

S.p.A. sono a loro volta quotati nei mercati regolamentati e sono, in ampia parte, imprese appartenenti al settore bancario.

La quotazione, alla luce di tali considerazioni, sembra, inoltre non rendere remota l'eventualità che si determini un assetto proprietario di Borsa italiana ancora più concentrato rispetto a quello attuale.

Tenuto anche conto di alcune recenti esperienze di altre società di gestione, non può altresì escludersi il pericolo di una acquisizione di Borsa italiana da parte di soggetti stranieri.

In ogni caso, va osservato che ove si intendesse procedere ad una eventuale autoquotazione sarebbe necessario un contestuale adeguamento della normativa inteso al rafforzamento dei poteri di vigilanza della CONSOB sull'attività della società di gestione.

10.1. I processi di integrazione delle borse europee.

Nel corso dell'indagine sono stati affrontati alcuni aspetti comuni ai processi di integrazione tra le borse europee.

In particolare, si è inteso verificare, per un verso, lo stato di attuazione dei progetti di fusione o coordinamento tra borse intervenuti negli ultimi anni e, per l'altro, acquisire elementi di valutazione in merito alla prospettiva di una partecipazione della borsa italiana ai processi in questione.

Il tema dell'integrazione dei mercati borsistici europei ha acquisito, in effetti, un particolare rilievo, anche nell'analisi economica a seguito dell'introduzione dell'euro. Attualmente, infatti, a fronte dell'adozione di un'unica moneta e del conseguente affidamento alla BCE delle competenze, in materia di politica monetaria, precedentemente spettanti alle banche centrali nazionali, i mercati finanziari europei rimangono frammentati, pur in presenza di potenti fattori di integrazione. La persistenza di diversi mercati, se per un verso può aver concorso, attraverso l'accentuazione della pressione competitiva, ad elevare i livelli di efficienza, specie dei mercati, come quello italiano, che registravano marcati ritardi rispetto a quelli più avanzati, per altro verso può costituire un fattore di debolezza, come ricordato in precedenza, nel confronto con i mercati extraeuropei.

Non stupisce, quindi, che da più parti sia stato sollecitato l'avvio di iniziative volte a creare un mercato borsistico unico europeo, o quantomeno, ad introdurre più stringenti forme di collegamento o coordinamento tra i diversi mercati. L'integrazione delle borse, determinando l'omogeneizzazione degli standard normativi assicurerebbe, evidentemente, il vantaggio di una consistente riduzione dei costi amministrativi relativi all'esistenza di sistemi diversi nei singoli paesi UE, nonché a garantire maggiore trasparenza ed efficienza.

D'altra parte, non si possono sottovalutare gli ostacoli, sia di carattere politico che di natura tecnica e giuridica, che si frappongono al conseguimento dell'obiettivo di una integrazione delle borse europee. A questo riguardo, si pone, in primo luogo, il problema derivante dalla difficoltà di armonizzare i regolamenti, le normative oltre ai sistemi nazionali di supervisione. In secondo luogo, sussistono taluni ostacoli anche di carattere tecnico, quali in primo luogo la difficoltà di sviluppare una piattaforma centralizzata di negoziazione, l'inter-

connessione dei sistemi di contrattazione esistenti, l'integrazione dei sistemi di compensazione e liquidazione.

I progressi in materia di integrazione delle strutture borsistiche sin qui registrati a livello europeo sono attribuibili essenzialmente alle iniziative poste in essere da alcune società di gestione. Dal 1998 ad oggi sono state intraprese diverse iniziative, anche se soltanto alcune con esiti positivi.

Un primo tentativo degno di rilievo venne posto in essere nel luglio del 1998, quando *Deutsche Börse* (DB) e *London Stock Exchange* (LSE) formarono un'alleanza, estesa l'anno seguente ad altri sei partner europei, con lo scopo principale di creare un mercato europeo delle *blue chips* (cioè le azioni di società quotate ed appartenenti al segmento di mercato a più elevata capitalizzazione).

Successivamente, nell'aprile 2000 è stata annunciata la creazione di Euronext, unico circuito a tutt'oggi operante, mentre nel maggio 2000 DB e LSE hanno dato vita al progetto denominato iX. Tale ultimo progetto prevedeva la creazione di due imprese sussidiarie per realizzare un mercato delle *blue chips* a Londra e un mercato *high-growth* (cioè un mercato ad alta crescita, come ad esempio il NASDAQ) a Francoforte, cioè nell'area euro. Il progetto, come è noto, è stato successivamente abbandonato, a causa delle differenze regolamentari esistenti tra i due paesi e per la possibilità di scalata da parte di altre borse.

Per quanto riguarda Euronext, sola iniziativa, insieme a Virt-x, che ha avuto effetto, esso si sostanzia in una piattaforma comune formata dalle società di gestione di tre mercati borsistici: Parigi (società capogruppo quotata), Bruxelles e Amsterdam. Di seguito tale circuito è stato allargato alla Borsa di Lisbona e al *London derivatives exchange* (LIFFE). Si ricorda, al riguardo che tale circuito non è configurabile come una fusione di borse vera e propria, come il richiamato progetto iX.

Infine, nel giugno 2000 dalla fusione del segmento *blue chips* dello SWX (*Swiss Exchange*) con la piattaforma elettronica inglese Trade-point (gruppo formato da un consorzio di banche di investimento globali inglesi e la Reuters) è nato il circuito Virt-x, che dovrebbe consentire il completamento del servizio di trading già offerto da Tradepoint sui principali titoli europei con la negoziazione di *blue chips* svizzere.

In particolare, SWX si è impegnata a trasferire su Virt-x gli scambi sulle proprie *blue chips* che comprendono alcuni dei titoli più trattati dagli investitori internazionali (quali la Nestlé, le grandi società farmaceutiche e le grandi banche). I membri della Borsa svizzera diventeranno anche membri del nuovo mercato, che userà la piattaforma di SWX, considerata una delle più avanzate del mondo.

La CONSOB ha evidenziato che, allo stato attuale, non risultano allo studio ulteriori iniziative di consolidamento dei mercati borsistici, sebbene molte società di gestione di mercati regolamentati compiano operazioni, in particolare mediante l'acquisto delle società di servizi per i mercati, che sembrerebbero strumentali rispetto all'avanzamento del processo di integrazione a livello europeo.

In linea generale, si può rilevare che una eventuale adesione italiana ad iniziative volte al consolidamento dei mercati borsistici

europei dovrebbe essere valutata positivamente, qualora se ne dimostrasse l'utilità sotto il profilo della integrazione dei servizi offerti dai vari soggetti operanti nei mercati finanziari, (la raccolta e la trasmissione degli ordini della clientela, la regolamentazione degli scambi e la liquidazione e la compensazione delle transazioni effettuate con la gestione accentrata dei titoli). A questo proposito, occorre considerare che nell'esperienza particolarmente evoluta del mercato statunitense si è registrato un abbattimento rilevantissimo dei costi grazie all'adozione di assetti più avanzati.

Nel corso degli ultimi anni le borse nazionali, ivi compresa quella di Milano, hanno raggiunto livelli più che soddisfacenti di efficienza e trasparenza nei sistemi di contrattazione, tali da consentire agli intermediari di operare contestualmente su diverse piazze. Allo stesso tempo, progressi assai limitati sono stati conseguiti nelle attività di *clearing e settlement*, per i quali continuano a persistere sistemi differenti, in genere operanti su base nazionale. Le prospettive di consolidamento dei mercati europei, mediante la creazione di sistemi borsistici di dimensioni sovranazionali, può costituire l'occasione migliore per affrontare i problemi da ultimo richiamati in termini innovativi.

Gli elementi acquisiti nel corso dell'indagine non permettono di esprimere conclusioni definitive in termini netti sui vari progetti di consolidamento dei mercati borsistici europei che si sono via via succeduti.

In linea generale, si può rilevare che nelle valutazioni di tutti i soggetti intervenuti il processo di progressiva globalizzazione dei mercati finanziari costituisce un dato irreversibile, e che il nostro paese non può collocarsi ai margini di tale processo, ma deve anzi partecipare attivamente alla sua realizzazione in termini che si propongano prioritariamente l'obiettivo di assicurare le più ampie garanzie ai risparmiatori, non rinunciando agli standard assicurati dalla normativa vigente nel nostro paese, e allo stesso tempo promuovendo la crescita qualitativa dei servizi offerti e la riduzione dei costi di intermediazione. D'altra parte, anche in sede di WTO si sono compiuti, in particolare con l'accordo del dicembre del 1997, i primi significativi passi in direzione di un riconoscimento generalizzato della libera circolazione dei servizi finanziari che, aggiungendosi alla libertà di investimento della clientela, realizzata per mezzo della liberalizzazione dei capitali, offrirà l'ulteriore vantaggio della libertà di insediamento delle istituzioni finanziarie, producendo un allargamento sul lato dell'offerta. Si può quindi ritenere che, come peraltro è avvenuto in altri importanti settori economici nei quali si è realizzata una liberalizzazione che a livello europeo si è tradotta nella realizzazione di un mercato unico, il superamento delle frontiere nazionali dei mercati finanziari e di quelli borsistici in particolare offrirà ai risparmiatori più ampie occasioni di investimento e determinerà una accentuazione della concorrenza tra gli intermediari. Ciò potrebbe, presumibilmente, tradursi per questi ultimi in una contrazione dei ricavi per le commissioni di intermediazione, riducendone complessivamente la redditività, in conseguenza del combinato disposto di un duplice ordine di fattori:

a) l'allineamento dei costi di intermediazione rispetto ai concorrenti più efficienti;

b) il probabile spostamento di quote consistenti di risorse trattate a favore di *broker* stranieri, che abbiano maggiore consuetudine con i mercati europei.

Allo stesso tempo, occorre tuttavia rilevare che la tendenza alla contrazione dei costi di intermediazione costituisce un dato positivo per i risparmiatori che da un ampliamento della concorrenza potrebbero trarre l'indubbio vantaggio di vedersi addebitati minori oneri per commissioni e di avvalersi di più ampie possibilità di scelta nel mercato dell'intermediazione. Il ridimensionamento dei margini propri delle attività di transazione è, tra le altre cose, determinato anche dal crescente utilizzo delle tecnologie informatiche negli scambi, non soltanto di carattere finanziario. Tali tecnologie offrono, inoltre, il vantaggio di ridimensionare notevolmente le asimmetrie informative.

Allo stesso tempo, non si può fare a meno di segnalare che sarebbe stato auspicabile che all'apertura integrale dei mercati finanziari e alla creazione di forti « poli di attrazione » nei mercati borsistici europei il nostro Paese fosse arrivato in condizioni migliori, con una industria finanziaria più solida e competitiva.

Infatti, nonostante i notevolissimi progressi registrati negli ultimi anni, anche in ragione del sostegno assicurato dalla normativa più recente, a partire dal TUF, il settore registra ancora alcuni ritardi e presenta aree di insufficiente evoluzione. In particolare, soltanto in qualche caso gli intermediari italiani hanno assunto dimensioni paragonabili alle maggiori aziende europee, che possono avvalersi di consistenti economie di scala e che in qualche caso riescono a garantire rendimenti più elevati anche per la maggiore entità delle risorse da allocare. Occorre quindi che proseguano le iniziative già avviate al fine di completare il processo di rafforzamento dell'intermediazione, oltre che di formazione del personale promuovendone l'utilizzo per la prestazione di servizi più qualificati e a più elevato valore aggiunto (*asset management, trading, merchant banking, corporate banking*) rispetto a quelli tradizionali. In questo senso, sono auspicabili tutte le iniziative volte alla creazione di intermediari che alla crescita dimensionale sappiano associare politiche fortemente innovative e l'adozione di modelli operativi ispirati all'obiettivo di coniugare flessibilità organizzativa e capacità di direzione unitaria. Allo stesso scopo, appare utile ribadire quanto già rilevato in altra parte del presente documento circa la necessità che si costituiscano anche nel nostro paese fondi pensione in grado di svolgere un ruolo attivo nel settore dell'intermediazione, per la particolare propensione che essi potrebbero manifestare nell'impiego del risparmio verso forme di investimento a medio e lungo termine. In questo modo, si introdurrebbero utili elementi di stabilizzazione complessiva del sistema finanziario.

Non si può, inoltre, trascurare il timore per cui la concentrazione tra i mercati borsistici, se per un verso può favorire gli emittenti di maggiore entità e che abbiano già dimestichezza con i mercati finanziari, per l'altro possa costituire un disincentivo per le piccole e medie imprese le quali si vedrebbero private di elementi di supporto e di sostegno che potrebbero essere offerte, in un mercato di dimensioni più limitate, da intermediari con i quali abbiano rapporti

consolidati. D'altra parte, non può escludersi che l'eventuale adesione italiana ad un progetto di integrazione di diversi mercati si accompagni alla prosecuzione dell'attività borsistica di Milano, che potrebbe costituire il mercato di riferimento per una vasta platea di piccole e medie imprese che non si sentano pronte ad accettare la sfida di mercati di maggiori dimensioni. Contemporaneamente, anche per le imprese di maggiori dimensioni e i cui titoli siano già quotati potrebbe risultare conveniente mantenere la quotazione anche nella borsa nazionale. Conseguentemente, anche il cosiddetto *delisting* potrebbe assumere dimensioni più ridotte di quanto paventato da alcuni.

In sostanza, è auspicabile che qualunque iniziativa cui il mercato borsistico italiano dovesse partecipare sia ispirata a criteri di effettiva pariteticità tra i vari soggetti coinvolti, al fine di evitare l'impoverimento delle esperienze e delle professionalità acquisite nel nostro paese negli ultimi anni.

10.2. Il carattere bancocentrico del sistema finanziario italiano.

Nel corso dell'indagine è emerso, infine, come il mercato finanziario italiano si caratterizzi per la concentrazione nei gruppi bancari della proprietà degli intermediari finanziari.

Di particolare rilievo, in base ai dati contenuti nella relazione annuale della CONSOB per il 2001, appare il fatto che il peso del patrimonio delle società di gestione di fondi comuni di matrice bancaria sia pari ad oltre il 90 per cento del totale.

La Commissione, pur riconoscendo che la forte presenza delle banche non caratterizza soltanto il nostro sistema, rileva che la concentrazione negli stessi soggetti delle attività connesse all'impiego e alla gestione del risparmio può determinare l'insorgere di situazioni di conflitto tra interessi diversi.

11. Considerazioni conclusive.

Con l'indagine conoscitiva sulla attuazione del Testo unico della finanza, la Commissione Finanze ha inteso, a quattro anni dall'adozione del Decreto legislativo n. 58 del 1998, procedere alla analisi e alla valutazione dell'assetto della normativa italiana alla luce dei numerosi e importanti mutamenti intervenuti nella struttura dei mercati finanziari e del processo di integrazione europea.

In particolare, si è proceduto ad esaminare gli effetti che il Testo unico ha prodotto sul funzionamento del mercato finanziario italiano e ad accertare, conseguentemente, la necessità di interventi correttivi e integrativi, anche alla luce dell'esperienza di altri ordinamenti e degli elementi di criticità posti in evidenza da alcune recenti vicende statunitensi, quali lo scandalo Enron.

In termini generali, l'indagine conoscitiva ha consentito di pervenire ad una valutazione complessivamente positiva dell'impianto di base e dell'esperienza applicativa del TUF, confermando, in linea generale, sia la validità degli obiettivi e della impostazione che hanno ispirato il legislatore sia l'efficacia degli istituti cui si è fatto ricorso per tradurre sul piano normativo le finalità perseguite.

Il Testo unico, nella valutazione sostanzialmente condivisa da tutti i soggetti auditi, ha rappresentato un elemento di forte progresso rispetto alla legislazione previgente, assicurando l'adeguamento della normativa nazionale alle esigenze poste dalla evoluzione dei mercati ed eliminando, in tal modo, il divario rispetto alle esperienze di altri Paesi europei. Il Testo unico ha inoltre garantito una maggiore sistematicità all'ordinamento, accorpando, secondo un indirizzo coerente, disposizioni precedentemente contenute in diversi provvedimenti.

Occorre peraltro ricordare che, nella fase di elaborazione del documento conclusivo dell'indagine sono intervenuti alcuni fatti di particolare rilevanza, che gettano una nuova luce sulle problematiche oggetto dell'indagine medesima.

Da un lato, sul piano normativo si è avviato, con l'emanazione dei decreti legislativi n. 5 e n. 6 del 2003 e del decreto legislativo n. 37 del 2004, il processo di riforma del diritto societario ed il relativo coordinamento con il Testo unico bancario e con il Testo unico della finanza, in attuazione della delega conferita al Governo dalla legge n. 366 del 2001.

Dall'altro lato, sono emersi, tanto in Italia quanto in altri paesi avanzati, preoccupanti scandali finanziari che hanno coinvolto primari gruppi industriali, i quali, per le loro dimensioni e per l'impatto sui sistemi economici e finanziari, hanno imposto una attenta riflessione sull'adeguatezza delle regole di diritto societario, nonché sul funzionamento e sull'assetto della vigilanza sui mercati finanziari.

Alla luce di tali fenomeni il Parlamento ha inteso dare tempestiva risposta all'esigenza di riforma espresso dall'opinione pubblica e dagli stessi mercati, a tutela dei risparmiatori e della complessiva funzionalità del sistema finanziario, svolgendo in tempi brevi un'indagine conoscitiva particolarmente approfondita sui rapporti tra il sistema delle imprese, i mercati finanziari e la tutela dei risparmiatori, svolta congiuntamente dalle Commissioni Finanze ed Attività produttive della Camera dei deputati e dalle Commissioni Finanze e tesoro ed Industria del Senato della Repubblica.

All'indomani della conclusione di tale indagine le Commissioni Finanze ed Attività produttive della Camera hanno altresì avviato l'esame in sede referente di numerosi progetti di legge, presentati dal Governo e da tutti i gruppi parlamentari, relativi alla tutela del risparmio, i quali intendono appunto apportare quei correttivi di carattere legislativo che appaiono necessari per evitare il riprodursi di tali crisi finanziarie.

In questa generale prospettiva la documentazione raccolta nel corso dell'indagine, e la pubblicazione del presente documento conclusivo appaiono utili, oltre che come testimonianza del notevole lavoro svolto dalla Commissione su questi temi, anche come contributo alle decisioni sui possibili correttivi della disciplina sui mercati finanziari attualmente in corso di elaborazione.