

## II. L'EVOLUZIONE DELLE REGOLE NEL CONTESTO INTERNAZIONALE

I problemi emersi nel corso dell'anno richiedono un'adeguata e tempestiva risposta che comporterà una profonda revisione della normativa vigente. Tale revisione non potrà avvenire in una prospettiva puramente nazionale, ma dovrà necessariamente tenere conto dei vincoli derivanti, da un lato, dalle profonde modifiche apportate in sede di Unione Europea alla normativa di settore, in attuazione del cosiddetto Piano d'Azione per i Servizi Finanziari, dall'altro, dalle iniziative europee in materia di disciplina della revisione contabile e di diritto societario che hanno iniziato il loro *iter* e che mirano, tra l'altro, a fornire una risposta comune dell'Europa alle crisi societarie quali quelle di Enron e Parmalat.

Accanto alla normativa comunitaria rilevano, altresì, gli *standard* adottati dalle organizzazioni sopranazionali come la Iosco (*International Organization of Securities Commissions*), il cui rispetto da parte dell'Italia sarà oggetto, nel corso del 2004, di apposita valutazione da parte del Fondo Monetario Internazionale (Fmi) nell'ambito del cosiddetto Fsap (*Financial Sector Assessment Program*). A tale valutazione si sono già sottoposti altri paesi del G7, come il Canada, la Germania, il Giappone, la Francia e il Regno Unito.

La comunità internazionale ha da tempo avviato il dibattito sulle misure necessarie per fronteggiare la complessità del processo di globalizzazione dei mercati finanziari. Ciò ha comportato, da un lato, l'adozione di *standard* e raccomandazioni cui ispirare le normative nazionali, dall'altro, l'avvio di iniziative per favorire la cooperazione tra Autorità di vigilanza, con l'obiettivo di consentire al massimo grado possibile valutazioni complessive dell'attività dei soggetti sottoposti a controllo, siano essi emittenti, intermediari o società di gestione di mercati regolamentati. Si vuole in tal modo cercare di prevenire situazioni di crisi, rispondere con modalità adeguate alle crisi già in atto e, infine, assicurare adeguata protezione agli investitori nei casi di frodi transfrontaliere.

La Consob ha attivamente partecipato, in corso d'anno, a diverse iniziative presso l'Unione Europea e presso le altre sedi internazionali. Da quanto viene definito in tale contesto, in forma di principi e linee-guida o di vere e proprie regole vincolanti, derivano vincoli e limitazioni nei comportamenti da adottare a livello nazionale.

### *Il contesto europeo*

Il quadro europeo, come detto, costituisce un vincolo imprescindibile per il legislatore nazionale e per le Autorità di vigilanza. Le istituzioni europee, dopo anni d'inerzia, hanno dato nuovo impulso all'attività di armonizzazione delle regole in materia di mercati di valori mobiliari, su cui si è ampiamente riferito nella relazione annuale della Consob relativa all'anno 2002. Il programma di modernizzazione del quadro normativo europeo, avviato dalla Commissione Europea alla fine degli anni novanta, sta giungendo al termine. Secondo quanto dichiarato dalla Commissione

Europea, circa il 90 per cento delle misure indicate nel Piano d'Azione sui Servizi Finanziari è stato attuato dal legislatore comunitario; tali misure devono essere trasposte negli ordinamenti interni entro il 2005.

Più di recente, la Commissione Europea, nell'intento di dare una prima risposta comune agli scandali societari, ha posto mano al riassetto della normativa societaria presentando un piano d'azione *ad hoc*<sup>8</sup>.

*In particolare, la presentazione di una proposta di direttiva in materia di controllo dei conti prefigura riforme di ampia portata nel settore della revisione contabile, inclusi l'introduzione di forme di vigilanza sui revisori, l'utilizzo di principi di revisione internazionali (Isa) soggetti a verifica secondo un meccanismo simile a quello previsto per i principi contabili internazionali (Ifrs), l'introduzione di norme etiche, di obblighi di rotazione, ecc.*

*Tale riforma dovrà essere seguita da altre iniziative in materia di governo delle imprese (responsabilità degli amministratori, diritti degli azionisti di minoranza, e altro) già preannunciate dalla Commissione Europea, la quale ha, altresì, manifestato l'intenzione di adottare rapidamente misure sui conflitti di interessi degli analisti finanziari e di riconsiderare gli orientamenti precedentemente assunti in materia di agenzie di rating nonché di presentare una proposta di terza direttiva in materia di anti-riciclaggio con norme speciali per quanto attiene ai centri finanziari off-shore.*

Nel corso del 2003 sono stati realizzati importanti progressi con la formale approvazione delle direttive sugli abusi di mercato, sui prospetti di offerta al pubblico, nonché con l'approvazione da parte del Consiglio delle misure in materia di Opa, di intermediazione mobiliare e mercati regolamentati e di trasparenza degli emittenti titoli negoziati su mercati regolamentati (per le quali si attende la formale approvazione). Tali progressi consentono di formulare un'analisi complessiva delle linee di evoluzione della normativa europea e delle possibili conseguenze per il mercato nazionale, da cui non si potrà prescindere in un'ottica di riforma della disciplina nazionale.

*Le conseguenze sulle modalità di regolamentazione dei mercati mobiliari a livello nazionale derivanti dall'attuazione del modello Lamfalussy*

L'attività di normazione comunitaria si è notevolmente evoluta in termini quantitativi e qualitativi. Le disposizioni attuative del Piano d'Azione per i Servizi Finanziari già elencate, a eccezione della direttiva sulle Opa, sono state redatte secondo il cosiddetto modello Lamfalussy<sup>9</sup>.

<sup>8</sup> COM(2003)284 Modernizzare il diritto delle società e rafforzare il governo societario nell'Unione Europea - Un piano per progredire del 21.5.2003.

<sup>9</sup> Il cosiddetto modello Lamfalussy prevede che le direttive di Livello 1 contengano disposizioni di carattere generale, il cui contenuto verrà successivamente specificato da direttive o regolamenti adottati direttamente dalla Commissione Europea, secondo la procedura di Comitologia (nota come misure di Livello 2), avvalendosi delle proposte presentate dal Cesr (*Committee of European Securities Regulators*) che riunisce le Autorità di vigilanza, e approvate con il concorso del Comitato Valori Mobiliari (*Securities Committee*). Il

Il completamento delle misure di Livello 2, per quanto attiene la direttiva sugli abusi di mercato<sup>10</sup>, consente di trarre utili indicazioni per una valutazione complessiva del nuovo assetto europeo di regolamentazione dei mercati mobiliari.

In particolare, risulta evidente come il modello Lamfalussy, che una direttiva di prossima approvazione dovrebbe estendere al comparto creditizio e al comparto assicurativo<sup>11</sup>, riduce notevolmente la discrezionalità da parte del legislatore nazionale e delle Autorità nazionali di vigilanza, restringendo sia le aree dove la mancanza di armonizzazione rende possibile applicare la regolamentazione nazionale, sia le opzioni che possono essere esercitate all'atto del recepimento delle diverse direttive.

*Detta considerazione è confermata dalla preferenza manifestata dalla Commissione Europea per lo strumento del regolamento, sia nel caso delle misure di attuazione della direttiva sugli abusi di mercato in materia di buy-back e stabilizzazione<sup>12</sup>, sia nel caso della direttiva sui prospetti<sup>13</sup>. Il regolamento ai sensi del Trattato è direttamente applicabile (salvo i casi in cui vengano concesse opzioni) ed elimina la necessità di adottare norme nazionali di recepimento. Nel caso dei prospetti, ad esempio, una volta entrate in vigore le nuove misure, gli schemi e i contenuti del prospetto saranno regolati in modo vincolante a livello europeo e non consentiranno alle Autorità nazionali di adottare disposizioni difformi.*

Questo implica che, una volta stabilito il modello europeo di regolamentazione e di protezione degli investitori, rimarrà poco spazio al legislatore nazionale per soluzioni proprie che porrebbero non solo problemi di compatibilità con il diritto comunitario, ma originerebbero fenomeni di *reverse discrimination* a danno degli operatori nazionali. Gli operatori degli altri paesi, infatti, presterebbero i propri servizi in base alla regolamentazione vigente nel paese di origine.

---

disegno è poi completato dalle misure di Livello 3, ovvero da *standard* adottati dal Cesr al fine di favorire una maggiore convergenza delle prassi operative delle diverse Autorità di vigilanza.

<sup>10</sup> In aggiunta alla direttiva base (2003/6/CE), che costituisce il Livello 1, sono già state adottate dalla Commissione Europea due direttive (2003/124/CE e 2003/125/CE) e un regolamento (2273/2003/CE) mentre si attende l'adozione di due ulteriori direttive il cui testo è già stato pubblicato per consultazione.

<sup>11</sup> La Commissione Europea ha già istituito con proprie decisioni due Comitati, sul modello del Cesr e del Securities Committee, per i settori bancario e assicurativo e si attende a breve l'approvazione di una direttiva che consenta a detti comitati di operare secondo la procedura di Comitologia.

<sup>12</sup> Regolamento n. 2273/2003 recante modalità di esecuzione della direttiva 2003/6/CE per quanto riguarda la deroga per i programmi di riacquisto di azioni proprie e per le operazioni di stabilizzazione di strumenti finanziari.

<sup>13</sup> Proposta di regolamento della Commissione recante modalità di esecuzione della direttiva 2003/71/CE per quanto attiene alla informazione contenuta nei prospetti, gli schemi di prospetto, l'inclusione di informazioni tramite rinvio ad altri documenti e la pubblicazione dei prospetti e diffusione di pubblicità.

La normativa europea sopra richiamata pone, altresì, una grande enfasi sul ruolo dell'Autorità di vigilanza, imponendo l'individuazione di un'Autorità competente per il mercato mobiliare (che non potrà che essere la Consob) e sui suoi poteri di indagine. Soltanto l'armonizzazione delle prassi di vigilanza, dei poteri delle Autorità e, per quanto consentito, dei sistemi sanzionatori può assicurare una sostanziale uniformità di trattamento all'interno di un mercato integrato. L'esistenza di regole armonizzate non è di per sé garanzia di un trattamento uniforme per gli operatori e per i mercati, ma è necessario che le norme siano interpretate e applicate secondo modalità analoghe e che le sanzioni irrogate abbiano la medesima valenza.

*Le direttive, in particolare quella sugli abusi di mercato (2003/6/CE) e quella sui servizi di investimento e sui mercati regolamentati, pongono l'accento sull'attività di indagine che l'Autorità deve svolgere al fine di assicurare che le norme siano rispettate. Esse prevedono che, in caso di necessità, possano essere adottati da parte delle Autorità tutti i provvedimenti necessari, ivi incluso il blocco dei beni (cosiddetto "freezing of the assets") del soggetto che ha violato le norme.*

Al tal fine, le direttive redatte secondo il modello Lamfalussy prevedono una lista minima di poteri la cui titolarità va attribuita all'Autorità amministrativa indipendente di vigilanza, che può anche esercitarli in collaborazione con altre Autorità.

*L'Autorità potrà chiedere informazioni a chiunque, effettuare ispezioni anche nei confronti dei soggetti non vigilati, accedere ai dati relativi al traffico telefonico, adottare provvedimenti di natura cautelare quali il congelamento di attivi o inibire la prosecuzione di attività in violazione di norme (compreso l'abusivismo).*

*La direttiva sugli abusi di mercato e la nuova direttiva sui servizi di investimento e sui mercati regolamentati invitano esplicitamente gli Stati membri a prevedere che le Autorità di vigilanza siano dotate di risorse economiche tali da consentire loro di svolgere adeguatamente le funzioni cui sono preposte.*

La normativa europea in esame interviene anche sugli aspetti sanzionatori, sia imponendo il ricorso a sanzioni amministrative sufficientemente dissuasive, sia prevedendo sanzioni cosiddette "reputazionali" e interdittive.

*Le Autorità di vigilanza devono poter disporre, o poter richiedere a un'altra Autorità di disporre, l'interdizione dall'esercizio di attività professionali di soggetti che abbiano violato le norme di attuazione delle direttive. Deve essere consentito di pubblicizzare i provvedimenti di vigilanza adottati e le sanzioni irrogate. Il ricorso a sistemi già conosciuti negli ordinamenti anglosassoni, come la "disqualification", ovvero la "squalifica" del soggetto, con conseguente impossibilità di continuare a operare nel settore finanziario, può costituire una valida forma di deterrenza. La normativa europea, inoltre, agisce anche "a valle", sulle possibilità di ricorso in casi in cui le norme siano state violate. Le direttive sulla commercializzazione a distanza di servizi finanziari, così come la posizione comune sui servizi di investimento e sui mercati regolamentati, prevedono che gli Stati membri consentano a organizzazioni pubbliche di adire le competenti istanze di giudizio nell'interesse dei consumatori e favoriscano l'introduzione di meccanismi extragiudiziali per la risoluzione di controversie tra consumatori e prestatori di servizi.*

La riduzione della discrezionalità regolamentare a livello nazionale costituisce una precisa scelta del legislatore europeo a favore della creazione di un mercato integrato e induce a riflettere sulle ipotesi di superamento dell'attuale frammentazione dell'attività di vigilanza. Il Cesr ha già istituito una *task force* sulla ristrutturazione delle proprie funzioni e per muovere i primi passi verso un'integrazione dell'attività di vigilanza cui ha fatto, da ultimo, riferimento anche il Parlamento Europeo.

*L'evoluzione della struttura e del funzionamento dei mercati di capitali europei alla luce della nuova direttiva su intermediari e mercati*

La nuova direttiva su intermediari e mercati, destinata a sostituire la direttiva sui servizi di investimento 93/22/CEE, innova profondamente la previgente disciplina, estendendo il passaporto europeo a servizi e strumenti finanziari non inclusi nell'ambito di applicabilità della precedente direttiva. Vengono introdotte forme di concorrenza tra mercati regolamentati, sistemi multilaterali di negoziazione e intermediari cosiddetti internalizzatori, eliminando la facoltà per gli Stati membri di prevedere l'obbligo di concentrazione delle transazioni su mercati regolamentati.

*La nuova direttiva prevede, inoltre, l'eliminazione delle residue competenze dell'Autorità di vigilanza del paese ospitante in materia di regole di comportamento. Verrà così pienamente realizzato, per i prestatori di servizi di investimento, il principio del controllo del paese di origine (home country control). La direttiva prevede regole di comportamento diverse per i servizi prestati agli investitori professionali<sup>14</sup> rispetto a quelle previste per l'investitore al dettaglio. Essa sancisce, altresì, attraverso le norme applicabili al servizio cosiddetto di "execution only", che l'investitore al dettaglio, che non desidera pagare il costo del servizio di consulenza offerto dall'intermediario, si assuma il rischio pieno della scelta di investimento effettuato, modificando l'approccio sin qui seguito in materia di regole di comportamento degli intermediari.*

Le novità che vengono introdotte dalla direttiva tengono conto del mutato contesto europeo nel quale si realizzano gli scambi di strumenti finanziari e le scelte di investimento, caratterizzato dalla accentuazione delle dinamiche competitive e dalla diversificazione delle modalità e degli strumenti di negoziazione, nonché dalle diverse tipologie di investitori presenti sul mercato.

Diverse sono le cause che hanno contribuito a determinare nel corso degli ultimi anni tali cambiamenti.

La maggiore concorrenza nell'offerta di servizi di negoziazione, favorita soprattutto dal basso costo delle infrastrutture telematiche, ha determinato spinte concorrenziali che hanno portato alla cosiddetta "demutualizzazione" delle borse e alla significativa diffusione della pratica dell'internalizzazione degli ordini da parte degli intermediari.

---

<sup>14</sup> Nella predetta categoria possono rientrare, previo riscontro del rispetto dei parametri previsti, le persone fisiche che svolgono attività professionali nel settore dei mercati finanziari.

La nuova direttiva fornirà alcune risposte. Rimangono tuttavia da valutare pienamente le conseguenze che discenderanno dalla frammentazione dei mercati e dal venir meno degli obblighi di concentrazione degli scambi e, tra queste, il problema della possibilità per le Autorità di vigilanza di realizzare la concentrazione delle informazioni sulle transazioni al fine di mantenere la significatività dei prezzi di mercato e la possibilità di verificare la corretta applicazione della *best execution* nell'interesse del cliente.

Si è dell'avviso che le norme di settore non dovranno limitare l'innovazione e la competizione, ma allo stesso tempo, dovrà essere garantito il regolare andamento delle negoziazioni e la tutela degli investitori, mediante l'aumento della trasparenza e la tendenziale concentrazione delle informazioni sugli scambi. La necessità di un approccio funzionale assume particolare rilievo con riferimento al fenomeno dell'internalizzazione degli ordini da parte degli intermediari. Secondo tale approccio, le regole di trasparenza dovrebbero essere applicate indipendentemente dal soggetto che effettua o che organizza gli scambi, in modo da rendere confrontabili tra loro i diversi prezzi sul mercato e rendere più flessibile l'offerta dei servizi di negoziazione.

Va tuttavia rilevato che le norme previste a livello comunitario in materia di *pre-trade transparency* non necessariamente renderanno raggiungibile il predetto obiettivo. In particolare, il compromesso raggiunto in sede europea tra diverse istanze tra loro confliggenti, ha determinato, da un lato, l'ampliamento delle operazioni esonerate dagli obblighi di trasparenza (non solo i blocchi ma anche quelle transazioni che eccedono lo *standard market size* ovvero "le dimensioni delle operazioni normalmente negoziate sul mercato"), dall'altro, la possibilità di praticare "*pricing improvement*" (miglioramento del prezzo) nelle negoziazioni con controparti professionali. Ciò potrebbe contribuire a rendere meno significative le quotazioni esposte dagli intermediari. Dalla maggiore opacità che ne conseguirebbe sarebbero danneggiati soprattutto i piccoli investitori, per i quali non sarebbe possibile neanche usufruire delle condizioni migliori che sarebbero riservate alle negoziazioni di importo più rilevante, e gli operatori professionali di minori dimensioni, dotati di un minore potere contrattuale nella determinazione delle condizioni.

Il principio della piena libertà di concorrenza tra diversi mercati regolamentati e la sostituzione del concetto di ammissione a quotazione con quello di ammissione alle negoziazioni su un mercato regolamentato impongono che venga effettuata anche a livello nazionale una riflessione, peraltro già completata da paesi quali il Regno Unito, sull'attribuzione del potere di dichiarare che un titolo disponga dei requisiti per essere trattato su un mercato regolamentato. La soluzione inglese, di attribuire la competenza come "Listing Authority" alla Fsa, ha consentito di eliminare potenziali pratiche anticompetitive e conflitti di interessi come nel caso del cosiddetto "*self-listing*" (ovvero di ammissione a quotazione nel mercato regolamentato delle azioni emesse dalla stessa società di gestione del mercato).

La direttiva sul prospetto (2003/71/CE), peraltro, proprio al fine di evitare situazioni di conflitto di interessi prevede che la responsabilità per l'approvazione del prospetto di ammissione

alle negoziazioni venga attribuita all'Autorità amministrativa di vigilanza (che permane anche nel caso in cui detta funzione venga delegata ad altri soggetti), eliminando la possibilità, in passato consentita agli Stati membri, di designare le Borse quali Autorità competenti.

La sempre maggiore diffusione delle tecniche di automazione e di comunicazione a distanza e l'implementazione di tali tecniche nei mercati finanziari hanno innescato un processo di "disintermediazione" nell'attività di negoziazione, associato di recente al fenomeno di un crescente numero d'investitori che si avvalgono dell'accesso diretto ai mercati. Ciò ha avuto un significativo impatto sul ruolo, non più indispensabile, dell'intermediario-membro del mercato, sulla accresciuta rilevanza delle operazioni in conto proprio degli intermediari rispetto al servizio di negoziazione in conto terzi, nonché sulle aree di *business* cui gli intermediari possono volgere lo sguardo per il mantenimento della propria posizione competitiva. Ciò rappresenta, altresì, una sfida per le Autorità di vigilanza che devono essere in grado di assicurare un'adeguata protezione degli investitori *retail*, facendo in modo che solo soggetti in grado di valutare adeguatamente il rischio cui si espongono accedano ai sistemi di contrattazione diretta, ai servizi *day trading*, ecc.

È facile, inoltre, ipotizzare che in tale mutato contesto possano prosperare gli intermediari polifunzionali di più ampie dimensioni, in grado di offrire l'intero spettro dei servizi d'investimento, e gli intermediari, anche di dimensioni più contenute, ma che raggiungano un elevato grado di specializzazione nell'offerta di servizi.

Questo fenomeno può comportare squilibri competitivi collegati alle difficoltà di sopravvivenza per gli intermediari medio-piccoli non specializzati. La regolamentazione di settore potrebbe essere chiamata a mitigare, prevenire o risolvere tali squilibri.

Infine, nel nuovo contesto di maggiore articolazione e competizione tra soggetti e forme diverse di negoziazione emergono ulteriori profili critici relativi al funzionamento delle attività cosiddette di *post-trading*, cioè legate alle attività di liquidazione e di compensazione degli scambi.

Anche questo settore è stato interessato da un processo di "demutualizzazione" che, tuttavia, difformemente dall'industria del *trading*, non si è accompagnato a un ampliamento degli spazi di concorrenza, né a livello nazionale, dove le società che gestiscono il servizio operano in condizioni di monopolio naturale/legale, né a livello europeo, dove esiste una persistente tendenza all'integrazione. Ciò in quanto l'industria del *post-trading* si caratterizza per la presenza di notevoli economie di scala e di scopo, principalmente dovute all'elevato livello di investimenti iniziali richiesti.

Le nuove spinte economiche hanno indotto talune società-mercato a offrire un'ampia gamma di servizi che non comprendono solo il *trading* ma l'intera filiera produttiva (custodia, compensazione, regolamento e garanzia), attraverso iniziative volte all'integrazione dei mercati e delle infrastrutture di *post-trading*.

Nel nostro sistema, ciò si è tradotto nell'integrazione verticale fra la principale società di

gestione dei mercati e la società che gestisce i servizi di compensazione e liquidazione a livello nazionale. Se ciò certamente comporta vantaggi in termini di raggiungimento della dimensione ottimale minima, che permette non soltanto di beneficiare delle esistenti economie dimensionali, ma anche di presentarsi con una maggiore forza nel più ampio contesto europeo, vi sono tuttavia aspetti di criticità. Vengono, infatti, a determinarsi alcune situazioni strutturali di conflitto di interessi, dovute alla circostanza che il cliente principale della società di compensazione e liquidazione ne è al contempo il soggetto controllante. Questo conflitto è ancora più evidente allorché nel capitale della società non sono rappresentati gli interessi degli intermediari di più modeste dimensioni.

L'attuale quadro normativo, sia a livello italiano che comunitario, non appare adeguato a far fronte a questi problemi. Il Tuf è stato approntato in un momento e in un contesto in cui i processi di privatizzazione, in misura minore per le strutture di *trading* e maggiore per quelle di *post-trading*, erano in una fase ancora embrionale. Gran parte dei problemi evidenziatisi nel corso di questi ultimi anni, pertanto, non sono stati affrontati in fase di definizione del complesso delle norme attualmente vigenti. In particolare, per quanto attiene al servizio di liquidazione, mentre si stabiliva la possibilità che esso venisse svolto da una società privata (art. 69 del Tuf), non si è pensato di incidere in alcun modo sulla *governance* di tale società, che pure si trova a svolgere funzioni di rilevanza pubblica. Inoltre, è stato previsto un regime di monopolio legale nel settore della liquidazione senza prevedere alcun potere di intervento da parte delle Autorità di vigilanza sul delicato aspetto della fissazione dei prezzi dei servizi.

In assenza di poteri di controllo diretto dei prezzi da parte delle Autorità di vigilanza, l'unico strumento di cui le stesse possono avvalersi resta ancora una volta la trasparenza, ovvero la possibilità di intervenire allo scopo di garantire più elevati livelli di condivisione delle procedure di determinazione dei prezzi che coinvolgono non solo le Autorità, ma l'intera platea degli utenti del servizio.

Sul tema del *post-trading* l'Unione Europea dovrebbe presentare una proposta di direttiva. L'integrazione su scala europea dei servizi di compensazione e liquidazione rappresenta una condizione imprescindibile per rendere efficiente l'attività di *post-trading* relativa alle operazioni transfrontaliere e, quindi, per realizzare pienamente il mercato unico europeo dei servizi finanziari.

A tal fine è necessario, anzitutto, che i paesi dell'UE abbiano un approccio normativo comune. Ciò richiede la rimozione delle differenti discipline e pratiche di mercato affermatesi a livello nazionale. Occorre anche armonizzare il quadro regolamentare relativo alla trasparenza e alla vigilanza prudenziale sui sistemi di *clearing* e *settlement* ed elaborare criteri comuni di gestione dei rischi operativi e di minimizzazione dei rischi sistemici. Infine, l'armonizzazione comunitaria dei sistemi di *clearing* e *settlement* potrà dare un forte impulso all'eliminazione delle distorsioni concorrenziali e delle disparità di trattamento, rendendo trasparenti e obiettivi i criteri per la prestazione transfrontaliera dei servizi di compensazione e liquidazione.

La proposta si inscriverebbe nel solco già tracciato da altre iniziative assunte a livello



internazionale ed europeo. Tra queste ultime, si segnalano la comunicazione della Commissione al Consiglio e al Parlamento Europeo del 28 maggio 2002, che affronta le principali questioni politiche e le prospettive future del processo di armonizzazione dei servizi di compensazione e regolamento nell'UE, nonché la bozza di *standard* sul *clearing e settlement* elaborata da un gruppo di lavoro congiunto della Banca Centrale Europea (Bce) e del Cesr, al quale la Commissione UE partecipa in qualità di osservatore.

#### *Favorire l'integrità dei mercati europei: la direttiva sugli abusi di mercato*

La direttiva sugli abusi di mercato 2003/6/CE, già in vigore e da recepirsi entro il 12 ottobre 2004, accompagnata come si è accennato da direttive e regolamenti attuativi di Livello 2 recentemente adottati dalla Commissione Europea, introduce importanti innovazioni al quadro normativo previsto dal Tuf, sia per quanto attiene all'attribuzione dei poteri di indagine all'Autorità amministrativa competente sia per quanto attiene all'apparato sanzionatorio. Va menzionato che, come per la direttiva sui prospetti (2003/71/CE), gli Stati membri possono indicare una sola Autorità indipendente quale Autorità competente per l'attuazione della direttiva, cui andranno attribuiti i poteri di vigilanza cui si è accennato nel precedente paragrafo.

Con riguardo al sistema sanzionatorio, in particolare, al fine di attuare la direttiva, appare necessario introdurre sanzioni di natura amministrativa. L'esistenza di un regime sanzionatorio penale è riconosciuta come mera facoltà per gli Stati membri che, se esercitata, non deve interferire con l'obbligo derivante dalla direttiva di prevedere l'irrogazione di sanzioni di natura amministrativa per gli illeciti individuati dalla stessa direttiva.

Subiranno modifiche, per effetto della normativa comunitaria, anche le norme in materia di obbligo di comunicare al pubblico l'informazione cosiddetta "*price sensitive*". La direttiva pone, infatti direttamente in capo all'emittente l'onere di stabilire se sussista una causa che legittima il ritardo nella diffusione delle informazioni, lasciando agli Stati membri la facoltà di prevedere che l'Autorità competente venga informata di tale decisione. Nella direttiva della Commissione Europea 2003/124/CE sono contenuti le modalità e i termini relativi agli obblighi di comunicazione al pubblico delle informazioni privilegiate da parte delle società emittenti e viene prevista una lista, seppure non esaustiva, degli interessi legittimi che consentono all'emittente di ritardare la comunicazione.

#### *L'armonizzazione della disciplina sugli emittenti*

Il legislatore europeo è intervenuto nel settore della disciplina degli emittenti e dell'offerta al pubblico con diverse misure che disciplinano l'informazione, sia nella fase di accesso al mercato (prospetti di offerta al pubblico e prospetti di ammissione alle negoziazioni) sia come informazione

periodica cui gli emittenti sono tenuti, nonché la materia delle offerte pubbliche d'acquisto.

La direttiva sui prospetti assume particolare rilievo in quanto estende per la prima volta il regime del passaporto europeo agli emittenti e offerenti valori mobiliari nonché per l'ammissione alle negoziazioni sui mercati regolamentati.

Il prospetto, approvato dall'Autorità dello Stato membro di origine, è valido per l'offerta al pubblico e/o per l'ammissione alle negoziazioni su mercati regolamentati in tutto il territorio dell'Unione Europea. Secondo quanto previsto dalla direttiva, deve essere individuata una sola Autorità amministrativa nazionale responsabile per l'attuazione della direttiva medesima e per l'approvazione del prospetto.

Una volta ottenuta l'approvazione del prospetto da parte dell'Autorità del paese prescelto, i titoli potranno essere collocati su tutto il territorio dell'Unione senza che l'Autorità del paese ospitante possa chiedere ulteriori informazioni o imporre condizioni specifiche. Il passaporto europeo per gli emittenti accentuerà verosimilmente la delocalizzazione delle emissioni di titoli diversi dai titoli partecipativi (*non-equity securities*) di valore nominale superiore a 1.000 euro nei paesi con controlli meno rigorosi. Questo sarà possibile dal momento che la direttiva consente all'emittente di scegliere il paese di origine tra quello in cui l'emittente ha la propria sede sociale e quello in cui il titolo viene offerto al pubblico e/o ammesso alle negoziazioni su mercati regolamentati.

La direttiva, inoltre, non consente di mantenere casi di esenzione dall'obbligo di pubblicare un prospetto da parte di particolari categorie di emittenti, quali gli enti creditizi nell'esercizio dell'attività di raccolta del risparmio. L'obbligo del prospetto vige per tutti i tipi di offerta di titoli di capitale e/o di debito collocati presso il pubblico dei risparmiatori. La direttiva, infatti, non si applica solo in casi limitati, quali sono quelli dei titoli emessi da Stati membri, da enti locali di uno Stato membro, da organismi internazionali a carattere pubblico cui uno o più Stati membri partecipano, dalle banche centrali e dalla Bce. Il collocamento presso investitori istituzionali o investitori qualificati come professionali non è soggetto agli obblighi di predisposizione del prospetto. Tuttavia, in casi di rivendita a investitori diversi da quelli qualificati (in particolare ai clienti degli intermediari), è richiesta la predisposizione del prospetto.

Il Cesr ha fornito, nel corso dell'anno, un parere alla Commissione Europea sugli schemi e sui meccanismi di pubblicità del prospetto, che ha consentito alla Commissione di predisporre un regolamento in materia di cui si attende l'approvazione.

La normativa in materia di prospetti sarà completata, per quanto attiene agli obblighi di informazione da parte degli emittenti, dalla futura direttiva (attualmente allo stadio di orientamento generale) sulla trasparenza, che prevede l'armonizzazione degli obblighi informativi degli emittenti titoli negoziati su un mercato regolamentato, con il duplice obiettivo di migliorare l'informazione disponibile per gli investitori e di garantire alla predetta informazione il "passaporto europeo",

consentendo che, in caso di titoli trattati su più mercati, l'emittente non sia sottoposto a requisiti diversi per ciascun mercato.

L'informativa periodica verrà redatta secondo i principi dello Iasb (*International Accounting Standards Board*) per i bilanci consolidati e per la relazione semestrale nonché secondo le norme previste dalla direttiva stessa e dalle norme di Livello 2. L'Autorità del paese di origine sarà competente in materia di controlli sull'informazione di natura finanziaria. Il Cesr ha sviluppato *standard* in materia di *enforcement* a cui le Autorità competenti degli Stati membri debbono attenersi e ha previsto i poteri di cui le dette Autorità debbono essere dotate nel verificare l'informazione contabile degli emittenti da esse controllati.

La direttiva sulle Opa, che completa il quadro di armonizzazione in materia di emittenti, è giunta alla fase di approvazione formale dopo un difficile percorso, cui si è fatto diffusamente cenno nella relazione relativa al 2002. Essa rappresenta una soluzione di compromesso che, se da un lato lascia gli Stati membri liberi di decidere in materia di misure difensive (cosiddette *poison pills*) e di definire la soglia al raggiungimento della quale si determina l'obbligo di Opa, senza introdurre una vera e propria armonizzazione sul punto, dall'altro lato introduce importanti modifiche rispetto alla normativa del Tuf. In particolare, viene introdotto l'obbligo di applicare il principio del prezzo equo, definendo come tale quello più alto pagato dall'offerente (o da chi agisca di concerto con l'offerente) in un periodo da stabilirsi, da parte di ciascuno Stato, tra un minimo di sei mesi e un massimo di dodici mesi antecedenti l'offerta.

### ***Le principali iniziative in corso in ambito Iosco***

La Iosco rappresenta la principale sede di coordinamento a livello mondiale per l'area di attività delle Autorità di vigilanza del mercato mobiliare. Essa opera come soggetto promotore del rafforzamento della convergenza delle regole e delle attività di vigilanza delle Autorità del mercato mobiliare dei vari paesi membri. Gli *Objectives and Principles for Securities Regulation* dell'Iosco rientrano nella lista raccomandata dal *Financial Stability Forum* e costituiscono oggetto dei Fsap (*Financial Sector Assessment Program*) gestiti dalle istituzioni finanziarie internazionali (quali il Fondo Monetario Internazionale e la Banca Mondiale)

Nel corso del 2003 la Iosco, al fine di migliorare il recepimento dei propri *standard* e fornire utili linee-guida per i Fsap, ha approvato la cosiddetta "*Assessment Methodology*", un documento che definisce i principi da utilizzare per valutare la rispondenza di ciascun paese ai citati *Iosco Principles* che, sebbene non godano dello stesso *status* attribuito alla normativa comunitaria, assurgono a *benchmark* utilizzati dalle Ifis (*International Financial Institutions*) per valutare l'adesione di un paese agli *standard* definiti.

Particolare attenzione è stata dedicata, in corso d'anno, ad accrescere la collaborazione tra le varie Autorità di settore e, nel mese di ottobre 2003, in occasione della Conferenza Annuale, è stata

annunciata la lista di Autorità firmatarie dell'Accordo Multilaterale di Cooperazione Iosco, tra le quali è inclusa la Consob.

Il contenuto dell'Accordo si discosta da quello ordinario degli accordi bilaterali, in quanto prevede una valutazione dei poteri di cooperazione delle Autorità e pone l'accento sulle informazioni necessarie all'identificazione del beneficiario finale nelle transazioni finanziarie<sup>15</sup> o nelle partecipazioni in società ed enti. Detto Accordo è stato utilizzato in occasione delle indagini relative al caso Parmalat.

Proprio a seguito del caso Parmalat, è stata costituita dal Comitato Tecnico della Iosco un'apposita *task force*, co-presieduta dalla Consob e dalla Sec, per studiare le misure da adottare al fine di impedire il ripetersi di tali gravi situazioni.

Per quanto attiene all'attività di "*standards setting*", la Iosco nel corso del 2003 ha approvato una serie di documenti che contengono principi-guida in materia di controllo sui revisori nonché in materia di analisti finanziari e società di *rating* (tema allo studio anche dell'Unione Europea e dell'Ocse).

L'attenzione su detti temi è stata richiamata dal fatto che le valutazioni fornite e i giudizi sulle società quotate, che gli analisti finanziari e le agenzie di *rating* producono, hanno assunto un ruolo e un'importanza crescenti nell'indirizzare le scelte d'investimento/disinvestimento dei risparmiatori e degli altri operatori del mercato. L'attitudine di tale informativa a influenzare i corsi dei titoli enfatizza l'importanza che sia garantita l'indipendenza di giudizio e la correttezza comportamentale dei soggetti che la producono.

Diverso è però il grado di avanzamento delle strategie normative per affrontare i problemi legati alle due diverse tipologie di fornitori di informazione derivata. Mentre per gli analisti finanziari sia la Iosco che l'Unione Europea hanno identificato precise linee di azione, per le società di *rating* la Iosco ha, per il momento, limitato l'azione alla identificazione dei problemi e alla definizione di linee-guida di carattere generale.

La Consob, prima tra le Autorità di settore, ha dettato regole di trasparenza e ha documentato, prima dell'emergere dei casi di crisi societarie, la mancanza dei requisiti di indipendenza e affidabilità negli studi prodotti dagli analisti. L'approccio della Consob è stato però limitato dall'attuale quadro normativo che consente di intervenire esclusivamente sulle modalità di produzione degli studi diffusi da intermediari autorizzati. Vista la rilevanza del problema, è auspicabile che esso formi oggetto di autonoma e immediata regolamentazione. Per allineare la regolamentazione del settore alla migliore prassi internazionale, è necessario che alla Consob siano attribuiti nuovi e più penetranti poteri. In tal senso, si muove un progetto di legge (la cosiddetta "proposta Lettieri"), già approvato dalla Camera.

---

<sup>15</sup> La Iosco ha anche costituito una *Task Force* il cui compito è quello di emanare dei principi – guida per la disciplina della "*Client Identification*" e dei "*Beneficial Ownership*".

Le iniziative della Iosco in materia di *rating* continuano attraverso l'attività di studio oggetto di una *task force* creata *ad hoc* per l'emanazione di un *Code of Conduct for credit ratings agencies* (Cras) che dovrebbe tradurre i principi già individuati nel citato documento in esplicite indicazioni di implementazione. Esse dovrebbero riguardare la qualità e l'integrità del processo di formulazione dei giudizi di *rating*, l'indipendenza delle agenzie, la *disclosure* del conflitto di interessi, la trasparenza e la tempestività di divulgazione dei giudizi e la tutela della riservatezza delle informazioni non pubbliche di cui le agenzie di *rating* entrano in possesso nel corso delle valutazioni che compiono per rilasciare il giudizio.

### III. I PROBLEMI EMERSI E LE RISPOSTE ALLE CRISI NEL MUTATO SCENARIO INTERNAZIONALE

La fiducia è un elemento fondamentale del mercato finanziario, perché sulla fiducia si fondano le relazioni tra i soggetti che chiedono e quelli che offrono risparmio sul mercato e perché la fiducia condiziona le aspettative che sono alla base delle decisioni di investimento di questi ultimi.

La fiducia, inoltre, diventa tanto più importante quanto più cresce il ruolo del mercato dei capitali rispetto alla tradizionale raccolta del risparmio sotto forma di depositi bancari. Ciò anche in considerazione del fatto che, da un lato, i soggetti che emettono strumenti finanziari sono sempre più imprese private esposte al rischio di fallimento e che, dall'altro, anche la natura pubblica dei soggetti emittenti non sempre costituisce garanzia di restituzione del capitale investito (si veda, in proposito il caso delle obbligazioni argentine).

Negli ultimi dieci anni il sistema finanziario italiano ha vissuto una profonda trasformazione: è aumentato, da un lato, il ricorso delle imprese al mercato per finanziare le proprie attività, e dall'altro, l'investimento diretto da parte delle famiglie in strumenti finanziari emessi da soggetti privati. Allo stesso tempo si è assistito a una progressiva evoluzione del ruolo del sistema bancario, che ha esteso il proprio raggio di azione dalla tradizionale attività creditizia ai servizi di *investment banking* e alla gestione del risparmio, mantenendo una assoluta centralità nel funzionamento del sistema finanziario nel suo complesso.

Uno dei fattori più significativi di questo processo di trasformazione è costituito dal recente sviluppo del mercato delle obbligazioni societarie: a partire dal 1999, infatti, tale mercato è cresciuto in modo rilevante, a fronte di un rallentamento della crescita delle emissioni di titoli di stato. Nello stesso periodo, i gruppi italiani hanno notevolmente aumentato il peso dei prestiti obbligazionari rispetto al totale dei debiti finanziari.

Lo sviluppo delle emissioni obbligazionarie societarie da parte di soggetti italiani è avvenuto soprattutto tramite il ricorso al cosiddetto *private placement*, cioè a un collocamento privato riservato a investitori istituzionali. La quasi totalità di tali obbligazioni è quotata sul mercato lussemburghese.

*Con riferimento al totale delle emissioni obbligazionarie da parte di imprese non finanziarie italiane in essere a fine 2003, pari a circa 86 miliardi di euro, solo il 17 per cento in termini di controvalore (il 9 per cento in termini di numero di emissioni) era quotato su mercati regolamentati italiani, mentre rispettivamente il 72 per cento e il 67 per cento dei prestiti risultavano quotati alla borsa lussemburghese.*

Le ragioni della preferenza degli emittenti italiani per la quotazione sul mercato lussemburghese risiedono nei minori adempimenti da assolvere nei confronti delle Autorità di vigilanza, che consentono di collocare un prestito obbligazionario (soprattutto nel caso di offerte riservate a investitori istituzionali) in tempi più contenuti, con costi minori e con un grado di

informativa ridotto rispetto a un'offerta pubblica sul mercato italiano.

Il ricorso al *private placement* può tuttavia presentare profili critici per la tutela degli investitori qualora – come riscontrato ad esempio nei casi Parmalat, Cirio e Giacomelli – i relativi titoli obbligazionari vengano venduti dagli intermediari, spesso già in fase di *grey market*, a investitori non professionali, i quali potrebbero così non disporre di un patrimonio informativo sufficiente per una corretta valutazione dell'investimento.

Oltre allo sviluppo del mercato delle obbligazioni debbono rilevarsi altri due distinti ma concomitanti fenomeni: la creazione e diffusione di prodotti e servizi finanziari sempre più complessi da parte sia delle banche che delle imprese e la tendenza alla diversificazione degli investimenti da parte delle famiglie, con conseguente crescita dell'esposizione a rischio.

L'esposizione delle famiglie al rischio pone problemi sempre più delicati, tanto più in vista della tendenza in atto a indirizzare verso gli investimenti finanziari anche il risparmio di natura previdenziale.

Si tratta di cambiamenti che accomunano i processi di sviluppo dei mercati finanziari dei principali paesi e che aumentano la capacità del mercato di finanziare la crescita economica. Al contempo essi però enfatizzano le componenti di rischio e di incertezza e rafforzano quindi l'esigenza di garantire un sufficiente grado di fiducia nell'efficacia dei meccanismi posti a presidio del buon funzionamento del mercato.

L'evoluzione del mercato è sempre più un fenomeno internazionale, sia perché cresce l'integrazione dei mercati e delle strategie degli attori del mercato, sia perché aumentano gli sforzi di coordinamento internazionale nella definizione delle regole e dei principi dell'attività di vigilanza. L'internazionalizzazione del contesto di riferimento costituisce quindi una necessità per le scelte nazionali, da un lato, nell'influenzare la capacità competitiva del sistema finanziario ed economico, dall'altro, nel garantire adeguate forme di tutela degli investitori.

### ***I problemi emersi e il nuovo contesto internazionale***

Gli episodi di crisi che si sono manifestati nel corso del 2003, pur nella diversità delle loro specifiche caratteristiche, hanno evidenziato alcune aree critiche, con riferimento a due aspetti fondamentali per la fiducia del mercato:

- la qualità dell'informazione societaria e l'efficacia dei relativi meccanismi di controllo, interni ed esterni alla società;
- la correttezza dei rapporti tra risparmiatori e intermediari e l'incidenza che su di essa può avere la circostanza che gli intermediari svolgono una molteplicità di funzioni.

La qualità dell'informazione societaria è la prima condizione per il corretto funzionamento del mercato dei capitali e per la tutela degli investitori. Compito del sistema di regole non è infatti quello di impedire il verificarsi di crisi societarie, pur se la loro prevenzione è dovere di tutti, quanto di dotare il mercato di un'informazione chiara, completa e tempestiva su tutti gli elementi che possono contribuire a fondare le decisioni di investimento, fornendo un quadro adeguato delle condizioni di rischiosità legate alle diverse situazioni, anche di difficoltà, in cui possono venirsi a trovare le società quotate.

Un'informazione societaria inadeguata comporta ritardi e "sviamenti" nella rilevazione delle situazioni critiche che limitano la possibilità di reazione dei vari soggetti:

- gli investitori, che potrebbero adeguare i propri comportamenti sulla base di una corretta valutazione delle condizioni di rischiosità degli strumenti finanziari;
- le Autorità di vigilanza, che potrebbero innescare meccanismi correttivi richiedendo l'approfondimento e l'ampliamento delle informazioni disponibili;
- i soggetti che contribuiscono all'analisi e alla valutazione dei titoli e degli emittenti (analisti, società di *rating*, etc.), che potrebbero fornire ulteriori segnali di grande rilevanza per le scelte del mercato.

La qualità dell'informazione societaria, che deve essere chiara, tempestiva e completa, dipende dalla capacità dei meccanismi di controllo interni ed esterni della gestione delle società di prevenire e di ostacolare efficacemente i fenomeni di falsificazione e occultamento di informazioni.

I fenomeni di crisi analizzati nei precedenti paragrafi evidenziano come il funzionamento della struttura dei controlli sia reso più difficile e meno efficace da alcune tendenze evolutive del mercato.

In particolare, è da considerare il ruolo crescente che la gestione finanziaria sta assumendo nel quadro delle attività complessive delle società quotate. I casi recenti hanno evidenziato come le maggiori aree di criticità nella trasparenza degli emittenti derivino dalle gestioni finanziarie delle imprese, caratterizzate da opacità e da una capacità "moltiplicativa" delle risorse e degli impegni. Inoltre, è cresciuta la tendenza a realizzare la gestione finanziaria attraverso una estesa e complessa articolazione di relazioni finanziarie con altre società del gruppo, molte delle quali residenti in centri *off-shore* e create con la funzione di società veicolo con il concorso di banche internazionali. La diffusione di tali pratiche incide negativamente soprattutto sulla capacità di verifica, nonché sull'unitarietà delle funzioni e delle responsabilità della revisione. Il problema è acuito dal mancato rispetto di *standard* di regolamentazione nei centri *off-shore* nei quali è possibile creare fondi di investimento e società senza dover sottostare a oneri e/o controlli in materia di informazione, registrazione delle transazioni, libri contabili, ecc.

Per quanto riguarda la correttezza delle relazioni tra intermediari e investitori, sono emersi problemi legati alla presenza di conflitti di interessi nell'ambito della natura polifunzionale delle attività svolte dagli intermediari. In alcuni casi, le scelte d'investimento dei risparmiatori sono state