

Piano strategico 2010-2012



CONSOB

COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

Piano strategico 2010-2012

Premessa	5
I I rischi legati all'evoluzione del contesto esterno	15
1 La congiuntura economica e i mercati finanziari	15
2 Gli assetti proprietari e la <i>governance</i> delle società	21
3 Gli intermediari e le famiglie	26
4 I prodotti e gli strumenti finanziari non rappresentativi di capitale di rischio	31
5 Le agenzie di rating	35
6 Frammentazione e trasparenza degli scambi sui mercati secondari	40
7 Gli abusi di mercato	43
8 Quantificazione dei rischi e definizione delle priorità	46
II Gli obiettivi strategici	49
1 Rafforzare la vigilanza sull'informazione finanziaria mantenendo un adeguato bilanciamento fra gli interessi del mercato e quelli delle società	49
2 Monitorare le operazioni con parti correlate e i meccanismi di governo societario	54
3 Vigilare sulla coerenza con l'impostazione della MiFID delle strategie di offerta di servizi di investimento da parte degli intermediari e promuovere l'innalzamento della qualità e lo sviluppo di una maggiore competizione nei servizi di consulenza	55
4 Ridefinire la disciplina e implementare i modelli di vigilanza sui prodotti e strumenti finanziari non rappresentativi di capitale di rischio (prodotti <i>non equity</i>)	59
5 Rafforzare la qualità delle informazioni sugli scambi e il livello di trasparenza delle negoziazioni sui mercati secondari di strumenti finanziari	66
6 Rendere più efficace l'attività di <i>enforcement</i> della disciplina sugli abusi di mercato	68
III I riflessi sugli assetti gestionali e organizzativi	71
1 La sostenibilità del piano strategico e i riflessi sul finanziamento dell'Istituto	71
2 I riflessi sulla gestione delle risorse umane	72
3 I riflessi sui sistemi informativi, le banche dati e la gestione dei processi	74

Premessa

L'esperienza di vigilanza maturata negli ultimi anni, e in particolare nel corso della recente crisi, ha fatto emergere la necessità di rispondere ai mutamenti del contesto esterno attraverso un processo strutturato di pianificazione strategica.

Il fine ultimo della pianificazione strategica è quello di allocare risorse umane e finanziarie tra gli "impieghi più efficienti". Tali impieghi devono essere individuati in funzione della loro idoneità a fronteggiare i rischi classificabili in due macro-categorie: quelli riconducibili a cambiamenti del sistema economico e finanziario (*market risk*) e quelli riconducibili a cambiamenti del quadro normativo (*regulatory risk*). Il rischio può essere definito, in termini molto generali, come uno scenario indesiderato che presenta una realistica probabilità di accadimento e una sfavorevole conseguenza in termini di impatto negativo sulla missione perseguita dall'organizzazione; in modo speculare, si può definire il rischio in termini positivi, ossia come opportunità. La valutazione del rischio è dunque legata a previsioni sull'evoluzione dell'ambiente e del contesto normativo di riferimento e richiede un

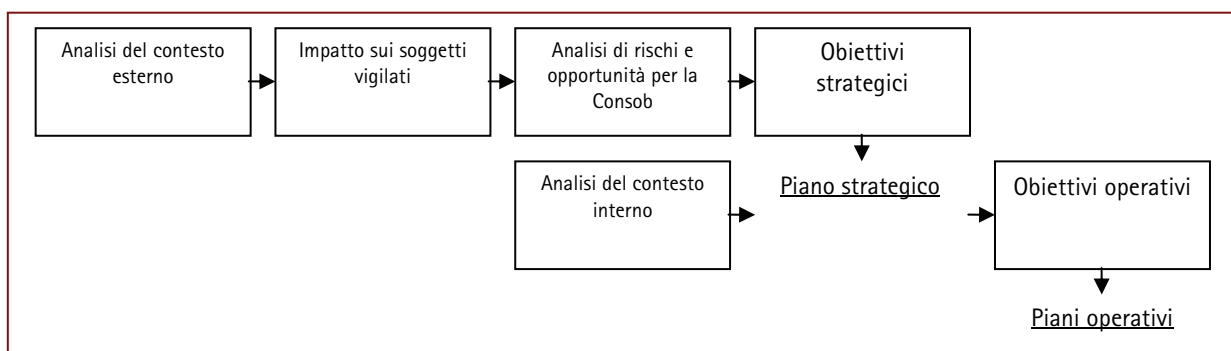
esame delle reazioni a tali cambiamenti da parte dei soggetti vigilati e dei risparmiatori e dell'impatto che tali reazioni hanno sulla possibilità per l'Istituto di realizzare i propri fini istituzionali.

Il processo di pianificazione si conclude con la definizione di obiettivi strategici alla luce dei vincoli e dei punti di forza dell'organizzazione interna (cosiddetto contesto interno; Fig. 1) e con la successiva declinazione degli obiettivi operativi che dettagliano in un piano di azione tempi, ruoli, responsabilità, principali attività e risorse impegnate.

Il Piano strategico 2010-2012 si colloca nel quadro congiunturale delineato dalla crisi che ha scosso i mercati finanziari negli anni più recenti e al quale i governi, le organizzazioni internazionali e le autorità di vigilanza nazionali hanno reagito avviando molteplici iniziative.

Le proporzioni globali della crisi, riaccesa dalle tensioni nei mercati valutari e dei titoli di Stato indotte dai gravi squilibri di bilancio di alcuni Paesi dell'Eurozona, hanno dato impulso al riesame complessivo del "perimetro della rego-

Fig. 1 Il modello logico della pianificazione



Riquadro 1

Gli obiettivi finali dell'attività della Consob

Le finalità della vigilanza della Consob emergono dal combinato disposto di taluni articoli del Tuf che, benché riportati nell'ambito delle norme riferite alla vigilanza di specifiche categorie di soggetti, informano tutto l'operato dell'Istituto. In particolare, nell'ambito della disciplina degli intermediari, il Tuf prevede che la vigilanza abbia per obiettivi la salvaguardia della fiducia nel sistema finanziario; la tutela degli investitori; la stabilità e il buon funzionamento del sistema finanziario; la competitività del sistema finanziario e l'osservanza delle disposizioni in materia finanziaria. Per il perseguimento di tali obiettivi la Consob è competente per quanto riguarda la trasparenza e la correttezza dei comportamenti, mentre la Banca d'Italia è competente per quanto riguarda il contenimento del rischio, la stabilità patrimoniale e la sana e prudente gestione degli intermediari (art. 5). Con riferimento alla vigilanza sugli emittenti, la Consob esercita i poteri previsti dalla legge avendo riguardo alla tutela degli investitori nonché all'efficienza e alla trasparenza del mercato del controllo societario e del mercato dei capitali (art. 99). Nell'ambito della disciplina dei mercati, le finalità della vigilanza sono individuate nella trasparenza, ordinato svolgimento delle negoziazioni e tutela degli investitori (art. 74).

lamentazione" allo scopo di ricondurre nell'alveo delle regole e della vigilanza fenomeni che allo stato risultano non vigilati e non pienamente conoscibili. La Commissione Europea ha pubblicato di recente una comunicazione in materia di regolamentazione dei servizi finanziari per una crescita sostenibile e ha indicato gli interventi ritenuti prioritari per i prossimi mesi¹. Accanto al completamento del disegno di riforma dell'assetto della vigilanza europea (cfr. oltre), figurano, tra le altre, l'approvazione definitiva della direttiva sugli *Alternative investment fund managers* (ivi inclusi gli *hedge fund*), destinata a essere completata da misure di livello 2; la regolamentazione delle vendite allo scoperto e delle transazioni sui *credit default swap* (Cds) e la regolamentazione dei mercati dei derivati *over-the-counter* (Otc) e delle infrastrutture di post-negoziazione. Su questi ultimi temi la Commissione ha già avviato un processo di consultazione. Ulteriori iniziative riguardano la revisione delle direttive sugli abusi di mercato (MAD) e sui mercati degli strumenti finanziari (MiFID) e la prossima pubblicazione di un documento di consultazione

sui cosiddetti prodotti "preassemblati" destinati agli investitori *retail* (cosiddetti *packaged retail investment products* o PRIPs) e di una comunicazione sull'utilizzo dei rating per fini regolamentari.

La Consob contribuisce attivamente alle evoluzioni dello scenario normativo internazionale, che pongono sfide complesse anche per l'esigenza di garantire che tali sviluppi regolamentari riflettano anche le specificità del sistema finanziario domestico.

Oltre all'analisi del contesto esterno, il processo di pianificazione strategica richiede la chiara identificazione degli obiettivi finali dell'attività istituzionale (la cosiddetta *mission*), rispetto ai quali gli obiettivi strategici hanno un valore servente o strumentale.

Per la Consob la *mission* fondamentale può essere individuata nella protezione degli investitori e viene perseguita attraverso gli "strumenti" della vigilanza sulla trasparenza e sulle regole di condotta. Infatti, le finalità declinate dal Tuf con riferimento a specifici soggetti vigilati (emittenti, intermediari e mercati) si configurano, sul piano sostanziale, come obiettivi intermedi (o coincidenti) rispetto all'obiettivo ultimo della tutela dei risparmiatori (Riquadro 1).

¹ Cfr. *Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the European Central Bank. Regulating Financial Services for Sustainable Growth*; Brussels, 2.6.2010; COM(2010) 301.

Accanto agli interventi finali di *enforcement*, la Consob ritiene necessario intensificare il ricorso allo strumento del dialogo e della *moral suasion*, che dovrà trovare spazi crescenti nell'ambito di un'attività di confronto con il mercato volta ad alimentare i presupposti, strutturali e comportamentali, necessari per accrescere l'efficienza e l'efficacia dell'azione di vigilanza.

Il perseguimento dell'obiettivo della protezione degli investitori non implica che l'azione dell'Istituto debba essere tesa a prevedere né tanto meno a prevenire il fallimento degli operatori che emettono e/o distribuiscono prodotti e strumenti finanziari fra il pubblico. L'ordinamento, infatti, non assegna alla Consob competenze in materia di vigilanza di stabilità; rientra invece tra le sue funzioni la tempestiva rilevazione delle anomalie nell'informativa al mercato e la valutazione dell'adeguatezza degli assetti procedurali e organizzativi a garantire un'informazione completa e tempestiva.

L'esercizio delle competenze di vigilanza in materia di trasparenza e regole di condotta deve dunque mirare a far sì che emittenti e intermediari divulghino nei modi e nei tempi opportuni tutte le informazioni necessarie affinché investitori e analisti possano pervenire a una compiuta valutazione del rischio di *default*. Come meglio illustrato nel seguito, tale rischio è amplificato dal quadro congiunturale che prevedibilmente caratterizzerà la dinamica dei mercati finanziari e creditizi nei prossimi anni.

Quando lo stato di crisi di un soggetto vigilato è conclamato e noto, le modalità di esercizio dei poteri di vigilanza devono trovare un adeguato punto di equilibrio fra le esigenze informative del pubblico e il bisogno di riservatezza degli emittenti impegnati in operazioni di ristrutturazione o salvataggio, il cui buon esito dipende anche da una temporanea opacità informativa.

L'azione di vigilanza sulla trasparenza riguarda non solo l'informazione "prodotta" dagli emittenti, bensì anche l'informazione cosiddetta derivata, ossia quella "prodotta" da analisti e agenzie di *rating*. Il Regolamento comunitario sul-

le agenzie di *rating* offre alla Consob l'opportunità di controllare attivamente tali soggetti (nell'ambito del coordinamento effettuato allo stato dal CESR e in futuro dalla nuova Autorità di vigilanza dei mercati finanziari europea (E-SMA) cui una proposta di regolamento recentemente presentata dalla Commissione Europea prevede di trasferire competenze dirette di autorizzazione e vigilanza; cfr. oltre).

L'informazione veicolata al pubblico deve essere non solo tempestiva (pur con i *caveat* prima ricordati), ma anche chiara e agevolmente comprensibile; altrettanto rilevante è il rispetto delle regole di condotta che gli intermediari sono tenuti a osservare nella prestazione dei servizi di investimento. L'esperienza di vigilanza ha reso evidente la necessità di migliorare l'informazione fornita ai risparmiatori nella fase della sottoscrizione e del collocamento di prodotti e strumenti finanziari, così come è da tempo evidente la necessità di applicare regole di trasparenza e di condotta omogenee per prodotti con profili finanziari analoghi, benché differenti vesti giuridiche. Per quanto attiene ai profili di trasparenza in occasione dell'offerta al pubblico, sebbene equivalenti sotto il profilo finanziario, i prodotti strutturati e illiquidi, quali obbligazioni e polizze a contenuto finanziario, sono soggetti a standard regolamentari diversi a causa della difformità del quadro normativo comunitario di riferimento. Per quanto attiene invece alle regole di condotta, il legislatore italiano e la Consob hanno esteso la disciplina dei servizi di investimento alla distribuzione di prodotti finanziari emessi da banche e da compagnie di assicurazione, superando la precedente segmentazione; si tratta, tuttavia, di un intervento isolato nel panorama europeo.

Riquadro 2

Il *default* Lehman Brothers

L'insolvenza della banca d'affari americana Lehman Brothers, resa nota al mercato il 15 settembre 2008, ha coinvolto tutte le entità europee del gruppo americano e, in particolare, la holding costituita nel Regno Unito che operava in modo esteso in tutta Europa tramite succursali. Il gruppo Lehman Brothers era presente in Italia attraverso soggetti abilitati a prestare servizi di investimento o di gestione collettiva (Lehman Brothers A.M. Italy Sgr, società di gestione autorizzata ma all'epoca non ancora operativa, e Lehman Brothers International, succursale di impresa di investimento comunitaria che prestava i servizi di consulenza e negoziazione, in particolare su derivati, anche con enti locali e casse di previdenza, con circa 150 dipendenti). Lehman Brothers International, inoltre, negoziava direttamente sui mercati gestiti da Borsa Italiana tramite "accesso remoto" (collegamento telematico diretto) e ricopriva la qualifica di operatore principale nei mercati gestiti dalla società Mts Spa (Mercato Telematico Titoli di Stato e altri titoli a reddito fisso).

Per oltre 1.000 fra titoli azionari e obbligazionari di società del gruppo Lehman Brothers in circolazione in Italia, una sola emissione di titoli obbligazionari è riferibile a un prospetto informativo di offerta e quotazione approvato dalla Consob (nel novembre 2005). Da fine 2005, entrata in vigore la Direttiva Prospetto 2003/71/CE, a fine 2007, il collocamento di obbligazioni Lehman sul mercato italiano ha beneficiato del passaporto europeo, per cui i relativi prospetti sono stati approvati dalle competenti Autorità estere (principalmente quelle di Irlanda e Lussemburgo), con esclusione di poteri di controllo e vigilanza da parte della Consob. In particolare, nel periodo compreso tra gennaio e giugno 2008 i prospetti approvati dall'Autorità dell'Irlanda sono stati 725, mentre quelli approvati nello stesso periodo dall'Autorità del Lussemburgo sono stati 863.

L'impatto del default del gruppo Lehman Brothers sulla clientela italiana si è manifestato prevalentemente attraverso le polizze assicurative di tipo *index linked* (con 1,6 miliardi di euro di prodotti agganciati a obbligazioni Lehman collocati fra i risparmiatori italiani) e il risparmio amministrato (da indagini campionarie che hanno coinvolto i principali gruppi bancari, la presenza di titoli di società del gruppo Lehman Brothers nei dossier della clientela risultava pari a circa 1,1 miliardi di euro); l'impatto del default è stato invece meno rilevante sul risparmio gestito su base individuale (409 milioni di euro di titoli Lehman, pari allo 0,1 per cento del patrimonio gestito) e collettivo (138 milioni di euro di titoli Lehman, pari allo 0,05 per cento del patrimonio gestito). Per ciò che riguarda, invece, le posizioni in derivati OTC con clientela italiana, sono stati censiti contratti con la Repubblica Italiana e con tre Regioni, mentre non si sono registrate posizioni in derivati con Comuni o Province.

Tali circostanze assumono connotati di particolare complessità nel contesto italiano, a causa della strutturale prevalenza del risparmio amministrato su quello gestito, della elevata incidenza di prodotti e strumenti strutturati e/o illiquidi nei portafogli delle famiglie, dello scarso ricorso ai servizi di consulenza a più alto valore aggiunto e del basso livello di educazione finanziaria.

Ulteriori criticità derivano dall'elevata diffusione presso gli investitori italiani di prodotti emessi all'estero e collocati in Italia sulla base del prospetto approvato da Autorità di paesi che applicano standard di vigilanza diversi da quelli della Consob. Il fallimento di Lehman Brothers fornisce al proposito un esempio significativo,

mettendo anche in luce quanto possono essere estesi e ramificati gli effetti dell'insolvenza di un intermediario estero sui risparmiatori italiani (Riquadro 2).

Data la centralità dell'Autorità del paese di origine nella vigilanza in occasione di offerte transfrontaliere, l'azione della Consob ha finora incontrato numerosi ostacoli. La recente posizione comune di Consiglio e Parlamento che modifica la Direttiva prospetto ha, peraltro, confermato il principio del controllo sui prospetti informativi in capo esclusivamente all'autorità del Paese di origine e non prevede alcun ruolo nel controllo dell'informazione o nella definizione del suo contenuto da parte dell'autorità del Paese ospitante.

In virtù dell'elevata incidenza dei prodotti *non equity* (obbligazioni, fondi e polizze) sulla ricchezza finanziaria delle famiglie, l'azione di vigilanza della Consob è da tempo tesa a promuovere un innalzamento dei livelli di trasparenza su tali prodotti, soprattutto su quelli più complessi e che incorporano componenti derivative (anche implicite) connesse al rischio di mercato e/o di credito, sulla base di un approccio cosiddetto "a tre pilastri". Tale approccio poggia su tre indicatori sintetici di natura quantitativa che catturano le caratteristiche essenziali dei prodotti finanziari *non equity* – il livello di rischio, il rendimento potenziale e l'orizzonte temporale di investimento ottimale rispetto alle preferenze per la liquidità. Di tale struttura informativa potrà tenere conto la vigilanza sugli intermediari distributori, come si vedrà più dettagliatamente in seguito (si veda Obiettivo 4), da tempo focalizzata sui comportamenti degli intermediari in sede di distribuzione di prodotti – anche propri – valorizzando fra gli altri profili i caratteri di illiquidità o non facile liquidabilità degli stessi (an-

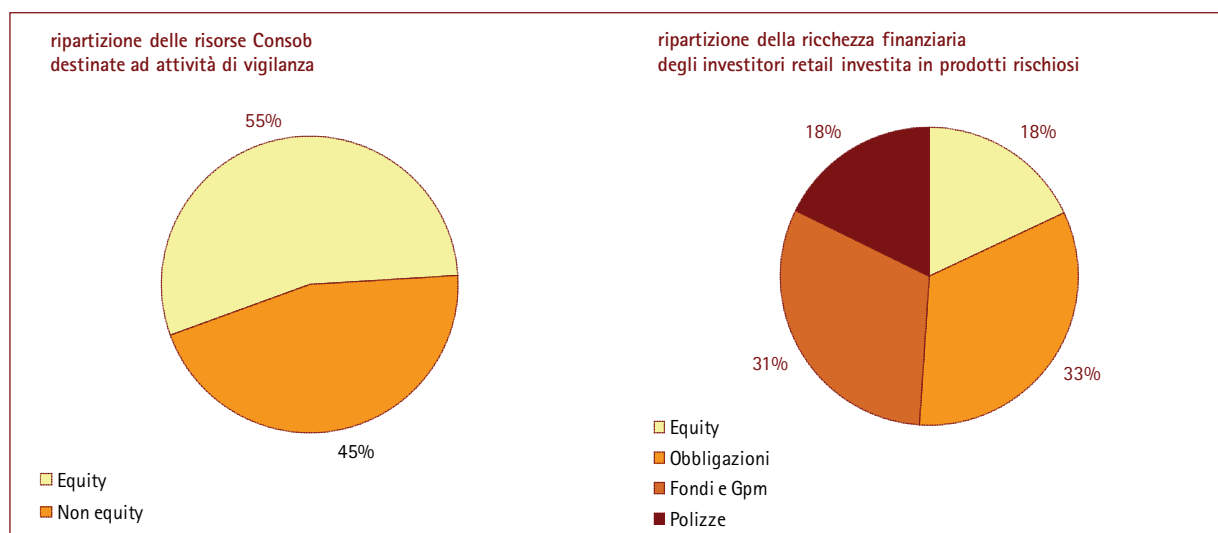
che in relazione al loro orizzonte temporale di investimento ottimale) e la rispondenza tra livello di rischio dei prodotti e propensione al rischio del cliente.

Questo approccio costituisce una metodologia efficace ed incisiva per garantire adeguati livelli di trasparenza anche in un contesto caratterizzato da un alto tasso di innovazione finanziaria e di mutamento delle caratteristiche e della struttura dei prodotti offerti agli investitori *retail*.

In prospettiva, quindi, una sfida importante è quella di ricercare soluzioni che rendano questo approccio compatibile con la disciplina comunitaria, disciplina che peraltro è in profonda evoluzione e le cui prevedibili linee di tendenza sono illustrate al §4 del successivo Capitolo I.

L'allocazione attuale delle risorse dell'Istituto sull'attività di *front office* è, tuttavia, maggiormente concentrata sull'area *equity*, sebbene le azioni rappresentino una quota più contenuta del portafoglio delle famiglie italiane (Fig. 2).

Fig. 2 Ripartizione delle risorse Consob destinate alla vigilanza e composizione della ricchezza finanziaria degli investitori *retail* investita in prodotti rischiosi



Nota – Le risorse della Consob dedicate alla vigilanza si dividono fra la vigilanza su emittenti e mercati azionari (riferibile in prevalenza a strumenti *equity*) e la vigilanza su prodotti e strumenti non azionari e intermediari collocatori (*non equity*). La parte *equity* include il 70% delle risorse della Divisione Mercati e le risorse della Divisione Emittenti, escluso l'Ufficio ENQ, mentre la parte *non equity* include la Divisione Intermediari, l'Ufficio ENQ e la Divisione Ispettorato per la quota stimabile delle risorse dedicate a ispezioni su intermediari (la parte rimanente è riferibile al settore *equity*). I dati sulla ricchezza degli investitori derivano da stime su dati Gfk Eurisko.

Le caratteristiche strutturali e le peculiarità del sistema finanziario italiano richiedono un "attivismo" nell'azione di vigilanza e di controllo sugli emittenti con azioni quotate e sui mercati azionari (cioè sull'area *equity*) che garantisca la fiducia dei risparmiatori nel mercato azionario e ne preservi la posizione competitiva nel panorama internazionale, sebbene tale "attivismo" possa apparire sproporzionato rispetto al peso delle azioni nei portafogli delle famiglie e possa non trovare pieno riscontro nei comportamenti delle omologhe Autorità di vigilanza di paesi con mercati dei capitali più sviluppati.

Tale allocazione trae fondamento da una duplice motivazione. In primo luogo, la vigilanza sull'area *equity* richiede un significativo impegno in termini di risorse, in quanto abbraccia controlli sia sull'emittente per i profili relativi alle dinamiche societarie (aspetti contabili, *governance* e assetti proprietari, informativa al mercato, etc.), sia sul mercato secondario (Borsa e altre piattaforme) per i profili di regolarità e trasparenza degli scambi. In secondo luogo, la vigilanza sui prodotti azionari assume un rilievo strategico ai fini del mantenimento della fiducia degli investitori nel mercato e dello sviluppo della borsa, da sempre poco rappresentativa della realtà del sistema produttivo del nostro paese. La salvaguardia della fiducia nel sistema finanziario e della sua competitività costituisce, infatti, una *mission* importante della Consob, visto che, come si è già avuto modo di ricordare al Riquadro 1, il Tuf la colloca tra le finalità della vigilanza, ponendola sullo stesso piano della protezione degli investitori.

Gli eventi legati alle crisi societarie sperimentate negli ultimi anni hanno, infatti, evidenziato che – nonostante il coinvolgimento degli investitori *retail* fosse contenuto – episodi relativi a pochi emittenti interessano trasversalmente il mercato azionario, quello delle obbligazioni *corporate* e quello del credito bancario, con riflessi negativi anche sul rapporto tra risparmiatori e intermediari finanziari. Alcune operazioni societarie inoltre, benché riguardino una quota modesta di investitori, danno luogo a potenziali fenomeni espropriativi (operazioni con parti correlate, *delisting* in condizioni di mercato molto

critiche, IPO a prezzi molto distanti dalle quotazioni che poi si formano sul mercato secondario) che intaccano profondamente la fiducia del pubblico nel funzionamento del mercato di borsa e ne minano le possibilità di sviluppo.

La vigilanza sull'area *equity* è dunque cruciale per assicurare il conseguimento degli obiettivi istituzionali della Consob; la centralità del ruolo della vigilanza sugli emittenti strumenti azionari nel perseguimento delle citate finalità è altresì esaltata, nel contesto italiano, dalla strutturale minore incisività dei meccanismi di controllo endo-societari nel garantire efficaci meccanismi di protezione degli investitori e dallo scarso attivismo e partecipazione degli azionisti alla vita societaria.

Le divergenze nelle modalità di recepimento e di interpretazione della normativa comunitaria e le diversità nelle prassi di vigilanza e nei regimi sanzionatori rappresentano i punti deboli del modello basato sul cosiddetto approccio Lamfalussy. Questa consapevolezza ha innescato un intenso dibattito sulla riforma degli assetti di vigilanza in ambito comunitario. Il gruppo de Larosière² ha formulato alcune riflessioni cui ha

2 *Report of the High-Level Group on Financial Supervision in the EU, Chaired by Jacques de Larosière*, Brussels, 25 febbraio 2009. Le proposte del gruppo de Larosière, pubblicate il 25 febbraio 2009, delineano una soluzione fondata su un percorso evolutivo degli assetti istituzionali, basato sulla trasformazione degli attuali Comitati di livello 3 in Autorità europee. In particolare, il processo di riforma si articolerebbe in tre fasi. La prima, preparatoria, prevede che gli Stati membri rafforzino le Autorità nazionali di vigilanza adoperandosi, tra l'altro, per allineare le competenze e i poteri al quadro europeo e per armonizzare regole, poteri e sanzioni in ambito Ue. La seconda fase contempla la creazione di tre Autorità europee, rispettivamente la *European Banking Authority*, la

fatto seguito un progetto di riforma della Commissione Europea, contenuto nelle proposte di regolamento del 23 settembre 2009³. L'approccio proposto dalla Commissione Europea risulta confermato sia nel testo concordato nel Consiglio ECOFIN sia nelle discussioni in corso al Parlamento Europeo che dovrebbe approvare la propria posizione a breve. Esso si fonda su due pilastri: il primo concerne l'istituzione di un Consiglio Europeo per il rischio sistemico (ESRC); il secondo riguarda l'istituzione del Sistema europeo delle Autorità di vigilanza finanziaria (ESFS), comprendente un Comitato di coordinamento congiunto (*Joint Committee*), tre nuove Autorità europee (*European Supervisory Authorities – ESA*), dotate di personalità giuridica, e le Autorità di vigilanza nazionali⁴. Il *Joint Committee* avrà il compito di favorire la cooperazione e la coerenza degli approcci di vigilanza adottati dalle tre Autorità europee, soprattutto rispetto ai conglomerati finanziari e alle istituzioni attive su base transfrontaliera. Le Autorità europee, specializzate per settore, replicherebbero l'attuale ripartizione delle responsabilità fra i Comitati di livello

European Insurance and Occupational Pension Authority e la *European Securities Authority*. Il punto di arrivo (terza fase) prevede l'applicazione di un modello in cui le responsabilità di vigilanza sono ripartite sulla base delle finalità dei controlli, con la creazione di un'Autorità responsabile per i profili di microstabilità e di vigilanza prudenziale (competente sia per il settore bancario che per quello assicurativo) e di un'Autorità competente per la trasparenza, le regole di condotta e i mercati mobiliari. In merito alla vigilanza di macrostabilità e sui rischi sistemici, il gruppo de Larosière propone la creazione di un Comitato presieduto dal Governatore della Banca Centrale Europea e composto dai presidenti delle Autorità e dai Governatori delle Banche Centrali nazionali.

3 Tali proposte si basano sulle Comunicazioni della Commissione (rispettivamente, del 4 marzo e del 29 maggio 2009) che delineavano un piano d'azione per la riforma della regolamentazione e della vigilanza finanziaria in Europa e lanciavano una consultazione delle parti coinvolte. Il Consiglio europeo si peraltro è espresso favorevolmente su tali documenti il 19 giugno 2009.

4 *Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Community macro prudential oversight of the financial system and establishing a European Systemic Risk Board*, Brussels, 23.9.2009, COM(2009) 499 final; *Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council establishing a European Banking Authority*, Brussels, 23.9.2009, COM(2009) 501 final; *Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council establishing a European Securities and Markets Authority*, Brussels, 23.9.2009, COM(2009) 503 final.

3 (Cesr, Ceps, Ceiops) vigilando rispettivamente su banche, compagnie di assicurazione e mercati mobiliari. Le Autorità nazionali continueranno ad esercitare la vigilanza sui singoli soggetti nazionali, ad eccezione delle agenzie di *rating* che verranno assoggettate a una vigilanza centralizzata a livello europeo, secondo le modalità indicate nella recente proposta di regolamento presentata dalla Commissione Europea.

Su questa architettura complessiva deve essere raggiunto un accordo politico fra il Parlamento Europeo, la Commissione e il Consiglio dei Ministri Economico Finanziari dell'Unione Europea (ECOFIN), in particolare con riferimento ai poteri delle *ESA* in materia di interventi in caso di violazioni della normativa comunitaria e in situazioni di emergenza e risoluzione di controversie tra Autorità nazionali nell'ambito della vigilanza transfrontaliera⁵ (Riquadro 3).

La nuova architettura delle Autorità di vigilanza non mette in discussione il modello Lamfalussy e le modalità di produzione della normativa comunitaria, che continuerà a basarsi su direttive di primo e secondo livello e su regolamenti direttamente applicabili. Tuttavia, le nuove Autorità europee avranno un ruolo molto importante nell'implementazione della disciplina comunitaria, potendo emanare standard tecnici giuridicamente vincolanti per le Autorità nazionali in materia di modalità interpretative e applicative della disciplina (cosiddetto livello 3), oltre che raccomandazioni e linee guida (non vincolanti) in materia di prassi e approcci di vigilanza.

La nuova architettura istituzionale, che qualora il Parlamento e il Consiglio Europeo raggiungessero un accordo nel prossimo mese di settembre potrebbe trovare attuazione a partire dal 2011, solleva per la Consob l'esigenza di ri-

5 Council of the European Union, *Financial Stability Arrangements and Crisis Management, Draft Council Conclusions*, n. 16434/2009, Brussels, 20 November, 2009; Council of the European Union, *Proposal for a regulation of the European Parliament and the Council establishing a European Securities and Markets Authority (ESMA) – Presidency compromise*, n. 16751/1/09, Brussels, 7 December 2009.

Riquadro 3

Le nuove Autorità di vigilanza europee

Le tre nuove Autorità di vigilanza europee (rispettivamente, la *European Banking Authority* – EBA, la *European Insurance and Occupational Pension Authority* – EIOPA, e la *European Securities and Markets Authority* – ESMA) avrebbero due poteri fondamentali.

Il primo consiste nella definizione di standard tecnici, linee guida e raccomandazioni in materia di regolamentazione e vigilanza per le autorità nazionali al fine di assicurare l'applicazione uniforme e coerente della normativa europea. Gli standard saranno vincolanti, sebbene debbano ottenere l'avallo della Commissione Europea secondo una procedura di "riconoscimento formale" (*endorsement*). Per quanto riguarda invece le raccomandazioni e le linee guida, le autorità nazionali potranno aderire su base volontaria secondo il principio "*comply or explain*"; le ESA potranno poi decidere caso per caso se dare pubblicità dell'inadempienza.

Il secondo compito delle ESA consiste nella facoltà di emanare raccomandazioni alle Autorità nazionali circa le azioni necessarie per contrastare eventuali violazioni della normativa comunitaria, dettando scadenze vincolanti per l'adozione di tali misure; qualora le Autorità nazionali rimanessero inattive, la Commissione Europea potrebbe richiedere formalmente l'adozione delle misure necessarie a ripristinare la corretta applicazione della disciplina comunitaria; l'ESA potrebbe infine applicare direttamente le misure raccomandate ai soggetti vigilati, nel caso in cui perdurasse l'inadempienza delle Autorità nazionali e si ritenesse necessario un immediato intervento volto a ristabilire l'ordinato funzionamento del sistema finanziario. In situazioni di emergenza, le ESA dovrebbero agire per facilitare e coordinare le misure adottate dalle Autorità nazionali, richiedendo l'intervento del Consiglio, pur potendo prendere direttamente decisioni vincolanti qualora ricorrano circostanze eccezionali.

Ulteriori compiti riguarderebbero, tra le altre cose, la composizione di controversie tra le Autorità nazionali e l'autorizzazione di determinati organismi di dimensioni paneuropee (tra i quali le agenzie di rating, rispetto alle quali l'ESMA è chiamata ad esercitare poteri di natura autorizzativa e di vigilanza su base continuativa).

vedere in maniera profonda l'approccio alla regolamentazione e ai controlli, in modo da realizzare una piena integrazione dell'Istituto nel nuovo sistema di vigilanza europeo. In particolare, sarà necessario allineare in maniera più stringente il quadro normativo domestico a quelli che saranno gli orientamenti e le decisioni che matureranno in seno all'ESMA, che in determinate aree diverranno vincolanti per tutti gli Stati membri. È poi necessario armonizzare le prassi di vigilanza agli standard che si affermeranno in campo comunitario, partecipando attivamente al processo di *peer review* con le altre Autorità nazionali.

È quindi indispensabile contribuire in maniera attiva e incisiva al processo normativo e regolamentare europeo, per minimizzare il rischio che una produzione normativa sempre più centralizzata e di armonizzazione massima non tenga

conto delle specificità e delle peculiarità strutturali del nostro mercato finanziario.

Il rafforzamento della centralizzazione a livello europeo della produzione normativa e regolamentare determinerà dunque una forte compressione degli spazi di autonomia e del ruolo delle singole Autorità nazionali.

Questi sviluppi non implicano necessariamente che la Consob sarà privata di responsabilità sul piano della regolamentazione; tuttavia, la professionalità e le competenze che ha maturato in tale settore dovranno essere sempre più proiettate in un contesto internazionale, richiedendo un'adeguata partecipazione del personale dell'Istituto nella futura Autorità europea di settore (l'ESMA) e lo sviluppo e il potenziamento di figure professionali specifiche in grado di aggregare il consenso e di orientare i negoziati su po-

La nuova architettura della vigilanza sui mercati finanziari implicherà un'ulteriore centralizzazione dell'attività normativa a livello europeo. In questo scenario la Consob ritiene necessario potenziare la propria partecipazione alla nuova Autorità europea per il settore dei mercati finanziari con personale di adeguato livello professionale, al fine di assicurare che la produzione regolamentare comunitaria tenga in appropriata considerazione le specificità del sistema finanziario italiano e ne preservi la competitività.

sizioni che riflettono adeguatamente i rischi e le specificità del sistema finanziario domestico.

Rilevanti riflessi sulla gestione delle risorse umane derivano non solo dai citati sviluppi che caratterizzeranno il contesto istituzionale in ambito europeo ma anche dalla necessità di potenziare la capacità di analisi delle dinamiche di mercato e dei comportamenti di imprese e intermediari, al fine di calibrare gli approcci di vigilanza all'innovazione finanziaria e alla complessità delle strategie degli attori del mercato.

Ciò comporta investimenti nella formazione del personale e in infrastrutture informatiche.

I riflessi della pianificazione strategica sugli investimenti in risorse umane e tecnologiche vanno valutati alla luce dei vincoli dettati dagli equilibri finanziari che il bilancio della Consob deve rispettare e della necessità di mantenere le contribuzioni dei soggetti vigilati entro limiti che siano sostenibili per il sistema finanziario nel suo complesso.

Il concreto conseguimento degli obiettivi strategici dipende in maniera cruciale dalla possibilità di finanziare i necessari investimenti in capitale umano e in infrastrutture tecnologiche preservando l'equilibrio finanziario del bilancio dell'Istituto e la sua sostenibilità per i soggetti chiamati a contribuirvi.

I rischi legati all'evoluzione del contesto esterno

1 La congiuntura economica e i mercati finanziari

1.1 Economia reale e finanza pubblica

Dopo il *default* della Lehman Brothers nel settembre 2008 sono emersi gli effetti reali di una crisi che nelle prime fasi sembrava circoscritta al sistema finanziario.

Nel 2009 il Pil è diminuito a livello globale dell'1% circa; in Italia la contrazione del Pil è stata prossima al 5%, configurando una delle più gravi recessioni dal Dopoguerra. 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 per i paesi emergenti.

Uno dei fattori di rischio di maggiore rilievo per l'evoluzione del quadro congiunturale è rappresentato dalla crescita del deficit pubblico in tutti i principali paesi avanzati, dovuto 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. Gli interventi correttivi sui bilanci pubblici potrebbero essere tali da incidere fortemente sui consumi e sull'occupazione. Ulteriori rischi derivano dell'impatto negativo – sui consumi e sul costo del lavoro – del processo di aggiustamento di variabili quali i tassi di occupazione e i salari reali, dalle pressioni inflazionistiche (derivanti dalla crescita del prezzo delle materie prime) e dal permanere di rile-

vanti squilibri di bilancia dei pagamenti a livello globale.

I tassi di interesse a breve negli Usa e nell'area euro dovrebbero continuare a mantenersi su livelli molto contenuti, per crescere moderatamente nella seconda parte del 2010 e nel 2011, con l'accentuarsi della tendenza da parte delle Banche Centrali a riprendere il controllo della liquidità. Vi sono, invece, pressioni al rialzo sui tassi di interesse a lungo termine, legate all'esigenza di finanziare i crescenti deficit dei bilanci pubblici e all'aumento del rischio sovrano nell'area dell'euro. Dovrebbe aumentare, dunque, l'inclinazione positiva della curva dei tassi d'interesse.

1.2 I mercati finanziari

I mercati finanziari continueranno probabilmente a risentire per un periodo duraturo delle elevate condizioni di incertezza del quadro congiunturale e delle tensioni innescate dal forte aumento del *pricing* del rischio di *default* sugli emittenti sovrani. Dopo un iniziale forte irrigidimento, si vanno gradualmente allentando gli standard di concessione del credito da parte del sistema bancario, sebbene i prestiti bancari seguitino a decelerare in tutti i principali paesi avanzati.

Sui mercati azionari la volatilità e l'avversione al rischio continuano a convergere verso i valori registrati nel periodo precedente al fallimento Lehman Brothers, ma le prospettive

sull'evoluzione dei corsi rimangono altamente incerte. Nei primi mesi del 2010, il peggioramento dei conti pubblici in diversi paesi dell'area dell'euro ha determinato un significativo aumento dei premi per il rischio sui titoli pubblici e delle quotazioni dei *credit default swap* (Cds), innescando nuove turbolenze sui mercati finanziari. Si è registrato un incremento dell'attività di trading sui Cds, come evidenziato dalla crescita del loro valore nozionale lordo. Tuttavia, l'entità del rischio effettivamente trasferito tramite il mercato dei Cds è rimasta piuttosto contenuta. Infatti, il valore nozionale netto, calcolato tenendo conto delle compensazioni delle posizioni di segno contrario, è di circa 10 volte più basso rispetto al valore nozionale lordo e costituisce una percentuale ridotta dello stock complessivo del debito pubblico (5 per cento circa per il Portogallo, 2 per cento per la Grecia e 1 per cento per l'Italia). L'aumento delle quotazioni dei Cds è stato più marcato per il debito della Grecia, Irlanda e Portogallo, paesi che hanno subito un forte e brusco deterioramento dei conti pubblici nel 2009.

Le nuove turbolenze non hanno inciso negativamente né sugli *spread* su obbligazioni di società non finanziarie né sul valore dei moltiplicatori; gli analisti hanno tuttavia rivisto al ribasso il tasso di crescita atteso degli utili societari.

I bilanci 2009 delle grandi imprese quotate mostrano evidenti segnali di fragilità: nel settore *corporate* si registra una flessione dei ricavi pari al 10% e una significativa crescita dell'incidenza del debito sugli utili, mentre nel settore bancario il deterioramento della qualità del credito potrebbe continuare ad avere riflessi negativi sulla redditività.

1.3 Le banche ...

Per quanto riguarda il settore bancario, dai bilanci 2009 dei principali gruppi italiani si evince che il margine di intermediazione è rimasto sostanzialmente invariato per effetto di una ri-

duzione del margine di interesse e delle commissioni bilanciata dall'aumento dei profitti da operazioni finanziarie. La flessione dei costi operativi ha determinato la crescita del risultato di gestione; tuttavia l'utile netto è diminuito per effetto della crescita delle rettifiche su crediti.

Per il 2010 gli analisti si attendono un'ulteriore contrazione della redditività, mentre nel 2011 potrebbe registrarsi un miglioramento. I fattori che potrebbero incidere maggiormente in senso negativo sulla redditività sono riconducibili alla contrazione del tasso di crescita degli impieghi e al deterioramento della qualità del credito; alla riduzione del margine d'interesse, a fronte del declino dei tassi attivi e alla riduzione delle commissioni su servizi di investimento e gestione del risparmio.

Sul fronte dei costi, dopo i processi di aggregazione degli ultimi anni, sembrano ormai esauriti i margini per il conseguimento di sinergie e aumenti di efficienza, mentre, sulla base delle esperienze precedenti, è prevedibile che la crescita delle sofferenze perduri per almeno uno o due anni dopo l'inversione ciclica.

Appaiono contenuti, invece, gli effetti ascrivibili all'esposizione diretta alla crisi di liquidità globale, visto che il modello di *business* delle banche italiane è concentrato sul mercato nazionale e, in particolare, sulle attività tradizionali di banca commerciale. Ciò non esclude, tuttavia, potenziali criticità per le banche più attive nei paesi dell'Europa dell'Est.

Con riferimento all'adeguatezza patrimoniale, un primo ciclo di *stress test* realizzato dalla Banca d'Italia per i maggiori gruppi bancari ha evidenziato livelli di patrimonializzazione adeguati⁶. Tali risultati sono stati confermati dall'esito di un nuovo ciclo di *stress test* conclusosi nel mese di luglio 2010 e condotto da alcune istituzioni europee (tra cui la Banca Centrale)

6 Secondo alcune analisi, tuttavia, le banche italiane sarebbero meno patrimonializzate (in termini di Tier 1) di quelle spagnole, tedesche, francesi e inglesi (cfr. Bank of England, *Financial Stability Report*, n. 27 giugno 2010).

in collaborazione con le Autorità di vigilanza nazionali⁷.

... la raccolta

La raccolta delle banche italiane, in particolare, quella obbligazionaria, è cresciuta a tassi molto elevati anche nei periodi più intensi della crisi finanziaria. È verosimile ipotizzare che questo trend prosegua nei prossimi anni per delle caratteristiche strutturali dell'offerta e della domanda di attività finanziarie delle famiglie. Quest'ultima sarà probabilmente orientata da una moderata riduzione dell'avversione al rischio, dal citato possibile aumento dell'inclinazione positiva della curva dei tassi di interesse e da alcuni fattori strutturali (illustrati in dettaglio successivamente). Le banche italiane rimangono fra le più esposte al rischio di rifinanziamento della raccolta obbligazionaria (nel triennio 2010-2012 è in scadenza circa il 30% dello *stock* di obbligazioni in essere a fine 2009), anche alla luce del fatto che le obbligazioni hanno un peso più elevato sulla raccolta rispetto alle banche dei principali paesi europei.

Benché in flessione, il tasso di crescita delle emissioni nette di obbligazioni bancarie strutturate potrebbe tornare ad aumentare ulteriormente nei prossimi anni. Gli incentivi all'offerta di obbligazioni e di altri prodotti strutturati, anche di terzi, dipendono in parte dalle politiche distributive e commerciali dei maggiori gruppi bancari, che assicurano alle reti distributive commissioni cosiddette *upfront* molto elevate su questo tipo di prodotti. Tali incentivi, destinati a rafforzarsi a fronte del previsto calo di redditività, potrebbero scoraggiare il collocamento dei prodotti del risparmio gestito, che invece generano commissioni annue per la rete inizialmente più contenute, ma continuative⁸.

7 Si veda il Rapporto pubblicato dal CEBS, *Aggregate outcome of the 2010 EU wide stress test exercise coordinated by CEBS in cooperation with the ECB*, 23 July 2010.

8 Questa politica di remunerazione della rete di vendita genera forti incentivi alla distribuzione dei prodotti strutturati poiché filiali e

... le cartolarizzazioni

La domanda di titoli strutturati da parte degli investitori istituzionali rimane molto debole, rendendo difficoltoso l'utilizzo delle cartolarizzazioni nella gestione degli attivi bancari. È probabile che, nell'immediato futuro, le condizioni complessive del mercato migliorino solo marginalmente, ma un impulso alla ripresa potrebbe tuttavia provenire da innovazioni di prodotto che talune banche straniere stanno sperimentando anche allo scopo di risparmiare capitale regolamentare.

La scarsa liquidità del mercato secondario e il persistere di un elevato numero di *downgrading* – sia a causa del deterioramento degli *asset* sottostanti sia in seguito a variazioni (in senso restrittivo) della metodologia di valutazione del merito di credito utilizzata dalle agenzie di *rating*⁹ – continueranno prevedibilmente a determinare condizioni di forte debolezza del mercato. Ulteriori rischi emergono con riferimento al deterioramento della qualità di tipologie di attivi diverse dai mutui, quali crediti al consumo ed esposizioni verso imprese derivanti da operazioni di *leasing* e *factoring*.

... gli impieghi e il credit crunch

A partire dall'inizio del 2009 si sono registrati forti segnali di irrigidimento degli standard di concessione del credito da parte del sistema bancario in Europa e negli USA. I rischi di *credit crunch* sono collegati sia al cosiddetto razionamento in senso forte, consistente in un vero e proprio rifiuto di accordare nuovi finanziamenti, sia al cosiddetto razionamento in senso debole,

promotori possono più facilmente raggiungere nel breve periodo i propri obiettivi di budget (e ottenere i bonus collegati). Il collocamento di obbligazioni strutturate e polizze *index* consente quindi alle reti di vendita di monetizzare immediatamente il flusso commissionale che altrimenti sarebbe distribuito sull'intera vita del prodotto.

9 In particolare, negli Stati Uniti il fenomeno è da ricollegarsi prevalentemente al peggioramento della qualità dei mutui residenziali, mentre in Europa il fenomeno è più pronunciato con riguardo ai CDO e ai titoli legati a mutui commerciali.

consistente nella concessione di finanziamenti a condizioni tanto onerose da indurre il debitore a rifiutare l'offerta di credito. Il modesto tasso di crescita dei prestiti bancari, attualmente vicino allo zero in Italia e nei principali paesi industrializzati, riflette anche una minore domanda di finanziamenti da parte delle imprese, a causa delle incertezze derivanti dall'evoluzione del quadro congiunturale che condizionano le decisioni di investimento. È verosimile ipotizzare che, per le dinamiche sia dell'offerta sia della domanda, la crescita dei prestiti bancari rimanga molto contenuta nei prossimi anni; il calo della redditività e l'aumento delle sofferenze, con i conseguenti riflessi negativi sui livelli di patrimonializzazione, portano a ritenere che il rischio di una stretta creditizia, soprattutto nei confronti delle imprese medio-piccole, rimanga elevato.

1.4 Le imprese corporate ...

La redditività operativa del settore *corporate* resta positiva per le grandi imprese quotate, ma la flessione dei ricavi è molto marcata. Le medie imprese rimangono più esposte alle variazioni del ciclo e a situazioni di tensione economico-finanziaria.

... le fonti di finanziamento

A fronte delle difficoltà di accesso al credito bancario, crescono le esigenze di raccolta sul mercato dei capitali. Il ricorso al mercato del capitale di rischio è penalizzato, tuttavia, dal basso rapporto prezzo/valore contabile (soprattutto per le imprese italiane, per le quali tale rapporto è inferiore o vicino all'unità per una quota molto elevata delle società quotate). È verosimile ritenere che questo scenario permanga anche in futuro a fronte dell'andamento incerto dei corsi azionari e della flessione di utili e ricavi.

L'accesso al mercato obbligazionario, sebbene relativamente agevole per le società a maggior *standing* creditizio, si rivela difficoltoso per le imprese *speculative grade* o prive di *rating*, per

le quali gli *spread*, pur se diminuiti rispetto ai periodi più intensi della crisi, rimangono elevati. Le previsioni di crescita dei tassi di *default* per gli emittenti con *rating* speculativo inducono a ritenere che tale fenomeno sia destinato a perdurare fino al 2010.

... il rischio di default

La probabilità di *default* delle imprese italiane più esposte alla crisi rimane elevata e prosegue il processo di *downgrading* nel settore *corporate*. I rischi di *credit crunch* inoltre, determinano un aumento della probabilità di *default* "inattesi" derivanti da tensioni di liquidità improvvise indotte dal razionamento del credito o da richieste di rientro su affidamenti già accordati.

La crisi dei mercati accresce la probabilità che gli emittenti, in particolare le società medio-piccole e quelle più esposte alla congiuntura negativa, sperimentino tensioni economico-finanziarie, anche improvvise. Per queste società, emerge il rischio che l'informazione fornita al pubblico sia non completa o non pienamente idonea a fornire un quadro preciso della situazione finanziaria, soprattutto quando i sistemi di controllo interno non sono in grado di individuare e segnalare per tempo un eventuale deterioramento della redditività e della situazione patrimoniale, ovvero quando i sistemi di *governance* non riescono a gestire e a fare emergere conflitti di interessi che viziano i processi decisionali e l'informazione al mercato.

Il rischio che l'informativa non permetta agli investitori di pervenire a un fondato giudizio sulla situazione patrimoniale e finanziaria dell'emittente si accentua con riferimento alle voci di bilancio rispetto alle quali i principi contabili internazionali *IAS/IFRS* consentono significativi margini di discrezionalità nella valutazione (valutazione dell'avviamento e delle immobilizzazioni immateriali, applicazione dell'*impairment test*, *mark-to-model* degli strumenti finanziari

Fattori di contesto esterno

- **Economia reale**
 - Elevata incertezza del quadro congiunturale
 - Deficit pubblico in aumento
 - Inflazione contenuta ma in crescita
 - Tassi di interesse a breve contenuti, ma forte inclinazione positiva della curva
- Forte incertezza sull'evoluzione dei mercati azionari; difficile accesso al mercato di capitale di rischio

Impatto sugli emittenti

- **Imprese corporate**
 - Ricavi in flessione per le grandi imprese
 - Elevata sensibilità alle variazioni del ciclo per le imprese medio-piccole
 - Difficile ricorso al mercato dei capitali per le imprese medio-piccole
 - Razionamento del credito bancario
 - Aumento della probabilità di tensioni economico-finanziarie improvvise/inattese
- **Banche**
 - Riduzione degli impieghi con possibili effetti di *credit crunch*
 - Redditività in contrazione
 - Aumento dei crediti in sofferenza
 - Rischi di rifinanziamento della raccolta obbligazionaria
 - Difficoltà di ricorso alle cartolarizzazioni

illiquidi, esercizio delle deroghe allo IAS 39 per la contabilizzazione al costo degli strumenti finanziari, definizione del perimetro di consolidamento in relazione a *conduit* e *Special purpose vehicles* – SPV).

A fronte delle difficoltà di finanziamento sul mercato dei capitali e dell'inasprimento delle condizioni di erogazione del credito bancario è possibile che le tensioni economico-finanziarie (altrimenti risolvibili) precipitino in stati di insolvenza. Si tratta tuttavia di eventi che, di per sé, non rappresentano un rischio rispetto agli obiettivi istituzionali. Come ricordato in Premessa, infatti, l'ordinamento non assegna alla Consob re-

sponsabilità in materia di vigilanza di stabilità né il compito di prevedere, o tantomeno di prevenire, le insolvenze societarie. I *default*, nei casi in cui non dipendono da fenomeni di frodi, sono un elemento fisiologico che caratterizza il funzionamento dei mercati finanziari. I rischi per l'attività istituzionale nascono quando il brusco precipitare della situazione finanziaria crea incentivi a espropriare gli azionisti di minoranza (spostando, ad esempio, gli *asset* "migliori" fuori dalla società) o a manipolare l'informazione finanziaria (per celare lo stato di salute dell'impresa e/o l'effetto di operazioni di trasferimento della ricchezza in favore degli azionisti di controllo).

Rischi e opportunità per la Consob

Crisi finanziarie o default aumentano i rischi di espropriazione degli azionisti di minoranza e di manipolazione dell'informativa finanziaria.

Per le società che incominciano a manifestare segnali di difficoltà o che versano in uno stato di crisi conclamato si pone un'esigenza di riservatezza (ai fini, ad esempio, del buon esito di operazioni di ristrutturazione) che può confliggere con la necessità di garantire al mercato un'informazione completa e corretta.

Qualora le società manifestino l'esigenza di sospendere gli obblighi informativi che nascono da specifiche richieste di pubblicazione di dati e notizie, la Consob è chiamata a gestire il delicato *trade-off* tra trasparenza e legittimo bisogno di riservatezza.

Rischi e opportunità per la Consob

A fronte dell'emergere di evidenti tensioni economico-finanziarie, la gestione del trade-off tra l'esigenza di riservatezza dell'emittente e quella di trasparenza del mercato impegna l'Istituto in delicate valutazioni discrezionali, il cui esito potrebbe alternativamente comportare l'applicazione di obblighi di disclosure penalizzanti per la società (che, in alcuni casi, si potrebbero rivelare a posteriori di limitata utilità per il mercato), ovvero la tutela della riservatezza dell'emittente a costo di un'eccessiva riduzione dell'informazione disponibile al pubblico.

2 Gli assetti proprietari e la *governance* delle società

2.1 La *governance* delle società quotate

Gli assetti di *governance* delle società quotate italiane riflettono alcuni aspetti strutturali che hanno da sempre contraddistinto il modello capitalistico affermatosi nel nostro paese, caratterizzato da un'elevata concentrazione degli assetti proprietari e dalla presenza di azionisti di controllo – essenzialmente le famiglie e lo Stato – in grado di condizionare profondamente le scelte strategiche e la gestione delle imprese¹⁰.

Tale circostanza da sempre ha posto i temi dei conflitti di interessi fra azionisti di controllo e azionisti di minoranza (nonché rispetto ad altri *stakeholder*, quali creditori e lavoratori) e dell'adeguatezza dei meccanismi di *governance* a gestire, mitigare o comunque rendere trasparenti i conflitti stessi.

Gli azionisti di controllo hanno il potere e l'incentivo a far compiere alla società operazioni che si sostanziano in un trasferimento di profitti o risorse in loro favore, danneggiando azionisti di minoranza e altri *stakeholder*. Lo strumento tradizionalmente più utilizzato in questo senso è costituito dalla conclusione di operazioni a condizioni non di mercato con gli stessi azionisti di controllo o con altre società in cui essi hanno un interesse (cosiddette operazioni con parti correlate). Vi sono però altri meccanismi, pure molto diffusi nel contesto italiano, che possono portare a una forte penalizzazione degli azionisti di minoranza, quali *delisting* in condizioni di mercato molto critiche, aumenti di capitale con diritto d'opzione a prezzi molto inferiori a quelli di mercato, IPO a prezzi che non riflettono le quotazioni che esprime il mercato secondario, politiche di

remunerazione degli amministratori che non tengono conto delle *performance* di lungo periodo dell'impresa, etc..

La frequenza di questo tipo di operazioni nel nostro mercato – rispetto alle quali la stima del potenziale danno per gli azionisti di minoranza richiede valutazioni di merito spesso sottratte ai poteri di intervento e di vigilanza della Consob – è un indice della debolezza degli assetti di *governance* delle società quotate italiane e della scarsa efficacia dei meccanismi di controllo endo-societari (in particolare, quelli riferibili all'azione di scrutinio degli amministratori indipendenti o degli azionisti di minoranza con quote più significative, quali ad esempio gli investitori istituzionali). La stessa presenza degli azionisti di controllo, del resto, disincentiva l'attivismo degli azionisti di minoranza, la partecipazione alla vita societaria (come testimoniato dalla scarsa presenza nelle assemblee) e la richiesta di una maggiore trasparenza che potrebbe aumentare il condizionamento del mercato e della comunità finanziaria rispetto a operazioni per le quali non è immediatamente evidente l'interesse sociale.

Nel nostro come in altri ordinamenti si è ritenuto che i problemi di *corporate governance* potessero essere efficacemente presidiati attraverso l'autoregolamentazione e la disciplina del mercato imposta dalla trasparenza, ossia richiedendo l'adesione a Codici di autodisciplina in materia, ovvero la *disclosure* (obbligatoria) dei motivi di una mancata o non piena adesione a tali Codici (secondo il principio "*comply or explain*"). Le società che segnalano al mercato di non aderire alla *best practice* dettata dai Codici ne avrebbero un danno in termini di maggiore costo del capitale.

Una recente indagine della Consob, tuttavia, mette in luce come, proprio in relazione alle procedure interne che disciplinano l'effettuazione di operazioni con parti correlate, non è scontato

¹⁰ Le cause di questo assetto sono molteplici e complesse. Secondo un filone di letteratura ormai consolidato, fra queste è da annoverare anche l'origine *civil law* del nostro ordinamento legale, che offrirebbe meccanismi meno incisivi per la protezione degli azionisti rispetto ai sistemi *common law*. Ciò avrebbe impedito la diffusione della proprietà azionaria e l'affermazione del modello della *public company*, affermatosi invece nei paesi anglosassoni.

che questo meccanismo di mercato sia immediatamente efficace. Infatti, l'adesione sostanziale al Codice di autodisciplina delle società fatto proprio da Borsa Italiana appare di gran lunga inferiore rispetto a quella che emerge dalle attestazioni delle società basate su valutazioni meramente formali.

In definitiva le società quotate italiane presentano ancora criticità irrisolte negli assetti di *governance*, che costituiscono un punto di debolezza strutturale del nostro sistema finanziario e si ripercuotono negativamente sia sulla capacità delle Autorità di assicurare una piena protezione degli investitori sia sulle possibilità di crescita e sviluppo del mercato dei capitali privato.

Si prospettano però almeno due rilevanti modifiche al quadro normativo – il recepimento della direttiva sui diritti degli azionisti e l'emanazione del regolamento di attuazione della disciplina codicistica sulle operazioni con parti correlate – che potranno promuovere la partecipazione degli azionisti di minoranza alla vita societaria e che offrono alla Consob l'opportunità di attivare interventi che, in prospettiva, potranno incidere in maniera significativa sulle debolezze degli assetti di *governance* delle società quotate prima illustrati.

2.2 La direttiva sui diritti degli azionisti

La Direttiva 2007/36/CE (cosiddetta *Shareholders' rights directive*) prevede un insieme di garanzie minime in materia di diritti degli azionisti di società quotate, con l'obiettivo di favorirne la partecipazione alla vita societaria, rimuovendo gli ostacoli all'intervento in assemblea e all'esercizio del voto. Il tema risulta di particolare rilievo per gli azionisti transfrontalieri, che nel contesto attuale sono penalizzati dalla necessità di doversi avvalere, ai fini dell'esercizio del diritto di voto, dei servizi di una catena di intermediari che vanno dal cosiddetto *global custodian* al *local agent* (ovvero l'intermediario

domestico che detiene direttamente il conto titoli presso la società di gestione accentrata degli strumenti finanziari).

Le norme comunitarie riguardano, in particolare, il procedimento di convocazione assembleare con riferimento alla determinazione dei requisiti per partecipare e votare, la partecipazione con mezzi elettronici, la possibilità di presentare proposte di delibera e di iscrivere punti all'ordine del giorno, il voto su delega e il voto a distanza.

In attuazione della Direttiva, gli Stati membri assicurano che i diritti degli azionisti di partecipare e votare in assemblea siano determinati sulla base delle azioni detenute dagli stessi a una determinata data precedente l'assemblea (cosiddetta *record date*). Tale data deve essere fissata tra i 30 giorni precedenti la convocazione dell'assemblea e gli 8 giorni successivi al termine ultimo per la pubblicazione dell'avviso di convocazione, in modo da dare una rappresentazione quanto più corretta possibile dell'azionariato. Vengono inoltre rimossi l'obbligo di depositare le azioni prima dell'assemblea e il divieto di vendere le azioni stesse durante il periodo che intercorre tra la *record date* e l'assemblea. Gli Stati membri, comunque, non sono tenuti ad applicare queste disposizioni alle società in grado di desumere l'identità dei loro azionisti da un registro aggiornato dei soci alla data dell'assemblea.

La Direttiva richiede inoltre che le limitazioni e i vincoli esistenti per l'esercizio del voto per delega siano eliminati. Per arginare eventuali abusi del voto per delega, tuttavia, gli Stati membri possono stabilire che il rappresentante sia tenuto a osservare le istruzioni eventualmente ricevute dall'azionista e possono introdurre misure appropriate per prevenire conflitti di interessi tra il rappresentante e gli azionisti deleganti.

Nel recepire la direttiva (d.lgs. n. 27 del 27 gennaio 2010), il legislatore nazionale ha definito la *record date* contemperando adeguatamente l'esigenza di fare sì che l'azionariato legittimato alla partecipazione sia il più possibile corrispon-

dente a quello effettivo alla data dell'assemblea con quella di non scoraggiare la partecipazione dei soggetti esteri, i quali necessitano di un congruo lasso di tempo tra la data in cui hanno certezza del numero di azioni con le quali possono votare (cioè la *record date*) e l'invio di eventuali istruzioni di voto ai propri delegati in assemblea.

Il legislatore ha inoltre stabilito che la legittimazione alla partecipazione in assemblea continui a basarsi sulla certificazione rilasciata dall'intermediario depositario sulla base della richiesta dell'azionista.

Allo scopo di incentivare la partecipazione in assemblea risulta di particolare importanza, soprattutto per gli azionisti non residenti, evitare sovrapposizioni delle date assembleari o la concentrazione di tali date su archi di tempo molto ristretti. A tal fine, il legislatore nazionale ha rivisto la disciplina sui termini per l'approvazione del bilancio, permettendo alle società maggiore flessibilità nella definizione della data dell'assemblea (rispetto all'attuale vincolo dei quattro mesi dalla chiusura dell'esercizio, che invece dovrebbe essere riferito alla messa a disposizione della documentazione assembleare).

Il legislatore, infine, ha definito procedure più agevoli ed efficienti per l'esercizio del voto per delega, al fine di incentivare la partecipazione alla vita societaria da parte dei piccoli azionisti, e ha rimosso gli ostacoli e i costi connessi a questo tipo di operazioni (quali i vincoli quantitativi alla raccolta di deleghe, l'obbligo di avvalersi di un intermediario autorizzato, il nulla-osta preventivo da parte della Consob alla pubblicazione del prospetto per le operazioni di sollecitazione di deleghe), prevedendo al tempo stesso nuove forme di tutela dei piccoli azionisti (obblighi di trasparenza a carico dei delegati in presenza di raccolte superiori a determinati quantitativi e per tutte le operazioni di raccolta delle deleghe che superano determinate soglie quantitative e che configurano la sollecitazione di deleghe come disciplinata dal nuovo art. 136 del Tuf).

2.3 Il Regolamento sulle operazioni con parti correlate

La Consob ha emanato la disciplina di attuazione dell'art. 2391-bis c.c. definendo i principi generali in materia di operazioni con parti correlate, in tema sia di trasparenza sia di correttezza sostanziale e procedurale, ai quali le società con azioni quotate o diffuse tra il pubblico in maniera rilevante saranno tenute a conformarsi.

La nuova disciplina per tali operazioni prevede sia obblighi di informazione immediata e periodica sia principi in materia di procedure che le società devono adottare al fine di assicurare le necessarie condizioni di correttezza nell'intero processo di realizzazione delle operazioni con parti correlate¹¹.

Con riferimento al primo aspetto, la regolamentazione adottata stabilisce un doppio regime di trasparenza per le operazioni con parti correlate: da un lato, è richiesta l'immediata comunicazione al mercato delle operazioni "rilevanti"¹², mediante un apposito documento informativo; dall'altro, sono previste forme di trasparenza periodica nelle relazioni (intermedia e annuale) sulla gestione sia per le operazioni individuate come rilevanti sia per le altre eventuali operazioni con parti correlate concluse nel periodo di riferimento che abbiano comunque influito in misura rilevante sulla situazione patrimoniale o sui risultati delle società.

Con riferimento agli aspetti procedurali, la nuova disciplina è fondata sulla valorizzazione e sulla responsabilizzazione degli amministratori indipendenti nell'effettuazione delle operazioni con parti correlate. In particolare, il regolamento è incentrato sulla definizione di una procedura

11 Al tempo stesso, al fine di non ostacolare l'ordinaria e frequente operatività infra-gruppo si è attribuita alle società la possibilità di escludere dall'applicazione di tutte le procedure e dalla disciplina informativa introdotta dal regolamento le operazioni con o tra le società controllate e le operazioni con società collegate, purché in tali società controllate e collegate non vi siano interessi di altre parti correlate.

12 Cioè operazioni di particolare importanza sulla base di una serie di parametri prevalentemente quantitativi.

Fattori di contesto esterno

- Assetti proprietari delle società quotate concentrati e conflitti di interesse tra azionisti di controllo e azionisti di minoranza
- Regolamento sulle operazioni con parti correlate
- Attuazione della Direttiva sui diritti degli azionisti

Impatto sugli emittenti

- Miglioramento del governo societario

Impatto sugli investitori

- Minori rischi di espropriazione degli azionisti di minoranza
 - Minori ostacoli alla partecipazione alla vita societaria
-

generale per le operazioni con parti correlate e di una procedura speciale che si indirizza alle sole operazioni rilevanti¹³.

La procedura generale prevede, tra l'altro, che un comitato di amministratori indipendenti rilasci un parere non vincolante, sulla scorta di un'adeguata informativa fornita tempestivamente *ex ante* all'organo deliberante e agli stessi amministratori indipendenti e che al pubblico spetti un'informativa almeno trimestrale sulle operazioni approvate nonostante il parere contrario degli indipendenti.

La procedura speciale per le operazioni rilevanti, invece, sancisce in sintesi che l'approvazione di tali operazioni, riservata all'organo di amministrazione, avvenga previo parere favorevole di un comitato composto da amministratori indipendenti non correlati, ai quali sarà consentito di formulare osservazioni e assistere

alle trattative in merito al compimento delle suddette operazioni. In caso di avviso contrario degli indipendenti, la procedura prevede che, ove consentito dallo statuto, il compimento dell'operazione sia autorizzato dall'assemblea, la quale delibera con meccanismi volti a evitare che l'esito della votazione sia determinato da soci parti correlate nell'operazione (cosiddetto *whitewash*).

La *governance* delle società quotate italiane, come si è già ricordato, è caratterizzata da sempre da un'elevata concentrazione degli assetti proprietari e dal rischio significativo che dai conflitti di interessi tra azionisti di controllo e azionisti di minoranza derivino trasferimenti di ricchezza a favore dei primi. Le operazioni con parti correlate rappresentano, come noto, uno degli strumenti principali per realizzare transazioni potenzialmente in danno agli azionisti di minoranza, qualora queste avvengano a prezzi diversi da quelli di mercato.

La disciplina di attuazione dell'art. 2391-*bis* c.c. in materia di operazioni con parti correlate configura pertanto uno strumento fondamentale per il rafforzamento del controllo esterno del mercato e dei controlli interni alle società.

¹³ I principi di correttezza sostanziale e procedurale, e il relativo coinvolgimento degli amministratori indipendenti nelle trattative e nelle fasi istruttoria e decisoria, sono stati graduati in considerazione delle caratteristiche dimensionali delle società: agli emittenti di minori dimensioni, neoquotati e con azioni diffuse, solitamente caratterizzati da strutture societarie meno articolate, è consentito di utilizzare la procedura generale agevolata anche per le operazioni rilevanti.

Rischi e opportunità per la Consob

Il regolamento sulle operazioni con parti correlate offre alla Consob l'opportunità di chiedere agli emittenti di rendere note al pubblico eventuali carenze riscontrate nelle procedure e negli assetti di governance che regolano l'effettuazione di operazioni con parti correlate (o atipiche e inusuali), aumentando l'impatto della disciplina del mercato sui meccanismi di governo societario.

Il recepimento della disciplina comunitaria sui diritti degli azionisti rappresenta un'opportunità per incentivare la partecipazione alla vita societaria da parte degli azionisti di minoranza sia attraverso la consueta azione consultiva e di

supporto tecnico nei confronti del legislatore e l'esercizio dei margini di discrezionalità assegnati alla Consob in sede di normazione secondaria, sia attraverso lo stimolo all'adozione di opportune iniziative da parte del settore privato.

Rischi e opportunità per la Consob

Il recepimento della direttiva sui diritti degli azionisti rappresenta per la Consob un'opportunità per rimuovere gli ostacoli alla partecipazione alla vita societaria e ridurre i costi per l'esercizio del diritto di voto da parte degli azionisti.

3 Gli intermediari e le famiglie

3.1 Il portafoglio degli investitori *retail* e l'intermediazione mobiliare

La crisi finanziaria e le condizioni congiunturali negative hanno spinto le famiglie italiane a sostituire i prodotti finanziari più rischiosi (azioni, obbligazioni, risparmio gestito e polizze finanziarie) con strumenti più liquidi e sicuri. Il peso dei depositi e titoli di Stato sulla ricchezza finanziaria delle famiglie è stimabile, a fine 2009, attorno al 60% circa, contro il 50% circa a fine 2007¹⁴. È inoltre cresciuta la quota di famiglie che detengono attività finanziarie esclusivamente sotto forma di depositi e circolante. Tali evidenze confermano il carattere prociclico delle scelte di investimento dei risparmiatori *retail*, che possono rivelarsi errate rispetto alla congiuntura dei mercati, amplificandone gli effetti negativi.

È probabile, tuttavia, che, dopo le prime reazioni indotte dalla crisi finanziaria, il basso livello dei rendimenti dei titoli di Stato e la forte inclinazione positiva della curva dei tassi di interesse spingano alla ricerca di investimenti alternativi ai depositi bancari e che l'elevata volatilità dei mercati azionari orienti la domanda verso obbligazioni bancarie (anche strutturate e/o di emittenti esteri) e polizze assicurative, percepite dagli investitori come prodotti a basso rischio finanziario. Per i motivi prima evidenziati, le politiche distributive e commerciali dei maggiori gruppi bancari continueranno ad alimentare il collocamento di obbligazioni e di altri prodotti strutturati.

L'investimento diretto della ricchezza in prodotti con elevato rischio di liquidità (quali obbligazioni bancarie e polizze assicurative a contenuto finanziario) è una caratteristica strutturale delle scelte degli investitori italiani, che

spesso detengono portafogli poco diversificati e in forma di risparmio amministrato. I dati di sondaggio indicano infatti che le obbligazioni bancarie (incluse quelle di emittenti esteri) e le polizze finanziarie sono gli strumenti più diffusi dopo i depositi e i titoli di Stato italiani.

La ridotta diversificazione di portafoglio sembra anche correlata con la scarsa diffusione dei servizi di consulenza ad alto valore aggiunto: i dati relativi a un campione rappresentativo di famiglie italiane forniscono evidenza in tal senso e mostrano che i portafogli più diversificati e meno concentrati su depositi e titoli di Stato appartengono alle famiglie assistite da consulenti¹⁵. Tale fenomeno discende dalle caratteristiche dell'industria dell'intermediazione mobiliare italiana, da un lato strutturalmente orientata verso l'attività distributiva e la prestazione di servizi di investimento a basso valore aggiunto per la clientela (quali il collocamento, la negoziazione e la raccolta ordini), dall'altro incentrata sulla definizione di politiche di offerta connotate da una forte ristrettezza dello spettro di prodotti e servizi di investimento, coincidenti normalmente con quelli emessi o "assemblati" all'interno del gruppo di appartenenza del collocatore/distributore. Questo modello di *business*, improntato alla prevalenza di logiche di gruppo, ha rafforzato il ruolo della rete distributiva, anche con riferimento alla "costruzione" di prodotti che garantiscono schemi remunerativi sufficientemente incentivanti per i collocatori.

15 Nonostante quasi 2/3 delle famiglie dichiarino di avere un consulente finanziario, si stima che solo il 10% circa delle famiglie riceve servizi di consulenza mentre un altro 10% riceve servizi di consulenza "generica" (cioè che non hanno ad oggetto raccomandazioni relative a specifici prodotti o strumenti finanziari). Gran parte delle famiglie, dunque, pur avendo un consulente finanziario di riferimento, non ha di fatto alcun rapporto significativo con tale soggetto (situazione che viene definita come "consulenza passiva"). Inoltre, oltre il 60% delle famiglie che ha un'esposizione al mercato finanziario – nel senso che possiede prodotti o strumenti finanziari rischiosi, quali azioni, obbligazioni, prodotti del risparmio gestito, polizze a contenuto finanziario e fondi pensione – non riceve servizi di consulenza.

14 Elaborazioni su dati Gfk Eurisko.

3.2 La crisi del risparmio gestito

L'industria italiana del risparmio gestito sperimenta ormai da tempo forti difficoltà. Nei 4 anni dal 2006 al 2009 i fondi mobiliari promossi da intermediari italiani hanno registrato un deflusso di risorse pari a oltre 200 miliardi di euro. È invece cresciuta l'offerta dei fondi immobiliari, il cui patrimonio a fine 2009 era pari al 13% circa del patrimonio gestito dai fondi mobiliari (contro l'1% circa nel 2003).

La crisi dei fondi promossi da intermediari italiani ha fatto emergere gli elementi di debolezza dell'attuale assetto dell'industria, tra i quali la scarsa indipendenza nelle scelte strategiche, conseguente agli assetti proprietari delle Sgr, l'integrazione verticale fra produzione e distribuzione e la ridotta capacità di innovazione. Ciò ha condizionato anche il *pricing* dei fondi comuni: la remunerazione dovuta ai soggetti distributori ha finito per costituire, infatti, l'elemento preponderante del costo del prodotto-fondo¹⁶.

L'effetto di sostituzione fra i prodotti strutturati, quali le obbligazioni bancarie e le polizze assicurative a contenuto finanziario, e i prodotti tradizionali del risparmio gestito è ancora favorito dalle indicate politiche commerciali, rese possibili anche dagli elevati costi impliciti dei prodotti strutturati, mentre sul piano normativo e della *disclosure* gli spazi per arbitraggi regolamentari sono ormai stati annullati dagli interventi della legge sul risparmio (che ha assoggettato alla disciplina del prospetto le obbligazioni bancarie e i prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazioni) e dal recepimento della MiFID (con l'estensione delle regole di condotta previste dalla direttiva alla distribuzione e collocamento dei prodotti finanziari bancari e assicurativi, quali fondi e polizze assicurative del ramo III e V e obbligazioni bancarie quando questi siano collocati da banche o imprese di investimento).

¹⁶ Dai dati di bilancio emerge che circa il 78% delle commissioni passive pagate dalle Sgr per la distribuzione dei fondi aperti di propria istituzione e gestione è versato a società appartenenti al proprio gruppo di riferimento.

Un tema degno di particolare attenzione, per le potenziali ripercussioni sui risparmiatori che intendano liquidare il proprio investimento, è rappresentato dall'andamento dei fondi immobiliari cosiddetti *retail*, quotati in borsa, che da tempo registrano volumi di scambi molto ridotti a un prezzo notevolmente scontato rispetto al valore calcolato in base al patrimonio netto contabile (cosiddetto *market discount*).

Tale situazione si accompagna alle crescenti difficoltà che le Sgr incontrano nella realizzazione dei piani di smobilizzo del portafoglio dei fondi con l'approssimarsi delle scadenze previste dai regolamenti di gestione. Tale dato è, in prospettiva, di grande rilevanza poiché la maggior parte di questi prodotti arriverà a scadenza nel periodo 2012 – 2018¹⁷.

3.3 La MiFID e i servizi di consulenza

La direttiva relativa ai mercati degli strumenti finanziari (cosiddetta MiFID, Direttiva 2004/39/CE) dovrebbe stimolare gli intermediari a passare da una logica di "vendita di prodotti" a quella di "prestazione di servizi". Tale passaggio costituisce il presupposto per indirizzare il cambiamento delle scelte strategiche ed organizzative degli operatori, che dovrebbero concretamente improntare la propria attività al principio di servire al meglio gli interessi del cliente.

Una specifica area di concreta declinazione del modello di servizio adottato nel rapporto con la clientela è costituita dalla consulenza fornita agli investitori. La MiFID, come noto, include la consulenza fra i servizi di investimento soggetti a riserva di attività introducendo un regime rafforzato di tutele per gli investitori non professionali. La *ratio* della disciplina risiede nel fatto che tale servizio può influenzare in misura rilevante le scelte di portafoglio delle famiglie e contraddi-

¹⁷ Circa il 52% di tali prodotti, con un attivo patrimoniale a fine dicembre 2008 complessivamente pari a circa 22 miliardi di euro, arriverà a scadenza nel periodo ricordato.

Fattori di contesto esterno

- Modelli di *business* degli intermediari fortemente orientati alla distribuzione
- Rilevante ruolo del *retail* nel finanziamento della raccolta diretta del sistema bancario
- Scarsa diffusione e basso valore aggiunto dei servizi di consulenza
- Crisi del risparmio gestito
- Debolezza del mercato immobiliare e approssimarsi delle scadenze dei fondi immobiliari

Impatto sugli investitori retail

- Scarsa diversificazione di portafoglio
 - Elevata incidenza sulla ricchezza finanziaria di prodotti complessi e illiquidi
 - Difficoltà di smobilizzo degli investimenti in fondi immobiliari
-

stingue una fase nodale del rapporto fra intermediario e cliente dalla quale possono scaturire (come un sottoprodotto quasi naturale) altri servizi di investimento che hanno natura esecutiva (negoziazione e collocamento).

La MiFID non stabilisce degli *standard* qualitativi minimi che devono caratterizzare la prestazione del servizio, se non quelli connaturati nella definizione stessa di consulenza, incentrata sul requisito della personalizzazione delle raccomandazioni rispetto al profilo del cliente. La personalizzazione implica l'obbligo di presentare la raccomandazione come "adatta" al cliente o basata sulle caratteristiche del cliente stesso¹⁸.

L'approccio della MiFID, in particolare, non sposa necessariamente una logica di portafoglio, poiché l'adeguatezza rispetto al profilo del cliente può essere valutata anche limitatamente alle singole proposte o raccomandazioni aventi ad oggetto specifici strumenti finanziari. In altri termini, una specifica operazione avente ad oggetto un determinato strumento finanziario consigliata dall'intermediario al cliente può essere adeguata, se presa isolatamente, ma l'insieme delle operazioni consigliate (anche in tempi e

circostanze diverse) potrebbe dare luogo a un portafoglio complessivo di attività finanziarie non adeguato perché non sufficientemente diversificato per rischi di mercato e di emittente.

In sostanza, in base alla MiFID gli intermediari devono valutare l'adeguatezza di un prodotto o strumento finanziario oggetto di raccomandazione rispetto a una serie di parametri che contribuiscono a caratterizzare il profilo del cliente – quali l'avversione al rischio, l'orizzonte temporale di investimento, la ricchezza finanziaria e il livello di conoscenze finanziarie¹⁹ – ma non necessariamente in base alla struttura e alla composizione del portafoglio del cliente al momento in cui viene prestato il servizio di consulenza. In altri termini, la disciplina del servizio di consulenza non prevede necessariamente il dovere di valutare "l'effetto marginale" dell'inclusione di uno specifico prodotto o strumento finanziario sul profilo di rischio-rendimento complessivo del portafoglio del cliente.

¹⁹ La ricchezza finanziaria è un parametro che consente all'intermediario di valutare la capacità di sopportare i rischi finanziari che il cliente è disposto ad assumersi – coerentemente con la sua avversione al rischio e il suo orizzonte temporale di investimento – mentre il livello di conoscenze finanziarie consente all'intermediario di assicurarsi che il cliente sia in grado di comprendere adeguatamente i rischi che sta assumendo.

¹⁸ Art. 52, direttiva 2006/73/CE.

Come già evidenziato, l'industria dell'intermediazione mobiliare in Italia è connotata da un assetto fortemente orientato all'attività distributiva, più che verso una logica di "servizio al cliente". Questo modello di *business* e le caratteristiche della raccolta bancaria hanno condizionato profondamente le modalità concrete di recepimento della MiFID da parte dell'industria.

Dalle evidenze raccolte dalla Consob nel primo ciclo di ispezioni a seguito dell'entrata in vigore della MiFID presso i principali gruppi bancari emerge, infatti, che le modalità di applicazione della nuova disciplina si caratterizzano, in alcuni casi, per un approccio formalistico, che conduce a disattendere la sostanza e lo spirito delle norme. In diverse circostanze, ad esempio, prodotti risultati non adeguati al cliente sono stati tuttavia distribuiti nell'alveo della prestazione dei servizi di esecuzione o di ricezione e trasmissione di ordini che, come noto, richiedono solo una valutazione di appropriatezza; talvolta, inoltre, la consulenza viene utilizzata per indirizzare il cliente ai soli "prodotti della casa".

L'applicazione sostanziale e l'adesione allo spirito della MiFID richiedono, invece, il passaggio a un modello di "servizio al cliente" che impone un cambiamento radicale delle strategie complessive che orientano l'offerta di servizi di investimento. Tale cambiamento dovrà orientare la definizione delle procedure e degli assetti organizzativi, dei processi decisionali inerenti ai piani industriali, delle modalità di selezione della gamma dei prodotti e servizi offerti, delle politiche di incentivazione e remunerazione delle reti distributive.

L'adozione del modello di servizio al cliente, inoltre, se da un lato è richiesta agli operatori al fine di allinearne gli interessi a quelli degli investitori in termini duraturi, dall'altro consente più agevolmente di focalizzare l'attenzione della vigilanza – cartolare e ispettiva – sul livello e sulla qualità del servizio offerto in termini di informativa resa, analisi dei bisogni, profondità della gamma dei prodotti, rendicontazione/monitoraggio degli investimenti effettuati.

La scarsa diffusione e il basso livello qualitativo dei servizi di consulenza offerti dagli intermediari sono fattori di rischio cruciali, che hanno riflessi negativi sotto il profilo dell'incisività e dei costi dell'azione di vigilanza, poiché – sebbene l'impostazione dei controlli sia sempre focalizzata sugli assetti organizzativi e procedurali che governano la complessiva prestazione dei servizi – si determinano condizioni di contesto in cui vi è il rischio di disperdere i controlli su singole operazioni, piuttosto che focalizzare l'attenzione sulle condizioni generali di servizio che regolano il rapporto intermediario-cliente.

È dunque necessario che gli intermediari condividano l'idea che la corretta applicazione della MiFID rappresenta l'opportunità per riqualificare il rapporto fiduciario con la clientela, conferendogli una stabilità che può rivelarsi proficua soprattutto in occasione di fasi congiunturali negative. L'innalzamento della qualità dell'attività di consulenza, indotto dalla competizione e da un'azione di *moral suasion* che la Consob intende esercitare, potrebbe contribuire opportunamente a spostare la logica distributiva che permea il sistema dell'intermediazione verso un approccio di servizio al cliente.

Rischi e opportunità per la Consob

L'assetto e i modelli di business dell'industria dell'intermediazione mobiliare, fortemente orientati alla "vendita del prodotto" più che alla "fornitura di un servizio", rendono più complessa l'adesione sostanziale al principio di servire al meglio gli interessi dei clienti e amplificano i conflitti di interessi di cui gli operatori bancari, spesso anche emittenti, sono portatori. Questo assetto dell'industria è alla base della scarsa diffusione e del basso livello qualitativo dei servizi di consulenza agli investitori retail, che a loro volta creano condizioni di contesto che accrescono il rischio di comportamenti non conformi o di adesione meramente formalistica alla MiFID.

Il proseguimento dell'azione di vigilanza sulle modalità di recepimento della MiFID da parte dell'industria offre alla Consob l'opportunità di contribuire a riorientare le scelte degli operatori verso una logica ispirata all'obiettivo di servire al meglio gli interessi dei clienti.

4 I prodotti e gli strumenti finanziari non rappresentativi di capitale di rischio

Fattori di contesto esterno

- Forte incertezza sull'evoluzione dei mercati azionari
- Tassi di interesse a breve contenuti, ma forte inclinazione positiva della curva dei tassi
- Crisi del risparmio gestito
- Prodotti *non equity* molto diffusi fra gli investitori *retail*
- Disomogeneità della disciplina di trasparenza per prodotti *non equity* simili
- Standard di *disclosure* dei profili di rischio-rendimento inadeguati
- Prassi di vigilanza diverse a livello europeo nell'approvazione dei prospetti

Impatto sugli investitori retail

- Difficoltà a valutare il profilo di rischio-rendimento dei prodotti *non equity*
- Difficoltà nel confrontare prodotti simili

La normativa comunitaria sui prodotti *non equity*, ossia fondi comuni di investimento, polizze di assicurazione a contenuto finanziario e obbligazioni, è ampia e articolata. Essa include, infatti, 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, nonché previsioni legislative orizzontali su canali di vendita o pratiche commerciali particolari²⁰.

Il quadro normativo europeo manca di coerenza, in quanto prevede obblighi di informazione e regole di condotta non omogenei per pro-

dotti sostanzialmente analoghi sotto il profilo finanziario, anche se 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 simili²¹.

Oltre alla complessità degli elementi di strutturazione, tali prodotti presentano una scarsa liquidità, in alcuni casi connaturata alla struttura del prodotto (ad esempio, per le polizze che prevedono normalmente forti penalizzazioni in

²⁰ Con riferimento alla normativa in vigore a giugno 2010, si segnala la Direttiva 2004/39/CE relativa ai mercati degli strumenti finanziari (MiFID), la 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 ed amministrative in materia di taluni OICVM e da ultimo la Direttiva 2009/65/CE che, congiuntamente con le misure di livello 2 adottate dalla Commissione Europea - Reg. 583/2010, Reg. 584/2010, Direttiva 2010/42 CE e Direttiva 2010/43/CE - ha ridefinito la disciplina in materia di fondi comuni armonizzati e la Direttiva 2002/65/CE sulla vendita a distanza di servizi finanziari.

²¹ 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.

caso di uscita anticipata) e in altri legata alle caratteristiche di funzionamento dei mercati secondari (come accade, ad esempio, per le obbligazioni).

Ulteriori criticità nascono dalla 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). Tuttavia, le Autorità di vigilanza europee adottano standard di vigilanza non sempre omogenei nell'approvazione dei prospetti. Inoltre, qualora gli emittenti esteri utilizzino il cosiddetto prospetto di base, in occasione della commercializzazione in Italia alla Consob viene notificato dall'Autorità competente estera un documento che non contiene gli estremi identificativi né dettaglia le caratteristiche dei prodotti che verranno collocati (essendo queste informazioni riportate nelle condizioni definitive, pubblicate in corrispondenza delle singole emissioni, che non sono soggette a obblighi di trasmissione alla Consob). Tali circostanze rendono dunque complesso individuare le tipologie di strumenti finanziari cosiddetti "passaportati" distribuiti sul mercato nazionale.

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.

La Commissione europea ha auspicato, con riferimento ai cosiddetti prodotti "preassemblati" destinati agli investitori *retail* (cosiddetti *packaged retail investment products* o PRIPs), l'opportunità di una riflessione in materia²². In particolare, la Commissione Europea delinea un

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 strutturati²³. La recente Comunicazione della Commissione Europea del 2 giugno 2010 sulla regolamentazione dei servizi finanziari per una crescita sostenibile indica, tra le possibili iniziative, la presentazione di una proposta in materia di PRIPs per la primavera del 2011.

Questi temi sono da tempo all'attenzione anche del legislatore nazionale e della Consob, che hanno posto in essere iniziative volte a estendere ai prodotti finanziari emessi da banche e assicurazioni le regole di condotta in fase di sottoscrizione e collocamento previste dalla MiFID per gli strumenti finanziari, nonché a rendere più omogenea la disciplina sulla trasparenza in fase di sollecitazione per alcune tipologie di prodotti *non equity*. In particolare, la Consob è intervenuta con riferimento all'offerta al pubblico di fondi comuni italiani e polizze finanziarie, per standardizzare l'informativa contenuta nei documenti di sintesi per i quali è prevista la consegna obbligatoria in fase di sollecitazione e per introdurre indicatori sintetici di natura quantitativa sul livello di rischio di immediata e facile comprensione. Permangono, tuttavia, difformità di informativa per tutte le altre categorie di prodotti, in particolare per le obbligazioni e per tutti i prodotti esteri commercializzati in Italia sulla base di prospetti approvati da Autorità estere.

I profili di criticità nell'assetto regolamentare sopra illustrati rappresentano un importante fattore di rischio poiché, per i motivi diffusamente illustrati in precedenza, è prevedibile che i prodotti *non equity* (inclusi i prodotti "passaportati" di emittenti esteri) siano destinati a rimane-

22 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*), i titoli strutturati e depositi a termine strutturati. Rispetto all'insieme dei prodotti *non equity* rimarrebbero escluse sostanzialmente le obbligazioni *plain vanilla*.

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

re una delle forme di investimento del risparmio più diffuse fra gli investitori *retail* (dopo i titoli di Stato).

In ambito comunitario la regolamentazione dei prodotti *non equity* è comunque in una fase di profonda evoluzione e sarà soggetta a mutamenti significativi, che tuttavia richiederanno verosimilmente alcuni anni prima di entrare pienamente in vigore.

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 del recepimento della cosiddetta direttiva UCITS IV²⁴ e dell'applicazione delle misure di livello 2 emanate dalla Commissione Europea sulla base del parere tecnico reso dal CESR (Regolamento 583/2010 applicabile a partire dal 1° luglio 2011). La revisione della direttiva UCITS riflette la presa d'atto del fatto che il "prospetto semplificato" si è rivelato uno strumento inadeguato a garantire un'informativa sintetica, esaustiva e comprensibile sulle caratteristiche dei fondi e viene dunque sostituito con un documento contenente le "informazioni fondamentali per gli investitori" (*Key Investor Information* o KII). Tale documento dovrà essere redatto in modo chiaro e comprensibile e dovrà fornire agli investitori le informazioni essenziali per assumere decisioni di investimento consapevoli²⁵.

Le KII saranno 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 e evitando l'uso di termini gergali. Per ciò che riguarda l'informativa sul profilo di rischio-rendimento, verrà adottato 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 indicatore²⁶. 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.

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 prospetto²⁷ (in particolare, le obbligazioni strutturate complesse). La posizione comune del Consiglio e del Parlamento Europeo sulla proposta di direttiva che modifica la Direttiva prospetto prevede che il prospetto, per tutti i diversi strumenti finanziari che rientrano nell'ambito di applicazione della direttiva (compresi gli strumenti *equity*) includa una nota di sintesi – il cosiddetto *summary prospectus*. Tale documento dovrà essere breve e di semplice comprensione per gli investitori *retail* e dovrà contenere le informazioni essenziali per fornire un ausilio nell'effettuare decisioni di investimento consapevoli²⁸ nonché informazioni di sintesi

24 Direttiva 65/2009/CE che dovrà essere recepita entro il 1° luglio 2011.

25 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: l'identificazione del fondo, gli obiettivi e la strategia d'investimento, le performance storiche (ovvero, per i fondi strutturati, gli scenari di performance), i costi e le commissioni, il profilo rischio-rendimento. Ognuna di tali informazioni dovrà essere facilmente comprensibile all'investitore senza necessità di far riferimento ad altri documenti.

26 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 e di 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 "in coda").

27 Direttiva 2003/71/CE.

28 Il *summary*, infatti, non è destinato a sostituire il prospetto informativo (ovvero il *full prospectus*).

sul profilo di rischio-rendimento dei prodotti e sui costi.

Alla revisione della Direttiva prospetto dovranno fare seguito misure di livello 2 che dettagliano il contenuto informativo del *summary prospectus*, modificando la disciplina di secondo livello attualmente in vigore²⁹, secondo un percorso simile a quello già intrapreso per i fondi comuni. Inoltre, la proposta di modifica della direttiva prospetto prevede un raccordo con il citato progetto di armonizzazione delle regole sui prodotti preassemblati (PRIps), per ciò che riguarda l'informativa di sintesi agli investitori. La posizione comune del Consiglio e del Parlamento Europeo sulla proposta di modifica della direttiva prevede che per i titoli coperti dalla Direttiva prospetto che rientrano nella definizione di PRIps (sostanzialmente obbligazioni e altri titoli strutturati) non vi sia una duplicazione nell'informativa di sintesi agli investitori, nel senso che il documento di sintesi che sarà adottato nell'ambito del progetto PRIps potrà fungere da *summary prospectus*. Dall'altro lato, la Commissione Europea ha evidenziato la possibilità che le KII adottate per i fondi comuni possano rappresentare un *benchmark* sul quale lavorare per armonizzare l'informativa di sintesi sui PRIps³⁰.

In sintesi, è prevedibile che nell'arco dei prossimi anni si portino a compimento una serie di iniziative regolamentari che condurranno a una dettagliata armonizzazione dell'informativa di sintesi agli investitori *retail* per i prodotti *non equity* coperti dal progetto PRIps – rimarrebbero

quindi escluse sostanzialmente le obbligazioni ordinarie che non presentano elementi di strutturazione (cosiddette *plain vanilla*) – adottando come standard il modello delle KII delineato per i fondi comuni.

Più complessa appare invece la strada per armonizzare le regole di vendita e distribuzione dei prodotti *non equity* – 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, etc.. Una possibilità, come indicato nei documenti preliminari della Commissione Europea, è quella di estendere le regole della MiFID ai prodotti assicurativi e del risparmio gestito (come in parte realizzato in ambito domestico)³¹.

L'evoluzione del quadro normativo europeo porterà dunque a una migliore armonizzazione dei regimi di *disclosure* e di collocamento dei prodotti *non equity* strutturati che dovrebbe creare un effettivo *level playing field*. Questo processo richiederà, tuttavia, ancora alcuni anni prima di giungere a compimento; nel medio periodo rimangono dunque significativi i rischi prima evidenziati per la tutela degli investitori derivanti dalla difficoltà di accesso a informazioni sintetiche armonizzate e facilmente comprensibili sulle caratteristiche e il profilo di rischio-rendimento dei prodotti in grado di rendere agevole il confronto fra prodotti simili venduti con vesti giuridiche diverse.

29 Regolamento 809/2004.

30 Anche il Cesr, nel citato parere tecnico dell'ottobre 2009 alla Commissione Europea, ha suggerito che le KII come definite nell'ambito delle misure di livello 2 della UCITS IV vengano adottate come base per la standardizzazione e armonizzazione dell'informativa di sintesi per i PRIps (cioè per i prodotti assicurativi e le obbligazioni e i titoli strutturati).

31 Tuttavia, il Cesr osserva 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 consulenza – potrebbero rappresentare un punto di riferimento più appropriato, integrando utilmente la disciplina della MiFID (cfr. *Cesr's Report on Packaged Retail Investment Products*, cit.). Questo aspetto è stato rilevato anche in documento preliminare della Commissione Europea (*Update on Commission Work on Packaged Retail Investment Products*, 16 dicembre 2009).

Rischi e opportunità per la Consob

Le disomogeneità nei regimi di disclosure applicabili in base alla vigente disciplina comunitaria, le diversità delle prassi di vigilanza nell'approvazione dei prospetti e l'assenza di un'informativa di sintesi armonizzata sulle caratteristiche e il profilo di rischio-rendimento creano spazi per arbitraggi regolamentari e possono impedire agli investitori al dettaglio di pervenire a un fondato giudizio sulla convenienza dell'investimento in prodotti non rappresentativi di capitale di rischio. Ulteriori elementi che concorrono a creare spazi per arbitraggi regolamentari sono rappresentati dalle diversità nelle regole di condotta applicabili in fase di collocamento (MiFID per fondi e strumenti finanziari, altre direttive per le polizze).

5 Le agenzie di *rating*

Fattori di contesto esterno

- Regolamento comunitario sulle agenzie di *rating*
- Riforma dell'assetto del sistema europeo di vigilanza finanziaria

Impatto sui partecipanti al mercato

- Il potenziale miglioramento della qualità del *rating* potrebbe accrescere la fiducia dei partecipanti al mercato, ampliare il set di strumenti finanziari considerati per le scelte di investimento e migliorare la diversificazione di portafoglio
- I partecipanti al mercato potrebbero percepire i *rating* rilasciati dai soggetti vigilati come assistiti da garanzia di qualità e fare su di essi un eccessivo affidamento

La crisi *subprime* ha riproposto all'attenzione dei regolatori il tema dell'inadeguatezza dei giudizi delle agenzie di *rating*, già emerso in occasione di alcuni grandi fallimenti societari (tra i quali Parmalat ed Enron). Sul piano informativo il *rating* si è rivelato elemento cruciale nelle operazioni di finanza strutturata, a causa della complessità dei prodotti oggetto di valutazione, dell'opacità dei soggetti emittenti (SIV, *conduit* e veicoli che emettono CDO), dell'assistenza prestata dalle agenzie ai fini della configurazione dell'operazione, mirata al raggiungimento dell'obiettivo di *rating* prefissato dall'*originator*.

La riflessione sulle possibili strategie di intervento, avviata anche dal Rapporto del

Financial Stability Forum dell'aprile 2008, ha condotto all'adozione in ambito europeo di un Regolamento in materia di agenzie di *rating*, promulgato dal Parlamento e dal Consiglio europeo il 16 settembre 2009 (Riquadro 4). Tale Regolamento, tuttavia, è destinato a subire significativi emendamenti a seguito della presentazione della proposta di Regolamento del 2 giugno 2010. Tale proposta prevede che vengano attribuiti poteri esclusivi di vigilanza sulle agenzie di *rating* alla istituenda Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA). In particolare, si propone di attribuire a tale Autorità la tenuta del registro delle agenzie di *rating*, il potere di richiedere informazioni, il potere di svolgere attività di accertamento anche mediante ispezioni presso le agenzie nonché il potere di

Riquadro 4

Il Regolamento comunitario sulle agenzie di *rating*

Il Regolamento comunitario sulle agenzie di *rating* si applica ai giudizi emessi dalle agenzie registrate nella Comunità e divulgati al pubblico (non si applica invece ai *rating* privati prodotti su commissione e non destinati alla divulgazione al pubblico). La nuova disciplina si propone di accrescere la trasparenza in sede di emissione dei giudizi, alimentando la competitività del mercato delle agenzie e incentivando l'innovazione e l'affidabilità dei processi valutativi; di assicurare che il processo di valutazione sia caratterizzato da adeguati standard di qualità; di salvaguardare l'integrità e l'indipendenza delle agenzie.

La vigilanza in fase di registrazione

Il Regolamento attualmente stabilisce che l'utilizzo del *rating* a fini regolamentari sia possibile solo per i giudizi emessi da agenzie stabilite e registrate nella Comunità. Le domande di registrazione devono essere indirizzate al Cesr, che provvede a notificarle alle Autorità competenti di tutti i paesi membri e a prestare assistenza all'Autorità del paese di origine dell'agenzia al fine di verificare la completezza delle domande. Il Cesr tiene anche un registro centrale per la conservazione e la pubblicazione di informazioni relative, tra l'altro, ai *rating* emessi in passato dalle agenzie registrate ed esercita attività di mediazione nel caso di disaccordo tra le Autorità competenti che fanno parte del collegio di vigilanza. La registrazione è efficace in tutta la Comunità in seguito alla decisione adottata dall'Autorità competente dello Stato membro d'origine congiuntamente alle altre Autorità che partecipano al collegio di vigilanza.

Dopo aver ricevuto la richiesta di registrazione (entro 10 giorni), l'Autorità dello Stato d'origine invita le Autorità competenti di tutti i paesi membri a partecipare al collegio di vigilanza delle agenzie. Le Autorità che, oltre a quella del paese di origine, possono essere membri del collegio sono quelle dello Stato in cui ha sede una succursale dell'agenzia e l'uso per fini regolamentari dei giudizi rilasciati dall'agenzia è diffuso o è comunque probabile che abbia un impatto significativo (le Autorità per le quali non ricorrono queste condizioni possono comunque partecipare alle riunioni del collegio e a talune attività del collegio stesso). Le Autorità competenti dispongono di tutti i poteri di vigilanza informativa e ispettiva necessari per l'esercizio delle loro funzioni. È prevista inoltre la nomina di un *facilitator* per favorire la cooperazione tra le Autorità del collegio, coordinarne le attività e agevolare lo scambio di informazioni.

Ai fini della registrazione, l'Autorità del paese di origine e quelle che compongono il collegio esaminano la domanda presentata dall'agenzia e si adoperano per raggiungere un accordo circa l'accoglimento o il rifiuto della domanda stessa. Nel caso di disaccordo, il Cesr viene coinvolto per dirimere la controversia; qualora non si riuscisse a raggiungere una decisione condivisa, l'Autorità del paese di origine deve respingere la richiesta, motivando la decisione.

La vigilanza on-going

Le Autorità del paese di origine possono revocare la registrazione, emanare un divieto temporaneo di emissione di *rating*, sospendere l'utilizzo a fini regolamentari, adottare provvedimenti ingiuntivi, rendere note al pubblico le violazioni commesse dalle agenzie e comunicare all'Autorità giudiziaria le ipotesi di illecito penale. Tali decisioni sono efficaci in tutta la Comunità e sono assunte autonomamente, sia pure dopo aver consultato il collegio anche qualora non sia stato raggiunto un accordo tra i membri del collegio stesso. Al proposito, è prevista una procedura di mediazione che vedrebbe coinvolto il Cesr. Se la richiesta di revoca della registrazione viene sottoposta al collegio da un'Autorità dei paesi ospitanti, la *home country authority* può decidere di non accogliere la richiesta motivando il diniego.

Poteri di intervento sono riconosciuti, inoltre, anche alle Autorità competenti dei paesi ospitanti membri del collegio. Con effetto limitato all'interno della propria giurisdizione, esse possono adottare misure ingiuntive (mirate a garantire l'adempimento degli obblighi di legge) e sospendere l'uso del *rating* a fini regolamentari da parte dei soggetti con sede legale nella propria giurisdizione. L'adozione di tali misure è comunque subordinata alla consultazione del collegio anche se, qualora non si raggiunga l'accordo tra i membri del collegio, le Autorità competenti dei paesi ospitanti possono attuare le misure proposte.

Le Autorità dei paesi ospitanti possono sottoporre al collegio l'esame della possibile adozione di misure con efficacia in tutta la Comunità concernenti rispettivamente la temporanea interdizione al rilascio del *rating*, la sospensione dell'uso del *rating* e i provvedimenti ingiuntivi.

irrogare sanzioni (le sanzioni pecuniarie verrebbero proposte e successivamente irrogate dalla Commissione Europea). La versione attuale del Regolamento comunitario prevede, invece, che la registrazione delle agenzie e la vigilanza *on-going* siano assegnate alle Autorità nazionali anche tramite la partecipazione a un collegio composto dalle Autorità competenti degli altri paesi membri³². Poiché allo stato non è agevole prevedere l'esito del dibattito sulla citata proposta di attribuzione dei poteri di vigilanza all'ESMA, la discussione che segue si basa sull'ipotesi che le Autorità nazionali saranno chiamate, comunque, a cooperare con la citata autorità europea anche nello svolgimento di compiti tecnici. Inoltre, il Regolamento in vigore obbliga le autorità competenti a procedere agli adempimenti finalizzati alla registrazione delle agenzie di rating secondo la disciplina ivi prefigurata. A tal fine la Consob è stata indicata dalla legge comunitaria per il 2009 quale autorità competente per l'Italia agli adempimenti di cui al Regolamento vigente.

La Commissione Europea ha annunciato, infine, la presentazione nell'autunno del 2010 di una comunicazione in materia di *overreliance* sul rating che potrà precludere a ulteriori modifiche dell'assetto normativo in materia.

La Consob potrebbe avere l'opportunità di svolgere un ruolo attivo nella vigilanza delle agenzie sia in quanto Autorità del paese d'origine per le agenzie con sede in Italia sia in quanto Autorità del paese ospitante per le agenzie con sede legale in altri paesi ma i cui giudizi siano utilizzati in modo diffuso e con un impatto significativo in Italia. Peraltro, dai contatti preliminari con le principali agenzie di rating internazionali è emerso che queste ultime intendono mantenere una sede legale operativa anche in Italia, per cui la Consob potrebbe acquisire anche per tali agenzie il ruolo di Autorità del paese di origine. L'Istituto potrebbe quindi partecipare al processo

di registrazione delle agenzie, nonché alla vigilanza *on-going*, ed esercitare i più incisivi poteri di intervento riconosciuti alle Autorità del paese di origine (sia pure nell'ambito del collegio europeo). In particolare, nel caso in cui riscontrasse irregolarità, la Consob potrebbe esercitare autonomamente (sebbene previa consultazione del collegio) diversi poteri interdettivi, fino a sospendere l'utilizzo dei giudizi emessi dall'agenzia per finalità regolamentari.

Il Regolamento comunitario sulle agenzie di *rating* potrebbe dunque consentire all'Istituto di controllare, sia pure nel rispetto dei vincoli imposti dalla partecipazione a collegi di vigilanza appositamente istituiti a livello europeo, che l'organizzazione delle agenzie e le procedure di emissione dei relativi giudizi rispondano a requisiti di integrità, indipendenza e trasparenza. L'attività di vigilanza, tuttavia, non potrà essere volta a garantire, la "efficienza informativa" del *rating*, cioè la capacità dello stesso di riflettere correttamente l'effettiva probabilità di *default* sulla base di tutte le informazioni disponibili sull'emittente; né le Autorità potranno effettuare valutazioni di merito circa i modelli e dati utilizzati dalle agenzie (rimanendo, tuttavia, la possibilità di verificare l'adeguatezza e la completezza delle informazioni utilizzate per emettere il rating e la correttezza nella presentazione delle stesse nonché dei modelli utilizzati). L'esercizio dei poteri dell'Istituto potrebbe essere, tuttavia, meno incisivo nei confronti degli operatori con sede legale all'estero, in quanto eventuali provvedimenti sarebbero efficaci solo sul territorio nazionale e comunque subordinati alla valutazione del collegio dei supervisor europei (salvo quanto in precedenza riferito circa la propensione delle grandi agenzie di rating internazionali a mantenere comunque una sede legale operativa in Italia)³³.

32 Ovvero, come sarà illustrato nel riquadro 4, anche isolatamente dalle singole Autorità nazionali, che possono, al termine di una specifica procedura, adottare provvedimenti interdittivi e cautelari la cui efficacia è limitata al proprio ordinamento.

33 Un profilo di possibile criticità riguarda il finanziamento dei costi di vigilanza sulle agenzie di rating. Le previsioni attuali stabiliscono che essi potranno essere finanziati attraverso l'applicazione di contributi di vigilanza ai soli soggetti registrati in Italia. Il Regolamento comunitario, infatti, assegna alla sola Autorità del paese

Rischi e opportunità per la Consob

Considerando che il rating ha ormai assunto una valenza fondamentale per l'informativa al mercato, la vigilanza sulle agenzie di rating costituirebbe l'opportunità per potenziare e allargare il perimetro dei controlli sull'informazione cosiddetta derivata (studi e ricerche prodotti dagli analisti, opinion rilasciate dalle società di revisione), integrando in maniera più strutturata tali controlli con l'attività ordinaria di supervisione delle informazioni diffuse al mercato dagli emittenti.

Con riferimento ai rischi, il Regolamento europeo crea la possibilità che la vigilanza sulle agenzie induca nei partecipanti al mercato un eccessivo affidamento sul rating, qualora la vigilanza venga percepita come garanzia di qualità ed efficienza informativa dei rating stessi.

La vigilanza sulle agenzie di rating, soprattutto se condotta nell'ambito di un sistema di controlli strutturato e continuativo, costituirebbe per la Consob una nuova area di attività e comporterebbe un carico di lavoro elevato, considerato l'impiego diffuso del rating anche nell'ambito dei prospetti informativi di strumenti finanziari. Sarà tuttavia necessario verificare il grado di efficacia del modello di vigilanza "misto home/host country" delineato nel Regolamento europeo nel garantire alla Consob adeguati poteri di vigilanza e di enforcement rispetto ai rating di agenzie registrate in altri paesi.

di origine la facoltà di richiedere un contributo alle agenzie. Questa criticità, tuttavia, potrebbe venire meno qualora, come prima indicato, le agenzie adottassero una struttura di gruppo con filiali registrate presso lo Stato nel quale hanno sede.

6 Frammentazione e trasparenza degli scambi sui mercati secondari

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 hanno posto le premesse per una 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 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 a 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 3 che la Consob ha trasposto nell'ordinamento nazionale. Non vi sono state, tuttavia, le auspiccate iniziative dell'industria volte ad assicurare un adeguato consolidamento delle informazioni.

In materia di trasparenza delle informazioni, il legislatore comunitario della MiFID ha dettato un articolato regime di trasparenza *pre-* e *post-*negoziazione 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 delle disomogeneità nell'interpretazione e nell'applicazione della disciplina comunitaria ricorrono rispetto 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. L'Italia ha introdotto gli obblighi in discorso e ha partecipato attivamente alle iniziative del Cesr che, dopo aver pubblicato un rapporto sul tema, ha successivamente inviato, anche su impulso di alcuni paesi tra i quali l'Italia, 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.

La MiFID ha comunque innovato profondamente lo scenario competitivo, che si caratterizza sempre più per una maggiore concorrenza fra piattaforme di negoziazione (mercati regolamentati e sistemi multilaterali di negoziazione). I mercati regolamentati, a fronte del rischio di erosione della propria posizione, hanno posto in essere strategie di acquisizione di nuove piattaforme e di aggregazione con altri mercati regolamentati³⁴ che consentono lo sfruttamento del-

³⁴ Si ricordano le operazioni che hanno portato alla nascita di Euronext (integrazione dei mercati di Parigi, Bruxelles, Amsterdam e Lisbona) e OMX (alleanza tra i mercati nordici di Stoccolma, Helsinki, Copenhagen, Reykjavik, Vilnius, Tallin e Riga) e le tre importanti fusioni realizzate nel 2007, ossia rispettivamente quella di NYSE e Euronext, Borsa Italiana e LSE, NASDAQ e OMX.

le economie di scala e la diversificazione dei servizi offerti. Sono aumentate, inoltre, le richieste di deroghe al regime di trasparenza *pre-trade* delineato dalla MiFID, dato l'interesse da parte dei mercati regolamentati e degli Mtf al lancio delle cosiddette *dark pool* (NYSE Euronext e Nasdaq OMX), che soddisfano soprattutto le esigenze degli investitori istituzionali³⁵.

È in crescita, inoltre, la concorrenza tra mercati e intermediari, sia per il forte incentivo da parte di questi ultimi a indirizzare i flussi di negoziazione verso piattaforme partecipate, che a loro volta attirano liquidità anche grazie a politiche di *pricing* aggressive³⁶, sia per la tendenza a svolgere attività molto vicine a quella dell'internalizzazione sistematica (senza qualificarla come tale), ovvero ad avviare sistemi di incrocio degli ordini (cosiddetti *crossing networks*). Queste ultime iniziative sembrano peraltro non ricadere nelle tipologie di *trading venues* disegnate dalla MiFID (Mtf e internalizzatori sistematici), sfuggendo di conseguenza al regime regolamentare a esse associato³⁷.

Tali fenomeni, maggiormente evidenti a livello europeo e in merito ai quali lo stesso Cesr ha avviato alcuni approfondimenti, non hanno ancora assunto proporzioni rilevanti nel contesto italiano. Ciò è dovuto, verosimilmente, sia a un effetto inerziale legato all'applicazione dell'ob-

bligo di concentrazione degli scambi nei mercati regolamentati, sia al fatto che i sistemi multilaterali di negoziazione europei hanno iniziato solo di recente a negoziare titoli italiani. La liquidità sui titoli italiani è, pertanto, ancora "concentrata" nei mercati regolamentati domestici e, nel caso dei titoli azionari, nei mercati gestiti da Borsa Italiana³⁸; sono in aumento, tuttavia, le iniziative volte a canalizzare i flussi degli ordini sulle azioni italiane su altri mercati regolamentati e Mtf esteri.

L'esperienza di vigilanza maturata dalla Consob indica che la crescente tendenza alla frammentazione degli scambi innescata dalla MiFID comporta il rischio di un peggioramento della qualità dell'informazione disponibile a pubblico. Tale criticità si pone soprattutto con riferimento agli scambi realizzati al di fuori dei mercati regolamentati, vista la tendenza degli intermediari a pubblicare le informazioni attraverso molteplici canali (spesso solo sui propri siti internet) e in un formato che ostacola un eventuale consolidamento con dati rivenienti da altre fonti; l'eterogeneità dei canali e dei formati in cui viene pubblicata l'informazione rende inoltre molto complessa e onerosa l'attività di vigilanza sulla correttezza dei dati pubblicati³⁹.

La mancata armonizzazione del regime di trasparenza sulle transazioni aventi ad oggetto

35 L'espressione *dark pool* indica i sistemi in cui gli ordini immessi (tipicamente da investitori istituzionali e aventi ad oggetto i cosiddetti "blocchi", cioè operazioni di controvalore molto elevato) e in attesa di esecuzione non sono visibili al pubblico e dunque i relativi scambi vengono di fatto realizzati al di fuori dei mercati regolamentati. Da una prima analisi del fenomeno, è emerso che la diffusione delle *dark pools* non ha comportato una vera e propria diversione degli scambi dai mercati regolamentati, in quanto già prima dell'introduzione della MiFID i blocchi erano esentati dall'obbligo di concentrazione ed erano eseguiti OTC.

36 Un esempio in tal senso è rappresentato da Chi-X, che applica ai *traders* commissioni differenziate a seconda del tipo di ordine immesso (cioè ordini con limite di prezzo, cosiddetti *limit orders*, ovvero ordini cosiddetti "al meglio", *market orders*).

37 L'obiettivo dichiarato dagli intermediari che hanno avviato *crossing networks* e che non si definiscono internalizzatori sistematici sembra essere quello di eseguire le operazioni OTC per evitare le relative *fees* di negoziazione applicate dalle *trading venues*, fermo restando il rispetto degli obblighi normativi di *best execution* e *post-trade transparency*.

38 Con riferimento ai titoli del FTSE MIB, a marzo 2010 Borsa Italiana risultava la principale sede di negoziazione, con circa il 70% del totale del controvalore scambiato; gli Mtf attivi sui titoli italiani avevano una quota di poco inferiore al 10%, mentre gli scambi OTC pesavano per il 20% circa (elaborazioni su dati del *transaction reporting*). Gli Mtf attivi sui titoli italiani sono Chi-X e Turquoise, inizialmente operativi su titoli anglosassoni. Chi-X quota i 40 titoli del FTSE MIB, mentre Turquoise consente la negoziazione di circa 200 azioni italiane. Sebbene non sia ancora rilevante, l'operatività di Chi-X e Turquoise su titoli italiani appare in costante crescita, anche grazie alle politiche tariffarie aggressive e all'utilizzo di un'avanzata infrastruttura tecnologica.

39 Quando relativi agli scambi su mercati regolamentati o Mtf, i dati diffusi risultano complessivamente affidabili, 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.

Fattori di contesto esterno

- Sviluppo di nuove sedi di negoziazione e aumento della frammentazione degli scambi
- Crescita della richiesta di deroghe al regime di trasparenza su scambi azionari
- Trasparenza degli scambi su strumenti non azionari non armonizzata in ambito europeo

Impatto sui partecipanti al mercato e sulla piazza finanziaria italiana

- Abbassamento della qualità delle informazioni sugli scambi
 - Arbitraggi regolamentari e incentivi a un abbassamento degli standard di vigilanza
-

strumenti non azionari compromette l'attività di vigilanza sulla regolarità degli scambi sui mercati secondari di obbligazioni e altri strumenti finanziari *non equity*, oltre naturalmente a creare spazi per arbitraggi regolamentari fra diversi ordinamenti. Altrettanto critiche risultano le disomogeneità nell'interpretazione e nell'applicazione delle disposizioni comunitarie da parte dei diversi Stati membri: si è già fatto riferimento, ad esempio, al regime di autorizzazione alla deroga alla trasparenza *pre-trade* per i mercati

regolamentati e gli Mtf e all'inquadramento di iniziative degli operatori che potrebbero sfuggire all'applicazione degli obblighi di trasparenza (come i *crossing networks*). Le difformità negli approcci di vigilanza relativamente all'autorizzazione di deroghe al regime di trasparenza possono concorrere ad aumentare l'"opacità" rispetto a un volume di operazioni significativo, con conseguenti ripercussioni sulla qualità del processo di formazione dei prezzi e sul *level playing field* nell'offerta dei servizi di negoziazione.

Rischi e opportunità per la Consob

L'aumento della frammentazione degli scambi porta a un abbassamento della qualità delle informazioni sulle transazioni disponibili al pubblico. Ciò, a sua volta, ostacola eventuali iniziative di consolidamento delle informazioni e rende più complessa e onerosa la vigilanza sull'adempimento degli obblighi di trasparenza previsti dalla MiFID.

Le difformità nel regime di trasparenza post-trade per gli strumenti non azionari e nell'applicazione delle disposizioni comunitarie in materia di trasparenza pre-trade per quelli azionari, riconducibili ai margini di discrezionalità concessi dalla MiFID nonché ad approcci di vigilanza eterogenei, determinano rischi di arbitraggi regolamentari e possono causare un abbassamento generalizzato dei livelli di trasparenza (cosiddetta race to the bottom).

Il processo di revisione della MiFID, che verrà avviato nel 2010, costituisce quindi un'opportunità per promuovere una maggiore armonizzazione nell'applicazione della disciplina esistente e per estenderne l'ambito di applicazione.

7 Gli abusi di mercato

Fattori di contesto esterno

- Debolezza delle procedure di gestione delle informazioni privilegiate da parte degli emittenti quotati
- Basso livello qualitativo delle segnalazioni di operazioni sospette

Impatto sui partecipanti al mercato e sulla piazza finanziaria italiana

- Aumento delle asimmetrie informative e delle opportunità di abusi di mercato
-

La Direttiva sugli abusi di mercato (Direttiva 2003/6/CE) ha potenziato gli strumenti per la prevenzione e l'accertamento delle condotte illecite dettando disposizioni, rispettivamente, in materia di gestione delle informazioni privilegiate da parte degli emittenti e di segnalazione delle operazioni sospette da parte degli intermediari.

Con riguardo al primo aspetto, si ricorda che accanto all'obbligo di comunicare al pubblico le informazioni privilegiate, il Tuf prevede la possibilità per le società quotate di differire la *disclosure*, a condizione che ciò non induca "in errore il pubblico su fatti e circostanze essenziali" e che le stesse società siano in grado di garantirne la riservatezza. Il Regolamento emittenti identifica la tipologia di misure organizzative che devono essere attuate per evitare una impropria circolazione (interna ed esterna) delle informazioni privilegiate; qualora il vincolo di confidenzialità si rompa, gli emittenti devono procedere senza indugio alla *disclosure*.

Le norme in materia di *internal dealing* integrano le disposizioni volte a prevenire comportamenti illeciti individuando i soggetti che devono rendere noto alla Consob e al pubblico le operazioni aventi ad oggetto azioni e strumenti finanziari della società quotata. Quest'ultima è a sua volta direttamente coinvolta nell'assolvimento dell'obbligo di pubblicità, dovendo, allo scopo, istituire anche una specifica procedura.

L'obbligo di tenere un registro delle persone che hanno accesso a informazioni privilegiate (cosiddetto registro degli *insiders*) completa la disciplina in discorso. La finalità di tale obbligo è quella di stimolare la costituzione di adeguate procedure interne sulla circolazione e il monitoraggio delle informazioni privilegiate, anche allo scopo di contenere il fenomeno dei *rumours* di mercato. I criteri in base ai quali viene adempiuto tale obbligo dovrebbero riflettere le scelte adottate dagli emittenti in materia di circolazione e monitoraggio delle informazioni privilegiate: in altri termini, essi possono essere definiti in funzione delle esigenze della struttura organizzativa di ciascun emittente.

Con riguardo alle disposizioni in tema di accertamento, al fine di agevolare l'individuazione delle condotte lesive dell'integrità dei mercati, la Direttiva prevede l'obbligo per gli intermediari di segnalare all'autorità competente i casi in cui maturino ragionevoli sospetti che le transazioni costituiscano un abuso di informazioni privilegiate o una manipolazione del mercato (cosiddette "operazioni sospette"). Sulla base di tale previsione, recepita nell'articolo 187-*nonies* del Tuf, la Consob ha indicato le categorie di soggetti tenuti a tale obbligo, gli elementi e le circostanze da prendere in considerazione per la valutazione dei comportamenti idonei a costituire operazioni sospette e le modalità e i termini per effettuare le suddette segnalazioni.

Rischi e opportunità per la Consob

La significatività del fenomeno dei rumours, che segnala debolezze nella gestione delle informazioni privilegiate da parte delle società quotate, aumenta la probabilità di condotte illecite e rende più complesso assicurare l'ordinato svolgimento delle negoziazioni.

In una successiva Comunicazione, l'Istituto ha recepito la disciplina di livello 3 del Cesr relativa alle condotte che possono configurare ipotesi di manipolazione del mercato e di operazioni sospette e ha individuato alcuni possibili parametri o elementi che possono indurre l'intermediario a maturare il ragionevole sospetto di trovarsi in presenza di una possibile condotta illecita. L'obiettivo è naturalmente quello di ricevere dagli intermediari abilitati (SGR, banche e Sim) e dalle società di gestione del mercato segnalazioni che abbiano un effettivo "valore aggiunto" e che possono amplificare le capacità di individuazione degli abusi di mercato da parte della Consob, facendo luce su casi che difficilmente potrebbero essere rilevati nell'ambito dell'ordinaria attività di controllo sui mercati a pronti e su quelli di strumenti derivati.

L'esperienza applicativa della disciplina in materia di gestione delle informazioni privilegiate e di segnalazione delle operazioni sospette mostra che l'adempimento di tali obblighi da parte dei soggetti vigilati è suscettibile di significativi miglioramenti.

Con riferimento alla gestione delle informazioni privilegiate, la diffusione e la frequenza dei *rumours* registrati in prossimità di eventi societari di rilevante impatto sull'andamento dei prezzi testimonia, infatti, una persistente carenza nelle misure adottate dalle società per assicurare la riservatezza su vicende in corso di evoluzione. È verosimile che le maggiori debolezze derivino dall'alto numero di soggetti *insiders*, dalla mancanza di un controllo formale sulla dispersione dell'informazione, dalla limitata formazione del personale di staff non professionale e da un eccesso di fiducia sulla confidenzialità dei terzi coinvolti.

La circolazione di indiscrezioni tra gli addetti ai lavori e la loro conseguente possibile pubblicazione da parte degli organi di informazione, sia tradizionali che di nuova generazione (siti e *blog* su internet), creano asimmetrie informative e aumentano la volatilità delle quotazioni.

Con riguardo alle segnalazioni di operazioni sospette trasmesse dagli intermediari, l'esperienza maturata finora evidenzia che, benché estremamente importanti per la rilevazione di potenziali abusi di mercato, esse spesso contengono informazioni parziali in quanto non identificano esplicitamente la fattispecie abusiva, ovvero non soddisfano il cosiddetto "test di ragionevole sospetto" in quanto non ne argomentano adeguatamente i motivi⁴⁰; l'analisi di tali segnalazioni ai fini della individuazione di un'eventuale condotta illecita risulta pertanto poco agevole e distrae risorse già scarse da attività altrettanto prioritarie. Le segnalazioni, inoltre, si riferiscono prevalentemente a operazioni poste in essere da persone fisiche e di importi ridotti, provenendo nella maggior parte dei casi da intermediari che fungono da raccoglitori di ordini e servono soprattutto clientela di tipo *retail*. L'evidenza appena ricordata è coerente con le risultanze di accertamenti ispettivi, condotti su alcuni intermediari specializzati nell'offerta di servizi di *trading on line*, dalle quali si evince che le procedure adottate per l'individuazione delle operazioni sospette sono carenti nei contenuti e/o nelle modalità di applicazione. In particolare,

⁴⁰ Nel caso delle segnalazioni di sospetto insider trading, ad esempio, spesso manca la connessione tra operatività segnalata ed effettiva diffusione sul mercato di informazioni price sensitive. In altri casi ancora, invece, la segnalazione risulta carente di una valutazione della reale attitudine dell'informazione diffusa a influenzare i prezzi.

talvolta le procedure sono risultate insoddisfacenti, mentre in altre circostanze, a fronte di procedure sofisticate, si è comunque riscontrata la propensione degli intermediari a disattivare gli allertatori di anomalie che generano le segnala

zioni, sulla base dell'assunto che l'operatività del cliente cui corrispondono le anomalie sia di fatto "normale", nonostante le peculiarità e le atipicità che spesso possono contraddistinguere l'operatività dei *traders on line*.

Rischi e opportunità per la Consob

Le carenze riscontrate nell'applicazione delle norme in materia di segnalazione di operazioni sospette inducono effetti negativi sull'uso delle risorse della Consob e determinano il rischio che l'enforcement della disciplina degli abusi di mercato risulti poco efficace.

8 Quantificazione dei rischi e definizione delle priorità

Nei paragrafi precedenti sono stati delineati i principali fattori di rischio derivanti dall'evoluzione del quadro normativo e degli assetti di mercato.

I rischi possono essere qualificati e misurati in termini di rilevanza del potenziale impatto sulla missione dell'Istituto, prendendo in considerazione tre parametri: la probabilità che l'evento che definisce il rischio si materializzi (P), il grado di rilevanza dell'evento rischioso, cioè la possibilità di conoscere e rilevare per tempo la materializzazione dell'evento (R) e l'impatto o la gravità dell'evento rispetto alla missione dell'Istituto (G). La quantificazione di tali parametri si basa su di un punteggio che va da 1 a 10 e che misura in senso crescente la probabilità e l'impatto (1 basso impatto o bassa probabilità e 10 alto impatto o alta probabilità) e in senso decrescente la rilevanza (1 elevata possibilità di rilevare il fattore di rischio e 10 impossibilità di rilevare il fattore di rischio).

La Figura 3 illustra la matrice dei rischi, discussi in precedenza, sulla base di una quantificazione dei parametri citati che riflette valutazioni basate sugli scenari evolutivi del quadro di riferimento. La porzione in alto a destra del grafico individua le aree di rischio per le quali il livello di priorità delle azioni correttive è più elevato (in particolare, dove l'impatto, rappresentato dalla dimensione delle sfere, è più rilevante).

I rischi con una maggiore probabilità di manifestazione sono legati a eventi che rappresentano in una certa misura caratteristiche strutturali del nostro sistema finanziario (assetti di *governance* deboli e scarsa partecipazione alla vita societaria da parte degli azionisti di minoranza; bassa qualità della consulenza e scarso orientamento al servizio da parte degli intermediari) o che emergono chiaramente dagli elementi informativi acquisiti nell'ambito dell'attività di vigilanza (tendenza a un'adesione formalistica al dettato della MiFID, che emerge soprattutto con riferimento al collocamento da parte delle ban-

che di prodotti propri, inadeguata *disclosure* dei profili di rischio-rendimento dei prodotti *non equity* e scarsa comprensione delle loro caratteristiche da parte degli investitori *retail*).

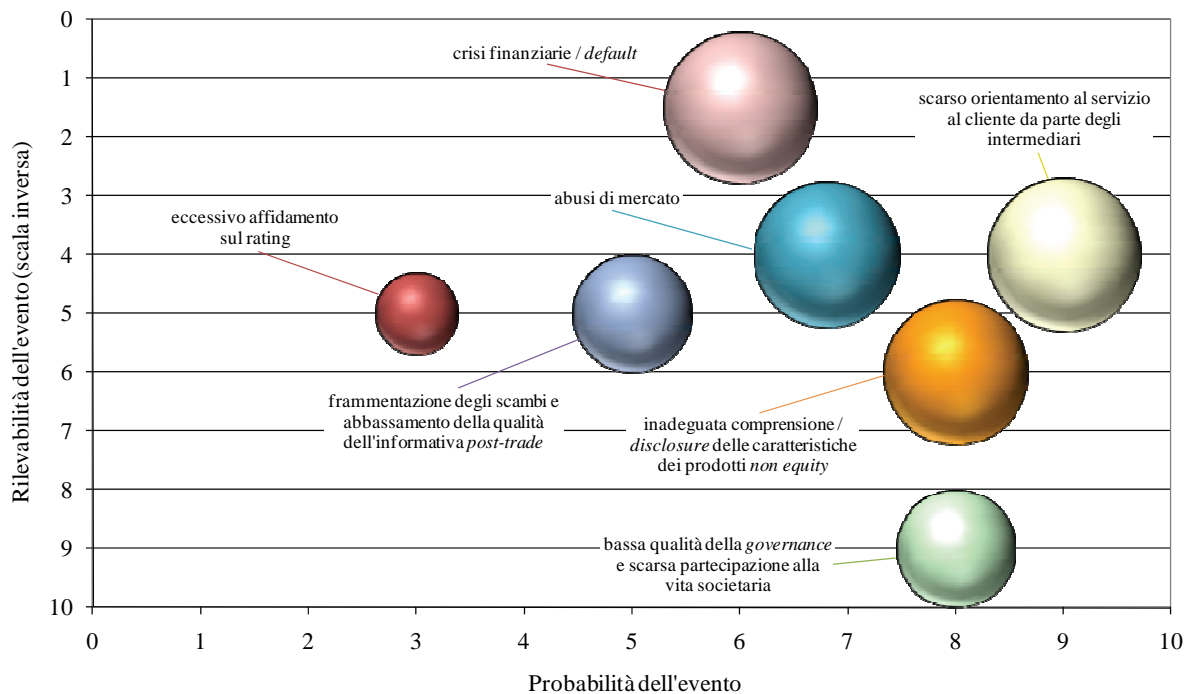
L'abbassamento della qualità dell'informativa *post-trade* può diventare un fattore di rischio rilevante qualora la tendenza alla frammentazione degli scambi si accentui ulteriormente, evento questo al quale può essere associata una probabilità medio-alta.

L'emergere di tensioni finanziarie e *default*, talvolta e non pienamente attesi dal mercato, rappresenta un fattore di rischio che, per i motivi prima evidenziati, può avere un forte impatto sulla capacità della Consob di assicurare il perseguimento dei propri obiettivi istituzionali, poiché determina incentivi alla manipolazione dell'informativa finanziaria e a condotte che possono portare a una espropriazione degli azionisti di minoranza. La probabilità di tale fattore di rischio dipende in larga misura dalle prospettive di evoluzione del quadro congiunturale, della situazione del mercato dei capitali e dai comportamenti degli intermediari bancari nelle politiche di offerta del credito.

Il rischio che la regolamentazione pubblica induca un eccessivo affidamento sul *rating* ha una probabilità stimabile su valori medio-bassi, anche in virtù dell'esperienza recente che ha caratterizzato il *default* Lehman e i *rating* dei titoli strutturati.

Alla luce delle prospettive di evoluzione dello scenario economico è verosimile che aumenti la diffusione di *rumours* in concomitanza di situazioni di tensione finanziaria non ancora note al mercato, acuendo le asimmetrie informative e il rischio di abusi di mercato. A tale rischio è riferibile una probabilità di manifestazione medio-alta, anche in considerazione del basso livello qualitativo sia delle procedure di gestione delle informazioni privilegiate da parte degli emittenti sia delle segnalazioni di operazioni sospette da parte degli intermediari.

Fig. 3 – Matrice dei rischi derivanti dall'evoluzione del contesto di riferimento
 (la dimensione della sfera indica la gravità dell'impatto dell'evento)



1 Rafforzare la vigilanza sull'informazione finanziaria mantenendo un adeguato bilanciamento fra gli interessi del mercato e quelli delle società

La Consob rafforzerà la vigilanza sulla trasparenza e la correttezza dell'informativa finanziaria attraverso investimenti in risorse professionali specializzate, nell'ambito delle strutture preposte ai controlli sui mercati secondari, in modo da assicurare che il flusso informativo prodotto dagli emittenti sia sempre pienamente rispondente alle esigenze conoscitive degli investitori e consenta un regolare e ordinato processo di formazione dei prezzi.

Le previsioni complessivamente negative sul quadro congiunturale e sulle condizioni del mercato dei capitali, delineate nel precedente capitolo, comportano il rischio che la situazione di emittenti apparentemente "sani" precipiti bruscamente verso crisi finanziarie o vere e proprie insolvenze che possono "sorprendere" gli operatori, incidendo negativamente sull'ordinato svolgimento delle negoziazioni e sulla tutela degli interessi degli investitori *retail*.

Tuttavia, il precipitare della situazione finanziaria delle imprese in modo più o meno brusco rappresenta un caso particolarmente evidente di un problema più generale – che quindi interessa anche le imprese con assetti economici e patrimoniali stabili o con prospettive positive – che è quello di garantire un'efficiente interlocuzione con gli emittenti affinché l'informativa continua sugli eventi in corso di formazione sia sempre pienamente rispondente alle esigenze conoscitive della comunità finanziaria (e in particolare modo degli analisti che producono report e studi periodici sulle imprese, che spesso hanno

un elevato impatto sul processo di formazione dei corsi azionari).

È solo attraverso una stretta interazione con gli emittenti in occasione della "produzione" dell'informativa continua su eventi societari in corso di evoluzione che la Consob può conseguire un effettivo innalzamento del valore aggiunto e della qualità dell'informativa al mercato in modo da garantire un costante e corretto processo di formazione dei prezzi azionari.

La Consob intende dunque creare delle unità specializzate (anche in funzione dei settori industriali) – nell'ambito delle strutture preposte alla vigilanza sui mercati secondari – in grado di interagire con gli emittenti e con gli analisti finanziari e di verificare che l'informativa al mercato rifletta, per analiticità dei contenuti e tempestività, tutti gli elementi necessari per garantire l'efficienza del processo di formazione dei prezzi.

Questo tipo di controlli rappresenta, ovviamente, la prima fase di un processo più strutturato e integrato di vigilanza sull'informativa societaria, che vede il coinvolgimento di altre

strutture preposte all'analisi dell'integrità dell'informativa contabile e della qualità dei sistemi di controllo di gestione e di controllo interno degli emittenti. Il potenziamento dei controlli sull'informativa continua consente, tuttavia, di intercettare tempestivamente i segnali di anomalie che possono implicare sia un eccesso di reazione del mercato rispetto a notizie positive – innescando bolle speculative o forte volatilità – sia, al contrario, una sottovalutazione di elementi di criticità che possono preludere a un brusco precipitare della situazione patrimoniale e finanziaria senza che il mercato sia pienamente consapevole di tali sviluppi. In questi casi, la capacità di intercettare segnali di potenziali anomalie consentirà di attivare interventi più mirati e penetranti – che richiedono tempi più lunghi – quali l'analisi della regolarità dell'informativa contabile, la richiesta di dati e notizie o l'audizione dei componenti dell'organo di controllo dell'emittente.

Al fine di cogliere tutti i potenziali segnali di anomalie nell'informativa continua è utile anche identificare alcuni "allertatori" basati non solo sull'evoluzione di talune grandezze contabili e di bilancio (per quanto si tratti di elementi informativi di natura "storica" che inevitabilmente sono di utilità limitata per tali fini) ma soprattutto sull'andamento di indicatori di mercato quali, ad esempio, le quotazioni dei *credit default swap* o gli *spread* sulle emissioni obbligazionarie, ovvero di indicatori basati su modelli di valutazione del rischio di credito simili a quelli utilizzati dagli stessi intermediari bancari.

Ulteriori "allertatori" si colgono con riferimento alla "qualità" del sistema di controllo di

gestione e di controllo interno delle società. I fattori di ritardo nella conoscenza della reale situazione dell'emittente da parte del mercato possono derivare, infatti, anche da sistemi di controllo di gestione inadeguati o inefficienti, che non individuano e segnalano per tempo un deterioramento della situazione finanziaria, ovvero sistemi di controllo interno che non riescono a gestire e a fare emergere conflitti di interessi che distorcono i processi decisionali e l'informazione al mercato. Al fine di cogliere eventuali carenze nei meccanismi di controllo di gestione e di controllo interno, sarà potenziato l'utilizzo degli elementi informativi acquisiti dalle società di revisione e dagli organi di controllo interno (anche attraverso la rimodulazione del contenuto delle schede di controllo dei revisori e dei sindaci).

Relativamente agli emittenti selezionati, sulla base degli allertatori prima indicati, potranno essere definiti obblighi informativi aggiuntivi e mirati secondo un'apposita procedura che consentirà di graduare i controlli in funzione del livello di rischio.

Oltre ai citati indicatori di anomalie, il potenziamento della vigilanza sull'informazione finanziaria sarà basato anche sui segnali che si possono inferire dalle indicazioni di tipo prospettico contenute nella cosiddetta informazione "derivata". Risulta cruciale, dunque, rafforzare la vigilanza anche su questo tipo di informativa al fine di migliorarne l'utilizzo per finalità segnalatiche dell'evoluzione della situazione patrimoniale e finanziaria degli emittenti.

Il moltiplicarsi delle fonti informative rilevanti per il mercato, con lo sviluppo di forme di

La Consob rafforzerà la vigilanza sull'informazione derivata sugli emittenti quotati al fine di potenziare la capacità di cogliere e di interpretare i diversi segnali, talora anche contraddittori, che si manifestano in conseguenza dell'arricchimento del patrimonio informativo a disposizione del mercato. Tale potenziamento potrebbe riguardare, in particolare, anche le agenzie di *rating*. La Consob intende avviare, al contempo, iniziative di *investor education* per evitare che l'introduzione di un sistema di controllo pubblico induca un eccessivo affidamento nel *rating*.

informazione derivata di approfondimento di quella "primaria" fornita dagli emittenti, è legato non solo al ruolo sempre più cruciale degli analisti che producono studi o giudizi di *rating*, ma anche al crescente impatto di *blog* e *forum* su internet dove gli investitori (*retail*) condividono opinioni e giudizi sugli emittenti e sulla dinamica dei prezzi azionari. L'informazione derivata si connota inoltre per la progressiva divaricazione tra le fonti e gli utenti dell'informazione, tradizionalmente convergenti sia in termini di localizzazione geografica (per la natura prevalentemente domestica degli emittenti e degli investitori), sia di piattaforme di negoziazione (per la quotazione su un solo mercato sul quale opera la maggior parte degli investitori).

L'evoluzione quali-quantitativa dell'informazione societaria, sia sul piano dei comportamenti di mercato che delle regole, attribuisce maggiori responsabilità a tutti i soggetti coinvolti nei processi di formazione, diffusione e analisi dell'informazione e, in particolare, alla Consob chiamata a vigilare sull'integrità dell'informativa al mercato e sul regolare processo di formazione dei prezzi.

L'Istituto adeguerà la propria attività di vigilanza al fine di garantire il coordinamento delle informazioni e di aumentare la capacità di cogliere e interpretare i diversi segnali, talora anche contraddittori, che si manifestano in conseguenza dell'arricchimento del patrimonio informativo a disposizione del mercato. In particolare, il valore segnaletico degli studi degli analisti (ad esempio, *target price* e tasso di crescita atteso degli utili) e delle valutazioni divulgate dalle agenzie di *rating* diventeranno uno strumento fondamentale ai fini del rafforzamento della vigilanza sull'informazione finanziaria delle società quotate.

Come già illustrato nel § 5 del Capitolo I, il Regolamento europeo sulle agenzie di *rating* offre l'opportunità di controllare le agenzie registrate nella Comunità Europea. Ciascuna Autorità competente, infatti, potrà esercitare poteri di

vigilanza sui soggetti con sede legale sul territorio nazionale (nella veste di *home country Authority*), ovvero ivi operanti tramite succursale e i cui giudizi siano utilizzati per fini regolamentari in modo diffuso e abbiano un impatto significativo (nella veste di *host country Authority*). Salvo verificare quale sarà il ruolo effettivo dell'ESMA, la Consob vigilerà sulle agenzie tenendo conto del più ampio obiettivo concernente il rafforzamento della qualità dell'informazione derivata, secondo le modalità previste al termine del processo di revisione del Regolamento comunitario in esito alla riforma del sistema di vigilanza europeo.

Sebbene, come chiarito precedentemente, l'azione di vigilanza non possa garantire l'efficienza informativa del *rating* – cioè la capacità del *rating* di riflettere correttamente l'effettiva probabilità di insolvenza alla luce di tutte le informazioni pubblicamente disponibili sull'emittente – le modalità di impostazione dei controlli dovranno basarsi, tra le altre cose, anche sulla verifica della coerenza del *rating* rispetto ad altre informazioni rese disponibili al mercato (siano esse dirette o derivate), in quanto possibili segnali di anomalie relative ad aree con riguardo alle quali il Regolamento comunitario assegna poteri diretti di intervento alle Autorità – integrità dei processi organizzativi e decisionali, mitigazione dei conflitti di interessi, trasparenza delle metodologie e dei dati utilizzati⁴¹.

Salvo valutare quali poteri attualmente attribuiti alle Autorità nazionali dal Regolamento comunitario saranno assegnati all'ESMA, la Consob svilupperà un modello di vigilanza per l'individuazione precoce di anomalie; esso peraltro dovrebbe integrarsi nel più ampio modello di valutazione del rischio di distorsione dell'informazione finanziaria e del rischio di emersione di

41 In generale, disallineamenti tra i rating e le indicazioni che si evincono da fonti alternative alle agenzie possono riflettere contenuti informativi e valutazioni soggettive differenti; diventano tuttavia rilevanti ai fini della vigilanza se sono configurabili come un allertatore di carenze organizzative e procedurali.

La Consob adotterà un approccio alla vigilanza informativa sulle società che manifestano i primi segnali di tensioni finanziarie in grado di bilanciare adeguatamente gli interessi delle società con quelli del mercato, sulla base di una procedura che delimiti l'area e i criteri di esercizio dei poteri discrezionali di cui l'Istituto è titolare.

tensioni finanziarie o *default* inattesi o improvvisi.

All'attività di vigilanza si affiancheranno, inoltre, iniziative di *investor education* volte, da un lato, a rendere il pubblico pienamente consapevole della natura e dei limiti delle competenze di vigilanza dell'Istituto in materia di *rating* e, dall'altro, a mitigare la propensione da parte degli investitori a fare un eccessivo affidamento sul *rating* stesso.

Con riferimento al primo aspetto, è necessario che gli operatori di mercato e i risparmiatori siano consapevoli che la Consob non può (e non deve) esercitare un controllo di merito sulle metodologie di formulazione del *rating*, tema questo sancito espressamente dal Regolamento comunitario⁴².

Con riferimento al secondo aspetto, invece, è necessario incentivare, nelle decisioni di investimento, l'utilizzo di indicatori e parametri che non poggino esclusivamente sul *rating*, mitigando l'*expectation gap* circa la "qualità" del contenuto informativo dei giudizi delle agenzie.

Come illustrato nel precedente capitolo sull'analisi dei fattori di rischio, si prefigura un forte aumento della probabilità che gli emittenti, soprattutto di medio-piccola dimensione, sperimentino tensioni finanziarie ed economiche anche gravi. Quando una società quotata manifesta i primi segnali che possono preludere a situazioni di crisi o di tensione finanziaria, la vigilanza sull'informativa societaria pone problemi specifici che nascono da interessi confliggenti fra

emittenti (azionisti attuali) e mercato (azionisti potenziali). In questi casi, l'esigenza di garantire un'informazione completa e corretta deve essere temperata con il bisogno di riservatezza della società e dei suoi azionisti (ai fini, ad esempio, di aumentare la probabilità del buon esito di operazioni volte a superare la situazione di crisi). Forzare le società in crisi alla *disclosure* di un insieme di informazioni molto ampio, da un lato, potrebbe avere un limitato valore aggiunto per gli analisti e per il mercato, qualora vi siano già sufficienti informazioni sulle prospettive dell'impresa, e dall'altro, potrebbe compromettere operazioni finanziarie, in corso o programmate, tese a ripristinare condizioni di equilibrio economico-finanziario (dismissione di *asset*, piani di ristrutturazione o di salvataggio), ovvero creare situazioni di svantaggio rispetto ai *competitors*.

Il Tuf prevede opportunamente che la Consob possa chiedere la diffusione di informazioni che, pur non essendo ancora qualificabili come privilegiate possono tuttavia risultare rilevanti per il mercato⁴³. Si tratta di un potere che l'Istituto ha esercitato prevalentemente nei confronti di società che incominciano a manifestare evidenti segnali di deterioramento della situazione economica e patrimoniale, ritenendo necessario integrare l'informativa al mercato con elementi conoscitivi aggiuntivi (ad esempio, livello delle disponibilità liquide, arco di tempo in cui le disponibilità liquide sono sufficienti in caso di impossibilità di accesso al mercato dei capitali o al credito bancario, eventuali richieste di rientro da parte delle banche e di altri creditori, difficoltà nella dismissione di *assets*, etc.).

42 Art. 20 del Regolamento, approvato dal Parlamento e dal Consiglio europeo il 23 aprile 2009.

43 Art. 114, comma 5, del Tuf.

Tali informazioni di natura contabile e finanziaria si collocano all'interno dell'area molto ampia delle informazioni "rilevanti" (informazioni potenzialmente utili per il mercato ma che l'emittente non è tenuto a rendere pubbliche ai fini della disciplina sugli abusi di mercato) i cui confini non sono sempre di facile identificazione rispetto all'area delle informazioni privilegiate o *price sensitive*⁴⁴ (informazioni che l'emittente deve invece autonomamente rendere pubbliche senza alcuna sollecitazione da parte della Consob).

La qualificazione delle citate informazioni come "rilevanti" per il mercato richiede valutazioni discrezionali spesso delicate; parimenti discrezionali sono le valutazioni circa il danno che la diffusione di informazioni può arrecare alle società. Gli emittenti che richiedono la sospensione degli obblighi di divulgazione di dati e notizie, a seguito di una sollecitazione da parte della Consob, sostengono, infatti, che da tale divulgazione potrebbe derivare loro un grave danno poiché la *disclosure* delle informazioni contabili e

finanziarie prima descritte può innescare reazioni da parte dei *competitors*, dei fornitori o delle banche finanziatrici che amplificano la situazione di difficoltà dell'impresa o impediscono la realizzazione dei piani di ristrutturazione⁴⁵. In questi casi la Consob, dovendo riconoscere l'effettiva sussistenza del "grave danno", è tenuta a effettuare valutazioni particolarmente complesse e delicate circa l'impatto della *disclosure* sulle prospettive dell'impresa.

Da queste considerazioni discende, quindi, la necessità di ricercare un adeguato bilanciamento fra le legittime esigenze di riservatezza degli emittenti e l'obiettivo di assicurare l'informativa al pubblico, così come la necessità di definire i criteri in base ai quali vengono esercitati i poteri discrezionali che l'ordinamento assegna alla Consob. A tal fine, verrà formulata un'apposita procedura con la quale sarà dettagliata la tipologia di informazioni che le società che manifestano sintomi di tensioni finanziarie, al ricorrere di circostanze predefinite, potranno essere chiamate a divulgare.

44 Definite dall'art. 181 del Tuf.

45 Art. 114, co. 6, del Tuf.

2 Monitorare le operazioni con parti correlate e i meccanismi di governo societario

La Consob definirà un modello di valutazione della qualità degli assetti di *governance* delle società quotate anche al fine di verificare il rispetto delle procedure che disciplinano l'effettuazione di operazioni con parti correlate.

Il problema strutturale che caratterizza la *governance* delle società quotate italiane, come illustrato nel § 2 del Capitolo I, deriva dai conflitti di interessi tra azionisti di controllo e azionisti di minoranza, essendo questi ultimi esposti al rischio che gli azionisti di controllo decidano di effettuare operazioni societarie che determinano un trasferimento di ricchezza a loro favore.

Le operazioni con parti correlate rappresentano uno degli strumenti principali per realizzare transazioni potenzialmente in danno agli azionisti di minoranza, qualora queste avvengano a prezzi diversi da quelli di mercato. La Consob, anche sulla base delle criticità che si sono manifestate negli ultimi anni, ritiene pertanto di importanza strategica porre in essere iniziative mirate a promuovere il miglioramento dei meccanismi di governo societario, in modo da contenere l'incentivo a comportamenti opportunistici da parte degli azionisti di maggioranza.

Sul piano regolamentare, la disciplina di attuazione dell'art. 2391-*bis* c.c. in materia di operazioni con parti correlate configura uno strumento per potenziare il controllo esterno del

mercato e i meccanismi di controllo interni alle società. Essa infatti offre all'Istituto l'opportunità di richiedere agli emittenti di rendere note al pubblico eventuali carenze riscontrate nelle procedure e negli assetti di *governance* che disciplinano l'effettuazione di operazioni con parti correlate (o atipiche e inusuali), aumentando così gli stimoli del mercato al miglioramento dei meccanismi di governo societario.

Più in generale, oltre al presidio specifico sulle operazioni con parti correlate, la Consob intende intraprendere un'azione di monitoraggio sistematico della qualità dei sistemi di *governance* delle società, sviluppando un modello per la formulazione di *rating* di *governance* sulla base sia di informazioni pubblicamente disponibili sia di dati e notizie che verranno richiesti in via sistematica alle società. Tale indicatore sintetico sulla qualità del governo societario consentirà di definire un meccanismo di *benchmarking* mirato all'individuazione delle società più carenti verso le quali attivare azioni sia di *moral suasion*, al fine di incentivare l'adeguamento ai migliori standard, sia di rafforzamento dell'informativa al mercato.

3 Vigilare sulla coerenza con l'impostazione della MiFID delle strategie di offerta di servizi di investimento da parte degli intermediari e promuovere l'innalzamento della qualità e lo sviluppo di una maggiore competizione nei servizi di consulenza

La Consob proseguirà le azioni di vigilanza e di confronto con gli intermediari tese a verificare l'effettiva transizione verso un modello di *business* fondato su scelte strategiche, meccanismi di selezione dei prodotti e di incentivazione delle reti distributive coerenti con l'obiettivo di servire al meglio gli interessi del cliente.

L'industria dell'intermediazione mobiliare in Italia, come già ricordato al § 3 del Capitolo I, è connotata da un assetto fortemente orientato all'attività distributiva, incentrato sulla prestazione di servizi di investimento normalmente a basso valore aggiunto per la clientela, e dall'impostazione di politiche di offerta ispirate a logiche di gruppo.

L'effettiva adesione allo spirito della MiFID richiede agli intermediari la riconsiderazione di tale modello di *business* e un cambiamento radicale delle strategie di fondo, che non può soltanto limitarsi a investimenti in procedure e modifiche degli assetti organizzativi. È indispensabile, infatti, il passaggio da una logica imperniata sull'assistenza relativa a singole transazioni o prodotti finanziari a un modello di relazione con il cliente volto a instaurare un rapporto duraturo e solidi legami fiduciari, nell'ambito del quale la consulenza assume un ruolo centrale nel rendere complessivamente coerenti le singole operazioni in prodotti o strumenti finanziari raccomandate o eseguite nel corso del tempo.

Le evidenze raccolte dalla Consob nel primo ciclo di ispezioni post-MiFID presso i principali gruppi bancari hanno mostrato, tuttavia, che in diversi casi le modalità di applicazione della nuova disciplina in concreto si caratterizzano per un approccio per lo più formalistico o ancora "segmentato per prodotto", che conduce a disattendere la sostanza e lo spirito delle norme.

L'azione di vigilanza della Consob non intende sindacare o entrare nel merito delle scelte strategiche degli intermediari (quali, ad esempio, la costruzione dei *budget*, le politiche di incentivazione del personale, la selezione dei prodotti offerti, le modalità di segmentazione della clientela e di *pricing* dei servizi). L'attenzione della vigilanza a questi profili si giustifica, tuttavia, alla luce dell'eventualità che i piani strategici segnalino potenziali anomalie nella misura in cui da essi discendono procedure e soluzioni organizzative non coerenti con la logica e la natura dei servizi resi e che costituiscono il motore generatore di conflitti di interessi e comportamenti non conformi con le norme poste a presidio dell'interesse dell'investitore. Il passaggio da un modello puramente "distributivo" a un modello di "servizio al cliente" rimane il presupposto fondamentale per assicurare una coerenza sostanziale fra tutte le scelte operative – procedure, organizzazione, informativa, contrattualistica, etc. – e l'impianto di fondo della MiFID, così da avere un effettivo innalzamento del livello di tutela dei risparmiatori.

Il comportamento del *front office* è comunque condizionato dalle soluzioni procedurali e organizzative adottate dall'alta direzione, che possono incidere fortemente sull'indipendenza e la capacità di agire nel migliore interesse del cliente nella prestazione dei servizi di investimento. In tale prospettiva, non può, ad esempio, ritenersi coerente con una logica di "servizio al

cliente" la costruzione di *budget* o politiche di incentivazione del personale su "campagne" prodotti o su criteri imperniati esclusivamente sul volume dei prodotti collocati, oppure valutazioni di adeguatezza basate su procedure informatiche che non valorizzino adeguatamente ed in via articolata il profilo del singolo cliente e le caratteristiche dei prodotti finanziari trattati.

In una logica *top – down* l'esame delle scelte strategiche e organizzative consentirà di individuare i soggetti e le aree a maggior rischio di non conformità e di intervenire in modalità per quanto possibile proattiva; in una prospettiva *bottom-up* l'esame degli esposti forniti dalla clientela e delle altre specifiche segnalazioni di singoli comportamenti costituirà un indicatore di disfunzioni diffuse e quindi critiche sul piano organizzativo.

Questo auspicato riposizionamento delle strategie degli operatori consentirà di rideterminare l'orientamento e l'articolazione della vigilanza – sia cartolare che ispettiva – enfatizzando l'attenzione e gli interventi di *enforcement* sul complessivo e concreto "atteggiamento" nei confronti dei clienti tenuto nella prestazione dei servizi d'investimento.

Come evidenziato nel precedente capitolo, il basso livello qualitativo dei servizi di consulenza offerti dagli intermediari e la scarsa diffusione dei servizi di consulenza a più alto valore aggiunto costituiscono fattori di rischio molto rilevanti per gli obiettivi istituzionali.

Ricerche condotte dalla Consob mettono in luce come i servizi di consulenza siano poco diffusi presso la clientela *retail* e come anche coloro che ricevono o domandano servizi di consu-

lenza spesso non siano soddisfatti della qualità dei servizi ricevuti. Ciò dipende in larga misura dal citato orientamento alla distribuzione che caratterizza le strategie degli intermediari e dal fatto che la consulenza è fornita spesso all'interno di soggetti "integrati verticalmente" (a livello di singola società o di gruppo), abbracciando di conseguenza solo lo spettro, tipicamente molto ristretto, dei prodotti emessi o "assemblati" all'interno del gruppo o della società (cosiddetto *restricted advice*). Per tali motivi, spesso la consulenza non viene percepita dalle famiglie come un servizio realmente indipendente e prestato nel pieno ed esclusivo interesse della clientela.

L'innalzamento della qualità dei servizi di consulenza prestati agli investitori *retail* riveste una valenza strategica per la Consob poiché ha un impatto immediato e di grande rilievo sulla tutela dei risparmiatori; può ridurre significativamente i costi dell'azione di vigilanza a carico della collettività e favorire il passaggio dalla logica distributiva a un approccio di servizio alla clientela.

La Consob ritiene necessario dunque che si realizzi non solo una maggiore diffusione ma anche un rafforzamento della qualità dei servizi di consulenza per la clientela, sia sotto il profilo dell'indipendenza che sotto quello della preparazione professionale dei consulenti. La consulenza deve essere caratterizzata da un contenuto che – pur potendo avere un'articolazione e una profondità differenziate in funzione delle politiche di offerta degli intermediari e dei livelli commissionali – deve comunque avere un valore aggiunto di base per il cliente. La consulenza deve inoltre fare da "ombrello" all'intera operatività con la

La Consob ritiene necessario favorire un innalzamento della qualità dei servizi di consulenza in materia di investimenti prestati agli investitori non professionali e promuoverà le iniziative opportune per accrescere la concorrenza e rimuovere le barriere che possono ostacolare l'ingresso nel settore da parte di operatori specializzati. In quest'ottica assume valenza strategica anche il passaggio a un regime di gestione accentrata dei fondi comuni in regime di dematerializzazione.

clientela coprendo tutti i diversi tipi di servizi esecutivi che possono essere prestati all'investitore; non sono coerenti con una logica di servizio al cliente, ad esempio, né l'eventuale limitazione della consulenza a un sottoinsieme della gamma di prodotti trattati dall'intermediario né una sua esclusione nella prestazione di servizi di natura *execution only* che presentano evidenti profili di non adeguatezza.

La prestazione di servizi di consulenza ad alto valore aggiunto, separatamente retribuiti – con la connessa riduzione dell'incidenza delle retrocessioni percepite dall'intermediario – avrebbe l'effetto di meglio allineare gli interessi dell'intermediario con quelli del cliente, rispetto all'attuale sistema di commissioni basate sul prodotto distribuito, e costituirebbe la concreta piena traduzione della corretta impostazione del modello di servizio.

La Consob vede pertanto con favore iniziative autonome da parte dei soggetti vigilati volte a esplicitare chiaramente, nei rapporti contrattuali con la clientela, le modalità di *pricing* del servizio di consulenza e il livello qualitativo delle prestazioni. Tali sviluppi potranno favorire la nascita e l'affermazione di soggetti specializzati nella prestazione di servizi di consulenza non appartenenti a gruppi bancari (siano essi imprese di investimento o persone fisiche), innescando un circolo virtuoso sul piano della competizione e della qualità del servizio stesso.

Un altro intervento che assume valenza strategica nell'ottica di rafforzare la qualità dei servizi di consulenza è legato alla possibilità di introdurre maggiore competizione nei canali distributivi dei fondi comuni attraverso il passaggio a un regime di dematerializzazione in gestione accentrata delle quote dei fondi, analogo a quello in vigore per tutti gli altri strumenti finanziari.

Sebbene si tratti di sviluppi in larga misura rimessi all'iniziativa del settore privato, la Consob (insieme alla Banca d'Italia) ha da tempo sollecitato l'industria e gli operatori a intraprendere

iniziative finalizzate a conseguire il citato risultato. L'Istituto continuerà dunque nella sua azione di stimolo e di incentivo verso il settore privato affinché tale progetto possa giungere a compimento in tempi certi e secondo un programma concordato.

La gestione accentrata è strumentale alla creazione di un'infrastruttura di sistema volta a interconnettere i flussi informativi di intermediari-distributori, case-prodotto (gestori) e banche depositarie, in modo da automatizzare completamente l'esecuzione delle operazioni di sottoscrizione e rimborso (e le relative registrazioni). L'infrastruttura di sistema verrebbe quindi a interporre tra intermediari "produttori" e intermediari "distributori" quale *single entry point* al fine di agevolare, standardizzare e rendere più efficienti le relazioni intercorrenti tra tali soggetti.

Il superamento della frammentazione dei linguaggi e dei sistemi operativi e la riduzione dei rischi operativi faciliterebbero l'affermazione di un mercato più competitivo ampliando la scelta dei canali distributivi da parte degli intermediari "produttori". Il maggiore grado di apertura del sistema potrebbe rendere più agevoli le scelte commerciali di allargamento della gamma prodotti da parte degli intermediari "distributori", al fine di raggiungere un più ampio spettro di investitori caratterizzati da differenti livelli di sofisticazione.

La presenza di un'infrastruttura di sistema permetterebbe di massimizzare il valore aggiunto derivante all'investitore dalla prestazione del servizio di consulenza, poiché l'intermediario distributore, in ragione della più ampia gamma di prodotti offerti, potrebbe rafforzare la sua capacità di raccomandare quelli più adatti al profilo di rischio e agli obiettivi di investimento del cliente. Il maggiore grado di apertura del sistema pone anche le basi per agevolare la portabilità delle quote da parte degli investitori, dando a questi ultimi la possibilità di scegliere il distributore o il consulente che ritengono meglio in grado di servire i propri interessi.

La Consob potenzierà il ricorso ad iniziative mirate di verifica del rispetto dei doveri di valutazione dell'adeguatezza da parte degli intermediari, soprattutto in occasione del collocamento dei prodotti finanziari più complessi, avviando allo stesso tempo controlli approfonditi dell'efficacia delle modalità di rilevazione delle preferenze e della propensione al rischio della clientela.

Complessivamente, gli sviluppi auspicati, oltre a contribuire in maniera significativa a innalzare la qualità dei servizi di consulenza, stimolerebbero la competizione nel settore della gestione collettiva del risparmio e nella distribuzione di tali prodotti, con ricadute positive sull'efficienza, il livello dei costi per i risparmiatori e l'innovazione di prodotto.

L'inclusione della consulenza tra i servizi di investimento operata dalla MiFID ha rappresentato un passo molto importante per rafforzare la tutela degli investitori non professionali, in particolare laddove si è introdotto il requisito della personalizzazione del servizio rispetto al profilo del cliente. Tuttavia, come illustrato nel § 3 del Capitolo I, l'applicazione della Direttiva non garantisce necessariamente che i comportamenti degli intermediari che prestano servizi di consulenza orientino gli investitori verso la costruzione di portafogli nel loro complesso adeguatamente diversificati per rischi di mercato e di emittente. La Direttiva infatti permette che l'adeguatezza dei prodotti o strumenti finanziari oggetto di raccomandazione rispetto al profilo del cliente possa essere valutata anche soltanto in relazione a singole operazioni (piuttosto che alla struttura e alla composizione complessiva del portafoglio al momento della prestazione del servizio).

La MiFID, tuttavia, consente alle Autorità di allargare il perimetro di vigilanza e di valutare in termini più ampi i rapporti consulenziali fra intermediario e cliente che portano alla costruzione dell'intero portafoglio, laddove tali rapporti si innestano sulla prestazione di servizi di "consulenza generica" che hanno natura preparatoria e strumentale alla prestazione di raccomandazioni su specifici strumenti finanziari.

L'attività di vigilanza sul comportamento degli intermediari rimane focalizzata a monitorare l'effettiva qualità dei servizi di investimento alla clientela *retail* anche mediante l'esame delle concrete modalità di realizzazione dei test di appropriatezza e di adeguatezza in relazione a transazioni in prodotti e strumenti finanziari, soprattutto ad alto rischio e comunque con elementi di complessità non facilmente riscontrabili dai clienti, come le obbligazioni strutturate con componenti derivative (anche implicite) sul rischio di mercato e/o di credito, incluse, quindi, le obbligazioni subordinate.

Il compimento di questo tipo di attività presuppone verifiche approfondite e ad ampio spettro dell'effettiva idoneità delle modalità di rilevazione delle informazioni sulle caratteristiche della clientela a fornire tutti gli elementi necessari per una corretta profilatura dei singoli soggetti, soprattutto con riferimento alla propensione al rischio e all'orizzonte temporale di investimento, nonché alla rispondenza di tali elementi con il livello di rischio e l'orizzonte temporale di investimento consigliato dei prodotti distribuiti, avuto riguardo ai rendimenti potenziali degli stessi. È chiaro infatti che solo quando si realizza congiuntamente un'adeguata valutazione del profilo di rischio-rendimento del prodotto e una corretta profilatura del cliente l'intermediario può correttamente assolvere ai suoi doveri di valutazione dell'adeguatezza.

In conclusione, se nei due anni circa successivi al recepimento della MiFID la Consob ha avuto come obiettivo quello di "accompagnare" l'industria nel complesso processo di adeguamento alla nuova disciplina, l'obiettivo strategico per il prossimo triennio è quello di attuare una

serie di iniziative tese a verificare in concreto l'effettivo rispetto dei doveri di adeguatezza da parte degli intermediari e quindi l'impatto dell'inclusione della consulenza fra i servizi di investimento soggetti a riserva d'attività – e dei più rigorosi presidi previsti per la prestazione di tale servizio rispetto a quelli di natura esecutiva – in termini di innalzamento del livello di tutela

degli investitori. A tal fine, in linea con la prassi già seguita in passato, la Consob potrà adottare specifiche iniziative di vigilanza anche in base alle risultanze dei modelli quantitativi di misurazione e monitoraggio dei rischi e dei rendimenti potenziali sviluppati internamente in base all'approccio "a tre pilastri" illustrato in Premessa.

4 Ridefinire la disciplina e implementare i modelli di vigilanza sui prodotti e strumenti finanziari non rappresentativi di capitale di rischio (prodotti *non equity*)

Al fine di eliminare opportunità di arbitraggi regolamentari e di rafforzare la tutela degli investitori, la Consob ritiene necessario pervenire a una migliore definizione dell'informativa di sintesi resa agli investitori nell'ambito di operazioni di sollecitazione aventi ad oggetto prodotti e strumenti finanziari non rappresentativi di capitale di rischio (prodotti *non equity*). Saranno investite, inoltre, maggiori risorse nella vigilanza sul collocamento e sugli scambi sul mercato secondario di strumenti finanziari *non equity*.

I precedenti obiettivi declinano la strategia che la Consob intende perseguire relativamente alla vigilanza sull'intermediazione mobiliare e la prestazione di servizi di investimento. Si tratta di un approccio che – coerentemente con la disciplina di settore e con i poteri che l'ordinamento assegna all'Istituto – è incentrato sul controllo dei comportamenti dei soggetti vigilati e abbraccia l'intero spettro delle decisioni aziendali – le strategie, l'organizzazione, le procedure operative, il sistema di controlli interni e i comportamenti operativi adottati.

A questo approccio di vigilanza che si incentra sul controllo della correttezza dei comportamenti degli intermediari, si deve però affiancare una diversa impostazione della regolamentazione e dei controlli sull'informativa sul "prodotto" nella fase di sollecitazione e offerta al pubblico al fine di offrire agli investitori elementi che consentono di apprezzare immediatamente il profilo di rischio-rendimento dei prodotti e di confrontarlo con prodotti simili presenti sul mercato.

Il miglioramento dell'informativa agli investitori rimane dunque un aspetto importante – soprattutto in relazione ai prodotti strutturati caratterizzati da significativi profili di complessità – in un contesto, come prima indicato, di scarsa diffusione dei servizi di consulenza e di orientamento al "fai da te" molto radicato anche fra le famiglie che investono quote consistenti della loro ricchezza in prodotti rischiosi (cioè di-

versi dai depositi e dai titoli di Stato domestici). È quindi importante attivare azioni che assicurino che i risparmiatori che decidono di non avvalersi di servizi di consulenza abbiano facile accesso a informazioni semplici e di immediata comprensione sulle caratteristiche dei prodotti che sottoscrivono.

Il riferimento riguarda in questo caso essenzialmente i cosiddetti prodotti *non equity*, cioè quelli diversi dalle azioni e dagli strumenti rappresentativi di capitale di rischio di emittenti quotati, e in particolare quelli strutturati e complessi. Come illustrato nel Capitolo I, si tratta di prodotti – quali obbligazioni, polizze a contenuto finanziario e prodotti del risparmio gestito – che rappresentano la principale modalità di investimento del risparmio delle famiglie italiane dopo i depositi e i titoli di Stato.

Come evidenziato nel § 4 del Capitolo I, l'attuale quadro normativo europeo, per quanto in una fase di profonda evoluzione, è ancora caratterizzato da regole di trasparenza e di condotta differenziate in funzione della veste giuridica e dei canali distributivi attraverso i quali vengono commercializzati i prodotti *non equity* e da standard di *disclosure* inadeguati a fornire un'efficace e sintetica rappresentazione del profilo di rischio-rendimento dei prodotti. Ciò rende complesso per gli investitori *retail* valutare adeguatamente la coerenza di un determinato prodotto rispetto ai propri obiettivi di investimento,

nonché maturare un fondato giudizio sulla convenienza dell'investimento rispetto a prodotti simili. Come ricordato nel § 4 del Capitolo I, questi problemi saranno risolti solo quando diverranno pienamente operative le modifiche alla direttiva UCITS e alla Direttiva prospetto e si concluderà il progetto sui PRIPs, ma ciò richiederà verosimilmente ancora diversi anni.

La Consob condivide pienamente la necessità di pervenire ad un regime di *disclosure* standardizzato per i prodotti *non equity* che elimini le opportunità di arbitraggi regolamentari e veicoli agli investitori in maniera chiara e sintetica le informazioni essenziali sulle caratteristiche del prodotto, sui costi, sulle modalità di disinvestimento e sul profilo di rischio-rendimento.

L'Istituto è già da tempo orientato verso l'attuazione di questo tipo di impostazione, pur nei limiti consentiti dalla disciplina comunitaria, facendo leva in parte su azioni di *moral suasion*. Per le polizze a contenuto finanziario e per i fondi comuni, ad esempio, è stata prevista la consegna obbligatoria di specifiche sezioni del prospetto (rispettivamente la "scheda sintetica" e il "prospetto semplificato"⁴⁶), che contengono informazioni sintetiche e standardizzate sul prodotto e sul profilo rischio-rendimento. 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 lasciano agli Stati membri la facoltà di intervenire sugli schemi di prospetto o sulla possibilità di rendere obbligatoria la consegna della documentazione di offerta o di una parte di essa (prevista solo "a richiesta del cliente" dalla direttiva 2003/71/CE); la Consob ha dunque ritenuto necessario avviare una consultazione pubblicando una bozza di comuni-

46 Allegato 1B del Regolamento Emittenti.

cazione⁴⁷ al fine di invitare gli emittenti a includere nella "nota di sintesi" o nelle "condizioni definitive" informazioni di sintesi standardizzate analoghe a quelle previste per fondi e polizze.

Inoltre, attraverso una comunicazione interpretativa delle modalità applicative della disciplina sulle regole di condotta nella prestazione dei servizi di investimento, con specifico riferimento agli strumenti finanziari illiquidi⁴⁸, la Consob ha 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 prodotto⁴⁹. 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 Comunicazione la "scheda informativa" potrà essere costituita da tale documentazione.

La Consob, dunque, ha adottato alcune prime azioni volte a perseguire l'impostazione strategica prima delineata, nei limiti consentiti dal quadro normativo vigente, standardizzando l'informativa relativa ai fondi e alle polizze e introducendo alcuni primi elementi di standardizzazione anche con riferimento alla documentazione che gli intermediari collocatori mettono a disposizione della clientela. Alcuni di questi interventi hanno però natura di raccomandazioni,

47 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 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.

48 Comunicazione n. 9019104 del 2 marzo 2009.

49 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).

La Consob s'impegnerà attivamente per collaborare ai processi di attuazione delle direttive comunitarie e alle iniziative legate al progetto sui prodotti al dettaglio "preassemblati" (cosiddetti PRIPs), formulando idonee proposte di modifiche alla disciplina tese ad assicurare una migliore armonizzazione dell'informativa di sintesi e delle regole di condotta applicabili al collocamento dei prodotti *non equity*.

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, possono 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").

Come prima chiarito, le azioni intraprese dalla Consob dovrebbero rappresentare i primi passi di un disegno più articolato che però non è possibile realizzare senza un processo di riforma di ampio respiro della disciplina comunitaria.

Come illustrato in dettaglio nel § 4 del Capitolo I, tale processo si va gradualmente delineando, con la revisione della direttiva UCITS e della direttiva prospetto e con il progetto orizzontale sui PRIPs (che tuttavia non coinvolgerà i prodotti *non equity* più semplici quali le obbligazioni ordinarie cosiddette *plain vanilla*).

Nella citata comunicazione dell'aprile 2009 sui PRIPs, la Commissione Europea delinea, in termini generali, una possibile linea di revisione della disciplina comunitaria applicabile ai prodotti *non equity* che riflette gli obiettivi prima citati, oltre che l'esigenza di eliminare gli spazi per arbitraggi regolamentari e livellare il terreno di gioco in ambito europeo.

La Consob condivide pienamente gli obiettivi finali del progetto proposto dalla Commissione Europea, che sono fondamentalmente due:

- 1) standardizzazione e armonizzazione dei contenuti della documentazione di sintesi che deve essere consegnata all'investitore;
- 2) integrale estensione ai prodotti assicurativi e del risparmio gestito delle regole di condotta, conflitti di interessi e incentivi previsti dalla MiFID.

Si tratta di un progetto molto ambizioso e di difficile realizzazione, che richiede una convergenza di sforzi da parte dei principali paesi dell'Unione Europea, ma al quale la Consob annette valenza strategica perché è in linea con le citate misure adottate a livello domestico per fronteggiare i rischi derivanti dalle specificità del sistema di intermediazione finanziaria che si è affermato nel nostro paese (forte coinvolgimento del *retail* nella raccolta bancaria, scarsa diffusione dei servizi di consulenza e scarso ricorso al risparmio gestito).

Il successo del progetto dipende anche da una più chiara e articolata esplicitazione delle modifiche legislative di dettaglio necessarie per consentire il conseguimento dei due citati obiettivi.

In particolare, la Consob ritiene, sulla base dell'esperienza di vigilanza maturata, che sia necessario introdurre modifiche legislative funzionali a permettere di rimodulare l'attività di

enforcement in modo tale da eliminare i controlli di natura preventiva sul contenuto delle informazioni presenti nei prospetti o nella documentazione distribuita agli investitori e da rafforzare, invece, i controlli sulla correttezza dei comportamenti degli intermediari nella prestazione di servizi di consulenza e distributivi.

A tal fine, è necessaria una revisione del quadro normativo e regolamentare incentrata su alcuni elementi fondamentali.

Innanzitutto sarebbe stato importante procedere alla rimozione dell'obbligo di nulla-osta alla pubblicazione dei prospetti per le sollecitazioni aventi ad oggetto prodotti *non equity*. La Consob ha già attuato tale previsione per i fondi comuni e le polizze assicurative, ma non può applicarla alle obbligazioni, ai *covered warrant* e ai *certificates* a causa dei vincoli imposti dalla disciplina comunitaria sul prospetto. La rimozione del nulla-osta preventivo per le obbligazioni, i *covered warrant* e i *certificates* si giustifica alla luce del fatto che il sistematico ricorso al meccanismo del prospetto base, che non contiene le caratteristiche di dettaglio degli strumenti finanziari che saranno emessi, rende di fatto i controlli dell'Autorità di vigilanza limitati esclusivamente ai profili e ai rischi relativi all'emittente. Poiché gli emittenti di questi prodotti sono intermediari finanziari, tali profili sono già ampiamente presidiati dai controlli di stabilità relativi al contenimento dei rischi e alla sana e prudente gestione⁵⁰.

Questo approccio però non è stato condiviso in sede politica nell'ambito dei negoziati che hanno portato alla modifica della direttiva prospetto, e dunque per le obbligazioni, a differenza di quanto potrà accadere per i fondi e le polizze,

si continuerà ad avere un regime diverso per ciò che riguarda le modalità di approvazione e pubblicazione del prospetto.

Il secondo elemento è rappresentato dalla previsione dell'obbligo di consegna all'investitore, in fase di collocamento e distribuzione degli strumenti *non equity*, di una "scheda prodotto" o di un "documento di sintesi". Tale documento dovrebbe essere costituito da una specifica sezione del prospetto di sollecitazione, contenente informazioni chiare ed essenziali, che consentano all'investitore *retail* un'agevole valutazione delle caratteristiche del prodotto (costi, modalità di liquidazione, profilo rischio-rendimento) e il confronto con altri prodotti simili dal punto di vista finanziario benché differenti nella veste giuridica. Al fine di eliminare spazi per arbitraggi regolamentari, la struttura di questa "scheda prodotto" dovrebbe essere caratterizzata da un elevato grado di standardizzazione, pur mantenendo alcuni elementi di specificità derivanti dalle caratteristiche peculiari delle diverse tipologie di prodotti. L'esperienza di vigilanza maturata dalla Consob mostra che, specialmente per i prodotti strutturati e con componenti derivative, a una descrizione narrativa e prolissa dei rischi e dei rendimenti attesi è preferibile il ricorso a indicatori sintetici (sia di natura qualitativa che quantitativa) di immediata e facile comprensione anche per gli investitori con limitato livello di educazione finanziaria.

Come illustrato nel § 4 del Capitolo I, questo è l'approccio che si va effettivamente delineando in sede comunitaria, con le *key investor information* (KII) per i fondi e con il progetto orizzontale sui PRIIPs che dovrebbe estendere questa impostazione ai prodotti assicurativi. In particolare, le KII recepiscono l'impostazione basata su un indicatore sintetico di rischio-rendimento, piuttosto che sulla sola illustrazione narrativa di tali aspetti, che anche a giudizio della Consob risulta non appropriata. La Consob ha tuttavia sperimentato, per i prospetti dei fondi e delle polizze, l'adozione di indicatori sintetici di rischio-rendimento particolarmente sofisticati – che si

⁵⁰ Questa impostazione è neutrale rispetto al modello di ripartizione delle responsabilità di vigilanza e si potrebbe estendere anche agli strumenti *equity* emessi da banche e intermediari sottoposti a regimi di vigilanza prudenziale. Nel caso delle obbligazioni corporate (in particolare di emittenti che non hanno azioni ammesse alla negoziazione in mercati regolamentati domestici) potrebbe tuttavia essere necessario mantenere il meccanismo del nulla-osta alla pubblicazione del prospetto.

sono rivelati utili non solo per l'informativa agli investitori ma anche per orientare l'attività di *enforcement* – basati su scenari probabilistici che mettono a confronto il rendimento del prodotto con quello di un titolo *risk-free*. Sebbene questa impostazione non abbia trovato recepimento a livello comunitario nell'ambito delle misure di livello 2 sulle KII, la Consob ritiene che, nel corso dei lavori sul progetto PRIPs, siano necessarie ulteriori riflessioni sull'opportunità di introdurre indicatori sintetici di natura quantitativa quanto meno per i prodotti strutturati più complessi (obbligazioni strutturate, *covered warrant*, fondi a formula, polizze *index linked*).

Come ricordato in Premessa, la Consob ha sviluppato un approccio "a tre pilastri" basato su indicatori sintetici di natura quantitativa che catturano le caratteristiche essenziali dei prodotti finanziari – il livello di rischio, il rendimento atteso e l'orizzonte temporale di investimento ottimale rispetto alle preferenze per la liquidità. Tale modello è utilizzato per rafforzare l'informativa di sintesi per gli investitori – e in tale direzione si sono mossi i citati interventi effettuati in sede domestica da parte della Consob sui prospetti informativi delle polizze e dei fondi e dalle obbligazioni bancarie e *corporate*.

La Consob ritiene inoltre necessario continuare a sviluppare e applicare al proprio interno modelli quantitativi per il calcolo e l'aggiornamento dei profili di rischio-rendimento dei prodotti *non equity* distribuiti alla clientela. Di tale *set* informativo potrà tener conto la vigilanza sugli intermediari distributori e sul pieno rispetto delle regole di condotta nella relazione con il cliente. In particolare, esso potrà contribuire alla realizzazione di una più efficiente e tempestiva catalogazione delle caratteristiche intrinseche dei prodotti distribuiti e, così, concorrere ad una selezione più mirata degli interventi di vigilanza, anche ispettiva, azionabili – alla luce delle risorse a disposizione e dell'efficacia attesa degli stessi.

Da ultimo, il terzo elemento che dovrà caratterizzare la riforma della disciplina dei prodotti *non equity* è costituito dall'integrale estensione a tutti i prodotti e strumenti finanziari delle regole di condotta, conflitti di interessi e incentivi previsti dalla MiFID, come auspicato dalla Commissione europea e dal Cesr⁵¹, e come in parte realizzato in ambito domestico. Anche questo è un aspetto molto importante, che porterebbe a colmare il *gap* normativo fra il nostro ordinamento e quello di molti altri paesi europei, riducendo l'attuale situazione di svantaggio competitivo degli intermediari domestici.

Il potenziamento dei controlli sui prodotti *non equity* rappresenta una priorità per la Consob, in virtù, come detto, della elevata diffusione di tali prodotti fra i risparmiatori non professionali. Il perseguimento di tale obiettivo, tuttavia, richiede necessariamente un aumento delle risorse finanziarie di cui può disporre l'Istituto poiché, per i motivi illustrati nella Premessa, si ritiene che non esistano significativi margini di riallocazione delle risorse attualmente disponibili tali da poter destinare a questa area di controlli personale che si potrebbe liberare riducendo l'intensità dell'attività di vigilanza nel settore degli strumenti *equity* (intesa sia come controlli sulla Borsa e sul mercato secondario che come vigilanza sugli emittenti).

Diversamente dall'impostazione della vigilanza sulle azioni e sul mercato azionario, che è focalizzata prevalentemente sugli eventi che riguardano la sfera e le vicende societarie dell'emittente (profili contabili, di *governance* e assetti proprietari, informativa al mercato, etc.), per i prodotti *non equity* i controlli insistono in prevalenza sulle caratteristiche dei prodotti stessi e sui comportamenti dei soggetti che prestano servizi di investimento che hanno ad oggetto tali

51 Per altro, come illustrato nel § 4 del Capitolo I, il Cesr ha evidenziato come, per alcuni profili, le regole di condotta previste nelle direttive sul settore assicurativo potrebbero costituire un punto di riferimento più appropriato rispetto a quelle previste dalla MiFID (Cfr. *Cesr's report on Packaged Retail Investment Products*, novembre 2009 - Cesr/09-814).

La Consob investirà maggiori risorse per potenziare la vigilanza sulla regolarità degli scambi sui mercati secondari di obbligazioni e altri strumenti finanziari *non equity*.

prodotti, più che sulle vicende dell'emittente (che normalmente è un intermediario sottoposto a controlli di vigilanza micro-prudenziale).

Il potenziamento della vigilanza sui prodotti *non equity* richiede elevati investimenti in termini di risorse umane e tecnologiche per una serie di fattori, quali il numero estremamente elevato di prodotti in circolazione (a loro volta caratterizzati da un elevato *turnover* legato a scadenze e riemissioni), la complessità di taluni meccanismi di strutturazione, l'elevato numero di soggetti distributori e collocatori e, nel caso delle obbligazioni, la frammentazione degli scambi su diverse piattaforme di negoziazione o su circuiti cosiddetti *over-the-counter* che sfuggono a una immediata rilevazione da parte della Consob.

Oltre a rafforzare i controlli sulla fase distributiva e sulle regole di comportamento degli intermediari, come in precedenza evidenziato, la Consob potenzierà la vigilanza sugli scambi sui mercati secondari di obbligazioni, non solo per verificare la regolarità e l'ordinato svolgimento delle transazioni ma anche al fine di rafforzare i meccanismi di collegamento fra la vigilanza sulla disciplina sulle regole di condotta degli intermediari collocatori e la vigilanza sulle condotte degli intermediari che operano su mercati regolamentati e sui sistemi di scambio multilaterali in qualità di *market maker*, tenuto conto della frequente coincidenza, per le obbligazioni bancarie, del ruolo di emittente, collocatore e *market maker*.

Al fine di avviare in maniera sistematica e secondo criteri *risk based* le citate azioni di vigilanza, la Commissione si doterà di un *database* strutturato (e aggiornato in tempo reale) dei

prodotti *non equity* distribuiti in Italia. I dati presenti nella documentazione di sintesi consegnata all'investitore e gli indicatori di rischio di natura quantitativa saranno utilizzati per classificare i prodotti per livello di rischio e per categorie omogenee sotto il profilo economico-finanziario.

Le criticità principali per la realizzazione di tale censimento sorgono con riferimento alle obbligazioni collocate in Italia sulla base di prospetti "passaportati", poiché alla Consob, come già ricordato, viene notificato unicamente il prospetto di base approvato all'estero, ma non le condizioni definitive contenenti le informazioni di dettaglio sui titoli collocati.

Nell'ambito dei citati interventi di modifica della disciplina comunitaria, si prevede peraltro l'obbligo di notificare all'Autorità "ospitante" le condizioni definitive.

Un ulteriore intervento di rafforzamento della vigilanza sui mercati degli strumenti *non equity* è legato alla necessità di dare concreta attuazione alle modifiche normative che hanno esteso, modulandone la portata, la disciplina degli abusi di mercato agli strumenti finanziari trattati su sistemi multilaterali di negoziazione (MTF), strumenti che in concreto sono costituiti in larga misura da obbligazioni. A tal fine l'Istituto estenderà gli obblighi di informativa continua e di diffusione delle informazioni privilegiate, modulandoli e graduandoli opportunamente, agli emittenti che hanno espresso il loro consenso ad avere strumenti finanziari negoziati su MTF nei quali vi è un rilevante coinvolgimento degli investitori *retail* e avvierà azioni di vigilanza mirate alla verifica del rispetto di tali obblighi.

5 Rafforzare la qualità delle informazioni sugli scambi e il livello di trasparenza delle negoziazioni sui mercati secondari di strumenti finanziari

La Consob promuoverà l'innalzamento della qualità dell'informazione sugli scambi disponibile al pubblico attraverso lo sviluppo di sistemi informatizzati di monitoraggio del corretto adempimento degli obblighi in materia di contenuti e modalità di pubblicazione dell'informazione.

La frammentazione degli scambi indotta dalla MiFID, come si è avuto modo di sottolineare nel § 6 del Capitolo I, ha avuto riflessi negativi sulla completezza e affidabilità dell'informazione sulle transazioni su strumenti finanziari. Vista la centralità della qualità dell'informazione ai fini del controllo della regolarità degli scambi e della vigilanza sugli abusi del mercato, la Consob avvierà un'attività sistematica di monitoraggio che coinvolgerà tre profili.

Il primo concerne la corretta interpretazione ed applicazione nel contesto domestico delle misure di livello 3 emanate dal Cesr, e riprese nelle successive Comunicazioni Consob, in tema di formato e modalità di pubblicazione delle informazioni, connesse all'assolvimento degli obblighi di trasparenza *pre-* e *post-trade*.

Il secondo profilo riguarda il rafforzamento della vigilanza attraverso la predisposizione di sistemi informatizzati che consentano l'analisi su base sistematica delle informazioni *pre-* e *post-trade* pubblicate dalle diverse *trading venues* e dai soggetti abilitati (ovvero dal canale utilizzato), allo scopo di verificarne contenuto, tempistica, modalità di pubblicazione, accuratezza e accessibilità agli investitori. La crescente frammentazione degli scambi e la molteplicità dei canali utilizzati per rendere disponibili al pubblico le informazioni impongono inevitabilmente il ricorso a procedure informatizzate, che si baseranno

fondamentalmente sull'incrocio delle informazioni pubblicate dagli intermediari e dalle diverse *trading venues* con quelle contenute nel database sul *transaction reporting*, al fine di rilevare immediatamente eventuali incongruenze fra l'informativa resa disponibile al pubblico e quella segnalata alle Autorità di vigilanza.

Allo scopo è però necessaria un'attività di verifica sistematica della correttezza delle informazioni segnalate alla Consob dagli intermediari ai fini del *transaction reporting* (terzo profilo). L'affidabilità e la completezza di tali informazioni, oltre a risultare cruciali per la vigilanza sul rispetto delle norme a tutela dell'integrità dei mercati (ad esempio, in materia di abusi e vendite allo scoperto), costituiscono un presupposto indispensabile per la vigilanza sul rispetto degli obblighi in materia di contenuti e modalità di pubblicazione delle informazioni sulle transazioni concluse fuori mercato (OTC) ovvero su sistemi multilaterali di scambio.

La Consob parteciperà attivamente al monitoraggio del processo di revisione della MiFID, che sarà avviato mediante il conferimento di specifici mandati al Cesr da parte della Commissione Europea, con l'obiettivo di promuovere una maggiore armonizzazione nell'interpretazione e applicazione della disciplina comunitaria (al fine di ridurre i rischi di arbitraggi regolamentari e possibili ripercussioni negative sulla piazza

La Consob s'impegnerà attivamente per collaborare al processo di revisione della MiFID, per assicurare una maggiore armonizzazione della disciplina di trasparenza e una estensione del regime di trasparenza armonizzato alle negoziazioni su strumenti diversi dalle azioni.

finanziaria italiana) e di contrastare la tendenza alla diminuzione del livello di trasparenza delle negoziazioni.

Per i motivi illustrati nel § 6 del Capitolo I, i temi che la Consob ritiene più critici 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 dimensioni (*large scale order*), che beneficiano di deroghe alla trasparenza poiché la relativa esecuzione è più esposta al cosiddetto rischio di *market impact*, 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 cosiddette *trading venue*, 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 venue* disciplinate dalla MiFID di particolari forme di organizzazione dei servizi di scambio (in particolare i sistemi di incrocio di ordini, o *crossing 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 (e in particolare sugli strumenti obbligazionari), si tratta di valutare la fattibilità di un regime di trasparenza *post-trade*, così come auspicato dal Cesr⁵². 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 venue* 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*.

52 *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.

6 Rendere più efficace l'attività di *enforcement* della disciplina sugli abusi di mercato

La Consob renderà più efficace l'attività di *enforcement* della disciplina sugli abusi di mercato attraverso interventi atti a potenziare sia la prevenzione degli illeciti che la tempestiva individuazione e repressione delle condotte maggiormente lesive dell'integrità del mercato.

Il potenziamento dell'efficacia dell'*enforcement* della disciplina sugli abusi di mercato richiede interventi sul piano preventivo e repressivo.

In primo luogo, la Consob intende potenziare la vigilanza cosiddetta "in continua" sul mercato azionario – attraverso adeguati investimenti in risorse specializzate e piattaforme tecnologiche – al fine di individuare tempestivamente potenziali casi di manipolazione operativa e comportamenti degli intermediari negozianti o dei loro clienti volti ad alterare l'ordinato svolgimento delle negoziazioni e funzionamento dei mercati. In particolare, questi investimenti consentiranno di potenziare i controlli su anomalie nella formazione dei prezzi (in casi, ad esempio, di sospensioni automatiche degli scambi per eccesso di rialzo o di ribasso – cosiddetti *trading halt*) e nei volumi degli scambi (ad esempio, in termini di contratti conclusi, di dimensione dei singoli ordini e di variazioni della liquidità e profondità del *book* di negoziazione); di individuare fenomeni di "micromanipolazione" (ordini incrociati, operazioni con controparti ricorrenti, "scalatura" del *book*, cancellazioni di ordini in determinate fasi di mercato, quali l'asta di chiusura o di apertura); di verificare il regolare assolvimento della funzione di specialista e *market maker*. Il rafforzamento dei presidi su queste aree consentirà anche di potenziare la vigilanza sulle stesse società di gestione dei mercati, alle quali l'ordinamento assegna funzioni e compiti di controllo "di primo livello" sull'ordinato svolgimento delle negoziazioni (ad esempio, il TUF attribuisce alla società di gestione dei mercati competenze

in merito alla decisione di sospensione dei titoli dalle negoziazioni).

Ai fini della prevenzione, è poi necessario contenere il rischio di comportamenti illeciti riducendo, in particolare, le circostanze nelle quali si possono verificare asimmetrie informative e dunque fenomeni di *insider trading*. La dispersione di informazioni privilegiate aumenta, infatti, l'opportunità di condotte illecite e rende più complessa la vigilanza sulla trasparenza ed integrità dei mercati e sull'ordinato svolgimento delle negoziazioni.

La Consob avvierà pertanto iniziative di vigilanza mirate a migliorare la tempestività, la completezza, la coerenza e la continuità dell'informazione al mercato, a prevenire condotte illecite, nonché a individuare e sanzionare i casi di violazione degli obblighi di comunicazione al pubblico. A tal fine, si intraprenderà un esame sistematico della capacità degli emittenti quotati di garantire la confidenzialità delle informazioni (soprattutto in occasione di eventi societari rilevanti), attraverso strumenti di vigilanza informativa e ispettiva. In particolare, si procederà alla ricognizione delle procedure interne adottate dalle società per la gestione delle informazioni privilegiate, per il rispetto delle norme in materia di *internal dealing* e per la tenuta del registro delle persone che hanno accesso a informazioni privilegiate. Da tale ricognizione discenderanno, eventualmente, l'emanazione e la successiva verifica di linee guida in materia di procedure per la tenuta della confidenzialità delle informazioni privilegiate.

Con riferimento all'individuazione di ipotesi di reato, la Consob intende migliorare l'utilizzo di elementi informativi derivanti da obblighi di segnalazione in capo a diversi soggetti (dati sull'*internal dealing* e studi societari), rendendo più strutturata l'attività di controllo su tale flusso informativo anche ai fini dell'accertamento di ipotesi di abuso di mercato. Inoltre, intende potenziare la vigilanza sul rispetto da parte degli intermediari degli adempimenti in tema di segnalazione delle operazioni sospette. Come già ricordato, l'esperienza maturata finora evidenzia, infatti, significative carenze nel contenuto delle segnalazioni ricevute e nelle procedure utilizzate allo scopo dagli intermediari.

Alla luce dell'importanza delle segnalazioni di operazioni sospette per l'attività di accertamento ed *enforcement* degli abusi di mercato, l'Istituto avvierà iniziative mirate a migliorarne la qualità e a incrementarne la quantità. Il confronto con gli intermediari e il concreto indirizzo dell'attività di segnalazione costituiscono gli strumenti principali per sensibilizzare gli operatori alla trasmissione di segnalazioni che contengano tutti gli elementi richiesti dalla normativa secondaria e che soddisfino il test di ragionevole sospetto⁵³.

Da ultimo, al fine di potenziare l'efficacia dell'azione repressiva, infine, la Consob ritiene di importanza strategica la definizione di una procedura in base alla quale modulare l'attività di *enforcement* sulla base di un principio di priorità, in virtù del quale le risorse disponibili verranno impiegate nell'accertamento e nella punizione delle condotte ritenute più gravi e maggiormente lesive dell'integrità del mercato. Tale principio è stato ribadito di recente anche dalla giurisprudenza⁵⁴, che nel ricordare la competenza di ogni amministrazione a definire direttive in grado di

improntarne l'azione ai criteri dell'efficacia, dell'efficienza e dell'economicità, ha affermato che la Consob può indirizzare l'attività di vigilanza, di accertamento e repressione degli illeciti sulla base delle priorità individuate in funzione della gravità degli illeciti stessi⁵⁵.

53 Il test di ragionevole sospetto non può sostanzialmente, come accade attualmente, nella ripetizione di una formula letterale, ma dovrebbe invece essere elaborato valutando tutte le circostanze e gli elementi interni ed esterni all'intermediario che questi può o deve conoscere.

54 Sentenza della Corte d'Appello di Torino n. 874 del 12.05.2009.

55 Queste argomentazioni non sono circoscrivibili a soli abusi di mercato, ma investono in modo trasversale tutta l'attività di accertamento e repressione di condotte illecite posta in essere dalla Consob. Esse, inoltre, si intrecciano con le criticità derivanti dall'impiego di risorse nel perseguimento di illeciti poco significativi, rispondenti a violazioni formali quali, ad esempio, lievi ritardi nell'osservanza degli obblighi di comunicazione di dati e notizie alla Consob.

I riflessi sugli assetti gestionali e organizzativi III

1 La sostenibilità del piano strategico e i riflessi sul finanziamento dell'Istituto

Come sottolineato nella Premessa, la capacità della Consob di conseguire effettivamente gli obiettivi indicati nel capitolo precedente presuppone necessariamente un aumento delle risorse finanziarie di cui può disporre l'Istituto, sia per potenziare l'organico e la preparazione professionale del personale sia per attuare una serie di investimenti e progetti sul fronte dei sistemi informativi indispensabili per supportare l'azione di vigilanza nelle aree precedentemente indicate. Sempre in Premessa è stato evidenziato come la dinamica nella crescita dei costi di funzionamento della Consob deve rispettare la gradualità necessaria per preservare gli equilibri finanziari complessivi del bilancio dell'Istituto e garantire la sostenibilità del livello delle contribuzioni richieste ai soggetti vigilati.

Pur nell'ambito di questi vincoli, è ragionevole prevedere che al termine dell'orizzonte di riferimento del presente piano strategico, cioè nel 2012, la Consob avrà portato a termine il programma di completamento dell'organico, passando dalle 556 unità a fine 2008 alla dotazione massima di 715 unità (secondo quanto previsto dal decreto del Ministro dell'economia e delle finanze del 30 aprile 2008).

L'incremento dell'organico, oltre a una crescita delle spese per il personale, indurrà un aumento di altre spese per beni e servizi, legate soprattutto agli aspetti logistici. Sono già state acquisite nuove unità immobiliari, essendo ormai esaurito lo spazio disponibile nelle sedi di Roma e Milano, ma sono necessari nuovi investimenti nel settore dell'informatica e della formazione del personale i cui contenuti saranno meglio dettagliati nei prossimi paragrafi.

2 I riflessi sulla gestione delle risorse umane

La Consob acquisirà o potenzierà, attraverso attività formative mirate e specifiche politiche di reclutamento del personale, le competenze tecnico-professionali necessarie per assicurare che il livello qualitativo delle risorse umane sia adeguato rispetto agli obiettivi strategici indicati. Interventi di formazione manageriale assicureranno il necessario potenziamento dei meccanismi di coordinamento e raccordo sulle aree trasversali rispetto alla ripartizione delle competenze di vigilanza dettata dall'assetto organizzativo dell'Istituto.

La possibilità di conseguire gli obiettivi strategici delineati nel capitolo precedente dipende in maniera critica dalla qualità e dal livello di preparazione professionale delle risorse umane della Consob.

In prospettiva, come in precedenza anticipato, la possibilità di completare l'organico dell'Istituto, portando il personale a 715 unità, rappresenta una condizione necessaria ma non sufficiente per potere disporre di adeguate risorse per presidiare i rischi derivanti dal cambiamento del quadro di riferimento e per assicurare il conseguimento degli obiettivi strategici delineati. La Consob necessita di risorse umane altamente qualificate, sia sotto il profilo tecnico che sotto quello manageriale, dovendosi confrontare con un contesto esterno che è sempre in profondo cambiamento ed è caratterizzato da un alto tasso di innovazione e complessità di assetti.

Al completamento della pianta organica si dovrà quindi necessariamente affiancare un programma di formazione mirato sui temi specifici che riguardano i settori in cui la Consob intende modificare il proprio approccio di vigilanza o sulle nuove aree che scaturiscono da cambiamenti radicali del quadro regolamentare. In alcuni casi risulta possibile attivare interventi di formazione per perfezionare e potenziare conoscenze che il personale dell'Istituto ha già in parte maturato, mentre in altri casi la necessità di dotarsi in tempi rapidi di un *know-how* altamente specialistico che riguarda nuove aree di attività richiederà di valutare l'assunzione di nuove risorse che

abbiano già maturato competenze specifiche in determinati settori.

Sulla base degli obiettivi strategici delineati nel precedente capitolo, la pianificazione delle attività formative sarà orientata sulle seguenti aree tematiche:

- a) potenziamento delle competenze in materia di misurazione dei rischi sui prodotti strutturati (obiettivo n.4, relativamente, in particolare, alla ridefinizione dei modelli di vigilanza sui prodotti *non equity*);
- b) potenziamento delle conoscenze nel settore *fixed income* e *trading* sui mercati obbligazionari (obiettivo n. 4, relativamente in particolare al potenziamento della vigilanza sugli scambi sui mercati secondari di obbligazioni e prodotti *non equity*);
- c) potenziamento della formazione di figure professionali di adeguato profilo con capacità di interazione con personale di omologhe Autorità estere con l'obiettivo, indicato in Premessa, di assicurare una adeguata partecipazione al processo normativo europeo;
- d) sviluppo di figure professionali con profilo di analista finanziario in grado di presidiare le funzioni di vigilanza sulla completezza e tempestività dell'formativa continua (obiettivo n. 1 relativo al potenziamento della vigilanza sull'in-

formativa continua al fine di garantire l'integrità nel processo di formazione dei prezzi sui mercati secondari);

- e) rafforzamento quali-quantitativo dell'organico degli uffici preposti alla vigilanza, anche attraverso l'assunzione di personale avente esperienze di *front office* o di *risk management* presso intermediari finanziari specializzati nella prestazione di servizi di investimento (obiettivo n. 3 sulla verifica della coerenza delle strategie degli intermediari rispetto agli obiettivi di servire al meglio gli interessi del cliente).

Oltre a interventi formativi di natura tecnico-specialistica la Consob ritiene di valenza strategica potenziare le attività formative mirate a valorizzare e affinare le competenze manageriali del personale con funzioni direttive, al fine di assicurare un approccio alla gestione delle risorse umane che garantisca la capacità di sfruttare al meglio il potenziale e le professionalità tecniche di cui l'Istituto dispone ed efficaci meccanismi di coordinamento necessari per affrontare problematiche che si presentano sempre più complesse e trasversali rispetto alle aree tipiche che caratterizzano la suddivisione delle responsabilità di vigilanza all'interno dell'Istituto.

3 I riflessi sui sistemi informativi, le banche dati e la gestione dei processi

La Consob si doterà di una piattaforma informatica aperta in grado di rendere efficiente e sicuro lo scambio di dati con altre Autorità e di supportare adeguatamente le crescenti esigenze di cooperazione e coordinamento nell'azione di vigilanza. È altresì prioritaria la creazione di un *data warehouse* che consenta il pieno sfruttamento del patrimonio informativo dell'Istituto per finalità di vigilanza e analisi dell'evoluzione del sistema finanziario.

I fattori esterni di cambiamento istituzionale e gli obiettivi strategici nelle aree di vigilanza e regolamentazione condizioneranno profondamente le strategie nel settore dell'informatica e della gestione dei dati.

Nella Premessa si sono evidenziate le esigenze di rafforzamento della cooperazione negli interventi di vigilanza, soprattutto nella prospettiva di una revisione dell'architettura europea dei sistemi di regolamentazione e controllo che, nelle proposte di legge avanzate dalla Commissione Europea, vedrà la creazione di un apposito organismo (il *Joint Committee*) deputato a presidiare i processi di coordinamento e scambio di informazioni fra le Autorità nazionali.

La Consob già oggi interagisce e collabora con molteplici Autorità ed Enti nazionali e internazionali, ma è prevedibile che questo fenomeno si amplifichi sia in termini di numero di soggetti coinvolti che di volume di dati e informazioni oggetto di condivisione. Ciò determinerà ricadute complesse sul piano informatico, come già emerso con riferimento ai processi di condivisione e scambio di dati a livello internazionale avviati per la realizzazione del sistema di *transaction reporting* previsto dalla MiFID. Tale sistema è dedicato alla ricezione dei dati sugli scambi su strumenti finanziari (ovunque realizzati) da parte degli intermediari e alla condivisione di tali informazioni con altre Autorità attraverso un sistema di scambio dati centralizzato gestito dal Cesr. Su questo progetto la Consob ha già effettuato notevoli investimenti; è tuttavia necessario il potenziamento e lo sviluppo di specifici appli-

cativi per automatizzare alcune funzioni di controllo della qualità dei dati, allo scopo di supportare le iniziative di vigilanza illustrate al § 5 del precedente capitolo.

La prevedibile crescita delle esigenze di scambio e condivisione di informazioni con l'ambiente esterno rendono necessari ulteriori investimenti per la definizione di una piattaforma informatica adeguata, basata su una struttura "aperta", in grado di dialogare e scambiare dati con altre Autorità e soggetti vigilati in maniera efficace ed efficiente, garantendone al contempo la qualità e l'integrità.

Al fine di assicurare la fluidità dello scambio di dati, la sicurezza, la tempestività e la continuità dell'interoperabilità con soggetti esterni, diventa indispensabile l'automazione dei flussi informativi e la relativa standardizzazione secondo formati predefiniti⁵⁶.

Agli interventi sulle architetture dei sistemi informatici si affiancherà la revisione dell'assetto del patrimonio informativo a disposizione dell'Istituto mediante la creazione di un sistema strutturato di *data warehouse* che consenta l'effettuazione di analisi sofisticate a supporto delle attività di vigilanza.

L'impostazione che ha caratterizzato la gestione dei dati in Consob, come in altre Autorità e pubbliche amministrazioni, è basata sulla crea-

⁵⁶ Ad esempio, i formati XML e XBRL ove esista già una definizione semantica condivisa dei dati, ovvero *template* predefiniti per sottoscrivere, ricevere e successivamente aggregare informazioni in modo semplice ed automatico.

zione di *database* operativi disegnati e costruiti in funzione della loro fruibilità da parte di specifici applicativi a supporto di determinate funzioni di vigilanza. Questa impostazione tuttavia impedisce la piena condivisibilità delle informazioni e la loro fruibilità da parte di altri applicativi e per diverse finalità di vigilanza, limitandone le potenzialità di sfruttamento per analisi più sofisticate e trasversali, che si rendono invece necessarie all'emergere di situazioni e contesti di mercato nuovi. È fondamentale, dunque, abbandonare questa impostazione per strutturare *database* indipendenti dai vari applicativi che li utilizzano per finalità di vigilanza. Un tale sistema di *data warehouse* permetterebbe di combinare agevolmente le informazioni dei diversi *database* mediante correlazioni e incroci di dati flessibili.

In particolare, per supportare gli obiettivi legati alla ridefinizione dei modelli di vigilanza sui prodotti *non equity*, il suddetto progetto prevederà in via prioritaria la costruzione di una banca dati che censisca i prodotti in circolazione secondo un criterio economico-finanziario e che renda pienamente confrontabili prodotti commercializzati sotto forme giuridiche diverse ma con una struttura di *pay off* simile. La raccolta dei dati sintetici di natura quantitativa sul profilo di rischio dei prodotti costituirà il presupposto fondamentale per permettere di confrontare le condizioni economiche e di rischio di prodotti tendenzialmente simili. Questo progetto richiede investimenti informatici molto significativi, a causa della necessità di predisporre un sistema di classificazione dei prodotti sufficientemente granulare ed analitico da potere censire accuratamente le diversità delle strutture esistenti e al tempo stesso sufficientemente flessibile per gestire le innovazioni finanziarie. Lo sviluppo di un sistema informatizzato per lo scambio di dati con i soggetti vigilati è indispensabile, infine, per acquisire in maniera strutturata e automatizzata

alcune delle informazioni base sulle caratteristiche dei prodotti direttamente nelle fasi di avvio delle istruttorie (per le obbligazioni) o di deposito della documentazione d'offerta (fondi e polizze).

Altri progetti di rilievo nel settore informatico, funzionali al miglioramento dell'efficienza e alla razionalizzazione delle procedure, riguarderanno il potenziamento dell'automazione dei processi istruttori e di interazione con i soggetti vigilati, l'estensione del sistema di teleraccolta a tutti i flussi di dati che devono essere acquisiti dai soggetti vigilati e la definizione di meccanismi di interazione con l'esterno che consentano la completa eliminazione del ricorso alla carta.

Oltre agli investimenti appena descritti nel settore dei sistemi informativi, la Consob intende pervenire a un sistema strutturato di proceduralizzazione dei processi interni più critici e più esposti a rischi operativi di varia natura, al fine di mitigare tali rischi.

Le procedure costituiscono, infatti, il primo livello di presidio per la gestione dei rischi operativi, poiché consentono di omogeneizzare e patrimonializzare comportamenti e *know-how*, minimizzando l'eventualità che "casi simili" siano trattati in modo disomogeneo (riducendo quindi eventuali rischi legali e di contenzioso con soggetti esterni), e aumentano il livello di responsabilizzazione e di fungibilità delle risorse. La proceduralizzazione consente inoltre di ottimizzare l'utilizzo e l'allocazione di risorse, permettendo una migliore stima dei tempi di lavoro standard dei singoli processi e una verifica dell'efficienza e della produttività. Questo intervento permetterà, quindi, un corretto e pieno operare delle funzioni di controllo interno finalizzate a verificare la *compliance* alla disciplina interna e di settore delle attività istituzionali, secondo una logica di monitoraggio e gestione dei rischi operativi interni.