

Le questioni in corso e le linee di indirizzo

PAGINA BIANCA

IL CONTESTO ECONOMICO E ISTITUZIONALE

1. Introduzione

Il quadro di riferimento all'interno del quale le Autorità di vigilanza svolgono la funzione di tutela del risparmio è stato profondamente segnato, in Italia come in altri importanti paesi, dalle gravi crisi verificatesi negli ultimi anni nelle società quotate e nel rapporto fra intermediari e investitori.

Si sono manifestate nuove criticità in aree-chiave del mercato finanziario e, in particolare, nei sistemi di governo societario, nell'esercizio delle funzioni di controllo, nei rapporti tra intermediari e investitori, nella crescente globalizzazione delle attività delle imprese e degli intermediari stessi.

Ne è derivata una crescente domanda di tutela e una diffusa esigenza di ridefinire obiettivi e priorità dell'attività di vigilanza, anche attraverso un rafforzamento dei loro poteri e strumenti.

In Europa la risposta alle crisi è stata articolata. In particolare nei paesi dell'Europa continentale, l'approccio alla riforma ha privilegiato l'analisi sistemica dei problemi piuttosto che la reazione a specifiche carenze osservate nel funzionamento del mercato. A questo approccio ha contribuito il fatto che i mercati europei sono stati colpiti dalle crisi nel mezzo di una profonda trasformazione dei propri equilibri tradizionali e di un complesso processo di integrazione.

La natura globale delle crisi ha maturato la consapevolezza di dover promuovere un migliore coordinamento internazionale, con riguardo alle attività transfrontaliere degli intermediari finanziari, all'articolazione multinazionale delle strutture societarie e finanziarie dei gruppi e al ruolo dei cosiddetti paradisi fiscali e/o legali. I problemi emersi sono sempre meno affrontabili nell'ambito di regole e strumenti di vigilanza di matrice nazionale. Le iniziative di coordinamento e di cooperazione internazionale si sono di conseguenza rafforzate, sia su scala "regionale" che globale, soprattutto con la finalità di salvaguardare gli interessi degli investitori, anche attraverso la definizione di *standard* comuni di regolamentazione e vigilanza.

La dimensione globale esalta la sensibilità delle singole scelte all'evoluzione del contesto internazionale, pur lasciando a volte margini di flessibilità nelle politiche regionali e nazionali. I singoli paesi devono migliorare gli *standard* di tutela e, al tempo stesso, evitare disallineamenti rispetto agli *standard* internazionali, che potrebbero svantaggiare gli operatori nazionali e ridurre l'attrattiva delle singole piazze finanziarie.

In Italia è emersa con chiarezza l'esigenza di effettuare interventi profondi e tempestivi sull'assetto legislativo con riferimento all'articolazione, ai compiti e agli strumenti delle funzioni di vigilanza, al sistema di governo societario e al rapporto tra intermediari e investitori. Una riforma articolata contribuirebbe a ripristinare il necessario tasso di fiducia negli investitori e ad assicurare al sistema-paese un maggior livello di affidabilità e competitività nella comunità internazionale.

L'esperienza maturata nella gestione delle crisi ha stimolato, anche nelle sedi internazionali, una maggiore condivisione dei problemi e l'analisi dell'adeguatezza degli *standard* di regolamentazione esistenti, allo scopo di prevenire nuove situazioni di crisi e di reprimere i comportamenti scorretti o illeciti. La Consob ha co-presieduto con la *Securities and Exchange Commission* (Sec) americana una speciale *Task*

Forse nell'ambito della *International Organisation of Securities Commissions* (Iosco), che ha rassegnato le proprie conclusioni in data 1 marzo 2005, individuando le aree della regolamentazione che richiedono un ripensamento o una maggior efficacia degli *standard* vigenti in ambito internazionale, per prevenire e fronteggiare le frodi finanziarie.

Si è determinata una forte aspettativa nelle sedi internazionali a che il sistema italiano realizzi le riforme necessarie e colmi le carenze emerse. Ulteriori ritardi potrebbero essere sanzionati dai mercati, penalizzando le borse, gli operatori e gli emittenti italiani, e costituire oggetto di rilievi da parte degli organismi internazionali. Il Fondo Monetario Internazionale, al termine di una approfondita verifica della rispondenza del sistema italiano agli *standard* internazionali di regolamentazione e vigilanza sui mercati finanziari, ha espresso un giudizio sostanzialmente positivo sulla regolamentazione di settore e sull'attività della Consob, ma ha anche evidenziato l'esistenza di significativi margini di miglioramento nella regolamentazione a tutela degli azionisti di minoranza e nell'incisività del sistema sanzionatorio.

La Commissione nel 2004 si è trovata a fronteggiare situazioni assai complesse sul piano internazionale, dove ha assicurato una presenza costante e fattiva, soprattutto in ambito europeo, dove partecipa ai lavori tecnici del *Committee of European Securities Regulators* (Cesr) legati all'attuazione delle numerose Direttive europee. In particolare la Consob ha presieduto il Gruppo di esperti sulle gestioni collettive: il Gruppo ha già prodotto le Linee-guida per l'attuazione delle misure transitorie previste nella c.d. Direttiva sugli organismi di investimento collettivo (c.d. Direttiva UCITS) e ha pubblicato per consultazione il parere di livello 2 in materia di investimenti ammissibili per i gestori collettivi.

Inoltre la Commissione è impegnata in un'intensa attività di cooperazione bilaterale con Autorità estere, soprattutto nell'ambito di indagini riguardanti casi di frode finanziaria di portata internazionale. Per il solo caso Parmalat, la Consob è stata impegnata in attività di cooperazione internazionale con le Autorità di nove paesi.

Anche sul piano interno, la Commissione ha vissuto un anno di intensa e proficua collaborazione istituzionale sia con il Parlamento, sia con il Ministro dell'Economia e delle Finanze, che con l'Autorità Giudiziaria.

Dall'inizio del 2004 ad oggi, la Consob ha svolto dinanzi al Parlamento otto audizioni su argomenti diversi, tra i quali la vicenda Parmalat, la crisi delle società di calcio, l'utilizzo dei derivati, le politiche di privatizzazione e le obbligazioni pubbliche argentine.

Al Ministro dell'Economia e delle Finanze la Commissione ha presentato proposte di sanzione sulle vicende più delicate di crisi societarie o finanziarie: Parmalat, Cirio, Giacomelli, Argentina, Banca 121. All'esito dei procedimenti di vigilanza, sono stati sanzionati 516 esponenti aziendali di 22 intermediari, per un totale di circa 14 milioni di euro, e tre società di revisione, una delle quali è stata cancellata dall'albo.

L'attività di supporto all'Autorità giudiziaria è stata particolarmente intensa. Collaborazione è stata fornita in ordine alle numerose richieste informative e documentali (139 nel corso del 2004) formulate nel corso delle indagini preliminari dalla medesima Autorità Giudiziaria o da organi di polizia giudiziaria da essa delegati. Crescente è anche il numero di audizioni di funzionari della Consob, in qualità di persone informate dei fatti. La Commissione ha trasmesso numerosi rapporti (120 nel 2004) per ipotesi di violazione di legge ritenute di rilevanza penale, tra le quali 8 relative a ipotesi di false comunicazioni sociali e di ostacolo

all'attività di vigilanza e 21 a ipotesi di *insider trading* o aggio. Sono stati inoltre impugnati i bilanci di quattro società quotate.

L'impossibilità per la Commissione di irrogare direttamente sanzioni amministrative e la valenza penale di molte delle fattispecie oggetto di vigilanza (come l'*insider trading* e la manipolazione o l'esercizio abusivo delle attività di intermediazione) richiedono un'intensa e impegnativa attività di collaborazione con altre Autorità che potrebbe incidere sulla tempestività ed efficacia dell'azione di vigilanza di fronte a comportamenti scorretti o illeciti.

L'esiguità delle sanzioni irrogabili e la facoltà di oblazione si aggiungono ai fattori sopra descritti nel disegnare un sistema sanzionatorio connotato da scarsa deterrenza.

I progetti legislativi attualmente all'esame del Parlamento e l'accelerazione dell'attività di coordinamento regolamentare e di vigilanza a livello europeo e internazionale mirano a fronteggiare almeno in parte i fattori di debolezza evidenziati.

2. I principali elementi di evoluzione del quadro economico

La definizione delle linee di indirizzo dell'attività istituzionale della Consob deve tener conto dell'evoluzione del quadro di riferimento nel quale si collocano i comportamenti e i fenomeni oggetto delle attività di regolamentazione e di vigilanza. La loro crescente complessità, la velocità dei cambiamenti nel funzionamento dei mercati finanziari e nelle interdipendenze all'interno dei vari comparti condizionano infatti l'attività dell'Autorità di controllo, influenzando sulla selezione degli obiettivi e sulla determinazione delle priorità.

L'analisi delle principali linee evolutive del quadro macroeconomico, dell'andamento dei mercati finanziari e dei comportamenti degli investitori costituisce la base di partenza per individuare le aree di rischio, dalle quali possono derivare situazioni critiche per la tutela degli investitori, nonché per definire e rendere trasparenti le linee di indirizzo adottate per fronteggiare tali rischi.

Le principali Autorità di controllo sui mercati finanziari stanno adottando un approccio di vigilanza basato sull'analisi strategica dei rischi che consenta di anticipare, quanto più possibile, l'evoluzione del mercato e l'emergere di fattori di criticità. Tale approccio consente anche di indirizzare l'utilizzo delle risorse, oggettivamente limitate, verso le situazioni più rilevanti ai fini della tutela del mercato.

Tale orientamento è già seguito da importanti Autorità estere, quali la *Financial Services Authority* (FSA) inglese. Anche la Consob sta andando in questa direzione.

Accanto alla costruzione di modelli di analisi che consentano alle Autorità di controllo di individuare *ex-ante* gli elementi essenziali per la selezione degli obiettivi e la definizione delle priorità, lo sviluppo della strategia di regolamentazione richiede anche una attenta analisi degli effetti delle misure adottate sui comportamenti dei soggetti coinvolti, al fine di valutarne i costi, sia diretti, derivanti dall'adeguamento alle nuove regole, sia indiretti, derivanti dall'impatto sulle condizioni di competitività dei mercati, ad esempio in termini di ostacoli alla concorrenza e all'innovazione.

La stabilità finanziaria a livello internazionale e la globalizzazione dei mercati

Il sistema finanziario internazionale ha mostrato una notevole capacità di “resistenza” in termini di stabilità complessiva ai vari tipi di *shock* che si sono manifestati negli ultimi anni.

Gli effetti a breve sono stati contenuti soprattutto grazie allo sviluppo di strumenti di sorveglianza dei mercati che hanno minimizzato gli effetti “a catena” e di contagio. Le Autorità di vigilanza e le società di gestione dei mercati hanno infatti sviluppato e armonizzato gli strumenti di intervento in presenza di “tensioni” indotte da eventi esterni.

Alla stabilità finanziaria nel più lungo periodo hanno invece contribuito diversi fattori. In primo luogo, la crescente integrazione internazionale delle attività finanziarie, ha favorito il prevalere di un effetto di “dispersione” delle tensioni, rispetto a quello di diffusione del contagio. In secondo luogo, il mantenimento di condizioni macroeconomiche internazionali complessivamente favorevoli, sotto il profilo della crescita economica e dell’andamento dell’inflazione, ha consentito di gestire una difficile fase di rientro dal surriscaldamento dell’economia e dalla sopravvalutazione del dollaro della fine degli anni ’90, conservando un livello di tassi di interesse particolarmente basso. Ciò ha contribuito in misura rilevante a contenere gli effetti sui mercati finanziari dello sgonfiamento della bolla speculativa e a sostenere la domanda internazionale.

Questi elementi dovrebbero continuare nel prossimo futuro ad assicurare una buona protezione dai rischi sistemici per la stabilità. I miglioramenti degli strumenti di controllo delle instabilità e gli effetti positivi della integrazione rappresentano risultati stabilmente acquisiti. L’evoluzione del quadro macroeconomico rappresenta, al contrario, un elemento di rischio, dipendendo dalla interazione di una rete complessa di elementi e di fenomeni sia di mercato che di politica economica.

La situazione macroeconomica internazionale presenta infatti alcuni elementi di debolezza strutturale. Elementi di rischio potrebbero derivare dall’accelerato aumento dei tassi di interesse e da un’accentuata svalutazione del dollaro, che provocherebbero una maggiore volatilità dei rendimenti attesi. Conseguenze critiche potrebbero in particolare emergere con riguardo ai fondi di investimento “speculativi” (*hedge fund*) e all’uso di strumenti finanziari derivati. Gli *hedge fund* potrebbero assorbire risorse crescenti per i maggiori margini di profitto ottenibili in condizioni di accresciuta volatilità, con un possibile aumento dei rischi soprattutto a causa del loro elevato ricorso all’indebitamento. L’uso di derivati potrebbe essere incentivato per coprirsi dai maggiori rischi di interesse e di cambio, e potrebbe influenzare la stabilità di particolari comparti dell’intermediazione finanziaria, ripercuotendosi anche sugli investitori, soprattutto quelli non qualificati (*retail*).

La crescente integrazione dei mercati influisce positivamente sulla efficienza dei meccanismi allocativi dei flussi finanziari, riducendo il costo del capitale e i costi di intermediazione. Per i principali paesi industrializzati, l’integrazione finanziaria, misurata dal peso della somma delle attività e passività finanziarie verso l’estero sul PIL, è quasi triplicata negli ultimi 20 anni, passando dall’80 al 220 per cento. Le restrizioni ai movimenti di capitali, ancora presenti alla fine degli anni ’80, sono praticamente scomparse.

In tale contesto, l’attività di vigilanza si trova a fronteggiare nuovi problemi legati all’esigenza di garantire: un’adeguata trasparenza informativa su scala globale, la vigilanza su operatori e mercati

fortemente internazionalizzati, l'armonizzazione degli *standard* a livello sovranazionale e la cooperazione nell'individuazione e repressione di comportamenti scorretti.

Inoltre, la globalizzazione favorisce la tendenza a “delocalizzare” le funzioni di intermediazione finanziaria su piazze che favoriscono il conseguimento di economie di scala e l'ottimizzazione dei regimi fiscali e regolamentari, determinando un profondo mutamento degli assetti di mercato e delle strutture che vi operano, soprattutto con riferimento all'offerta di servizi di intermediazione mobiliare e di gestione del risparmio.

L'apertura dei sistemi di negoziazione alla competizione tra diverse piattaforme e modalità di negoziazione

Nel corso dell'ultimo decennio si è consolidata la tendenza alla creazione di sistemi di negoziazione su base elettronica alternativi ai mercati ufficiali. Tali sistemi hanno attratto quote significative e crescenti di ordini soprattutto da parte di investitori istituzionali.

Il processo è in accelerazione soprattutto in ambito europeo, in conseguenza del nuovo approccio adottato dalla Direttiva sui mercati di strumenti finanziari (MiFID), che favorisce la competizione tra diverse strutture di intermediazione mobiliare. Ai mercati regolamentati si affiancano, infatti, sia i sistemi multilaterali di negoziazione (*multilateral trading facilities*, MTF) sia i c.d. intermediari internalizzatori, che concludono direttamente con i clienti i contratti a prezzi precedentemente pubblicizzati.

L'apertura alla competizione tra diverse strutture di negoziazione (*trading venues*) spinge verso un miglioramento dell'efficienza dei meccanismi di negoziazione, attraverso l'introduzione di innovazioni tecnologiche e funzionali e la riduzione dei costi di intermediazione. Inoltre, per quanto riguarda le negoziazioni di titoli non quotati o per i quali sono tradizionalmente prevalse modalità di negoziazione fuori dai mercati regolamentati, quali le obbligazioni societarie, lo sviluppo di sistemi organizzati di negoziazione può favorire la trasparenza degli scambi e la liquidità del mercato.

Per i titoli tradizionalmente scambiati, in via esclusiva o prevalente, sui mercati regolamentati, il venir meno della concentrazione degli scambi può comportare una maggiore frammentazione delle informazioni sui prezzi e sulle negoziazioni, con potenziali effetti negativi sulla liquidità dei mercati stessi, sull'efficienza informativa e, in ultima analisi, sulla qualità dei prezzi espressi.

Ne deriva quindi l'esigenza di ridefinire gli strumenti normativi e organizzativi della vigilanza sull'attività di negoziazione, per far sì che gli investitori, in particolare quelli non qualificati (*retail*), possano beneficiare dei vantaggi derivanti dalla maggiore concorrenzialità.

Infine, la “disintermediazione” dei mercati regolamentati potrebbe far emergere ulteriori rischi per la stabilità complessiva dei sistemi finanziari, considerato l'ammontare crescente degli scambi che avvengono su sistemi alternativi di negoziazione, nei quali potrebbero non essere presenti adeguati strumenti di sorveglianza e di intervento in presenza di *shock* esterni. A tal fine è necessario assicurare l'affidabilità di tali sistemi e rafforzare il quadro regolamentare all'interno del quale essi operano.

L'evoluzione delle strutture di gestione dei mercati regolamentati verso modelli orientati al profitto

La maggior parte dei principali paesi ha realizzato un processo di privatizzazione dei mercati regolamentati, passando dall'originaria struttura mutualistica, alla quale si accompagnava l'attribuzione di funzioni di natura regolamentare, a strutture orientate al profitto (*for profit*). In molti casi, le società di gestione hanno anche diffuso la proprietà attraverso la quotazione delle azioni, spesso sul mercato da esse stesse gestito.

Tale trasformazione è stata indotta principalmente dall'esigenza di fronteggiare la concorrenza dei sistemi alternativi di negoziazione nonché la progressiva divaricazione degli interessi tra la struttura di mercato e i suoi membri, i quali si sono progressivamente posti in potenziale competizione con i servizi offerti dal mercato stesso.

La demutualizzazione sta favorendo anche processi di aggregazione "orizzontale", cioè in ambito internazionale tra soggetti che prestano la stessa tipologia di servizi, e "verticale", cioè tra soggetti che forniscono servizi complementari. I primi hanno lo scopo di aumentare le economie di scala e la copertura geografica nell'offerta dei servizi; i secondi di aumentare le economie di scopo nella filiera del processo di intermediazione mobiliare.

L'adozione di assetti societari e organizzativi che consentono una maggiore capacità competitiva ha favorito il miglioramento dell'efficienza dei servizi di negoziazione ma soprattutto ha consentito il mantenimento della centralità del ruolo dei mercati regolamentati nei meccanismi di intermediazione mobiliare. Tale ultimo aspetto appare di particolare importanza, considerata la funzione primaria che i mercati regolamentati svolgono nell'architettura del funzionamento dell'intermediazione finanziaria e dei sistemi di regolazione a tutela degli investitori, non soltanto nel fornire efficienti e ordinate strutture di negoziazione ma anche nel realizzare alcune importanti attività di regolazione e di fornitura di beni e funzioni di interesse pubblico.

Nel mutato contesto, tuttavia, emergono nuovi problemi legati ai conflitti di interessi che società di gestione orientate al profitto incontrano nel realizzare alcune delle funzioni essenziali per il buon funzionamento del mercato, con particolare riferimento alla ammissione di titoli alla quotazione e di intermediari alle negoziazioni. L'obiettivo di massimizzare le fonti di reddito può indurre a rendere meno rigorosi i requisiti per l'entrata. Inoltre, esiste il rischio di un'offerta non adeguata di servizi di interesse generale che comportano di norma costi elevati a fronte di benefici reputazionali che tendono a manifestarsi soprattutto nel medio-lungo periodo

La spinta verso una maggiore convergenza dei sistemi di governo societario degli emittenti

Le crisi societarie verificatesi negli ultimi anni, che hanno coinvolto società caratterizzate da diversi modelli di governo societario, hanno evidenziato la presenza di alcune aree critiche comuni riguardanti: l'adeguatezza dei meccanismi di controllo interno, la qualità dell'informazione contabile e dell'attività delle società di revisione, la tutela degli interessi degli azionisti, in particolare di quelli di minoranza, la protezione dai conflitti di interessi nelle operazioni con parti correlate, la trasparenza delle strutture finanziarie complesse adottate dai grandi gruppi.

Nelle sedi internazionali è emersa l'opportunità di una maggiore convergenza dei sistemi di governo societario verso alcuni principi guida che consentano di prevenire le crisi e di orientare la gestione delle società alla massimizzazione del valore per gli azionisti.

L'Ocse ha approvato nel 2004 una nuova versione dei principi di governo societario (*corporate governance*). Anche la Iosco, nelle conclusioni della *Task Force* sulle frodi internazionali, co-presieduta dalla Consob e dalla Sec, ha individuato nell'area del governo societario uno dei punti-chiave su cui sviluppare, in collaborazione con l'Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico (Ocse), l'attività di definizione di *standard* internazionali e di metodologie di verifica del loro stato di attuazione, con specifica attenzione al ruolo degli amministratori indipendenti .

Tali *standard* potrebbero divenire il parametro di riferimento per la valutazione della qualità dei sistemi nazionali da parte delle Istituzioni Finanziarie Internazionali (Banca Mondiale e Fondo Monetario Internazionale).

I sistemi di governo societario continuano però a presentare forti connotazioni nazionali. Con la parziale eccezione dei principi contabili, resta infatti una forte disomogeneità sia a livello di regole che di prassi, dovuta soprattutto al "radicamento" del diritto societario all'interno dei singoli sistemi giuridici. I tentativi di "esportazione" di regole nazionali, come nel caso del *Sarbanes Oxley Act* americano, hanno suscitato forti resistenze.

Anche sotto il profilo degli assetti proprietari e di controllo, la tendenza ad una convergenza verso modelli più aperti al mercato e verso una maggiore contendibilità si manifesta con molta gradualità e senza mettere in discussione le caratteristiche di fondo che differenziano le società ad azionariato diffuso (*public companies*) anglosassoni dalle società a proprietà più concentrata dei mercati dell'Europa continentale e del Giappone. Entrambi i modelli stanno comunque attenuando alcuni degli elementi che maggiormente li hanno differenziati, soprattutto sotto la spinta degli investitori istituzionali, interessati ad una maggiore omogeneità dei modelli di controllo.

Problema comune ai diversi sistemi di governo societario è garantire un migliore equilibrio all'interno della gestione societaria, attraverso una maggiore dialettica tra i poteri di controllo (esercitati dai manager nelle *public companies* e dagli azionisti di riferimento negli altri sistemi) e i diritti della proprietà. Emerge l'esigenza non solo di un quadro normativo che definisca adeguatamente i rispettivi poteri e responsabilità, ma anche di un sistema di incentivi che favorisca un maggior attivismo degli investitori, soprattutto istituzionali. Questioni da affrontare in quest'ambito sono rappresentate dai conflitti di interessi che gravano sugli investitori istituzionali, spesso inseriti in gruppi finanziari polifunzionali, e gli ostacoli e i costi ancora presenti per l'esercizio del diritto di voto, specie su base transfrontaliera.

I SETTORI DI ATTIVITÀ DELLA CONSOB

3. *L'intermediazione del risparmio, la struttura e il funzionamento dei mercati*

3.1 L'intermediazione mobiliare e la struttura dei mercati

Negli ultimi anni si è riscontrata un'intensa attività da parte delle maggiori borse, tendente a realizzare processi di integrazione dai quali sono nati nuovi soggetti dotati di una maggiore massa critica, in termini di capitalizzazione, in grado di operare in un contesto internazionale. Verso il consolidamento ha spinto anche l'esigenza di integrare piattaforme di negoziazione di prodotti diversi, quali ad esempio azioni, obbligazioni e strumenti derivati, nell'ambito del processo di innovazione finanziaria.

Al fine di garantire la competitività della piazza finanziaria italiana e il contenimento dei costi per gli investitori, è importante che i mercati regolamentati italiani possano essere in condizione di partecipare al processo di consolidamento in corso. Sotto questo aspetto, le norme, contenute nell'attuale versione del d.d.l. sul risparmio, che attribuiscono alla Consob funzioni di ammissione, esclusione e sospensione dalle negoziazioni per gli strumenti finanziari emessi dalla società di gestione di un mercato regolamentato, contribuiranno a superare gli attuali ostacoli normativi alla loro quotazione, favorendo il processo di consolidamento. Anche per le società di gestione dei mercati, la presenza e l'applicazione di efficaci regole di governo societario restano comunque un presidio rilevante per la gestione dei potenziali conflitti di interessi che possono derivare anche dalla loro composizione azionaria.

Il processo di integrazione ha anche riguardato, sia nel contesto internazionale che in quello italiano, i cosiddetti servizi *post-negoziazione* (*post trading*), che rivestono notevole importanza per la crescita di una piazza finanziaria. Un processo di liquidazione sicuro, efficiente e offerto a prezzi competitivi contribuisce, infatti, ad accrescere la liquidità dei mercati, ne garantisce l'integrità, agevola la diversificazione internazionale del portafoglio e riduce i rischi di contagio e di instabilità macro-sistemica.

I processi di integrazione descritti sollevano importanti, e spesso nuove, problematiche a livello regolamentare e di vigilanza. In primo luogo, è fondamentale che il consolidamento tra mercati non si traduca nella presenza di posizioni dominanti in determinati contesti o per determinati prodotti finanziari. In particolare, occorre che il risparmio di costo derivante dalle integrazioni si traduca in condizioni migliori per gli investitori, e quindi in mercati efficienti, trasparenti e competitivi. Questo obiettivo richiede l'esercizio di un'attività di vigilanza e di regolamentazione efficace, da parte delle Autorità di controllo sui mercati finanziari e, se necessario, di quelle sulla concorrenza.

Inoltre, con riferimento ai servizi di *post-negoziazione*, quando il processo d'integrazione verticale si accompagna alla "demutualizzazione" delle società di gestione cresce il rischio di condotte distorsive della concorrenza, attraverso l'applicazione di un'unica tariffa per i servizi di negoziazione (*trading*) e *post-trading* anche allo scopo di sussidiare in via incrociata le diverse attività del gruppo.

Il consolidamento delle piattaforme di negoziazione e delle strutture di *post-negoziazione* a livello europeo pone il problema dell'adeguatezza degli strumenti legislativi vigenti ad assicurare una vigilanza appropriata su detti soggetti in assenza di un'Autorità di vigilanza unica europea. Il sistema previsto dalle Direttive attuali, incentrate sul principio del paese di origine, potrebbe comportare che un'unica Autorità

nazionale di vigilanza sia la sola responsabile in Europa per la correttezza e trasparenza del mercato e per la stabilità stessa del mercato europeo, posto che la gestione dei servizi di *post*-negoziiazione comporta un possibile rischio sistemico.

Si tratta di un problema di cui si è parzialmente tenuto conto nella Direttiva MiFID, la quale prevede che le Autorità competenti dello Stato membro di origine e quelle dello Stato membro ospitante di un mercato regolamentato possano concludere accordi di collaborazione. Detti accordi sono, tuttavia, lasciati alla discrezionalità delle Autorità dei diversi Stati coinvolti.

Lo sviluppo dei mercati OTC e gli scambi organizzati

La crescente diversificazione degli scambi di strumenti finanziari su diverse piattaforme e sistemi di negoziazione porta a creare una definizione “integrata” di mercato, dato dall’insieme di borse, sistemi multilaterali di negoziazione (*multilateral trading facilities*, o MTF), e intermediari “internalizzatori” che eseguono ordini dei clienti negoziando per conto proprio in modo organizzato, frequente e sistematico.

In tale quadro, gli obiettivi della regolamentazione sono quelli di realizzare un piano di competizione armonizzato (*level playing field*) per assicurare la trasparenza e l’efficienza dei mercati e, in particolare, la liquidità e la qualità del processo di formazione dei prezzi.

Inoltre, assume un ruolo sempre più importante il controllo sul rispetto delle regole di condotta e sull’adeguatezza delle procedure adottate dagli intermediari, in quanto si accrescono le situazioni di conflitto di interessi, con potenziali ricadute non solo sui singoli clienti dell’intermediario, ma anche sul mercato nel suo complesso, considerato che gli internalizzatori possono avere, in determinate circostanze, un interesse a porre in essere sistemi di negoziazione meno efficienti e caratterizzati da differenziali tra prezzi di domanda e offerta (*bid-ask spread*) più ampi.

Con riferimento alla situazione italiana, gli scambi di strumenti finanziari al di fuori dei mercati regolamentati hanno finora riguardato in larghissima parte titoli non quotati sui mercati regolamentati, soprattutto a causa dell’obbligo di concentrazione nei mercati regolamentati degli scambi su strumenti finanziari quotati, tuttora vigente, destinato ad essere eliminato con il recepimento della Direttiva MiFID.

Un volume significativo di tali transazioni è avvenuto all’interno dei cosiddetti sistemi di scambi organizzati (SSO), disciplinati dall’art. 78 del Tuf e dalla normativa di attuazione emanata dalla Consob. In particolare, la disciplina nazionale attuale opera una distinzione tra sistemi “multilaterali”, caratterizzati dalla presenza di una molteplicità di operatori, e sistemi “bilaterali”, in cui un solo operatore espone le proprie proposte. Tutti i sistemi di scambi organizzati, a partire dal 2003, sono assoggettati a obblighi di trasparenza sui prodotti negoziati, sul volume delle transazioni e sui meccanismi di formazione dei prezzi.

Il confronto con il mutato contesto normativo europeo determinerà la necessità di adeguare la vigente disciplina nazionale, riconducendo i sistemi di scambi organizzati alle categorie previste dalla Direttiva MiFID (che regola separatamente da un lato i sistemi multilaterali gestiti da intermediari autorizzati o società di gestione del mercato e, dall’altro lato, gli intermediari internalizzatori) e preservando gli *standard* informativi e di trasparenza previsti nella normativa italiana.

Dai dati esaminati dalla Consob emerge la rilevanza quantitativa della negoziazione di strumenti finanziari su tali sistemi. Si tratta in prevalenza di obbligazioni bancarie (circa la metà di tipo “strutturato” nella definizione dei rendimenti e/o nelle clausole di rimborso) e titoli di Stato, ma si rileva anche una presenza significativa di obbligazioni emesse da società finanziarie. Circa il 60 per cento del totale delle obbligazioni emesse da gruppi italiani alla fine di giugno 2004 è stato infatti oggetto di negoziazione nei sistemi di scambi organizzati. Le transazioni su tali titoli non presentano generalmente un sufficiente livello di liquidità, tale da garantire un meccanismo di formazione dei prezzi efficiente e trasparente. Anche il grado di informativa societaria risulta spesso carente, in conseguenza del fatto che tali titoli non sono quotati o lo sono su mercati esteri caratterizzati da requisiti informativi poco stringenti.

Le caratteristiche dei titoli negoziati nei sistemi di scambi organizzati, prevalentemente strumenti finanziari diversi dalle azioni e comunque non quotati in Italia, pongono un'ulteriore importante questione regolamentare in quanto la Direttiva MiFID si applica, per quanto attiene alla trasparenza *pre* e *post*-negoziazione, ai soli strumenti finanziari di tipo azionario, quotati su mercati regolamentati. Ciò posto, essendo tuttavia consentito agli Stati membri di riferire tali norme anche a strumenti finanziari diversi dalle azioni, potrebbe risultare opportuno estendere le disposizioni sulla trasparenza *pre* e *post* negoziazione anche alle transazioni su titoli obbligazionari.

Con riferimento all'attività di vigilanza sulle negoziazioni avvenute nei singoli sistemi di scambi organizzati, la Consob ha riscontrato l'esistenza di criticità soprattutto nel caso di sistemi gestiti da soggetti diversi dagli intermediari abilitati allo svolgimento dei servizi di investimento, in considerazione della disciplina meno stringente applicabile a tali soggetti. La Consob ha finora esercitato i propri poteri di sospensione e divieto, previsti dall'art. 78 del Tuf, in cinque casi di sistemi gestiti da soggetti diversi dagli intermediari.

Una possibile soluzione potrebbe consistere nel prevedere, in linea con i contenuti della Direttiva MiFID e alla luce delle criticità emerse, che la possibilità di gestire sistemi multilaterali di negoziazione sia limitata ai soli intermediari abilitati e gestori dei mercati regolamentati.

3.2 L'integrità dei mercati

La Direttiva sugli abusi di mercato, della quale si attende il recepimento per il tramite della Legge comunitaria, rappresenta un importante passo avanti nella definizione di un sistema di regolamentazione adeguato all'evoluzione delle caratteristiche e delle fonti dell'informazione rilevante per il mercato.

L'attuazione della Direttiva comporterà rilevanti innovazioni rispetto al sistema vigente e potenzierà compiti e risorse della Consob. La normativa di recepimento prevede, infatti, in linea con quanto richiesto dal legislatore comunitario, un importante incremento dei poteri di indagine della Commissione ed introduce un sistema sanzionatorio amministrativo per fattispecie che, allo stato, sono perseguite soltanto in sede penale.

L'attribuzione alle Autorità di vigilanza in ambito europeo del potere di comminare sanzioni amministrative pone l'esigenza di rivedere la struttura organizzativa del procedimento sanzionatorio. In particolare, dette Autorità devono realizzare una stretta separazione fra “funzione istruttoria” e “funzione decisoria” (o giudicante).