo caso si è scelto di modificare il pre-esistente approccio che vedeva tre autorità distinte a seconda dei soggetti regolati (Banche, Mercati, Assicurazioni) a favore di un approccio per finalità che contempla un'autorità (il cui nome è rimasto Commission Bancaire) responsabile per gli aspetti microprudenziali e una (anch'essa denominata come in precedenza Autorité des Marchés Financiers - AMF) responsabile per la trasparenza dei mercati e la correttezza dei comportamenti degli attori che vi operano.

Come nel caso del Regno Unito, mentre la Commission Bancaire è un'entità parzialmente autonoma ma incardinata all'interno della Banca di Francia (Fig. VIII.3), l'AMF è un'autorità separata.

Fig. VIII.3 – La Banque de France e la Commission Bancaire



Germania

Per quanto attiene infine alla Germania, le modifiche apportate in seguito alla crisi sono state meno dirompenti di quelle di Francia e Regno Unito, ma hanno in ogni caso modificato gli equilibri esistenti tra la Bafin (*single regulator*) e la Bundesbank (banca centrale) attribuendo a quest'ultima il coordinamento della vigilanza macroprudenziale.

I compiti di vigilanza microprudenziale sono invece rimasti condivisi tra la Bafin (cui spetta la gran parte dei compiti di regolazione e vigilanza informativa) e la Bundesbank (responsabile della vigilanza ispettiva, con particolare riferimento ai modelli interni di gestione del rischio). Tutte le competenze in materia di trasparenza e correttezza sono assegnate in via esclusiva alla Bafin.

Italia

Diversamente da quanto osservato nei principali paesi europei, il sistema di vigilanza italiano è rimasto immutato negli ultimi anni e - con l'eccezione di alcune modifiche apportate con la L. 262/05 - appare non troppo diverso da quello esistente negli anni novanta all'indomani dell'introduzione del Testo Unico Bancario e del Testo Unico della Finanza.

Come evidenziato dalla Tav. VIII.2, l'attribuzione delle competenze tra Banca d'Italia, Consob, Antitrust, Isvap e Covip indica un criterio di tipo "misto", in parte ispirato alle finalità di vigilanza, in parte alla tipologia di soggetti vigilati. Le numerose discrasie rispetto al criterio per finalità - che pure era stato indicato come punto di riferimento nel TUF - finiscono per rendere la cornice regolamentare estremamente complessa ed esposta a duplicazioni e inefficienze. Se da un lato permangono cinque autorità invece delle tre teoricamente ipotizzabili (BI, Consob, Antitrust), dall'altro i poteri di trasparenza e correttezza ascrivibili alla Consob devono gestiti d'intesa con BI, ISVAP e COVIP (si confrontino gli elementi sottolineati in Tav. VIII.2).

Tav. VIII.2 – Attribuzione delle competenze di vigilanza finanziaria in Italia

| Destinatari / Finalità | Microstabilità | Trasparenza e correttezza | Concorrenza |
|---|----------------|---------------------------|--------------------------|
| Banche | BI | CONSOB/ <u>BI</u> | ANTITRUST (PARERE BI) |
| Sim | BI | CONSOB | ANTITRUST |
| Assicurazioni | ISVAP | <u>ISVAP</u> /CONSOB | ANTITRUST (PARERE ISVAP) |
| Sgr e oicr | BI | CONSOB | ANTITRUST |
| Fondi pensione | COVIP | <u>COVIP</u> / CONSOB | ANTITRUST |
| Infrastrutture di mercato (Cassa di Compensazione e Garanzia) | BI* | CONSOB | NA |
| Mercato obbligazionario del debito pubblico (MTS) | MEF/BI | <u>BI</u> /CONSOB | NA |

* Si osservi come i profili di microstabilità relativi a Sim, Sgr, Fondi Pensione e Mercati siano generalmente modesti, specie nel caso di operatori di piccola entità. Sulla base del principio di prevalenza, si potrebbe procedere pertanto ad attribuire a Consob il ruolo di regolatore unico su tali attori, semplificandone così gli obblighi di *compliance*.