

CONSOB

11 ottobre 2024

Sintesi

La riunione ha trattato l'evoluzione e le funzioni dell'autorità di vigilanza Consob, evidenziando il passaggio da un ruolo di mera supervisione a uno di intervento attivo nelle società quotate. Sono stati discussi i poteri di Consob, inclusi quelli di verifica e sanzione, e la sua capacità di influenzare la composizione degli organi amministrativi delle società. È emerso che Consob può intervenire anche in caso di irregolarità, con un focus particolare sulla parità di genere e sulla trasparenza del mercato. Inoltre, si è parlato della necessità di un coordinamento tra le diverse autorità di vigilanza e delle sfide legate alla frammentazione del mercato europeo rispetto a quello statunitense, dove esiste un'autorità di vigilanza centralizzata. La discussione ha sottolineato l'importanza della qualità dei membri di Consob e il loro impatto sull'efficacia dell'autorità nel garantire la protezione degli investitori e la trasparenza del mercato.

Capitoli

Introduzione delle fasi di intervento legislativo: prima fase dal 1974 all'introduzione del testo unico della finanza; seconda fase dal testo unico fino ad oggi.

Evoluzione del ruolo di Consob: da supervisione limitata a un ruolo attivo e strutturato, con focus sulla tutela degli investitori e trasparenza del mercato.

Poteri di supervisione e sanzionatori di Consob: affiancamento dei poteri di intervento e sanzionatori per garantire il corretto funzionamento dell'autorità di vigilanza.

Potere di denuncia di gravi irregolarità: Consob può denunciare al tribunale in caso di sospetti di irregolarità, estendendo il suo intervento oltre i soci.

Riformulazione del regolamento sulle sanzioni: intervento significativo del Consiglio di Stato ha portato a una riformulazione del sistema sanzionatorio di Consob.

Mancanza di un mercato finanziario unico in Europa: confronto con il sistema americano, evidenziando la frammentazione dei mercati e delle autorità di vigilanza.

Trascrizione

Incontro all'analisi dell'autorità di vigilanza, cioè all'analisi della struttura, delle funzioni della consul e della sua evoluzione nel corso del tempo. Allora, avevo già detto all'inizio, diciamo nelle prime lezioni introduttive di questo corso, come in realtà il modello a cui tutti gli ordinamenti si sono ispirati nella costruzione del sistema di controllo e di regolamentazione delle società quotate sia quella americana perché per primo ha utilizzato lo strumento dell'agenzia indipendente come strumento di regolazione e di controllo sia sui mercati sia

sulle società quotate. nel 1933, dopo il crollo dei mercati finanziari nel 1929, ha avuto proprio come funzione preminente quella di istituire la Security and Exchange Commission, cioè l'autorità di vigilanza che tuttora opera sui mercati americani e vigila sulle società quotate oggi nei due mercati principali degli Stati Uniti che sono rispettivamente il New York Stock Exchange e il Nisel Nasdaq. L'aspetto significativo secondo me di questa vicenda e quindi della proiezione di questo modello le altre regolamentazioni che via via si sono evolute nel corso del tempo nei vari paesi ad economia avanzata che hanno di fatto tutti replicato questo modello originale è dato dalla circostanza che l'intervento dell'autorità di vigilanza americana è duplice perché opera sia sui mercati sia sulle società quotate. Anzi, se dovessimo andare a vedere, forse per quanto riguarda specificatamente gli Stati Uniti, ci accorgeremo che la pervasività dell'intervento dell'autorità di regolamentazione è molto maggiore di quello che noi abbiamo nei vari paesi europei. Però, non secondario, è un altro profilo che, come vedremo, ha un impatto anche nell'ambito della disciplina italiana e concerne il potere regolamentare che queste autorità di regolamentazione hanno. Cosa vuol dire potere regolamentare? Che nell'ambito di una cornice legislativa predeterminata, che ovviamente negli Stati Uniti perché ovviamente il tessuto rimane quello del 1933 ma poi è stato largamente integrato con numerosissime leggi. L'autorità di regolamentazione, in quel caso la SEC, interviene emanando una serie di disposizioni a vario livello che intervengono a disciplinare sul piano amministrativo quella che è l'attività sia dei mercati che delle società. La ragione di questo intervento, di questa potestà regolamentare, peraltro molto estesa dal punto di vista della complessità e del dettaglio operativo in cui interviene, è giustificata da una circostanza molto semplice che il processo legislativo, cioè ormai la lentezza del processo legislativo, non si attaglia a risolvere i problemi operativi che invece si rappresentano con appunto la quotidiana funzionamento dei mercati e delle società. Tenete conto che la struttura, anche la dimensione naturalmente parametrata al mercato di riferimento della SEC rispetto all'autorità di vigilanza e inclusa la consuma italiana è sicuramente enorme vari uffici in singoli Stati degli Stati Uniti e non, come accade per la COSOV, soltanto due uffici, una a Roma e una a Milano, che sono diparti mentalizzati e quindi ciascuno si occupa poi anche di materie specifiche, ma soprattutto perché la possibilità e l'accesso sia da parte della società quotata che da parte degli azionisti è molto più semplice di quello che è in parallelo l'accesso all'autorità di vigilanza in Europa, quindi da questo punto di vista il lavoro, il complesso delle attività sviluppate dall'autorità di regolazione americana è sicuramente di maggiore dimensione rispetto a quello delle autorità di vigilanza di altri paesi. E ciò giustifica in particolare anche l'elemento dimensionale. Fatte queste considerazioni sul modello e quindi sulla sua proliferazione nell'ambito internazionale, Oggi poi tutte queste autorità di vigilanza sono riunite in un'associazione che si chiama IOSCO che è l'associazione internazionale di tutte le autorità di vigilanza sui mercati regolamentati che ogni anno fa un incontro tra tutte le autorità di vigilanza in un paese a scelta. Ci occupiamo invece del nostro sistema, cioè di che cosa abbiamo fatto noi. Allora, ricordo, scusate se mi ripeto, ma in questo caso ovviamente è una necessità anche di ricostruzione dell'evoluzione. Noi avevamo una disciplina delle borse valori per cotti salenti che non era accoppiata a nessuna ulteriore attività né normativa né regolamentare, perché Logicamente, trattandosi di disciplina di carattere pubblicistico, non presupponeva la possibilità di un intervento diverso che non fosse un

intervento di natura normativa sul funzionamento di questi mercati. E peraltro, sicuramente non prima della Seconda Guerra Mondiale, non conoscevamo nel nostro ordinamento vere e proprie autorità di vigilanza indipendenti. Sicuramente c'era l'esperienza della Banca d'Italia che pur nella dimensione dell'ordinamento settoriale come elaborato da Giardini e come costruito attorno a questa autorità di controllo, che aveva avuto un ruolo peraltro fondamentale sia nel risolvere la crisi dopo il primo conflitto bellico, sia con riferimento al crollo dei mercati italiani nel 1929, però tuttavia non aveva lo status di autorità indipendente, era il soggetto che controllava in prevalenza il sistema di emissione, poi anche vigilava sulle banche appartenenti a quello specifico ordinamento settoriale. Quindi nel 1974, quando per la prima volta il legislatore intervenne e creò la Consob, è evidente che ha avviato un processo che poi è stato replicato in numerosi altri settori però del tutto nuovo, che non aveva un precedente nel nostro sistema. E bisogna dire che oggettivamente la disciplina del 74 la miniriforma delle società quotate, se vogliamo attribuire ad essa un carattere di novità, al detto appunto di quello che vi avevo già detto in ordine alle azioni di introduzione delle azioni di risparmio e al meccanismo del controllo della vigilanza contabile, in realtà proprio attorno alla disciplina della Consob sviluppa il suo ruolo principale. e anche ruolo che tuttora rimane rilevante, perché se voi andate poi a vedere, e comunque mi sembra di averla caricata tra la documentazione sull'e-learning, se noi andiamo a vedere la parte principale che tuttora rimane vigente è proprio quella relativa all'autorità di vigilanza. Perché nel 74 il legislatore italiano decise di introdurre, perché non nel 73 o piuttosto che nel 94? Qual è la motivazione storica che giustificò l'intervento legislativo e la creazione di un'entità indipendente di vigilanza sui mercati e sulle società quotate? Anche qui, come spesso accade, vedrete anche nel corso delle altre lezioni, ma come vi capiterà probabilmente anche di leggere gli stessi manuali, l'occasione è stato un grande scandalo finanziario che in quegli anni si è sviluppato in Italia. Direi che se dovessi fare un'osservazione gli interventi legislativi, perché questo non accade solo in Italia ma in tutti i paesi del mondo, sono nella più gran parte dei casi occasionati da grandi scandali finanziari che poi spingono il legislatore nazionale a intervenire con norme che usualmente vanno a incidere su quei profili che sono emersi come profili di criticità a causa di questo singolo scambio, di quella singola vicenda finanziaria, con il che si crea un meccanismo un po' di inseguimento da parte del legislatore rispetto alle venienze del mercato, il che non è mai particolarmente efficiente perché è un po' chiudessero la stalla dopo che i buoi sono usciti. Si interviene sull'assetto normativo quando ormai la vicenda esplosa e gli aspetti negativi della situazione si sono verificati. Con il che questi interventi spesso si rivelano inefficaci a prevenire delle crisi o dei fenomeni specifici. quanto piuttosto cercano in qualche maniera attraverso la legislazione di impedire che nel futuro se ne verificano degli altri ma a volte con scarsa efficacia se si tiene conto di quanti interventi legislativi a seguito di crisi ci sono verificati e vedremo nel corso anche di tutte queste nostre elezioni quante volte il legislatore è dovuto intervenire. Nel caso specifico nel 74 si era verificato uno scandalo di cui probabilmente avete sentito anche parlare, che è la vicenda Sidona, lo scandalo della banca privata italiana. Questo istituto di credito che è autorizzato ad operare in Italia, è una società privata, questo appunto finanziaria, anzi Sidona era un avvocato che si era trasferito dalla Sicilia a Milano, quindi un professionista che poi attraverso la sua ingegneria, la sua abilità di carattere finanziario era diventato proprietario di questa banca privata italiana.

Questa banca privata italiana aveva diciamo messo in piedi un sistema molto articolato che sostanzialmente era basato, era correlato su una finanziaria in Svizzera, che se non vale il rato si chiamava Finasco, la quale attraverso dei meccanismi tecnicamente chiamati back to back, operava, faceva operazioni finanziarie di grande importanza, di grande rilievo in Italia. In particolare le operazioni che erano state, anche alcune di grande successo che aveva fatto Sidona, riguardavano diciamo una delle più importanti proprio con Cern e Bergamo per chi riguarda la scalata al gruppo Pesenti che poi era stata in qualche maniera mitigata attraverso il riacquisto di azioni nella complessa operazione finanziaria che aveva impedito che appunto Sidona si impossessasse appunto del gruppo Pesenti ma soprattutto con il lancio della prima offerta pubblica di acquisto sul gruppo Bastogi che era una società finanziaria derivante dalla nazionalizzazione delle imprese elettriche, cioè era un'ex impresa elettrica la quale aveva ricevuto l'indennizzo per l'avvenuta nazionalizzazione delle attività elettriche e quindi deteneva una grande quantità di partecipazioni con l'appoggio di alcune banche straniere per la prima volta nella storia italiana anche dire che nonostante Psidona fosse stato coinvolto in vicende anche criminali, però sicuramente è stata una grande innovazione finanziaria perché per la prima volta fu lanciata in Italia un'offerta di acquisto ostile e volontaria su una società votata. A quel tempo naturalmente non c'era nessuna forma costruita su base volontaria, il consulente di Sindona, famosissimo professore di diritto commerciale di Milano, che si chiamava Riberto Mignoli, che aveva aiutato a costruire questa questa complessa strategia finanziaria, giuridico finanziaria, perché non c'erano i precedenti dal punto di vista normativo e era stata lanciata questa offerta pubblica d'acquisto, che fu bloccata sostanzialmente grazie a un intervento politico perché attraverso l'utilizzo di una disposizione normativa a quel tempo vigente che imponeva l'autorizzazione ministeriale in caso di aumenti di capitale di una certa dimensione consentì, credo all'uomo Ministro delle Finanze o comunque al Ministro del Tesoro, che era della Marfa, di impedire poi il verificarsi e l'attuarsi di quella scala torstile. Ma comunque Sindona, a parte queste due che vi ho citato, aveva compiuto diverse altre operazioni un po' da rider. Poi questa vicenda si complicò in maniera, diciamo, questa digestione di questa banca privata italiana sì, diciamo, arrotolò e fu sicuramente oggetto di un coinvolgimento criminale, no? Sindona comprò un istituto di credito, la Franklin National Bank negli Stati Uniti, si ipotizza, anzi forse è anche accettato che ci fossero delle compromissioni mafiose nella sua attività, ma soprattutto a un certo punto questa banca privata italiana collassò e quindi La Banca d'Italia commissariò la banca e venne nominato come commissario della Banca d'Italia l'avvocato Ambrosoli che poi venne ucciso avendo come mandante lo stesso Sindona che fu condannato per un uccidio a dimostrazione di quanto questa vicenda avesse profili ma il punto di svolta dell'attività liquidatoria da parte di Ambrosoli sul gruppo Sindona fu proprio quando riuscì a farsi nominare come amministratore di questa fiasco che era la società svizzera che poi suprindendeva a tutte queste varie partecipazioni e riuscì quindi a venire a capo a questo complesso sistema di finanziamenti incrociati che si generava tra queste entità svizzere e queste entità italiane. Vi ho fatto tutta questa spiegazione per darvi l'idea di quanto dell'importanza di questa vicenda finanziaria sull'assetto del mercato finanziario italiano, perché tutte queste vicende, troppa, scalate varie, avevano creato un grande trambusto, un grande grado di allerta, vi ho citato l'intervento anche politico, perché Sidona poi aveva anche coperture politiche, nel senso che

finanziariamente era stato molto protetto dalla Banca di Roma e si ipotizza anche da parte del Ministro Anderotti. C'erano sicuramente vicende che interfacciavano su aspetti finanziari ma anche su aspetti politici quando la banca commissariata fu saltata per fallimento, si appui poi tutta questa vicenda di enorme complessità e ci si rese conto che il mercato borsistico italiano sul quale Sidone aveva operato in numerose occasioni con le vicende che vi ho descritto e con anche delle altre, non aveva sostanzialmente strumenti di controllo, perché esisteva Banca d'Italia ma si occupava soltanto di banche e quindi questo territorio era assolutamente senza un sistema di controllo, né l'attività organizzativa che avevano le Camere di Commercio sulle Borse Valori aveva una funzione di vigilanza, perché era soltanto una funzione organizzativa del mercato. Quindi non c'era da parte delle camere di commercio che gestivano le borse valori italiane sulla base della legge del 1913 un potere di intervento di qualunque altro tipo che non fosse quello di organizzare quel determinato mercato. C'era un'idea estremamente primitiva del mercato finanziario, come semplicemente un luogo di scambio, senza pensare che la dimensione economica che questi sistemi una visione del tutto diversa del tema. E qui capite anche perché gli Stati Uniti sono partiti così presto rispetto agli altri paesi europei, in particolare l'Italia. Perché è evidente che qui si tratta di capire il momento storico nel quale quel singolo sistema giuridico si trova a dover affrontare quel tipo di problemi. che è un problema di maturità finanziaria e di sviluppo finanziario di quel singolo paese. Gli Stati Uniti insieme all'Inghilterra sono sicuramente i paesi dai quali i mercati finanziari sono sviluppati per primi e quindi sia in termini cronologici sia in termini dimensionali sono stati i primi a doversi confrontare con questa tipologia di problemi. Quando poi analizzeremo altri schemi di regolamentazione, sia delle società quotate che dei mercati, e faremo riferimento alla storia, all'evoluzione di questi strumenti che sono stati implementati, vi renderete conto, e sarà anche quasi un po' noioso, come buona parte degli istituti che noi utilizziamo nel nostro sistema, sia per quanto riguarda i mercati che per quanto riguarda le società contate, trovano la loro origine proprio nel mondo anglosassone, ma non perché il mondo anglosassone sia dotato di una particolare acume giuridico o regolamentare, ma perché si sono trovati prima a dover gestire determinate situazioni e hanno scelto alcune soluzioni operative. Soluzioni operative che poi si sono diffuse in particolare in Europa e che quindi poi l'ha trovata anche la regolamentazione del nostro sistema. Ecco perché noi siamo così profondamente debitori. non per una logica, una secondarietà, una subordinazione del nostro sistema rispetto ad altri ma semplicemente per un ritardo in termini cronologici di maturità dei nostri mercati e della dimensione delle nostre società contate rispetto a quello che accadeva in altri sistemi quindi inevitabilmente ci troviamo a utilizzare modelli altrui che per primi si sono confrontati con questa tipologia di problemi. Quindi sostanzialmente nel '74 a fronte di questo grande scudolo è stata introdotta per la prima volta l'autorità di vigilanza Ora, qui bisogna un po' intendersi sul ruolo di consul perché il ruolo di consul del '74 non è il ruolo attuale di consul perché sostanzialmente noi dobbiamo dividere la vita o meglio la vicenda dell'autorità di controllo in due segmenti temporali profondamente diversi. Il primo che va dal 1974 all'introduzione del testo unico della finanza e una seconda fase che va dal testo unico della finanza fino ad oggi. Perché c'è differenza? Perché sostanzialmente mentre in una fase iniziale il testo La Consum aveva una funzione di controllo sulle attività primaristiche svolte dalle società e dai

mercati e in particolare aveva la funzione di esercitare un meccanismo di vigilanza sui sistemi di controllo contabile delle società cotate. Sostanzialmente, se voi andate a vedere la disciplina del 1974, vi rendete conto che il meccanismo era così strutturato. Da un lato c'era l'introduzione della COSOB, l'autorità di vigilanza, ma dall'altro lato veniva in parallelo introdotto l'obbligo per le quotate di avere in bilancio oggetto di revisione da parte di una società di revisione. e la Conso, la sua volta, era l'autorità che provvedeva a mantenere in vita il registro delle società di revisione che erano deputate a esercitare questo tipo di controllo quotate. Quindi sostanzialmente c'era un cortocircuito tra attività di revisione, attività di controllo e autorità di regolamentazione. Ecco perché la fase iniziale dell'impostazione della logica del controllo da parte di CONSOB soprattutto sulle società quotate sui mercati era sicuramente ancora più attenuato questo ruolo, veniva in evidenza l'attività che Consul esercitava soprattutto in materia di revisione contabile. Così non è accaduto dopo il testo unico, perché il testo unico a mio avviso, ma anche a avviso di moltissimi altri studiosi, ha profondamente modificato il ruolo di consul e lo ha fatto transitare da un'attività di limera supervisione del mercato e delle società quotate a un ruolo invece molto più attivo, molto più strutturato rispetto a quello precedente e questo noi lo capiamo se prendiamo una disposizione nel contenuto del testo unico, che è l'articolo 91 del testo unico nel quale come incipit proprio le disposizioni in materia di disciplina degli emittenti vengono esposti quali sono i poteri della Consul E' interessante leggere questa disposizione perché ci dà un po' il quadro di che cosa può fare e soprattutto di quali sono le finalità rispetto alle quali viene esercitato questo potere da parte di Consum. Consum esercita i poteri previsti dalla presente parte avendo riguardo alla tutela degli investitori nonché all'efficienza e alla trasparenza del mercato del controllo societario e del mercato dei capitali. Perché è importante questa indicazione che è quasi un'indicazione programmatica? E' chiaro che questa non è una disposizione di carattere precettivo, è una disposizione che introduce delle finalità dell'attività di vigilanza, ma non introduce degli elementi di carattere imperativo, sanzionatorio, come normalmente accade nelle norme giuridiche, quindi ha più una valenza programmatica che una valenza imperativa. ma l'aspetto significativo è che la finalizzazione dell'attività di vigilanza non riguarda l'attività né l'organizzazione dei mercati né l'attività delle società quotate quanto individua una finalità ulteriore che è il riflesso del controllo su questa organizzazione di mercato sugli emittenti con la finalità di proteggere o tutelare degli altri portatori di interessi, oggi si direbbe con l'espressione inglese degli altri stakeholder coinvolti sui mercati che sono rispettivamente gli investitori con la finalità di mantenere l'efficienza e soprattutto la trasparenza del mercato. Questo aspetto, questo richiamo alla trasparenza di cui abbiamo già parlato è estremamente significativo perché poi vedremo che buona parte dei poteri della Consum sono concentrati nell'orientamento, capacità di esercitare pressione sulle società quotate affinché rilascino i dati e le informazioni che si ritengono necessarie a realizzare questa trasparenza sui mercati. Questa disposizione ci dà anche un altro significato, cioè quella che non siamo più in presenza di una mera autorità di supervisione, cioè di un'autorità che svolge un ruolo veramente regolamentare sul mercato, ma di qualcosa di più articolato, perché presupponendo un esercizio di tutela di investitori è evidente che presuppone anche la possibilità di entrare nel merito della organizzazione e funzionamento, per quanto ci interessano le società quotate, ma anche dei mercati, allo scopo

di realizzare queste finalità. Quindi si va oltre un'attività di mera supervisione e si si approssima a delle logiche di controllo prudenziale. Cosa voglio dire facendo riferimento a questo aspetto, a questo meccanismo o meglio logica del controllo provinciale? Qui bisogna comprendere che, e questo è un aspetto che rimane per mare tuttora molto critico nel nostro sistema, noi sostanzialmente abbiamo e questo ha un impatto notevole per la composizione del mercato azionario italiano. Abbiamo delle attività economiche, in particolare quella bancaria assicurativa e anche poi successivamente quella relativa allo svolgimento dell'attività di intermediazione finanziaria che sono oggetto di vigilanza prudenziale da parte delle autorità di vigilanza preposte che poi nello specifico essenzialmente erano, fino a un po' di tempo fa, Banca d'Italia e IVAS che poi erano un altro che era riaccolto dalla Banca d'Italia e oggi sono trasferite per quanto riguarda le banche, per le banche di rilevanza diciamo sistemica, sono trasferite alla BCE Cosa significa un sistema di vigilanza prudenziale? Un sistema di vigilanza prudenziale, ammetto poi della complessità della definizione del termine, è sostanzialmente un sistema che può intervenire sui soggetti vigilati allo scopo di assicurare la stabilità complessiva del settore nel quale i soggetti vigilati operano, cioè nello specifico banca di assicurazione. Il che comporta la possibilità di assumere dei provvedimenti anche molto invasivi della organizzazione interna di queste società, allo scopo di assicurare questo tipo di risultati. Faccio qualche esempio che vi rende più semplice la comprensione della pervasività del ruolo dell'autorità di vigilanza quando può esercitare un controllo di tipo prudenziale rispetto ad altri casi. oltre naturalmente a commissariare, sostituire, sospendere esponenti amministrativi delle banche e anche delle assicurazioni per quanto riguarda il ruolo di IVAS. può per esempio imporre, come è accaduto durante il periodo della pandemia, come è accaduto anche in altri momenti, alle banche di non distribuire dividendi, cioè intervenire su vere e proprie scelte di carattere finanziario che spettano ai soggetti titolari dei diritti principali, agli azionisti. quindi possono intervenire sia sull'assetto gestionale che sull'assetto deliberativo di questi soggetti, questo dimostra quanto la rilevanza delle logiche di stabilità del settore possono prevalere addirittura sugli interessi interprivati degli azionisti. Questo non accade nell'ambito della mera vigilanza, nell'ambito della mera vigilanza o della supervisione questi poteri non sussistono. Questa è la vera, se vogliamo, differenza che intercorre tra Consob e Banca d'Italia, o meglio Banca d'Italia BCE-BCE, perché per quanto si possano costruire, e vediamo che sicuramente ci sono dei poteri di intervento da parte di Consob, non arrivano alla pervasività che è invece consentita l'autorità di vigilanza nei settori vigilati. Detto questo, diciamo, cerchiamo di capire qual è la natura di Komsomol e poi vediamo anche quali sono rispettivamente i suoi poteri. Allora, siccome si tratta di un soggetto di diritto pubblico, un soggetto di personalità giuridica di diritto pubblico, esso è appunto una nazione delle norme pubblicistiche che la creano. che sono appunto quelle contenute agli articoli 1 e 2 della legge 216 del 74. Perché è un'autorità indipendente? Perché si può definire come autorità indipendente? Si può definire come autorità indipendente per due ragioni. Uno perché ha un potere organizzativo autonomo, cioè l'organizzazione della propria struttura non avviene ad opera di un ministero che la vigila, ma è completamente propria della consul stessa. e secondariamente il sistema delle risorse necessarie al funzionamento dell'autorità di vigilanza sono generate dallo stesso sistema, quindi non provengono da capitoli del bilancio dello Stato. perché derivano essenzialmente dai

contributi che vengono corrisposti dalle società quotate proprio per la Consob proprio per svolgere questo tipo di attività questi sono i due pilastri dell'indipendenza dell'autonomia e dell'indipendenza di Consob tuttavia Consob è un sistema nel quale al capo del quale si trova un un comitato preseduto da un Presidente composto da 5 componenti complessivamente che vengono nominati con decreto del Presidente della Repubblica su proposta della Presidenza del Consiglio, che era stata in carica 5 anni. Si tratta di un organismo di carattere collegiale anche se è evidente il ruolo che ha il Presidente in questo collegio, perché per quanto non abbia degli specifici poteri propri, perché può organizzare le sedute, può gestire il collegio, però sostanzialmente non ha dei poteri autonomi rispetto alla collegialità dell'organo, però tuttavia è evidente un ruolo di privazia che questo soggetto esercita all'interno del collegio stesso. Alcuni hanno posto in evidenza una Il fatto che il Presidente della Consob debba, così come previsto sempre dall'articolo 1 della 216, trasmettere e mantenere informato il Ministero dell'Economia e delle Finanze. E quindi qualcuno ha ipotizzato che ci possono essere delle limitazioni a quella indipendenza di cui vi ho fatto parola, perché appunto in ragione di questa necessità di permanere in un collegamento col Ministero dell'Economia e delle Finanze si possa creare un meccanismo non di subordinazione ma comunque di incidenza dell'autorità politica sul funzionamento dell'autorità di vigilanza. abbastanza pacifico l'affermazione che questo tipo di relazione ha una natura diciamo prevalentemente anzi quasi esclusivamente informativa e non è in grado di minare o di limitare il potere di l'indipendenza di questa organizzazione. Va fatta però una considerazione di fondo a mio avviso e cioè che Il ruolo dell'autorità di vigilanza è in larga parte condizionato dalla qualità dei suoi componenti, per cui noi in realtà abbiamo avuto tante console diverse in funzione di chi erano rispettivamente i presidenti o i componenti dei commissari della Consul. Non è un argomento particolarmente interessante, ma se si studiasse storicamente l'andamento della Consul, il funzionamento della Consul, ci si renderebbe conto abbastanza facilmente che quando ci sono stati i presidenti che hanno esercitato una particolare autorevolezza, una particolare credibilità sia anche verificato un ruolo più attivo da parte dell'autorità di vigilanza stessa. Anche semplicemente a prendere quest'ultima presidenza Savona ci si rende conto che l'impostazione che ha il professor Savona, che è di provenienza originaria di Banca d'Italia, è stata quella di trasformare la Consum a spostare l'accorso verso logiche più prossime a quelle di Banca d'Italia che non quelle in precedenza utilizzate. Quindi oggettivamente la figura del Presidente è in grado di incidere in maniera notevole, anche se quasi esclusivamente a livello reputazionale, sul funzionamento poi dell'autorità di vigilanza. Vediamo adesso quali sono i poteri dell'autorità di vigilanza, che cosa caratterizza il funzionamento della Consul, che cosa la Consul può fare. che poi è anche la dimostrazione di quanto e in che misura si trascolori da un'attività di mera supervisione a un'attività potenzialmente di intervento sulle società quotate. Ora adesso noi ci occupiamo specificamente delle società quotate perché noi ci dedichiamo a quelle, però lo stesso tipo di ragionamento si potrebbe anche sviluppare con riferimento anche ai mercati, perché analogamente, se in due forme diverse, perché è diverso il contesto, però c'è questo trascolorare del ruolo di consumer anche con riferimento alla vigilanza dei mercati, oltre che naturalmente, come poi potete capire, al ruolo che il consumer ha nell'autorizzazione ad avviare e far funzionare dei mercati regolamentati che gli è attribuita dal testo unico della

finanza. Questi poteri di cui adesso andiamo a esaminare il contenuto sono profondamente diversi da quelli che era la logica originaria perché sono stati tutti organizzati quando è stato redatto il testo unico della finanza, quindi derivano dall'impostazione che, come vi dicevo, proviene successivamente dall'introduzione, la messa in vigore del testo pubblico della finanza. Se noi andiamo a vedere come vi ho detto il decreto capitali contiene anche una delega al governo per rivedere il testo unico della finanza, ma se andiamo a vedere il contesto della delega ci rendiamo conto che da questo punto di vista non c'è una volontà di innovare, di modificare quello che è l'assetto dei poteri della COSM. sono altre le aree di intervento in cui il legislatore intende esercitare o vuole esercitare appunto la delega attribuita al governo. Allora, il primo profilo dei poteri che spettano la Consum, che dimostra già da subito una rilevante potenzialità di intervento, è data dai poteri in punitiva delle delibere assembleali. I poteri di punitiva delle delibere assemblerane derivano da due disposizioni specifiche e toccano due segmenti diversi che però a loro volta attestano quelle che sono le aree considerate critiche dal nostro legislatore sulla quale è necessario l'esercizio di un potere regolamentare di intervento da parte dell'autorità di vigilanza. Il primo caso è dato dall'articolo 120, 120-121 in materia di partecipazioni rilevanti e partecipazioni reciproche perché in questo caso può impugnare le delibere che sono state assunte in violazione delle previsioni che regolamentano gli obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti e poi ne vedremo il contenuto, oppure che violano il sistema delle partecipazioni reciproche possibilità esplicitamente propria delle società quotate di creare relazioni tra società punto quotate attraverso un meccanismo di partecipazione incrociata, cosa non prevista e non possibile per le società non quotate. Infatti se prendete per esempio il Sesto Coma del 2021 in materia di partecipazione reciproca troverete che in caso di osservanza dei veti di esercizio del diritto di voto, perché nello specifico qua la disciplina così come per le partecipazioni rilevanti impedisce a chi non ha comunicato la situazione di incrocio azionario oppure non ha comunicato le partecipazioni azionali di esercitare il diritto di voto Si applica l'articolo 14,6, nel senso che quello che prevede il potere di impugnativa della Consob, l'impugnazione può essere proposta anche dalla Consob entro il termine indicato dall'articolo 14,7. Quindi è attribuito alla Consob un potere di impugnazione della delibera concorrente con i poteri che spettano ai soci in relazione alla delibera assunta con voto concorrente e determinate di chi si trovava in una posizione di mancata ottemperanza agli obblighi di comunicazione o in materia di partecipazione rilevante o in materia di partecipazione reciproca. ma anche più significativo è il potere di impugnativa di consumo previsto dall'articolo 157 in materia di impugnazione del bilancio di esercizio. Adesso cadiamo la disposizione. Scusate. Ecco qua. La deliberazione dell'Assemblea del Consiglio di Sorveglianza che approva il bilancio d'esercizio può essere impugnata per mancata conformità del bilancio alle norme per disciplina e poteri di redazione da tanti soci che ne rappresentano almeno il 5%. La Consul può esercitare in ogni caso le azioni previste dal primo comma entro sei mesi da data del bimbo del bilancio d'esercizio. Perché questa disposizione è particolarmente significativa? Perché fosse l'unico caso del quale il bilancio di esercizio, o meglio la delibera e l'approvazione del bilancio di esercizio può essere impugnato da un soggetto diverso dai soci. Quindi siamo in presenza della possibilità di intervenire da parte dell'autorità di vigilanza sull'organizzazione, sul funzionamento, in particolare dal punto di vista della

rendicontazione contabile della società quotata. ed è significativo appunto che si tratti proprio di questo segmento di attività, di questo segmento della disciplina delle società quotate perché, come vi ho già detto, qui risulta abbastanza pervasivo, cioè abbastanza collegato il ruolo che, diciamo, fin dall'origine è consue esercitato sulla materia della certificazione sul controllo contabile delle società quotate. Però, tuttavia, è evidente che qui ci spostiamo dalla vera supervisione e ci avviciniamo a vero e proprio potere di intervento. Altro potere che spetta la Kosova, che anche qui nella sua dimensione diciamo apparente non è particolarmente significativo, ma nella sua dimensione concettuale invece sì, perché l'articolo 147 ter consente alla Consum di intervenire con riferimento alla verifica della del rispetto da parte delle società quotate del principio della parità di genere. Ora, apparentemente questa disposizione sembrerebbe un mero potere di verifica della quantità dei soggetti nel consiglio di amministrazione, però se voi ci riflettete significa intervenire sulla composizione dell'organo amministrativo, no? Perché laddove non fosse rispettato il principio la COSM potrebbe, diciamo, sanzionare e chiedere direttificare la situazione. Quindi questo significa che c'è un potere di intervento di Consob sull'organizzazione e sulla composizione dell'organo amministrativo. Questo è un aspetto significativo del problema. Cosa che risulta ancora più accentuata se si va a vedere il rapporto o meglio la relazione che si instaura, sempre in ragione della disposizione del testo unico, tra Consum e collegio sindacale. Perché se noi prendiamo l'articolo 149 terzo comma, che è la norma destinata a disciplinare il dovere del collegio sindacale, leggiamo che il collegio sindacale comunica senza indugio alla CONSOB le irregolarità riscontrate relatività di vigilanza e trasmette i relativi verbali delle riunioni e degli accertamenti svolti e ogni altra utile documentazione, quindi sostanzialmente il collegio sindacale diventa il tramite tra la società e l'autorità di controllo che qui esercita appunto una specifica funzione con riferimento alle irregolarità, quindi la Consiglia diventa la destinataria dei rilievi circa irregolarità che poi si riflettono che non sono altro che il mancato rispetto di norme di legge da parte dell'organo amministrativo, perché questa è la funzione di controllo che qui esercita il collegio sindacale, quindi ci rendiamo conto che questa è la finestra attraverso la quale può entrare dentro la società l'autorità di vigilanza. E ancora più importante, adesso poi capiremo perché, è il contenuto dell'articolo 152 che autorizza la Consum a esercitare i poteri derivanti dall'articolo 2409. cioè quello di cosiddetta denuncia di gravi irregolarità della società, perché dice la Consum se al fondato sospetto di gravi irregolarità nell'adempimento dei doveri di vigilanza del collegio sindacale, consiglio di sorveglianza e del comitato di controllo sulla gestione può denunciare i fatti al tribunale sessi dall'articolo 2409. Perché è significativa questa disposizione? È significativa perché Come voi sapete probabilmente l'articolo 2409, partiamo un pochettino più a monte, il principio generale è che all'interno che il funzionamento, che non ci può essere intervento giurisdizionale sul funzionamento interno delle organizzazioni private. Perché la ragione ultima di questo vincolo è data dal fatto che in questa maniera si impedisce che la giurisdizione possa coartare la libertà di organizzazione delle associazioni private. Quindi c'è un'area di privatezza, direbbero gli ingressi di privati, del funzionamento interno delle organizzazioni private che non può essere oggetto di intervento da parte dell'autorità giurisdizionale, appunto lo scopo di protezione della libertà di organizzazione, di funzionamento di queste organizzazioni. L'unico caso che nell'ambito delle società abbiamo

di intervento da parte dell'autorità giurisdizionale, quindi dei tribunali, sulle società è proprio rappresentato dal 2409, cioè dalla norma che consente di ispezionare o addirittura di sospendere il funzionamento dell'ordine amministrativo e di controllo laddove appunto si sia in presenza di grandi irregolarità. che è giustificato dalla necessità di prosservare il corretto funzionamento dell'organizzazione societaria in presenza di vicende in essere da parte dell'organo amministrativo, dell'organo di controllo che ne potrebbero pregiudicare la continuità. Però se si estende questo potere di intervento anche alla Consob, quindi si autorizza la Consob ad esercitare questo tipo di denuncia al Tribunale, quindi ad accedere a questo tipo di possibilità di intervento autoritativo sull'organizzazione privata, è evidente che si equipare la Consob a un soggetto titolato a esercitare quei diritti diciamo di controllo che nelle società non quotate spettano unicamente ai soci e che non sono attribuiti a nessun altro che ai soci quindi significa estendere il perimetro dei soggetti legittimati al di fuori di quelli che sono i componenti degli organi di controllo e i soci della società. Quindi dimostra plasticamente che esistono interessi diversi dagli interessi interni dei soci che giustificano l'intervento dell'autorità di vigilanza. Quindi qui trascoloriamo, passiamo dalla dimensione della supervisione alla dimensione dell'intervento. Perché è chiaro che si autorizza in questo modo l'autorità di controllo a intervenire in presenza, in assenza però, di una relazione come quella tra il socio e la società che, diciamo, costituisce la base logica per questo tipo di intervento. quindi è sicuramente un'estensione, una dimensione della società quotata con una, diciamo, pubblicizzazione degli interessi protetti che noi non constatiamo nelle società non quotate. Ultimo elemento, il fatto che il sistema, diciamo, degli obblighi societari informativi di vario genere che gravano sugli emittenti e poi oggetto di un sistema sanzionatorio che è gestito dall'autorità di vigilanza, perché gli articoli 195 seguenti del Tuff contengono tutto il sistema delle sanzioni amministrative che la Consul può erogare a fronte del mercato d'imprimonto da parte delle società quotate agli obblighi contenuti in varie parti, in vari segmenti del testo unico della finanza. Quindi vedete che vengono affiancate ai poteri di supervisione di intervento anche i poteri sanzionatori che completano il quadro di funzionamento dell'autorità di vigilanza. Dal punto di vista invece non tanto dei poteri di intervento quanto della logica dei poteri regolamentari da parte di Consob, qui dobbiamo esaminare essenzialmente, tornare un pochettino indietro nel nostro ragionamento e comprendere che cosa il legislatore ha fatto con l'autorità di vigilanza perché sostanzialmente già dalla legge del 2016 in poi il legislatore ha attribuito alla Consob un potere regolamentare molto esteso questo potere di regolamentare ha sostanzialmente due livelli di operatività. Uno, diciamo il livello più comune, più semplice da illustrare è quello di dettagliare delle norme primarie, cioè normalmente, e questo accade spessissimo a livello legislativo, non vengono identificati tutti gli elementi applicativi della disposizione perché magari rappresentati da situazioni di estremo dettaglio perché contengono limiti, quantità, qualificazioni, strumenti che sono più adatti a essere disciplinati da dati amministrativi che non da norme di legge quindi così come si dice che una norma di legge deve essere integrata da un decreto ministeriale di attuazione o quant'altro, e ugualmente c'è il riferimento da parte di Consum alla potestà regolamentare di dettaglio di determinate situazioni. pensato nel regolamento emittenti, l'identificazione delle soglie rilevate fine dell'OPA, oppure tanti altri norme di dettaglio che la CONSUB implementa e che ciò è funzionale alla maggior vicinanza,

alla maggiore capacità che ha l'autorità di vigilanza, in questo caso l'autorità indipendente, di dare disciplina a questi specifici segmenti. Anzi, vi direi, da un certo punto di vista, conoscendo anche il funzionamento di altre autorità di vigilanza, che probabilmente il ruolo che Consov esercita in questa materia è forse anche meno pervasivo rispetto a altri soggetti. Per esempio se noi confrontiamo questa attività svolta da consum e la confrontiamo con quella svolta dall'autorità dell'energia e della disciplina dei servizi a rete, ci rendiamo conto che sicuramente la consum da questo punto di vista è molto meno intrusa. a un'attività esercita in maniera molto meno estesa, la propria attività regolamentare. Questo è anche il frutto, se vogliamo, di un determinato assetto che è stato dato anche proprio strutturale del sistema regolamentare di Consob con il sistema dei regolamenti attuativi al testo unico della finanza che ha un pochettino fotografato in maniera molto precisa le aree di intervento e quindi ha fatto sì che Consob emanasse i quattro regolamenti che disciplinano i quattro segmenti del testo unico della finanza e in particolare per quanto ci riguarda i regolamenti emittenti. Poi gli interventi sono avvenuti all'interno della successiva riregolamentazione e ridisciplina del regolamento emittenti, ma non hanno portato a quella panoplia di provvedimenti attuativi che noi vediamo in altre autorità di vigilanza e anche i provvedimenti di carattere più specificatamente di indirizzo specifico a determinati soggetti controllati sono molto meno numerosi di quelli che noi constatiamo in altri settori, sia per quanto riguarda l'autorità sulla concorrenza, sia per quanto riguarda l'autorità di supervisione dell'attività a rete. Vi è poi invece un secondo livello di intervento, che è quello della vera e propria delega regolamentare, che ha prodotto da parte di Consob numerosi regolamenti direttamente attuativi di disposizione di legge. il più rilevante dei quali, per quanto ci può interessare a noi, è quello relativo alla disciplina delle operazioni comparti correlate che trae il suo fondamento dal contenuto dell'articolo 2391 bis del codice civile dove espressamente viene richiamato il ruolo di consul come soggetto deputato a regolamentare sul piano amministrativo il sistema delle operazioni comparti correlate il che poi ha comportato l'evaluazione di questo specifico regolamento che ha incardinato nel sistema delle operazioni di maggiore e di minore dimensioni del controllo di queste operazioni da parte del comitato per le operazioni con parti correlate l'intero sistema di funzionamento delle parti correlate stesse. Per quanto riguarda poi il funzionamento di questi regolamenti attuativi, va ricordato, perché l'aspetto ha avuto un impatto molto significativo, che per quanto riguarda il regolamento attuativo della disciplina delle sanzioni contenute nel Tuff, c'è stato, ormai sono molti anni, un intervento molto significativo da parte del Consiglio di Stato perché ha sanzionato, dichiarandole integralmente illegittime, il regolamento attuativo da parte di Consul del sistema delle sanzioni amministrative contenute nel testo unico, quindi questo ha portato a una riformulazione complessiva soprattutto della del funzionamento del regolamento sulle sanzioni, in particolare spingendo verso una maggiore interlocuzione e soprattutto una tempistica molto più precisa allo scopo, con la finalità di erogare le sanzioni da parte dell'autorità di vigilanza. Vi dicevo che c'è un aspetto molto importante, un aspetto distintivo tra i settori vigilati e i settori non vigilati. I settori vigilati sono essenzialmente quello bancario e assicurativo e quelli non vigilati sono tutti gli altri. Perché è importante riconoscere questa tassonomia del ruolo delle autorità di vigilanza? C'è una ragione, a mio avviso una ragione pratica, che poi ha un impatto significativo anche nei termini di funzionamento coordinato o

meno tra le autorità di vigilanza. che la nostra borsa vede una fortissima presenza di banche quotate quindi a differenza di altri ordinamenti dove il numero dei soggetti vigilati, quotati è sicuramente minore oppure è molto maggiore la presenza di soggetti non vigilati nel nostro sistema c'è questa evidente caratteristica all'estero spesso si dice che la borsa italiana è sostanzialmente divisibile tra banche e soggetti operanti del settore della moda. E voi vedete, chi di voi segue un pochettino l'andamento dei corsi borsistici, che c'è una forte dipendenza dell'andamento del corso dall'andamento dei titoli bancari, quindi di fatto è un sistema banca oriented che poi comunque risponde a una logica diciamo abbastanza comprensibile perché il nostro è un sistema imprenditoriale bancocentrico e quindi non poteva non essere così che le banche hanno anche un peso particolarmente significativo sull'andamento dei corsi borsistici del nostro mercato regolamentato. Però ciò comporta la copresenza Possibilità di un ruolo di vigilanza concorrente tra Consume e Banca d'Italia. Nel passato oggi ancora di più perché c'è anche il tema di BCE. Questo tema nel passato ha avuto un vigore veramente molto significativo, con particolare riferimento più che alle banche, agli intermediari finanziari, perché il nostro sistema, soprattutto all'inizio degli anni 90 del secolo scorso, ha largamente dibattuto a chi attribuire la vigilanza sugli intermediari finanziari, risolvendo questo dibattito nel senso di attribuire il controllo di stabilità a Banca d'Italia, mentre il controllo relativo al funzionamento e le altre attività a Consul, quindi ha diviso i ruoli della vigilanza tra le due autorità, cosa che per esempio non è accaduta in altri ordinamenti, in particolare in quello inglese e in quello tedesco, dove invece questo tipo di attività di vigilanza è stato accorpato su un unico soggetto. Questo comporta inevitabilmente dei problemi, nel senso che laddove ci sia una separazione tra i ruoli delle singole autorità di vigilanza e quindi il ruolo di controllo non sia centrato su un unico operatore, ci troviamo in una situazione di evidente possibilità di conflitto. E nel passato devo dire che questo tema si è rappresentato sia a livello teorico ma anche a livello pratico. Fintanto che tra Banca d'Italia e Consul non è stato predisposto un regolamento tra le due autorità di vigilanza che ha consentito una migliore relazione tra le stesse. Quindi oggi in qualche misura si può considerare superata quest'antinomia, anche se resta il problema che molti evidenziamo e che poi in qualche misura ha avuto qualche esito negativo, di buchi dell'attività di controllo, perché il rischio a cui si corre non è tanto la duplicazione dei controlli, che ci può anche essere, quanto piuttosto che si verifichi un fenomeno per cui considerandosi entrambe le autorità di controllo non obbligate a compiere questo tipo di verifiche, quel determinato problema non è oggetto di alcuna vigilanza e da lì possono nascere dei problemi di carattere regolamentare non banali. Poi c'è da considerare un altro profilo che anch'esso è rilevante, è che la pervasività, come vi dicevo, dei controlli e della possibilità di intervento degli organismi di vigilanza bancaria previsto dal testo unico bancario, il TUB, è molto più esteso di quello che è previsto dal testo unico della finanza per consumo. Quindi c'è anche una sperequazione quantitativa dei poteri attribuiti all'una e all'altra autorità di vigilanza. quindi in presenza di una potestà di vigilanza concorrente ma con poteri differenziati è evidente che il tema del coordinamento è ancora più significativo di quanto si possa pensare. La stessa cosa comunque in qualche maniera molto vicina si verifica anche col settore assicurativo solo che qui il tema è stato un pochettino risolto nel senso che in precedenza L'autorità di vigilanza sulle assicurazioni era a sua volta un'autorità indipendente. Oggi questo tipo di funzione è stata accorpata perché l'IVAS è una costola di

Banca d'Italia. Quindi da questo punto di vista il funzionamento della vigilanza sulle attività assicurative è molto vicino, direi pressoché concorrente, pressoché simile a quello del sistema bancario. L'altra autorità che ha una potenziale forte interferenza con il ruolo di consum è la GCM, cioè l'autorità garante per la concorrenza del mercato, che anche essa per una parte delle sue attività può interferire con il ruolo di consum. In particolare, per esempio, certe funzioni che sono state anche recentemente attribuite, per esempio in materia di servizi pubblici, a un'autorità garante per la concorrenza del mercato, possono avere qualche tipo di interrelazione anche con COSOB, atteso il fatto che molte società che svolgono attività in questo settore sono società quotate, quindi ci possono essere delle interferenze per azione materia. più che in funzione delle specifiche attività che i soggetti svolgono. Ultimo profilo che analizziamo è quello relativo all'ESMA che è l'autorità di vigilanza su base europea. Ora però qui il ruolo, la situazione di ESMA è un pochettino diversa rispetto al ruolo che svolge il BCE perché mentre per il settore bancario A livello comunitario si è scelto di accentrare, anche perché è evidente l'interferenza e l'interrelazione della gestione bancaria a livello sovranazionale, si è scelto di accentrare le funzioni di controllo sulla BCE, almeno per le banche sistemiche. naturalmente rimane l'attività di vigilanza della Banca d'Italia per le banche, chiamiamole così, nazionali, cioè quelle che non hanno, o per la loro dimensione o per la loro irrilevanza a livello europeo, l'attività di controllo è delegata all'autorità di vigilanza nazionale. Ma invece questo non è accaduto per quanto riguarda la vigilanza sulle società quotate e sui mercati regolamentati. Ora qui io apro la parentesi che sicuramente questa è una grande debolezza dell'assetto comunitario sia per quanto riguarda le società quotate ma soprattutto i mercati regolamentati oggi è in corso un dibattito intorno all'efficienza delle regole relative alla competitività dei mercati finanziari nazionali e europei rispetto al mercato finanziario americano. e al netto di tutte le possibili considerazioni la prima che viene in luce è proprio il fatto che a livello europeo non c'è un mercato finanziario unico né c'è un'autorità di vigilanza unica come accade negli Stati Uniti, cioè paradossalmente gli Stati Uniti che sono sicuramente lo Stato federale nei quali i singoli Stati hanno potestà normativa molto significativa in materia societaria però si è scelto di accentrare il tema della vigilanza delle società quotate dei mercati a livello federale e quindi si è scelto di avere una disciplina uniforme. Inoltre il processo di accentramento delle attività finanziarie, della negoziazione su due soli mercati, ha ulteriormente semplificato il ruolo che ha la SEC nel sistema americano rispetto a quello che hanno le autorità nazionali del sistema italiano. Perché? Perché negli Stati Uniti si è sviluppato un processo che ha portato pian piano all'accentramento su due uniche sostanzialmente piazze di negoziazione di tutta l'attività finanziaria statunitense. Adesso sembra che il Texas voglia sviluppare un mercato indipendente per le società quotate con requisiti più stringenti, quindi prenderlo come una specie di mercato di elite. Però al netto di questa vicenda texana, sicuramente il processo di accentramento delle operazioni finanziarie ha in larga parte contribuito allo sviluppo e alla crescita del mercato finanziario americano, perché è evidente che più questi mercati sono grandi, più sono efficienti, più sono in grado di trasferire informazioni e quindi come tali sono potenzialmente più funzionali rispetto a un sistema nel quale sono molto frammentati come accade in Europa. In Europa abbiamo poi 27 mercati finanziari diversi con 27 autorità di regolazione su ciascun singolo mercato, quindi vi rendete conto del funzionamento. Il fatto

di non avere creato un mercato finanziario unico, o meglio una piazza finanziaria unica, alcune piazze finanziarie, adesso se non si vuole arrivare al centramento assoluto e non aver creato un'autorità di vigilanza unica è sicuramente un limite operativo per i mercati finanziari italiani, scusate europei. E il ruolo di ESMA da questo punto di vista non aiuta perché ESMA La differenza di BCE non è un'autorità di controllo, è un soggetto che, istituito con un apposito regolamento comunitario, ha delle funzioni prevalentemente di orientare verso soluzioni ondate di funzionamento dei mercati finanziari nazionali. specifico sul singolo mercato finanziario o sulle singole regole, che lo rende un po' un'autorità spuntata da questo punto di vista, cosa che appunto non accade negli Stati Uniti. Quindi questo qui è sicuramente un tema che indebolisce il funzionamento dei mercati e anche il funzionamento delle stesse società quotate perché le rende meno appetibili rispetto a quello che accade negli Stati Uniti, perché qual è poi l'effetto dal punto di vista pratico di avere un'attualità di mercati che, nonostante la uniformità delle regole per la quotazione e il funzionamento di questi mercati, perché sono tutte regole di matrice comunitaria, esistono delle differenze tra singoli mercati, ma soprattutto esistono dei problemi di carattere dimensionale, perché la dimensione di queste singole entità è relativamente piccola rispetto alla potenzialità che avrebbe un'unica entità che le accorpasse tutte, che poi invece ha la forza di un mercato come il del Nasdaq o del Nisderg, dove sono quotati migliaia di titoli azionari. Cosa che invece in Italia parliamo di poche centinaia, quindi di un numero molto più contenuto con una capitalizzazione molto più ridotta che tra l'altro introduce dei vincoli operativi, perché la dimensione del mercato non è irrilevante rispetto al suo funzionamento, perché quanto più è grande un mercato, quindi quanto più è numericamente alto il livello delle società quotate e elevato il livello di capitalizzazione di quel mercato, tanto più è facile per gli operatori di maggiore dimensione di operare su quel mercato. Ci sono dei casi in cui la dimensione ridotta in senso lato del mercato, costituisce un vincolo negativo per le società che sono quotate sul mercato. Faccio un caso specifico. Il tax drive tedesco, cioè l'indice azionario tedesco, prevede espressamente che non può stare dentro l'indice una società che ha una capitalizzazione che vale più del 10% dell'indice stesso. Questo cosa comporta che se una società supera questa soglia, gli investitori istituzionali sono costretti, cioè quelli che replicano, scusate meglio, gli etf che replicano questo tipo di indice, sono costretti a vendere le azioni eccedenti, no? E quindi provocano una perdita di valore sul titolo. E quindi ciò ha costretto, per esempio, una importante società nel settore dei gas tecnici che si chiama Linde, tedesca, a andare via dal mercato tedesco e andare sul mercato newyorkese perché la sua dimensione faceva danno sull'indice stesso e quindi imponeva, poi dopo gli pregiudicava la crescita di valore del titolo perché questa crescita di valore sarebbe andata a toccare la percentuale di capitalizzazione a valere sull'indice complessivo. Quindi voi vi rendete conto quanto la dimensione del mercato può in qualche maniera incidere sull'andamento del consumo borsistico della singola società. Ora noi in Italia non abbiamo questo specifico problema, però indubbiamente in altri ordinamenti è verso questo tipo di questione, quindi è evidente che ci sia l'interesse in alcuni casi a spostarsi da un mercato ad un altro, quindi uscire dai mercati europei proprio perché ci sono delle regole, si risponde a delle regole che non sono così efficienti come quella del mercato americano, che essendo di maggiore dimensione può invece rispondere più adeguatamente. Poi ci sono altri problemi perché, come vi dicevo, la dimensione del mercato

ha anche un riflesso sulla capacità di capitalizzazione delle società, per cui si constata che nei mercati di più grandi dimensioni in condizioni di equivalenza, di identità di tipologia di attività da parte delle società quotate c'è una maggiore capitalizzazione nei mercati più grandi e più piccola nei mercati più piccoli, quindi c'è in tutto l'interesse per le società spostarsi per crescere in termini di capitalizzazione a spostarsi su mercati di maggiore dimensione. Quindi ciò spinge, cioè crea una competizione tra mercati europei e mercati americani, ma lo crea anche tra altri tipi di mercati, per esempio il mercato cinese e il mercato americano. E quindi anche il fatto che ci siano autorità di controllo segmentate è un altro di quegli elementi che in qualche maniera danneggia la competitività dei mercati finanziari europei e anche di riflesso delle società che sono quotate su questi mercati finanziari. Direi che ci fermiamo perché iniziare adesso un altro argomento sarebbe inutile e ci vediamo poi la prossima settimana. Per qualunque cosa scrivetemi che avete bisogno per i paper dopo che vi ho inviato le prime istruzioni e comunque sono a vostra disposizione qualunque cosa chiedetemela pure che posso esservi utile.