

normativa sempre più centralizzata e di elevata armonizzazione ignori le peculiarità strutturali del nostro mercato finanziario. È indispensabile, dunque, contribuire in maniera attiva e incisiva al processo normativo e regolamentare europeo, anche mediante il potenziamento della presenza nella nuova Autorità europea di settore (ossia l'Esma) con personale di adeguato livello professionale, in grado di aggregare il consenso e di orientare i negoziati su posizioni che riflettono i rischi e le specificità del sistema finanziario domestico.

2 L'evoluzione del quadro normativo europeo

Alla riforma degli assetti istituzionali della vigilanza si sta accompagnando un intenso processo di revisione e integrazione della disciplina comunitaria in materia di valori mobiliari. Sono emersi con forza, infatti, l'incompletezza del processo di armonizzazione delineato nel *Financial Services Action Plan* (Fsap) e i limiti dell'approccio alla produzione normativa basato sul cosiddetto sistema Lamfalussy. Sebbene recenti iniziative della Commissione Europea abbiano colmato importanti vuoti normativi relativamente alle agenzie di rating e agli *hedge fund*, per alcuni fenomeni persiste l'assenza di una disciplina armonizzata a livello europeo. Nelle aree dove è stato raggiunto un livello di armonizzazione più elevato sono rimaste frammentazioni dovute a diversità nazionali nelle modalità interpretative della disciplina, nelle prassi di vigilanza e nei regimi sanzionatori, frutto di compromessi raggiunti in esito a negoziati difficili e non equilibrati.

Le diversità nelle modalità applicative e interpretative della disciplina comunitaria e le criticità che ne derivano per l'attività di supervisione – unitamente all'evoluzione dell'operatività dei mercati e degli intermediari – stanno dunque sollecitando un processo di revisione di alcune direttive alla base del Fsap.

Le modifiche al quadro normativo avranno in prospettiva un impatto rilevante sull'attività istituzionale, incidendo su diverse aree che vanno dalla sollecitazione, alla prestazione di servizi di investimento, allo scambio sui mercati secondari di strumenti azionari e di prodotti e strumenti finanziari non rappresentativi di capitale di rischio (prodotti *non equity*).

2.1 Gli strumenti non rappresentativi di capitale di rischio (*non equity*)

Nel caso dei cosiddetti prodotti *non equity* – ossia fondi comuni di investimento, polizze di assicurazione a contenuto finanziario e obbligazioni – si profilano modifiche alla disciplina comunitaria tese a pervenire a un maggiore grado di convergenza delle normative di settore, attualmente abbastanza eterogenee. La vigente normativa comunitaria sui prodotti *non*

equity è, infatti, ampia e articolata e prevede disposizioni in materia di obblighi informativi, regole di condotta, incentivi e conflitti di interessi contenute nelle direttive relative, rispettivamente, ai settori dei valori mobiliari, delle assicurazioni e dei fondi comuni nonché previsioni legislative orizzontali su canali di vendita o pratiche commerciali particolari¹¹.

Tale quadro normativo manca di coerenza, in quanto prevede obblighi di informazione e regole di condotta non omogenei per prodotti sostanzialmente analoghi sotto il profilo finanziario, benché commercializzati con "vesti giuridiche" e attraverso canali distributivi differenti, e detta standard di *disclosure* basati su un'illustrazione "narrativa" del profilo di rischio-rendimento. Tale standard spesso si rivela inadeguato nel consentire agli investitori *retail* di valutare la coerenza di un determinato prodotto rispetto ai propri obiettivi di investimento e di pervenire a un fondato giudizio sulla convenienza dell'investimento rispetto a operazioni in prodotti simili¹².

In considerazione della centralità che la disciplina comunitaria assegna all'Autorità del paese di origine nelle operazioni di sollecitazione in ambito transfrontaliero (in particolare per i prodotti del risparmio gestito e per le obbligazioni), ulteriori criticità nascono dalla presenza di standard di vigilanza non sempre omogenei fra le diverse Autorità.

Le citate disomogeneità nei regimi normativi e nelle modalità di applicazione della disciplina comunitaria creano opportunità di arbitraggi regolamentari che vanno a detrimento della tutela degli investitori al dettaglio e dello sviluppo equilibrato del mercato dei capitali.

Questi temi sono all'attenzione della Commissione Europea, che ha avviato, con riferimento ai cosiddetti prodotti "preassemblati" (*Packaged retail investment products* – *Prips*) destinati agli investitori *retail*, una riflessione approfondita¹³. In particolare, la Commissione Europea delinea un

¹¹ Direttiva 2004/39/CE relativa ai mercati degli strumenti finanziari, Direttiva 2003/71/CE relativa al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari; Direttiva 2002/83/CE relativa all'assicurazione sulla vita e Direttiva 2002/92/CE sull'intermediazione assicurativa; Direttiva 1985/611/CE concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative in materia di taluni Oicvm, come modificata, tra le altre, dalla 2001/107/CE in materia di taluni OICVM al fine di regolamentare le società di gestione e i prospetti semplificati e dalla 2001/108/CE in materia di investimenti degli Oicvm (benché sia stata formalmente abrogata con il recepimento della Direttiva 2009/65/CE, cosiddetta Direttiva Ucits IV, tale disciplina sugli Oicvm rimarrà in vigore fino al recepimento della citata Direttiva, che dovrà avvenire entro il 30 giugno 2011, nel nostro ordinamento e in quello degli altri Stati membri); Direttiva 2002/65/CE sulla vendita a distanza di servizi finanziari.

¹² Ad esempio, alcuni prodotti assicurativi del ramo III (polizze *unit linked*) presentano un profilo finanziario analogo a quello dei prodotti tradizionali del risparmio gestito (fondi comuni e Sicav), mentre altri (polizze *index linked*) sono assimilabili per talune caratteristiche alle obbligazioni bancarie strutturate; i prodotti assicurativi del ramo V (polizze a capitalizzazione) si connotano per analogie con le obbligazioni ordinarie; *covered warrant* e *certificates* hanno elementi di strutturazione comuni alle polizze, alle obbligazioni strutturate e ad alcune tipologie di prodotti del risparmio gestito.

¹³ Comunicazione relativa ai prodotti di investimento al dettaglio preassemblati del 30 aprile 2009. La Comunicazione si riferisce tuttavia a un sottoinsieme dei prodotti *non equity*, ossia ai fondi comuni di investimento, polizze di assicurazione a contenuto finanziario (*unit-* e *index-linked*), titoli strutturati e

progetto di armonizzazione della disciplina sulla *disclosure* di sintesi e le regole di vendita applicabili ai prodotti del risparmio gestito tradizionali (Ucits) e assicurativi (*index* e *unit linked*) e ai prodotti strutturati¹⁴.

La disciplina "settoriale" dei prodotti *non equity* è comunque in una fase di profonda evoluzione.

Per ciò che riguarda, ad esempio, i profili di *disclosure* per i prodotti del risparmio gestito tradizionali (fondi comuni armonizzati), alcuni mutamenti significativi sono in corso di adozione a seguito della definitiva approvazione della cosiddetta Direttiva Ucits IV, che innova profondamente la disciplina dei fondi armonizzati introdotta dalla Direttiva 85/611/CEE (Direttiva Ucits)¹⁵. La revisione della Direttiva Ucits riflette la presa d'atto dell'inadeguatezza del "prospetto semplificato" a garantire un'informazione sintetica, esaustiva e comprensibile sulle caratteristiche dei fondi e provvede a sostituire tale prospetto con un documento contenente le "informazioni chiave per gli investitori" (*Key Investor Information – Kii*). Tale documento dovrà essere redatto in modo chiaro e comprensibile e dovrà fornire agli investitori le informazioni essenziali per assumere decisioni di investimento consapevoli¹⁶.

La disciplina di dettaglio che darà attuazione a tali disposizioni sarà oggetto di misure cosiddette di livello 2, che la Commissione Europea dovrà emanare sulla base della procedura Lamfalussy, e sulle quali il Cesr ha espresso nell'ottobre 2009 il proprio parere tecnico finale.

depositi a termine strutturati. Rispetto all'insieme dei prodotti *non equity* rimarrebbero escluse sostanzialmente le obbligazioni *plain vanilla*.

¹⁴ Nella ricostruzione del Cesr, i Prips potrebbero intendersi sostanzialmente come prodotti che danno un'esposizione ad altri *assets* finanziari che può essere diretta (come nel caso ad esempio dei prodotti del risparmio gestito) o indiretta (attraverso meccanismi di indicizzazione, ad esempio, come nel caso dei prodotti strutturati). Confronta *Cesr's Report on Packaged Retail Investment Products*, novembre 2009 (Cesr/09-814).

¹⁵ Direttiva 2009/65/CE concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative in materia di taluni organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (Oicvm). Tale Direttiva è stata formalmente approvata il 13 luglio 2009 ed è entrata in vigore il 7 dicembre 2009. La scadenza per il recepimento da parte degli Stati membri è fissata entro il 30 giugno 2011. Oltre al tema della sostituzione del prospetto semplificato con un documento di sintesi a consegna obbligatoria più facilmente utilizzabile dall'investitore *retail*, di cui si dirà più avanti nel testo, tra le novità più significative si rilevano: i) l'introduzione del passaporto delle società di gestione; ii) l'introduzione della possibilità di costituire strutture *master/feeder*; iii) la semplificazione e il miglioramento della procedura di notifica dei fondi; iv) la disciplina delle operazioni di fusione tra fondi; v) il rafforzamento delle regole di cooperazione tra Autorità di vigilanza. La direttiva dovrà essere accompagnata da una serie di misure di livello 2 da emanarsi entro il 1° luglio 2010. Per la definizione di tali misure la Commissione Europea, nel mese di febbraio 2009, ha richiesto l'assistenza tecnica del Cesr che, nel corso del 2009, tramite il proprio Gruppo di Esperti sul Risparmio Gestito, presieduto dalla Consob, ha elaborato pareri tecnici sulle varie materie incluse nel mandato (si veda il successivo §3).

¹⁶ Tale documento dovrà essere redatto nel medesimo formato in ogni paese, in maniera concisa, con un linguaggio non tecnico, in modo da agevolarne la comprensione da parte degli investitori, e dovrà contenere informazioni essenziali in merito a: identificazione del fondo, obiettivi e strategia d'investimento, performance storiche (ovvero, per i fondi strutturati, scenari di performance), costi e commissioni, profilo rischio-rendimento. Ognuna di tali informazioni dovrà essere facilmente comprensibile all'investitore senza la necessità di far riferimento ad altri documenti.

In particolare, il Cesr raccomanda che le Kii siano contenute in un documento di non più di 2 pagine in formato A4 (il fronte-retro di un'unica pagina con caratteri di misura opportuna), redatto in maniera chiara, con un linguaggio piano ed evitando l'uso di termini tecnici, denominato "Documento sulle informazioni chiave" (*Key Information Document – Kid*). Il Cesr indica gli standard di contenuto informativo del Kid relativamente ai profili degli obiettivi e delle strategie d'investimento, del rischio-rendimento, dei costi e delle performance storiche. Per ciò che riguarda l'informativa sul profilo di rischio-rendimento, il Cesr suggerisce di adottare un indicatore sintetico di natura qualitativa (ma basato su metodologie quantitative), accompagnato da una spiegazione narrativa dei principali limiti dell'indicatore stesso e da una presentazione dei rischi rilevanti non catturati dalla metodologia che sottende la costruzione di tale indicatore¹⁷. Il confronto con i consumatori, in più occasioni promosso dalla Commissione Europea e dal Cesr, ha portato infatti a maturare la convinzione che a una descrizione narrativa e prolissa dei rischi e dei rendimenti attesi è preferibile il ricorso a indicatori sintetici di immediata e facile comprensione per gli investitori con limitato livello di educazione finanziaria.

La Commissione Europea ha emanato, sulla base della cosiddetta procedura di comitologia, una prima bozza delle misure di livello 2, che recepiscono le indicazioni del parere tecnico del Cesr. È previsto che tali indicazioni siano definitivamente approvate entro il 30 giugno 2010, assumendo la veste di un regolamento direttamente applicabile in tutto il territorio dell'Unione (senza quindi necessità di recepimento da parte degli Stati membri).

A tali iniziative di revisione degli standard dell'informativa di sintesi sui fondi comuni si affiancheranno altre misure di analoga impostazione relativamente agli strumenti finanziari coperti dalla Direttiva Prospetto¹⁸ (in particolare, le obbligazioni strutturate complesse).

Il compromesso raggiunto in Consiglio nel novembre 2009 sulla proposta di modifica di tale direttiva (concernente sia gli strumenti azionari che gli strumenti finanziari non rappresentativi di capitale di rischio) prevede che il prospetto includa una nota di sintesi (il cosiddetto *summary prospectus*), che dovrà essere un documento breve e di semplice comprensione per gli investitori *retail*. Il documento dovrà contenere le informazioni chiave sul profilo di rischio-rendimento e sui costi, tali da permettere una comparazione con strumenti finanziari simili. La proposta di

¹⁷ L'indicatore sintetico sarà costituito da una scala numerica di numeri interi posti in ordine crescente, da sinistra a destra, che rappresentano il livello di rischio-rendimento dal più basso al più alto. La metodologia per la costruzione dell'indicatore si basa sulla volatilità storica (sebbene questa non rifletta i rischi di credito, di liquidità, di controparte e operativi) e, per i fondi strutturati, sulla volatilità calcolata attraverso una rielaborazione del VaR (sebbene questa non rifletta, ad esempio, i rischi di eventi nelle "code" della distribuzione dei rendimenti).

¹⁸ Direttiva 2003/71/CE.

direttiva è all'esame del Parlamento Europeo, che ha peraltro allo studio una serie di emendamenti alla definizione di informazione chiave per gli investitori.

A questa iniziativa dovranno fare seguito misure attuative che dettaglino il contenuto informativo del *summary prospectus*, modificando la disciplina di secondo livello attualmente in vigore¹⁹.

Per ciò che riguarda in particolare gli strumenti *non equity*, appare condivisa dalle Istituzioni Europee la necessità di un coordinamento fra la proposta di modifica della direttiva Prospetto e il citato progetto di armonizzazione delle regole sui prodotti preassemblati (Prips). Al fine di evitare che per i titoli coperti dalla Direttiva Prospetto rientranti nella definizione di Prips (sostanzialmente le obbligazioni strutturate) vi sia una duplicazione nelle informazioni chiave agli investitori, il documento di sintesi che sarà adottato nell'ambito del progetto Prips potrebbe fungere da *summary prospectus*. La Commissione Europea, in un documento informale, ha evidenziato la possibilità che il concetto di Kii attualmente allo studio per i fondi comuni possa rappresentare un *benchmark* sul quale lavorare per armonizzare l'informativa di sintesi su tutti i Prips²⁰.

È prevedibile, pertanto, che nell'arco dei prossimi anni giunga a compimento una serie di iniziative regolamentari che condurranno a una piena armonizzazione dell'informativa di sintesi agli investitori *retail* per i prodotti *non equity* coperti dal progetto Prips, sulla base del modello delle Kii delineato per i fondi comuni; l'armonizzazione non includerebbe quindi le obbligazioni ordinarie che non presentano elementi di strutturazione (cosiddette *plain vanilla*).

Più complessa appare invece l'armonizzazione delle regole di vendita e distribuzione (principi generali di agire nel migliore interesse dei clienti, informativa pre-contrattuale resa dagli intermediari collocatori, regole su incentivi e gestione dei conflitti di interessi, prestazione di servizi di consulenza, ecc.) dei prodotti *non equity*. Nella comunicazione sui Prips, la Commissione Europea auspica un'integrale estensione delle regole della MiFID ai prodotti assicurativi e del risparmio gestito (come in parte realizzato in ambito domestico)²¹.

¹⁹ Regolamento 809/2004.

²⁰ Il Cesr ha suggerito che il Kid, come definito nel citato parere tecnico dell'ottobre 2009 alla Commissione Europea nell'ambito delle misure di livello 2 della Ucits IV, venga adottato come riferimento per la standardizzazione e armonizzazione dell'informativa di sintesi per tutti gli altri prodotti Prips (cioè per i prodotti assicurativi e le obbligazioni strutturate).

²¹ I prodotti che rientrano nella definizione di strumenti finanziari di cui alla MiFID (pertanto obbligazioni, quote di fondi comuni, derivati, ecc.) sono attualmente sottoposti alle regole di vendita previste dalla MiFID, pur con alcune eccezioni di rilievo (le regole della MiFID non si applicano, ad esempio, al collocamento diretto di fondi da parte di società di gestione del risparmio); altri prodotti, quali le polizze assicurative a contenuto finanziario non sono invece soggette alle regole della MiFID. Il Cesr osserva peraltro come alcune disposizioni contenute nella disciplina sui prodotti assicurativi (*Investment Mediation Directive* o *Imd*) – in particolare, in materia di informativa pre-contrattuale e di disciplina dei servizi di

L'evoluzione del quadro normativo europeo porterà dunque a una maggiore armonizzazione dei regimi di *disclosure* e di collocamento dei prodotti *non equity* strutturati, che dovrebbe creare un effettivo livellamento del campo da gioco (*level playing field*); è verosimile, tuttavia, che questo processo richieda alcuni anni prima di giungere a compimento. Nel medio periodo, rimangono pertanto significativi i rischi per la tutela degli investitori derivanti dalla difficoltà di accesso a informazioni sintetiche, armonizzate e facilmente comprensibili sulle caratteristiche e sul profilo di rischio-rendimento dei prodotti che rendano agevole il confronto fra prodotti simili ma con vesti giuridiche diverse.

Il legislatore nazionale e la Consob hanno da tempo posto in essere iniziative volte a favorire una maggiore convergenza della normativa riguardante i prodotti *non equity*. In particolare, con riguardo alle regole di condotta in fase di sottoscrizione e collocamento, sono state estese ai prodotti finanziari emessi da banche e assicurazioni le norme previste dalla MiFID per gli strumenti finanziari.

Con riferimento alla disciplina sulla trasparenza in fase di sollecitazione, la Consob è inoltre intervenuta sull'offerta al pubblico di fondi comuni italiani e polizze finanziarie, per standardizzare l'informativa contenuta nei documenti di sintesi (rispettivamente la "scheda sintetica" e il "prospetto semplificato"²²), dei quali è prevista la consegna obbligatoria in fase di sollecitazione. La Consob ha inoltre introdotto indicatori sintetici di natura quantitativa sul profilo rischio-rendimento di immediata e facile comprensione²³.

L'estensione di questo approccio alle obbligazioni bancarie comporterebbe l'inclusione delle medesime informazioni in una sezione del prospetto a consegna obbligatoria (la "nota di sintesi" per i cosiddetti "prospetti completi" o le "condizioni definitive" per i prospetti base). Un intervento di questo tipo trova tuttavia un vincolo nelle disposizioni comunitarie, che non prevedono per gli Stati membri la facoltà di intervenire sugli schemi di prospetto o la possibilità di rendere obbligatoria la consegna della documentazione di offerta o di una parte di essa (la Direttiva 2003/71/CE prevede tale consegna solo "a richiesta del cliente"). La Consob ha avviato nel luglio 2009 una consultazione su una proposta di raccomandazione²⁴ al fine di invitare gli emittenti a includere nella "nota di

consulenza – potrebbero rappresentare un punto di riferimento più appropriato, integrando utilmente la disciplina della MiFID (confronta *Cesr's Report on Packaged Retail Investment Products*, cit.).

²² Allegato 1B del Regolamento Emittenti.

²³ Ci si riferisce, in particolare, agli indicatori sintetici definiti secondo un approccio metodologico per la trasparenza di tipo *risk-based* fondato su tre pilastri informativi: i) tabella dell'investimento finanziario e, per taluni prodotti, scenari probabilistici dell'investimento finanziario; ii) grado di rischio e, ove pertinente, grado di scostamento dal *benchmark*; iii) orizzonte temporale di investimento consigliato. Per maggiori dettagli, si veda il §1 del Capitolo III – "L'attività regolamentare".

²⁴ Documento di consultazione del 14 luglio 2009, avente ad oggetto la Raccomandazione sul prospetto d'offerta o di ammissione alle negoziazioni dei prodotti finanziari non rappresentativi di capitale, diversi

sintesi" o nelle "condizioni definitive" informazioni di sintesi standardizzate analoghe a quelle previste per fondi e polizze.

Con una comunicazione interpretativa delle modalità applicative della disciplina sulle regole di condotta nella prestazione dei servizi di investimento, con specifico riferimento agli strumenti finanziari illiquidi²⁵, la Consob ha inoltre raccomandato agli intermediari di mettere a disposizione dei clienti una "scheda informativa" contenente una serie di informazioni essenziali per valutare il profilo di rischio del prodotto²⁶. La Commissione ha chiarito che la citata "scheda informativa" può essere rappresentata dalla "scheda sintetica" e dal "prospetto semplificato" per i fondi e le polizze; nel caso delle obbligazioni, invece, qualora la documentazione d'offerta o le condizioni definitive contengano le informazioni essenziali raccomandate nella citata consultazione avviata nel luglio 2009, la "scheda informativa" potrà essere costituita da tale documentazione.

Le azioni adottate dalla Consob per la standardizzazione dell'informativa relativa ai prodotti *non equity* hanno in parte natura di raccomandazioni, giuridicamente non vincolanti, rispetto alle quali non vi sono i presupposti per un'incisiva azione di *enforcement*. Tali misure, inoltre, laddove non adottate anche da altri paesi europei, potrebbero penalizzare il mercato finanziario domestico e creare spazi per arbitraggi regolamentari. I citati tentativi di armonizzazione dell'informazione sintetica per i prodotti *non equity* non si applicano, infatti, ai fondi e alle obbligazioni collocate in Italia da società di gestione del risparmio ed emittenti esteri sulla base del prospetto approvato dall'Autorità del paese di origine (cosiddetto prospetto "passaportato").

2.2 La MiFID e i mercati secondari di strumenti finanziari

L'abolizione della regola della concentrazione degli scambi sui mercati regolamentati, introdotta dalla Direttiva 2004/39/CE (MiFID), unitamente agli sviluppi tecnologici e ai cambiamenti strutturali in corso nei mercati dei capitali, ha posto le premesse per un'intensificazione della concorrenza fra piattaforme di negoziazione (mercati regolamentati e sistemi multilaterali di negoziazione) e per un aumento del livello di frammentazione degli scambi.

In questo contesto, il consolidamento delle informazioni *pre* e *post*-negoziazione e la trasparenza delle negoziazioni assumono particolare rilievo

dalle quote o azioni di Oicr e dai prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazione: modalità di presentazione e contenuti dell'informativa sul profilo di rischio-rendimento e sui costi.

²⁵ Comunicazione 9019104 del 2 marzo 2009.

²⁶ In particolare si suggerisce l'indicazione in un'apposita "scheda informativa" di alcuni elementi informativi, quali costi, *fair value*, valore e modalità di smobilizzo (con particolare riferimento al livello dello *spread* denaro-lettera e ai tempi di esecuzione della liquidazione).

per la tutela dell'investitore e la garanzia di ordinato svolgimento delle negoziazioni, a fronte del rischio che la crescente tendenza alla frammentazione degli scambi determini un peggioramento della qualità dell'informazione disponibile al pubblico.

Per quanto riguarda la materia del consolidamento, la MiFID si limita a raccomandare agli Stati membri di eliminare gli ostacoli che possono impedire il consolidamento a livello europeo; il Cesr ha poi emanato misure di livello III che la Consob ha trasposto nell'ordinamento nazionale. Tali misure non consentono tuttavia di contenere le criticità che si pongono soprattutto con riferimento agli scambi realizzati al di fuori dei mercati regolamentati, vista la tendenza degli intermediari a pubblicare le informazioni attraverso molteplici canali (in prevalenza solo sui propri siti internet) e in un formato spesso incompatibile con un processo di consolidamento. Tale circostanza rende, peraltro, molto complessa e onerosa l'attività di vigilanza sulla correttezza dei dati pubblicati²⁷.

In materia di trasparenza delle informazioni, il legislatore comunitario della MiFID ha dettato un articolato regime di trasparenza *pre*-negoziazione (*pre-trade*) e *post*-negoziazione (*post-trade*) con riferimento alle azioni, prevedendo peraltro che le norme di trasparenza *pre*-negoziazione possano essere derogate dalle Autorità competenti su istanza degli operatori, al ricorrere di determinate condizioni; ha inoltre rimesso agli Stati membri la facoltà di introdurre obblighi di trasparenza sulle transazioni aventi ad oggetto strumenti non azionari. Su questi temi non si è registrata, tuttavia, una convergenza nella regolamentazione e nell'interpretazione delle disposizioni comunitarie da parte degli Stati membri, con conseguenti ripercussioni sulla qualità del processo di formazione dei prezzi e sul *level playing field* nell'offerta dei servizi di negoziazione. Esempi significativi della disomogeneità nell'interpretazione e nell'applicazione della disciplina comunitaria emergono con riguardo al regime di autorizzazione alle deroghe alla trasparenza *pre-trade* per i mercati regolamentati e i sistemi multilaterali di negoziazione (Mtf) e all'inquadramento di iniziative degli operatori che potrebbero sfuggire all'applicazione degli obblighi di trasparenza.

Altrettanto critico è il tema relativo all'applicazione dei requisiti di trasparenza *pre* e *post-trade* agli strumenti finanziari diversi dalle azioni ammessi a negoziazione nei mercati regolamentati. La mancata armonizzazione in questa area compromette l'attività di vigilanza sulla regolarità degli scambi sui mercati secondari di obbligazioni e altri strumenti finanziari *non equity* e crea spazi per arbitraggi regolamentari fra diversi ordinamenti. L'Italia ha introdotto gli obblighi in discorso e ha partecipato

²⁷ I dati diffusi risultano, invece, complessivamente affidabili quando sono relativi agli scambi su mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione (Mtf), poiché i principali *data vendors* europei (ad esempio, Reuters e Bloomberg) raccolgono le informazioni direttamente dalle sedi di negoziazione, procedendo poi a consolidarle e diffonderle in forma aggregata, generalmente per sede di negoziazione.

attivamente alle iniziative del Cesr che, dopo aver pubblicato un rapporto sul tema²⁸, ha successivamente inviato, anche su impulso di alcuni paesi tra i quali l'Italia stessa, una lettera alla Commissione Europea indicando, tra l'altro, la necessità di una maggiore trasparenza *post-trade* per gli strumenti *non equity* e sollecitando un intervento in tal senso con una modifica alla MiFID.

I lavori di revisione della Direttiva MiFID, che dovrebbero avviarsi entro luglio 2010 con la pubblicazione di un documento di *advice* del Cesr, costituiranno l'occasione per promuovere una maggiore armonizzazione nell'interpretazione e applicazione della disciplina comunitaria, al fine di ridurre i rischi di arbitraggi regolamentari e le possibili ripercussioni negative sulla piazza finanziaria italiana nonché di contrastare la tendenza alla diminuzione del livello di trasparenza delle negoziazioni.

In tale ottica la Consob, nella continuità della sua attiva contribuzione ai lavori del Cesr, intende avviare un confronto con il mercato per valutare le criticità per l'attività di intermediazione mobiliare e per il funzionamento dei mercati derivanti dalle citate problematiche.

I temi sui quali verterà il confronto riguardano, in primo luogo, il regime delle deroghe agli obblighi di trasparenza *pre-trade* per gli strumenti azionari. In particolare, è necessario valutare in quale misura un'eventuale revisione delle soglie che definiscono gli ordini di grandi dimensioni²⁹ (*large scale orders*) comporti il rischio di un ingiustificato aumento del livello di opacità. Un ulteriore tema concerne la possibile revisione del regime delle deroghe alla trasparenza previste per i sistemi nei quali il prezzo è determinato in relazione a un prezzo di riferimento generato da un altro sistema (cosiddetto *reference price waiver*).

Per ciò che riguarda la disciplina delle sedi di negoziazione (cosiddette *trading venues*), le questioni più rilevanti si riferiscono all'eventuale maggiore uniformità dei requisiti organizzativi applicabili ai mercati regolamentari e agli Mtf e a una più chiara definizione delle caratteristiche che qualificano l'attività di negoziazione di un intermediario come internalizzazione sistematica di ordini (anche alla luce dell'esiguo numero di intermediari che, allo stato attuale, hanno segnalato un'attività di tale tipo). Un altro tema attiene alla possibile inclusione fra le *trading venues* disciplinate dalla MiFID di particolari forme di organizzazione dei servizi di scambio (in particolare i sistemi di incrocio di ordini, ossia i *crossing*

²⁸ *Transparency of corporate bonds, structured finance products and credit derivatives*, Cesr 09/348. Sul tema si era già espresso il *Financial Stability Board*, in occasione del Rapporto dell'aprile 2008, raccomandando alle Autorità di vigilanza e all'industria di verificare la fattibilità di un sistema in grado di fornire un adeguato livello di trasparenza su prezzi e volumi scambiati sul mercato secondario delle obbligazioni e dei prodotti di strutturati.

²⁹ Si tratta degli ordini che beneficiano di deroghe alla trasparenza poiché la relativa esecuzione è più esposta al cosiddetto rischio di *market impact*.

network), che allo stato attuale non sono direttamente riconducibili né agli Mtf né agli internalizzatori sistematici.

Infine, per ciò che riguarda la trasparenza sulle negoziazioni di strumenti finanziari diversi dalle azioni (in particolare sugli strumenti obbligazionari), si tratta di valutare, come in precedenza accennato, la fattibilità di un regime di trasparenza *post-trade*, così come auspicato dal Cesr. Tale regime permetterebbe di disporre di un quadro informativo affidabile sugli scambi che si svolgono in larga misura su base bilaterale al di fuori delle *trading venues* disciplinate dalla MiFID (cosiddetti scambi *Over the counter* o Otc), consentendo alle Autorità di attuare una più incisiva azione di vigilanza e di monitoraggio delle dinamiche di mercato e agli intermediari una più efficace implementazione delle procedure per il rispetto della *best execution*.

3 L'attività nell'ambito del Cesr e della Iosco

Nel corso del 2009 i gruppi di lavoro istituiti in ambito Cesr per affrontare le specifiche problematiche emerse con la crisi dei mercati finanziari hanno continuato le attività e hanno pubblicato numerosi rapporti di approfondimento e definizione di standard comuni di vigilanza.

Si segnala, in particolare, il rapporto pubblicato dalla *Task Force Lehman*, che analizza l'impatto della crisi del gruppo statunitense in Europa e individua possibili aree critiche della regolamentazione europea.

Il Gruppo di Esperti sul Risparmio Gestito, la cui presidenza è affidata alla Consob, ha avviato un'analisi dell'impatto della crisi sul settore dei fondi comuni (e in particolare sui fondi monetari) e delle possibili linee di intervento necessarie per fronteggiare tensioni legate a crisi di liquidità indotte da forti ondate di riscatti. Nell'ottobre 2009 è stato approvato un documento di consultazione per una definizione armonizzata dei fondi di mercato monetario basata sulle tipologie di investimenti ammissibili. Soltanto i fondi i cui investimenti rispetteranno le scadenze stabilite dal Cesr potranno essere commercializzati come fondi di mercato monetario. Il Gruppo è stato altresì impegnato nella valutazione dell'incidenza, diretta e indiretta, della vicenda legata alle frodi connesse alla gestione dei fondi speculativi Madoff e nell'approfondimento delle connesse problematiche di vigilanza, con particolare riguardo al ruolo e alle responsabilità del depositario. Sulla base di quanto prodotto dal Cesr, la Commissione Europea ha lanciato una consultazione pubblica finalizzata a valutare eventuali azioni legislative per meglio armonizzare la delicata materia.

Il Gruppo sul risparmio gestito ha inoltre predisposto una serie di documenti finalizzati a prestare assistenza tecnica alla Commissione Europea

nella redazione delle misure di livello 2 di implementazione della Direttiva Ucits IV³⁰. Oltre al citato parere tecnico sul contenuto e il formato delle "informazioni chiave" per gli investitori in fondi comuni (*key investor information* o *Kii*), che andranno a sostituire il prospetto semplificato, discusso in dettaglio al precedente §2, il Gruppo ha predisposto il parere tecnico sulle condizioni necessarie all'operatività del passaporto europeo per le società di gestione, incluse le misure in materia di requisiti organizzativi, conflitti di interesse, regole di condotta, gestione dei rischi e cooperazione internazionale. Nel dicembre del 2009 il Gruppo ha anche finalizzato un secondo parere tecnico sulle misure di attuazione della Direttiva Ucits IV in materia di informazioni da fornire agli investitori in occasione di fusioni transfrontaliere di fondi comuni di investimento e di istituzione di strutture nelle quali un organismo di investimento collettivo (*feeder*) investe tutte le sue attività in un altro fondo (*master*) (cosiddette *master-feeder*) e relative procedure di notifica.

Sono continuati i lavori della *Task Force* congiunta tra i comitati di livello 3 (Cesr, Ceps e Ceiops) in materia di delega di compiti tra le Autorità di vigilanza europee. L'istituzione della *Task Force* risponde alle raccomandazioni formulate dall'Ecofin a dicembre 2007 di analizzare le possibili opzioni per l'esercizio, su base volontaria, di deleghe di specifici compiti di vigilanza, al fine di rafforzare il controllo sui gruppi finanziari che operano su base transfrontaliera. La *Task Force* ha pubblicato un primo rapporto nell'aprile del 2009 nel quale si esaminano le problematiche e i possibili ostacoli all'istituzione di efficaci meccanismi di delega.

Nell'ambito della Iosco (*International Organization of Securities Commissions*), la Consob ha partecipato attivamente anche ai lavori delle *Task Force*³¹ istituite nel 2008 per analizzare le questioni legate alla crisi finanziaria e coordinare le misure regolamentari a livello internazionale a supporto degli obiettivi espressi dal Gruppo del G20. I lavori delle *Task Force* sono proseguiti nel 2009 e hanno dato luogo alla pubblicazione di orientamenti condivisi e di standard internazionali diretti a favorire una maggiore convergenza delle normative nazionali e nelle prassi di vigilanza.

Una delle prime iniziative ha riguardato l'istituzione di una *Task Force* sui mercati di merci e derivati su merci (anche sulla base di una specifica richiesta in tal senso avanzata dalla Consob nel luglio 2008), con il compito di analizzare il comportamento degli operatori su tali mercati e l'incidenza di condotte di tipo speculativo. Tale *Task Force* ha presentato le proprie conclusioni il 5 marzo 2009 consentendo al Comitato Tecnico della

³⁰ Direttiva 2009/65/CE del 13 luglio 2009, concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative in materia di taluni organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (Oicvm).

³¹ *International Organization of Securities Commissions*, organizzazione che riunisce le Autorità di vigilanza sui mercati finanziari dei principali paesi avanzati.

losco di emanare raccomandazioni in materia di vigilanza sui mercati di merci.

Successivamente, è stata decisa la creazione di una *Task Force on Short Sales* che ha definito standard internazionali per una maggiore armonizzazione della disciplina in materia di vendite allo scoperto; nel giugno del 2009 il Comitato Tecnico ha pubblicato il rapporto finale in cui si elaborano principi generali comuni sulla trasparenza e la disciplina sulle vendite allo scoperto.

La *Task Force* su "Prodotti e mercati non regolamentati" è stata invece istituita per emanare standard di regolamentazione in materia di trasparenza sui mercati Otc. Nel settembre 2009 il Comitato Tecnico della losco ha pubblicato il rapporto finale della *Task Force*, che raccomanda l'introduzione di misure regolamentari per i prodotti strutturati (cartolarizzazioni di crediti) e i derivati sul rischio di credito (*credit default swaps*, Cds).

La Consob ha presieduto, insieme alla *Financial Services Authority* (Fsa), una *Task Force* sulle "Entità finanziarie non regolamentate" avente il compito di approfondire e sviluppare nuovi approcci regolamentari in materia di soggetti quali gli *hedge fund*. Tale *Task Force* ha emanato alcuni principi che devono presiedere alla regolamentazione dei fondi speculativi. È stato, altresì, deciso di avviare un esame del settore attraverso la condivisione delle informazioni da richiedere ai gestori di fondi *hedge*. Tale indagine dovrà essere completata entro settembre 2010.

Particolare rilevanza, infine, hanno assunto i lavori del *Joint Forum* (un gruppo che riunisce delegati del Comitato Tecnico losco, del Comitato di Basilea e dell'*International Association of Insurance Supervisors – Iais*) che il 9 gennaio 2010 ha presentato al *Financial Stability Board* il rapporto "*Review of the Differentiated Nature and Scope of Financial Regulation. Key Issues and Recommendations*", che individua le aree nelle quali sono emerse differenze significative tra gli approcci di vigilanza adottati rispettivamente nei settori bancario, finanziario e assicurativo, ovvero sono risultate non assoggettate a regolamentazione (come quella degli *hedge fund*).

4 Le indicazioni del *Financial Stability Board* e la riduzione dei rischi sistemici

Il *Financial Stability Board* (Fsb), al quale la Consob partecipa, ha emanato una serie di raccomandazioni volte a prevenire e a mitigare gli effetti di comportamenti che possono avere impatti negativi a livello sistemico e che possono generare rischi di macro-stabilità. Pur riguardando prevalentemente i profili di stabilità e di vigilanza prudenziale, si tratta di questioni che hanno riflessi importanti anche per i temi della trasparenza e della correttezza, presidiati dai *securities regulators* e sui quali la stessa

Commissione Europea ha avviato riflessioni che potranno preludere a importanti iniziative regolamentari e di indirizzo ai partecipanti al mercato.

Uno dei profili di maggiore rilievo riguarda la regolamentazione della remunerazione degli amministratori di società del settore finanziario (banche e assicurazioni). Gli eventi che hanno caratterizzato la crisi finanziaria hanno infatti reso evidente come meccanismi di retribuzione variabile basati sulle performance di breve periodo, collegati a indicatori di bilancio o all'andamento dei corsi azionari (*bonus* e *stock option*), creino incentivi ad assumere rischi eccessivi, a scapito della sana e prudente gestione, e a manipolare l'informazione finanziaria.

In linea teorica, le opzioni regolamentari per fronteggiare questi rischi sono diverse. Interventi in tema di *corporate governance* possono contribuire a rafforzare il ruolo degli azionisti nelle decisioni in materia di remunerazione, limitando l'influenza che i manager possono avere sulla determinazione delle loro stesse remunerazioni. La previsione di regole di *disclosure* sulle politiche e sul livello delle remunerazioni può contribuire a incrementare il grado di consapevolezza del mercato finanziario sul tema e a rafforzarne l'azione disciplinante e di scrutinio che esso può svolgere. In merito alla struttura delle remunerazioni, interventi regolamentari troppo intrusivi (ad esempio, norme che definiscono limiti o vincoli rigidi alle remunerazioni totali o alle componenti fisse o variabili) devono essere invece valutati con estrema cautela alla luce degli effetti potenzialmente molto negativi sul mercato del lavoro manageriale, sui sistemi incentivanti, sul mercato del controllo societario e sulle possibilità stesse di sviluppo del mercato finanziario.

Alla luce di queste considerazioni, il Fsb ha emanato linee guida ispirate fondamentalmente al principio per cui le remunerazioni devono essere collegate con i rischi assunti (in particolare definendo meccanismi di calcolo che aggiustino le performance alle quali sono collegate le componenti variabili delle remunerazioni per il livello di rischio assunto).

Nella stessa direzione si è mossa anche la Commissione Europea, che ha emanato raccomandazioni in materia di remunerazione degli amministratori. Tali raccomandazioni rappresentano un punto di riferimento per lo sviluppo di iniziative di autoregolamentazione e per l'inserimento nei codici di autodisciplina in materia di *corporate governance* di previsioni più specifiche volte ad allineare i comportamenti delle società agli standard di *best practice* definiti a livello internazionale.

Anche il Comitato per la *corporate governance* presso Borsa Italiana Spa ha adeguato, nel marzo 2010, il Codice di autodisciplina delle società quotate italiane alle indicazioni contenute nelle raccomandazioni della Commissione Europea. I temi di maggiore rilievo riguardano la necessità di collegare la componente variabile della remunerazione a indicatori che misurino, in maniera oggettiva, la performance delle imprese e la creazione di

valore nel lungo periodo e l'opportunità di prevedere che l'esercizio di *stock option* e la cessione delle azioni esercitate o assegnate debba avvenire decorso un periodo di tempo adeguatamente lungo.

Un altro profilo di grande importanza sottolineato dal Fsb riguarda la necessità di creare sistemi di incentivi che inducano gli operatori a canalizzare verso mercati regolamentati o verso sistemi assistiti da controparte centrale le transazioni Otc, in particolare per ciò che riguarda le operazioni in derivati sul rischio di credito. Anche in questo caso la crisi finanziaria ha fatto emergere in tutta evidenza le criticità che nascono dal funzionamento di mercati non regolamentati dove il rischio di controparte può avere un impatto rilevante sulla liquidità e sull'ordinato svolgimento delle transazioni, con effetti che possono assumere natura e impatto sistemico. L'interposizione di controparti centrali non solo consente di minimizzare e di gestire in maniera ottimale il rischio di controparte, ma permetterebbe alle Autorità di avere informazioni più precise sulla dimensione e la dinamica dei mercati Otc.

Anche su questo tema sono in corso riflessioni da parte della Commissione Europea, della Banca Centrale Europea e dei Comitati di livello 3. In particolare, il Cesr e la Banca Centrale Europea hanno elaborato raccomandazioni in materia di gestione dei sistemi di liquidazione dei titoli e di controparti centrali istituiti nell'Unione Europea, pubblicando un rapporto nel maggio 2009. Il Cesr ha inoltre avviato un progetto per valutare la possibilità di estendere gli obblighi di segnalazione alle Autorità di operazioni su strumenti finanziari ammessi alle negoziazioni su mercati regolamentati europei (cosiddetti obblighi di *transaction reporting*) alle operazioni in derivati, concluse anche fuori dai mercati regolamentati, su tali strumenti finanziari. Un'ulteriore iniziativa concerne, infine, la consultazione sui repertori di dati (cosiddetti *trade repository*, che raccolgono informazioni, ad esempio, sul numero delle operazioni, sulle dimensioni delle posizioni in essere, ecc.) attivi nell'Unione Europea allo scopo di sviluppare opzioni regolamentari comuni sulla vigilanza dei soggetti che mantengono informazioni sulle negoziazioni in titoli Otc.

Di particolare rilievo in materia sono anche le proposte legislative allo studio della Commissione Europea, incluse nel progetto di direttiva in materia di sistemi di *post-trading* e infrastrutture di mercato. La proposta di direttiva, attualmente in una fase di consultazione informale con gli Stati membri, introdurrebbe una disciplina di armonizzazione delle società che si pongono come controparti centrali nella negoziazione di titoli e di contratti derivati, prevedendo l'obbligo di avvalersi di controparti centrali per la compensazione dei contratti derivati standardizzati e opportuni presidi di trasparenza (*reporting*) su tutte le transazioni in derivati.

Il Fsb ha, infine, richiamato l'attenzione sul persistere di incentivi a comportamenti caratterizzati dal cosiddetto "azzardo morale". Già si è accennato all'eventualità che meccanismi di remunerazione basati su

performance di breve periodo possano indurre ad assumere rischi troppo elevati. La crisi ha poi rafforzato la convinzione che il settore pubblico sia pronto a intervenire a sostegno delle banche il cui *default* potrebbe avere effetti sistemici troppo rilevanti per essere tollerati (cosiddette *too big to fail*). La stessa congiuntura negativa e le incertezze sulle prospettive di redditività del settore finanziario possono, inoltre, orientare gli operatori a compiere scelte che, pur potendo implicare elevati profitti di breve periodo, comportano rischi insostenibili nel medio e lungo periodo. Il ricorso ad alcuni strumenti ibridi di patrimonializzazione – in particolare i cosiddetti *contingent convertible*, cioè obbligazioni che si trasformano automaticamente in capitale di rischio quando il patrimonio di vigilanza scende sotto determinate soglie – può incentivare l'assunzione di rischi eccessivi e avere un effetto deresponsabilizzante sulle condotte del *management*.

Per prevenire e mitigare i rischi collegati all'azzardo morale, appare necessario affiancare ai tradizionali strumenti di vigilanza di micro-stabilità sulla sana e prudente gestione interventi che consentano al mercato di esercitare una maggiore pressione disciplinante e di avere accesso a un più ampio set informativo sulla situazione dei singoli intermediari, rafforzando i meccanismi di trasparenza sulle politiche di gestione dei rischi e l'integrità dell'informativa contabile.

5 Le prospettive economiche e la situazione dei mercati finanziari

5.1 La congiuntura economica e finanziaria

Dopo il *default* Lehman, nel settembre 2008, sono emersi gli effetti reali di una crisi che nelle prime fasi sembrava circoscritta al sistema finanziario. La crescita del prodotto interno lordo per il 2009 è stata negativa per i paesi industrializzati e ha segnato una significativa decelerazione per i principali paesi in via di sviluppo. Nel 2009 il Pil è diminuito a livello globale dell'uno per cento circa. Gli esercizi di simulazione condotti dalle principali organizzazioni internazionali indicano che nel 2010 si dovrebbe assistere a una lieve ripresa, sebbene disomogenea tra aree geografiche, mentre nel 2011 la crescita potrebbe essere più sostenuta, soprattutto per i paesi più dipendenti dal commercio internazionale. Per l'Italia, la contrazione del prodotto nel 2009 è prossima al 5 per cento, configurando una delle più gravi recessioni dal dopoguerra; nel 2010 e nel 2011 dovrebbe registrarsi invece un'inversione di tendenza, con un tasso di crescita attorno all'uno per cento³².

³² Si veda, tra gli altri, International Monetary Fund, *World Economic Outlook Update. A Policy-Driven, Multispeed Recovery*, January 26, 2010.

Ad oggi, rimangono ancora numerosi fattori di rischio sul piano macroeconomico che potranno condizionare fortemente l'entità e la tempistica della ripresa. In particolare, l'aumento della disoccupazione e degli squilibri dei bilanci pubblici minano la crescita della domanda interna nei principali paesi industrializzati e dunque la solidità della ripresa. Risultano importanti anche i possibili effetti negativi sui consumi e sul costo del lavoro derivanti dal processo di aggiustamento di variabili quali i tassi di occupazione e i salari reali.

Un fattore di rischio di particolare rilievo per l'evoluzione del quadro congiunturale è rappresentato dalla crescita del deficit del bilancio pubblico in tutti i principali paesi avanzati, dovuta in parte al dispiegarsi degli effetti prociclici dei meccanismi di stabilizzazione automatica e in parte alle misure per fronteggiare la crisi finanziaria e sostenere la domanda aggregata. È aumentato in maniera significativa il *pricing* del rischio emittente sui titoli sovrani, soprattutto per i paesi più piccoli e con situazioni di finanza pubblica più tese (Grecia, Portogallo e Irlanda). L'aumento dei Cds spinge al rialzo i tassi a lungo termine e quindi la spesa per interessi, creando il rischio di un circolo vizioso potenzialmente destabilizzante per i mercati finanziari.

Gli effetti dell'aumento del rischio sovrano hanno implicazioni molto rilevanti per la stabilità complessiva del sistema finanziario poiché un'eventuale crisi di fiducia rispetto alle prospettive di tenuta dei conti pubblici di un singolo paese potrebbe avere effetti di contagio su altri paesi. In questo contesto assumeranno inevitabilmente un ruolo sempre più critico i giudizi delle agenzie di rating, proprio per la possibilità che eventuali *downgrading* possano essi stessi amplificare situazioni di tensione e innescare crisi di fiducia. A livello microeconomico, invece, è necessario riconsiderare il ruolo che i titoli di Stato hanno tradizionalmente avuto come *benchmark* nell'identificare strumenti *risk free* e per il *pricing* di strumenti di emittenti privati.

I bilanci delle grandi imprese quotate rimangono fragili e incominciano a mostrare in maniera sempre più evidente gli effetti della crisi. Per il settore *corporate* i dati al terzo trimestre 2009 confermano la forte flessione dei ricavi in Europa e negli Usa (in media 10 per cento su base annua) e la crescita dell'incidenza del debito rispetto agli utili (soprattutto in Europa) già emerse con le semestrali³³.

Nel settore bancario il peggioramento della qualità del credito continua ad avere riflessi fortemente negativi sulla redditività in tutti i principali paesi europei. Per il biennio 2009-2010 gli analisti si attendono una contrazione della redditività superiore al 40 per cento, mentre nel 2011 potrebbe registrarsi un miglioramento che tuttavia porterebbe gli utili a un

³³ Elaborazioni su dati Worldscope sulle società dell'indice S&P 100 (Usa), Dow Jones Euro Stoxx 50 (Europa), S&P Mib (Italia).