

**RELAZIONE AL MINISTRO
DELL'ECONOMIA E
DELLE FINANZE**

La relazione che segue, riferita all'anno 2007, è stata predisposta dalla Commissione ai sensi dell'art. 1/1, comma 13, della legge 7 giugno 1974, n. 216, che prevede la trasmissione al Ministro dell'Economia e delle Finanze, entro il 31 marzo di ciascun anno, di una relazione sull'attività svolta dall'Istituto, sulle questioni in corso e sugli indirizzi e le linee programmatiche che intende seguire.

PAGINA BIANCA



***LE QUESTIONI IN CORSO
E LE LINEE DI INDIRIZZO***

PAGINA BIANCA

I – IL CONTESTO ECONOMICO E ISTITUZIONALE

Il 2007 è l'anno del consolidamento del quadro legislativo europeo dei mercati finanziari, attraverso la quasi completa trasposizione delle direttive negli ordinamenti nazionali degli Stati membri, ma anche l'anno dell'instabilità dei mercati. La crisi di liquidità dei mercati – pur originata dai problemi del segmento del mercato nord-americano relativo ai mutui *subprime* – sta propagandosi in maniera preoccupante e in dimensioni non prevedibili sul sistema finanziario mondiale.

L'insieme di questi fenomeni pone una rinnovata enfasi sulla capacità di intervento e cooperazione delle Istituzioni a livello sopranazionale e, nell'ambito di ciascun Paese, tra le diverse Autorità di vigilanza.

Si è ormai aperta una nuova stagione nella collaborazione tra le Autorità nazionali che vigilano a vario titolo sui mercati finanziari; collaborazione che risulta rafforzata anche dalle disposizioni della legge sul risparmio (n. 262 del 28 dicembre 2005).

Tale legge infatti prevede che le Autorità, oltre a non potersi reciprocamente opporre il segreto d'ufficio, procedano a individuare forme di coordinamento anche attraverso la stipulazione di protocolli d'intesa e l'istituzione di comitati di coordinamento (artt. 20 e 21).

Il 31 ottobre 2007 Consob e Banca d'Italia hanno esercitato la prevista potestà regolamentare congiunta attribuita loro dal decreto di recepimento della direttiva sui mercati di strumenti finanziari (MiFID⁽¹⁾), relativamente agli assetti organizzativi e procedurali degli intermediari. Nel febbraio 2008 le due Autorità hanno altresì adottato un regolamento congiunto nel quale sono state aggiornate e coordinate – sulla base delle rispettive competenze – le numerose disposizioni attinenti alla gestione accentrata, alla garanzia e alla liquidazione di strumenti finanziari.

Sempre il 31 ottobre Consob e Banca d'Italia hanno anche stipulato un protocollo d'intesa per il coordinamento dell'esercizio delle funzioni di vigilanza sugli intermediari, anche con riferimento allo scambio di informazioni sulle irregolarità rilevate e i provvedimenti assunti.

Una comunicazione congiunta e un protocollo d'intesa per coordinare l'esercizio delle funzioni di vigilanza sono in fase di adozione da parte della Consob e dell'Isvap, al termine della consultazione del mercato avviata il 28 dicembre 2007, per coordinare la disciplina dettata dal Codice delle Assicurazioni e dai regolamenti Isvap e quella recata dal Tuf e dai regolamenti Consob in tema di trasparenza dei contratti assicurativi a prevalente contenuto finanziario offerti al pubblico dei risparmiatori.

Nel marzo 2008 è stato sottoscritto un protocollo d'intesa tra Ministero dell'Economia, Banca d'Italia, Consob e Isvap, finalizzato alla costituzione presso il

Ministero di un Comitato per la Salvaguardia della Stabilità Finanziaria. Il Comitato ha il compito di promuovere, attraverso la collaborazione e lo scambio di informazioni, la stabilità finanziaria e la prevenzione e la gestione delle crisi finanziarie con potenziali effetti di natura sistemica, incluse quelle con ripercussioni rilevanti in altri Paesi.

Alla fusione tra il *London Stock Exchange* (Lse) e la Borsa Italiana perfezionata nell'ottobre 2007 ha fatto seguito il 14 dicembre 2007 la sottoscrizione da parte della Consob e della *Financial Services Authority* (Fsa) del Regno Unito di un memorandum d'intesa per la cooperazione in materia di vigilanza.

L'instabilità dei mercati ha confermato l'importanza fondamentale dell'intermediazione dei flussi di risparmio operata sia dai grandi investitori istituzionali internazionali sia dai principali gruppi bancari.

Per le banche italiane si tratta di un periodo particolarmente delicato che richiede impegno e investimento di risorse per l'adeguamento al nuovo quadro normativo frutto del recepimento della direttiva MiFID, per l'assunzione di comportamenti nuovi nei rapporti con la clientela, per resistere a una concorrenza accresciuta, e per certi aspetti preoccupante, anche dalla fusione della Borsa Italiana con il *London Stock Exchange* nonché per risolvere la crisi del risparmio gestito a favore di prodotti non sempre idonei a costituire la migliore opportunità di investimento per i risparmiatori.

In questo contesto, la Consob ha operato su una molteplicità di fronti:

- ha partecipato alle sedi di cooperazione internazionale e nazionale, laddove si realizzano gli equilibri generali dell'ordinamento legislativo e delle iniziative di regolamentazione e vigilanza, tra le quali da ultimo si segnalano quelle in materia di agenzie di *rating*, che hanno ricevuto rinnovato impulso dalla crisi *subprime*;
- ha emanato un imponente corpo di norme regolamentari attuative sia delle direttive europee sia delle norme introdotte dalla legge sul risparmio;
- ha proseguito la vigilanza continua sulla trasparenza degli emittenti di fronte a vicende societarie di grande complessità, quali Alitalia, Telecom ed Enel e di fronte all'accresciuta instabilità e volatilità del mercato;
- ha vigilato sul coinvolgimento degli operatori e dei risparmiatori italiani nella crisi *subprime*, con esiti che indicano un impatto della crisi sul mercato italiano dai contorni meno gravi rispetto ad altri Paesi;
- ha confermato l'importanza delle riforme normative adottate, in particolare in materia di abusi di mercato e di potestà sanzionatoria, portando a conclusione 227 procedimenti sanzionatori nel 2007 (circa il doppio dell'anno precedente, con sanzioni pecuniarie quasi quintuplicate in un anno, da 8 a 43,7 milioni di euro); tra questi si segnalano importanti procedimenti sanzionatori relativi al fenomeno – che sta caratterizzando il

mercato italiano – del collocamento di rilevanti volumi di strumenti derivati presso soggetti non finanziari, rilevato dalla Consob con un'indagine mirata sin dal 2004;

- ha affrontato nuove aree di vigilanza, tra le quali si segnalano per la loro importanza, la trasparenza dell'offerta dei prodotti finanziario-assicurativi (che ha riguardato 444 prospetti nel secondo semestre 2007), il governo societario nel modello dualistico e i controlli di qualità sulle società di revisione.

L'attività della Consob è stata ed è complessa e articolata e richiede sforzi imponenti per fronteggiare aree di mercato diverse, in continua evoluzione e dai profili operativi di giorno in giorno più complessi.

Il rinnovato impulso alla cooperazione internazionale nonché con le altre Autorità nazionali e gli organi di Governo, unitamente all'accresciuto rigore e alla maggiore dissuasività di un riformato impianto normativo e a una Consob potenziata nei poteri e nelle risorse, hanno consentito di affrontare un nuovo anno difficile, dopo la stagione dei crack societari e delle scalate bancarie, perseguendo sempre e con determinazione l'obiettivo della miglior tutela dei risparmiatori e del mercato nel suo complesso.

1. L'evoluzione del quadro normativo

1.1. Lo scenario europeo

Il recepimento delle direttive del Piano d'azione europeo per i servizi finanziari

Alla fine degli anni '90, l'Europa ha avviato un intenso processo di riflessione sugli assetti della disciplina sui mercati mobiliari, ormai inadeguata rispetto alle profonde trasformazioni indotte dall'introduzione dell'euro, dall'accelerazione dei programmi di privatizzazione e di correzione degli squilibri di finanza pubblica in diversi Stati membri e, in generale, dalla crescita della globalizzazione e integrazione dei mercati.

Il riassetto normativo descritto nel Piano d'Azione per i servizi finanziari pubblicato dalla Commissione Europea mirava alla rimozione delle barriere regolamentari allo sviluppo di un mercato unico dei servizi finanziari all'ingrosso, alla creazione di mercati accessibili e sicuri per gli investitori al dettaglio e al rafforzamento delle norme di vigilanza prudenziale.

L'attività di produzione normativa che ne è seguita è ormai giunta a compimento. Gli Stati membri dell'Unione stanno recependo nei propri ordinamenti nazionali il nuovo complesso di norme delineato in ambito comunitario.

L'Italia nel 2007, con il recepimento delle direttive sui mercati di strumenti finanziari (cosiddetta direttiva MiFID - Direttiva 2004/39/CE.), sulle offerte pubbliche di acquisto (Direttiva 2004/25/CE), sugli obblighi informativi degli emittenti (cosiddetta direttiva *Transparency* - Direttiva 2004/109/CE) e sul prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica

o l'ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari (Direttiva 2003/71/CE) ha sostanzialmente completato l'adeguamento al Piano d'Azione per i servizi finanziari⁽²⁾. Tassello ancora mancante è il recepimento dell'VIII direttiva sulla revisione contabile (Direttiva 2006/43/CE), che dovrà avvenire entro giugno 2008, sulla base di principi già introdotti dalla legge sul risparmio.

La Consob ha emanato i regolamenti di attuazione della MiFID di propria pertinenza nonché il regolamento congiunto con la Banca d'Italia nel novembre 2007. A partire dal secondo semestre del 2008, quando l'Istituto avrà predisposto nei tempi previsti dal legislatore la disciplina attuativa delle direttive recepite nel corso del 2007, il complesso della disciplina sui valori mobiliari sarà allineato agli standard europei.

Con il recepimento delle direttive del Piano d'azione e l'attuazione della legge sul risparmio si è determinato un cambiamento del quadro normativo domestico che interessa praticamente tutti i segmenti della disciplina dei valori mobiliari.

L'armonizzazione europea dei sistemi legislativi nazionali non annulla di per sé gli spazi per la competizione fra ordinamenti e fra Autorità di vigilanza nazionali, né assicura la piena eliminazione di opportunità di arbitraggi regolamentari per imprese ed emittenti.

Alcune direttive comunitarie dettano infatti una disciplina di armonizzazione minima (in particolare la direttiva Opa, la direttiva *Transparency* e quella sugli abusi di mercato) e lasciano agli Stati membri ampi margini di discrezionalità in fase di recepimento. Inoltre, all'armonizzazione normativa non ha ancora fatto seguito una piena armonizzazione delle prassi e degli standard di vigilanza da parte delle Autorità dei singoli Stati membri, in grado di assicurare un'effettiva convergenza delle modalità di applicazione della disciplina comunitaria e dei regimi sanzionatori, aspetto quest'ultimo oggetto di particolare attenzione anche da parte dei comitati europei che riuniscono i ministri finanziari⁽³⁾. Anche le direttive di armonizzazione massima, che prevedono una regolamentazione comunitaria di elevato dettaglio (cosiddetta disciplina di livello 2), devono essere supportate da chiarimenti e orientamenti (cosiddetto livello 3) ad opera delle Autorità nazionali.

La convergenza degli standard regolamentari e delle prassi di vigilanza è promossa attraverso gli orientamenti e le linee di indirizzo dettate dal *Committee of European Securities Regulators - Cesr*, che tuttavia non sono giuridicamente vincolanti per gli Stati membri. Rimangono comunque spazi di autonomia per le singole Autorità nazionali nelle aree in cui il Cesr non emana principi di livello 3 o su temi per i quali persistono incertezze applicative e per i quali le posizioni del Cesr, spesso a causa della difficoltà di raggiungere un consenso unanime, non riescono a essere "categoriche".

Indagini del Cesr mettono in evidenza la persistenza di diversità nelle prassi di vigilanza, in particolare nell'attività di controllo sui prospetti informativi⁽⁴⁾ e nell'*enforcement* degli abusi di mercato⁽⁵⁾. Analoghi problemi rilevati nel settore dei fondi comuni di investimento hanno indotto il Cesr a costituire all'inizio del 2007, nell'ambito

del Gruppo di esperti sul risparmio gestito, una *Task Force* Operativa con l'obiettivo di favorire il *mutual understanding* tra le autorità di vigilanza e lo sviluppo di prassi di vigilanza comuni. Il Cesr intende seguire un approccio analogo anche per alcuni aspetti della disciplina dettata dalla MiFID.

In un contesto europeo caratterizzato dal persistere di disomogeneità, l'approccio della Consob – come peraltro delle omologhe Autorità europee – all'attività regolamentare e di *enforcement* tiene conto dell'esigenza di non incidere negativamente sulla posizione competitiva del sistema finanziario italiano.

Questa attività richiede un intenso confronto con le Autorità degli altri Stati membri nelle sedi internazionali competenti. La Consob dovrà fare leva sulle proprie esperienze di vigilanza e sull'analisi dei problemi applicativi della disciplina comunitaria riscontrati in ambito domestico per orientare il dibattito e sollecitare l'adozione di soluzioni e standard che non creino condizioni di svantaggio per intermediari ed emittenti domestici.

La cooperazione internazionale e il ruolo dei Comitati di livello 3

Consapevole dell'esigenza di accelerare la convergenza operativa dei sistemi nazionali, la Commissione Europea ha costituito nel 2007 l'*Interinstitutional Monitoring Group* per la revisione dell'efficacia del sistema Lamfalussy ad assicurare un grado adeguato di regolamentazione dei mercati europei e di collaborazione tra le autorità di vigilanza. L'*Interinstitutional Monitoring Group* ha rassegnato le proprie conclusioni e formulato proposte che sono state oggetto di dibattito sia nelle sedi istituzionali europee sia nei Comitati di livello 3.

L'argomento è stato affrontato anche dal Consiglio Ecofin, che riunisce i Ministri delle finanze dei paesi membri dell'Unione Europea, che ha formulato ufficialmente le proprie conclusioni il 7 dicembre 2007. Il Consiglio non ha ritenuto opportuno procedere a una revisione totale del sistema della vigilanza sui mercati finanziari europei, valutando sufficiente un rafforzamento dei Comitati di livello 3 (ossia Cesr⁽⁶⁾, Cebes⁽⁷⁾ e Ceiops⁽⁸⁾). Le raccomandazioni dell'Ecofin sono attualmente all'esame dei Comitati.

Secondo le raccomandazioni dell'Ecofin, rilevanti sia per la legislazione comunitaria (Livelli 1 e 2) sia per l'attività dei Comitati (livello 3), le nuove direttive dovrebbero limitare le opzioni permesse agli Stati membri in fase di recepimento, prevedendo forme di armonizzazione massima. La Commissione Europea e i Comitati di livello 3, inoltre, dovrebbero adoperarsi per eliminare le differenze esistenti a livello nazionale in materia di poteri delle autorità di vigilanza e di regimi sanzionatori. Ulteriori raccomandazioni prevedono: la presentazione, da parte della Commissione Europea entro aprile 2008, di proposte per rafforzare le modalità operative dei Comitati senza, tuttavia, modificarne l'attuale assetto o ridurre la responsabilità delle autorità di vigilanza nazionali; la valutazione, da parte dei Ministri, delle modalità per introdurre per via legislativa un "mandato europeo" per le autorità di vigilanza; la formulazione, da parte dei Comitati, di

proposte per migliorare l'adesione agli *standards* di livello 3 senza trasformarli in norme vincolanti, nonché la valutazione dell'opportunità di introdurre forme di voto a maggioranza. La Commissione Europea, infine, è stata invitata a valutare l'opportunità di finanziare alcune attività dei Comitati di interesse per l'intera Unione.

Su questi temi la Consob aveva già espresso la propria posizione, in occasione della elaborazione del documento che il Cesr ha inviato all'Ecofin. La Consob ha auspicato l'introduzione nel Cesr di un sistema di voto a maggioranza secondo le ponderazioni previste dal Trattato per agevolare l'approvazione delle misure di livello 3; ha sottolineato l'opportunità di valutare se taluni standard del Cesr (specificamente indicati in direttive comunitarie) debbano essere vincolanti per i paesi membri; ha rilevato che un mandato europeo alla convergenza per le autorità può essere considerato utile solo se è lo stesso per tutte le autorità interessate ed è regolato da norme comunitarie (Consob e Banca d'Italia sono già tenute a operare secondo gli indirizzi del legislatore comunitario recepiti nel Tuf). Si ritiene essenziale, inoltre, una armonizzazione delle sanzioni a livello europeo, in particolare nel settore degli abusi di mercato.

Anche il tema della cooperazione europea e internazionale ha avuto un forte impulso, sollecitato dagli effetti della crisi dei *subprime*.

Le diverse organizzazioni internazionali (Iosco⁽⁹⁾, Comitato di Basilea, Iais⁽¹⁰⁾ e *Joint Forum*), nell'ambito del coordinamento globale assicurato dal *Financial Stability Forum*, hanno costituito gruppi *ad hoc* per lo studio della crisi e l'individuazione di possibili interventi, anche di natura regolamentare, tesi a evitare il ripetersi di situazioni simili. L'Iosco ha istituito una *Task Force* dei Presidenti (*Task Force on recent market events*) che rassegherà un rapporto entro maggio 2008. Il Cesr, invece, concentrerà per il momento l'attività sul mandato ricevuto dalla Commissione Europea in materia di agenzie di *rating*.

La crisi dei mutui *subprime* ha dimostrato, inoltre, l'importanza di assicurare un'adeguata e tempestiva cooperazione da parte di tutti i soggetti responsabili della stabilità del sistema finanziario. L'Ecofin ha infatti raccomandato alle autorità di vigilanza un maggiore coordinamento e forme di cooperazione che riguardino anche la prevenzione dell'insorgere di possibili crisi.

Già nel 2005 i Ministri delle finanze dell'Unione e i responsabili delle Banche Centrali avevano stipulato un accordo-quadro per la cooperazione in occasione di crisi finanziarie transnazionali. A livello nazionale, in linea con quanto previsto dall'accordo-quadro, la cooperazione viene assicurata da accordi *ad hoc* tra le autorità competenti. L'accordo del 2005 è stato sottoposto ad aggiornamento nell'anno in corso per includere tra i firmatari anche le Autorità responsabili per la vigilanza sui mercati di valori mobiliari e sulle assicurazioni. Sono, inoltre, state previste linee-guida per la gestione di crisi con impatto sistemico⁽¹¹⁾.

Il Presidente del Cesr ha recentemente sottoposto il nuovo testo dell'accordo ai membri. La procedura scritta per l'approvazione dell'accordo si è completata nel marzo 2008.

Il dibattito sulla regolamentazione delle agenzie di rating

La crisi dei mutui *subprime* ha riportato all'attenzione dei regolatori il tema delle agenzie di *rating*, alle quali è stato contestato, come già accaduto in passato, mancanza di tempestività nella revisione dei giudizi e di trasparenza dei modelli di valutazione impiegati e degli eventuali cambiamenti apportati. Si è inoltre paventato il rischio che le agenzie non siano completamente indipendenti e imparziali nei propri giudizi, soprattutto nel caso dei prodotti di finanza strutturata legati a operazioni di cartolarizzazione di crediti, poiché in tali casi il rilascio di un *rating* molto elevato è condizione indispensabile per procedere al collocamento, ossia per rendere possibili operazioni dalle quali le agenzie stesse traggono commissioni che ormai rappresentano più della metà dei loro ricavi.

Le agenzie di *rating* hanno messo in atto alcune iniziative volte a migliorare la comprensione da parte degli investitori del significato dei giudizi rilasciati e dei criteri di valutazione impiegati, ma la crisi ha mostrato come vi sia ancora un certo livello di incertezza e di confusione.

In ambito internazionale sta maturando la consapevolezza che le forme di autoregolamentazione introdotte a partire dal 2004 – Codice di autodisciplina emanato dalla Iosco – non abbiano avuto un esito soddisfacente e non siano pienamente adeguate a mitigare i problemi emersi. È sempre più condivisa la convinzione che sia necessario individuare strumenti più appropriati, eventualmente anche di natura regolamentare, per rafforzare la qualità dei giudizi di *rating*.

Una regolamentazione pubblica delle agenzie di *rating* è già presente nella disciplina sui requisiti patrimoniali delle banche prevista da Basilea II. Tale disciplina contiene disposizioni relative al riconoscimento delle agenzie di *rating* finalizzato a consentire alle banche l'utilizzo dei relativi giudizi nel calcolo dei requisiti patrimoniali a fronte del rischio di credito. Ai fini del riconoscimento rilevano, oltre ai profili di reputazione delle agenzie sul mercato, la valutazione dell'oggettività e trasparenza delle metodologie adottate, dell'indipendenza e delle procedure di verifica periodica dei *rating* emessi.

Il Cesr sta lavorando per rispondere alla richiesta della Commissione Europea, del settembre 2007, di valutare, nell'ambito di un rapporto annuale⁽¹²⁾, l'esistenza di eventuali responsabilità o criticità relative al settore delle agenzie di *rating*, con particolare riguardo ai prodotti di finanza strutturata. La Commissione Europea ha inoltre richiesto di verificare se sia ancora preferibile la scelta di privilegiare un approccio basato sull'autoregolamentazione rispetto all'adozione di forme di regolamentazione pubblica delle agenzie di *rating*.

Il Cesr ha approfondito, in un documento posto in consultazione pubblica nel febbraio 2008, i principali problemi del *rating* per prodotti di finanza strutturata, che riguardano: potenziali conflitti di interessi, derivanti dalla forte interazione che si instaura fra le agenzie di *rating* e gli altri partecipanti alle operazioni di cartolarizzazione; struttura di remunerazione delle agenzie; trasparenza delle metodologie impiegate; adeguatezza delle risorse assegnate all'elaborazione e monitoraggio dei *rating*; frequenza del monitoraggio sui *rating* e tempestività delle relative "*rating actions*", con particolare riferimento agli eventi collegati alla crisi dei mutui *subprime*; analisi dei cambiamenti recentemente apportati ai propri Codici di condotta dalle quattro agenzie di *rating* internazionali⁽¹³⁾.

Nel documento in consultazione il Cesr ha preso in considerazione 2 scenari regolamentari: il primo prevede il mantenimento dell'attuale regime di autoregolamentazione, con eventuali integrazioni; il secondo prevede l'introduzione di un regime regolamentare all'interno dell'Unione Europea, lasciando aperte varie opzioni⁽¹⁴⁾.

Sulla base degli esiti della consultazione, il Cesr valuterà l'opportunità di raccomandare l'introduzione di una specifica disciplina, ovvero di rimanere, in un'ottica di *moral suasion*, nei confini dell'autoregolamentazione.

Con riferimento ai lavori in ambito Iosco, nel documento della *Task Force* sulla crisi *subprime*, previsto per maggio 2008, si analizzeranno i temi del comportamento e organizzazione delle agenzie di *rating* nella crisi e si indicheranno modifiche al Codice di condotta Iosco.

1.2. Le misure di attuazione della MiFID

Nel 2007 è stato completato il processo di recepimento della direttiva MiFID e delle misure di livello 2⁽¹⁵⁾.

L'intervento regolamentare della Consob si è dunque rigorosamente mosso all'interno del rigido tracciato delineato dal legislatore comunitario, nel rispetto del divieto di introduzione di obblighi aggiuntivi (cosiddetto *gold plating*).

L'adozione delle previsioni regolamentari è stata preceduta da un processo di consultazione che ha visto un'ampia partecipazione dei vari soggetti interessati. Tale partecipazione ha permesso un'approfondita analisi delle diverse esigenze di investitori e operatori del mercato. Inoltre, al fine di fornire un tempestivo riscontro alle esigenze di chiarimento sulle modalità applicative della nuova disciplina, la Commissione ha fornito alcuni primi chiarimenti e indicazioni interpretative.

La disciplina degli intermediari

Il nuovo Regolamento Intermediari della Consob recepisce il principio generale della direttiva secondo cui, nella prestazione dei servizi di investimento, gli intermediari devono

agire sempre in modo da servire al meglio gli interessi dei clienti. Tale principio si sviluppa in un *corpus* di disposizioni connotate da un grado di dettaglio talvolta superiore a quello della previgente normativa.

L'innovazione fondamentale è rappresentata dall'introduzione di una distinzione fra servizi di investimento "a valore aggiunto" – consulenza e gestione di portafogli – e servizi "esecutivi" – collocamento, negoziazione in conto proprio, esecuzione di ordini, ricezione e trasmissione di ordini. Per i servizi a valore aggiunto è previsto un sistema di tutele – che si estende anche ai clienti professionali – molto più puntuale e articolato rispetto ai servizi esecutivi.

L'impianto strategico della nuova regolamentazione implica dunque un effettivo innalzamento del grado di protezione degli investitori, soprattutto nei casi in cui la consulenza diventa il punto nodale del rapporto intermediario-cliente e se da questa originano poi servizi esecutivi.

Altro elemento di novità è rappresentato da un sistema di classificazione della clientela più articolato e da una più accentuata graduazione degli obblighi degli intermediari in funzione della tipologia di clientela. I clienti sono classificati in tre categorie: le controparti qualificate, i clienti professionali e i clienti al dettaglio (definiti in via "residuale")⁽¹⁶⁾.

Per i servizi di investimento a valore aggiunto prestati a clienti al dettaglio è previsto un sistema di tutele molto articolato, incentrato sull'obbligo da parte degli intermediari di acquisire una serie di informazioni per valutare l'"adeguatezza" delle operazioni proposte o consigliate rispetto al profilo dell'investitore; per i servizi esecutivi è possibile invece tenere conto di un *set* di informazioni più limitato per stabilire la compatibilità fra le caratteristiche del cliente e il tipo di operazione (si parla di semplice "appropriatezza"). Tale disciplina vale, in misura sia pure molto limitata, anche per i servizi prestati a clienti professionali⁽¹⁷⁾. Nella prestazione di servizi di negoziazione a controparti qualificate è prevista una totale disapplicazione delle principali regole di condotta.

Ulteriore importante novità è connessa al ruolo centrale assegnato al servizio di consulenza, che nella disciplina previgente era considerato un mero servizio accessorio. Non sarà più possibile prestare un'attività di consulenza qualificabile come "incidentale", ossia incorporata in altri servizi di investimento. Tutti gli intermediari che consigliano ai clienti di sottoscrivere o di negoziare specifici strumenti finanziari devono essere autorizzati alla prestazione del servizio di consulenza e rispettare la disciplina sull'adeguatezza prevista per tale servizio.

In linea con le raccomandazioni del Cesr⁽¹⁸⁾, la Commissione ha fornito chiarimenti sulle modalità operative nelle quali può articolarsi la consulenza, definendo le condizioni che determinano l'applicazione della regola di adeguatezza, con particolare riferimento a tre aspetti: l'ampiezza dell'insieme dei prodotti oggetto del servizio; la periodicità

dell'attività; l'associazione ai servizi di collocamento o di ricezione e trasmissione ordini⁽¹⁹⁾.

Impatto di rilievo per l'industria deriverà all'adozione del nuovo sistema di classificazione della clientela, che sottoporrà gli intermediari a un notevole sforzo di revisione delle procedure. È verosimile che tale impegno sia maggiore per la clientela rappresentata da imprese, poiché molti soggetti classificati nel vecchio regime come "operatori qualificati" potrebbero non avere i requisiti dimensionali previsti dalla MiFID per essere considerati "clienti professionali di diritto"⁽²⁰⁾. La corretta riclassificazione di un elevato numero di imprese (e persone fisiche) come clienti al dettaglio potrà contribuire a prevenire comportamenti scorretti o elusivi della disciplina sulle regole di condotta, aumentando al contempo la platea di soggetti che potranno beneficiare e/o richiedere il più incisivo livello di tutela previsto dalla MiFID.

In linea con gli orientamenti di livello 3 dettati dal Cesr, la Consob ha fornito chiarimenti sulle condizioni che giustificano la percezione di incentivi ricevuti da terzi (cosiddetti *inducements*) con riferimento a due fattispecie di particolare rilievo per il mercato italiano: la retrocessione di commissioni dalla "società-prodotto" (ad esempio, l'Sgr che emette quote di Oicr) all'intermediario distributore (in particolare nell'esercizio del servizio di collocamento)⁽²¹⁾; la retrocessione di commissioni dalla società di gestione degli Oicr oggetto di investimento (*Oicr-target*) al gestore di portafogli (di solito gestioni patrimoniali di fondi) che opera per conto dei propri clienti (e che in talune circostanze trasferisce a sua volta le commissioni all'intermediario distributore)⁽²²⁾.

La retrocessione di commissioni dalla società-prodotto al distributore può considerarsi volta ad aumentare il servizio se al collocamento viene associato il servizio di consulenza, ovvero quando la retrocessione consente al cliente di avere accesso a un insieme ampio di prodotti o a forme di assistenza soprattutto in fase "post-vendita"⁽²³⁾. Difficile, invece, sostenere che la retrocessione di commissioni accresce la qualità del servizio quando il trasferimento avviene dalla società di gestione degli *Oicr-target* al gestore di portafogli, stante anche la natura di servizio a elevato valore aggiunto della gestione individuale.

La Consob ha anche definito con la Banca d'Italia la disciplina regolamentare relativa agli assetti organizzativi e procedurali degli intermediari, assegnata alla competenza congiunta delle due autorità⁽²⁴⁾, e ha stipulato con la Banca d'Italia il protocollo d'intesa che, ai sensi delle disposizioni del Tuf⁽²⁵⁾, contiene norme di coordinamento dell'esercizio delle funzioni di vigilanza anche con riferimento allo scambio di informazioni circa le irregolarità rilevate e i provvedimenti assunti.

Il Regolamento congiunto Banca d'Italia - Consob e il Protocollo di intesa tengono conto sia delle disposizioni relative alle citate materie della MiFID sia delle norme di natura organizzativa delle direttive in materia di adeguatezza patrimoniale delle banche e delle imprese di investimento⁽²⁶⁾.

La disciplina risulta ispirata al principio generale dell'unitarietà del sistema organizzativo per le diverse finalità e al principio della proporzionalità, in base al quale i destinatari applicano le disposizioni del Regolamento in maniera proporzionata alla natura, alla dimensione e alla complessità dell'attività svolta nonché alla tipologia e alla gamma dei servizi prestati.

Nell'ambito del generale sistema organizzativo, particolare rilevanza assumono le regole interne e i meccanismi operativi adottati dall'intermediario al fine di realizzare condotte corrette e trasparenti. In tale contesto, la funzione di controllo di conformità (*compliance*) assume una importanza centrale al fine del monitoraggio delle regole e dei processi aziendali adottati.

Ulteriore presidio per la correttezza dei comportamenti è costituito dalle disposizioni in materia di conflitti di interesse potenzialmente pregiudizievoli per i clienti. Viene prescritto che gli intermediari definiscano una politica di gestione dei conflitti di interesse volta a individuare le situazioni di conflitto e le misure per gestirli. Si richiede l'istituzione di un apposito registro nel quale siano annotate le situazioni nelle quali sia sorto o possa sorgere un conflitto di interesse potenzialmente lesivo in modo grave degli interessi dei clienti.

La disciplina dei mercati

La MiFID innova profondamente anche la disciplina dei mercati, abolendo la regola della concentrazione degli scambi sui mercati regolamentati e creando le condizioni per il libero operare della concorrenza tra molteplici piattaforme di negoziazione. Oltre ai mercati regolamentati vengono, infatti, disciplinati i sistemi multilaterali di negoziazione (*multilateral trading facilities* o Mtf), la cui gestione è ora ricompresa tra i servizi di investimento, e le imprese di investimento che operano in qualità di internalizzatori sistematici di ordini.

Gli obiettivi di efficienza dei mercati e tutela degli investitori poggiano su un regime articolato di trasparenza *pre* e *post*-negoziazione, *best execution* e gestione degli ordini dei clienti. La materia della trasparenza *pre* e *post*-negoziazione, in particolare, è stata disegnata con riferimento a un concetto integrato di mercato (dato dall'insieme di borse, Mtf e internalizzatori), seguendo un approccio funzionale. Le regole di armonizzazione (massima) dettate dalla MiFID sono tuttavia limitate agli strumenti azionari.

La MiFID detta requisiti di trasparenza pre-negoziazione uniformi per mercati regolamentati e Mtf, stabilendo l'obbligo di pubblicare un insieme di informazioni individuate in dettaglio dalla disciplina di livello 2. Gli internalizzatori sistematici sono tenuti invece a pubblicare quotazioni irrevocabili solo per le azioni ammesse a negoziazione nei mercati regolamentati e per le quali esista un mercato liquido e per quantitativi sino alla dimensione standard del mercato (cosiddetta *standard market size*). Tali quotazioni devono essere aggiornate su base regolare e continua durante il normale

orario di contrattazione e pubblicate in modo da risultare facilmente accessibili ad altri partecipanti al mercato a condizioni commerciali ragionevoli. A tal fine, i mercati possono consentire agli internalizzatori l'accesso ai propri sistemi, a condizioni commerciali ragionevoli, per esporre e aggiornare le quotazioni⁽²⁷⁾.

Per ciò che riguarda la trasparenza post-negoziazione, la MiFID prevede che, per le sole azioni ammesse a negoziazione in un mercato regolamentato, i mercati regolamentati, gli Mtf e le imprese di investimento (non solo quindi gli internalizzatori) pubblichino una serie di informazioni, per quanto possibile in tempo reale, a condizioni commerciali ragionevoli e in modo che siano facilmente accessibili agli altri partecipanti al mercato.

Il legislatore comunitario riconosce agli Stati membri l'opzione di estendere tale disciplina anche a strumenti finanziari diversi dalle azioni. Il legislatore italiano ha scelto di lasciare l'esercizio di tale facoltà alla Consob, la quale ha ritenuto opportuno introdurre alcune disposizioni in materia, considerando sia che alcune informazioni sugli scambi di titoli obbligazionari erano già disponibili prima del recepimento della MiFID, in virtù degli obblighi informativi posti in capo ai sistemi di scambi organizzati (Sso), sia il fenomeno della larga diffusione delle obbligazioni fra i clienti non professionali.

Le norme di trasparenza introdotte dalla Consob per gli strumenti non azionari si applicano a tutte le sedi di negoziazione disciplinate dalla MiFID, ma lasciano agli operatori la facoltà di individuare e applicare il regime più adeguato, tenendo conto di fattori quali le caratteristiche strutturali del mercato, il tipo di strumento finanziario negoziato, le dimensioni delle operazioni e il tipo di operatori, con particolare riguardo alla quota degli investitori al dettaglio. I requisiti di trasparenza post-negoziazione riguardano, invece, tutti i soggetti abilitati che concludono operazioni al di fuori di un mercato regolamentato, un Mtf o un internalizzatore sistematico, ma solo per gli strumenti ammessi a negoziazione nei mercati regolamentati italiani.

Un adeguato regime di trasparenza non è tuttavia sufficiente a neutralizzare i potenziali rischi derivanti da una forte liberalizzazione nell'offerta dei servizi di gestione di sistemi di scambio, se non si assicura il consolidamento delle informazioni. Prevedere la confluenza e compatibilità delle informazioni è requisito essenziale per garantire la qualità nel processo di *price discovery*, la parità di accesso agli investitori e un'efficace attuazione della nuova disciplina sulla *best execution*.

Il legislatore comunitario ha raccomandato agli Stati membri di eliminare gli ostacoli che possono impedire il consolidamento delle informazioni a livello europeo, lasciando tuttavia ai meccanismi di mercato l'offerta di tale tipologia di servizio. Il Cesr ha dettato linee-guida sulla qualità dei dati, le modalità e gli standard di pubblicazione⁽²⁸⁾.

Il legislatore italiano ha attribuito alla Consob la facoltà di adottare misure volte a eliminare gli ostacoli al consolidamento delle informazioni e alla relativa pubblicazione. Il nuovo Regolamento Mercati stabilisce che le informazioni pre e post-negoziazione devono