

DEXIA - CREDIOP

**“STRATEGIE, GOVERNANCE, COMPLIANCE: LE SFIDE DELLA DIRETTIVA MIFID
E L’INTEGRAZIONE DEL MERCATO FINANZIARIO EUROPEO”**

**L’ATTUAZIONE
DELLA DIRETTIVA MIFID IN ITALIA
NELLA REGOLAMENTAZIONE SECONDARIA**

**LAMBERTO CARDIA
PRESIDENTE DELLA CONSOB**

ROMA, 21 SETTEMBRE 2007

1. La MiFID nel nuovo scenario normativo e di mercato

L'entrata in vigore, a partire dal 1° novembre, della nuova disciplina degli intermediari e dei mercati disegnata dalla Mifid conclude un lungo e incisivo processo di innovazione normativa, nel quale si sono intrecciati interventi normativi sia di fonte nazionale che comunitaria.

La riforma del risparmio e la produzione legislativa europea hanno definito un nuovo quadro di regole che si pone l'obiettivo di rispondere, da un lato, ai profondi e continui mutamenti nelle attività di intermediazione mobiliare, dall'altro, alle nuove esigenze di tutela del risparmio conseguenti sia a tali mutamenti sia ai problemi emersi nelle relazioni tra intermediari e investitori.

Ci troviamo di fronte ad uno snodo cruciale della disciplina dell'intermediazione dei prodotti finanziari che produrrà effetti significativi anche sugli assetti strutturali e competitivi dell'industria europea e nazionale e sugli assetti e l'articolazione dell'architettura dei sistemi di vigilanza.

In tale quadro, un ruolo rilevante nel definire le misure applicative dei principi stabiliti dai legislatori comunitario e nazionale spetta alla regolamentazione delle Autorità di vigilanza, coerentemente con una consolidata (anche se non sempre lineare) tendenza alla delegificazione di una normativa connotata da forti competenze tecniche.

Il Decreto legislativo di recepimento della MiFID attribuisce estesi poteri regolamentari a Consob e Banca d'Italia secondo un approccio parzialmente innovativo.

È infatti previsto che, fermo restando il principio della ripartizione di competenze sulla base delle finalità perseguite, determinate materie siano oggetto di un regolamento congiunto delle due Autorità chiamate anche alla definizione di specifici protocolli di collaborazione e coordinamento nell'esercizio della vigilanza.

Tale approccio, che rafforza le intense e proficue prassi di cooperazione in atto, appare coerente con l'evoluzione del mercato, che vede una progressiva integrazione delle attività e delle modalità di prestazione delle diverse tipologie di servizi d'investimento, e con la conseguente necessità di minimizzare l'impatto della regolamentazione e dei controlli sui soggetti vigilati e di evitare duplicazione dei costi per il mercato e per le Autorità stesse.

Si tratta di un'evoluzione che conferma e rafforza l'impostazione data dal legislatore italiano alla struttura del sistema di vigilanza sui mercati finanziari secondo il principio della ripartizione della competenza in funzione dei diversi obiettivi di stabilità, da un lato, di trasparenza e correttezza dall'altro. Più estese e intense forme di collaborazione tra Banca d'Italia e Consob nell'esercizio delle varie funzioni di vigilanza, da quella regolamentare a quella ispettiva, consentono infatti di valorizzare gli elementi di complementarità, salvaguardando al contempo l'autonomia e l'indipendenza dei diversi obiettivi tutelati, che

per la loro rilevanza non possono essere oggetto di mediazioni nè di subordinazioni.

La recente evoluzione del mercato sta mostrando alcuni profili critici che enfatizzano la necessità che i diversi obiettivi di tutela siano perseguiti con piena autonomia e indipendenza dalle due Autorità all'interno di un costante coordinamento e di rapporti di reciproca informazione.

Gli intermediari hanno ormai assunto un ruolo centrale nella allocazione e nella redistribuzione dei rischi finanziari, operando attivamente su mercati globalizzati, dal punto di vista geografico, e fortemente integrati, dal punto di vista dei prodotti.

Il ricorso allo strumento della cartolarizzazione determina una contiguità di rischi tradizionalmente segmentati. Come è emerso con evidenza negli ultimi mesi con riferimento alla crisi dei mutui immobiliari, il rischio di credito si è traslato velocemente sui mercati mobiliari.

Si creano in tal modo condizioni di potenziale contagio reciproco tra segmenti di mercato diversi che, in occasione di crisi pur circoscritte all'origine ad un singolo fenomeno, quale l'insolvenza dei prenditori di fondi sul mercato dei mutui, arriva a coinvolgere il sistema finanziario nel suo complesso. Ne derivano rischi di stabilità individuale e sistemica e rischi per la tutela degli investitori.

In tale contesto si acquisiscono, e assumono nuove forme, le esigenze di garantire condizioni di trasparenza e correttezza di comportamento nell'offerta di prodotti e servizi finanziari che incorporano componenti di rischio elevate e non sempre facilmente percepibili.

Le attività di vigilanza messe in atto da Consob e Banca d'Italia in occasione della crisi dei mutui *sub-prime* sono un esempio dell'importanza della specializzazione delle funzioni di vigilanza che consente di graduare le modalità e i tempi degli interventi in funzione dei diversi obiettivi di tutela.

La Consob ha concentrato la propria attenzione sulla tutela della regolarità del mercato, i cui andamenti hanno fortemente risentito del clima di incertezza, e assicura un costante monitoraggio delle eventuali anomalie informative e/o operative al fine di prevenire e eventualmente reprimere eventuali abusi.

E' in corso una ricognizione approfondita dell'esposizione degli emittenti finanziari quotati nei confronti di strumenti finanziari direttamente o indirettamente connessi ai mutui *sub prime*, il cui impatto dovrà essere valutato anche per informare tempestivamente il mercato in presenza di esposizioni al rischio di particolare rilievo.

Accertamenti paralleli sono in corso per verificare il rispetto delle regole di trasparenza e correttezza da parte degli intermediari con specifico riferimento all'eventuale inserimento nei portafogli degli investitori di componenti di rischio non adeguate.

A prescindere dai risultati delle attività di indagine in corso, che in base ai primi elementi raccolti sembrano rivelare problemi contenuti per il sistema italiano, i fenomeni emersi a livello internazionale evidenziano l'esigenza di un maggior livello di attenzione sull'evoluzione dei meccanismi di trasferimenti dei rischi finanziari e sul ruolo che in tali meccanismi esercitano categorie di soggetti che operano su scala globale, spesso al di fuori dei tradizionali sistemi di regolazione e vigilanza.

Mi riferisco da un lato alle agenzie di *rating*, le cui valutazioni influiscono in misura determinante sul funzionamento del mercato di strumenti di debito sempre più sofisticati e complessi; dall'altro ai fondi speculativi internazionali la cui operatività, stimolata e sostenuta dai meccanismi di moltiplicazione e trasferimento dei rischi di credito, può essere un elemento di amplificazione delle tensioni.

Fino ad oggi su questi fenomeni è prevalso un atteggiamento prudente da parte dei regolatori internazionali e nazionali, che ha privilegiato l'incoraggiamento di forme di autoregolamentazione e di responsabilizzazione delle categorie di soggetti vigilati nel fronteggiare e gestire adeguatamente i potenziali rischi per la stabilità del sistema e la tutela degli investitori. Ferma restando la validità complessiva di tale approccio, sembra opportuno che su questi fenomeni si intensifichi la collaborazione tra le Autorità di vigilanza, sia in ambito nazionale che internazionale, al fine di ridurre le opacità di tali attività e di contenere i rischi di conflitti di interesse.

È in tale quadro, nel quale sembrano evidenziarsi crescenti profili di criticità nell'interazione tra i meccanismi di intermediazione e il

funzionamento dei mercati mobiliari, che si inserisce il processo di ridefinizione della regolamentazione italiana su mercati e intermediari.

Le norme di recepimento della MiFID costituiscono un'occasione decisiva per configurare un quadro normativo e di vigilanza adeguato alle esigenze di tutela degli investitori e in grado di offrire nuove opportunità di sviluppo al sistema finanziario italiano.

La Consob e la Banca d'Italia hanno fin dall'inizio partecipato ai lavori di predisposizione della normativa delegata, che si sono giovati di contatti e approfondimenti svolti con gli operatori interessati e di una consultazione finale del mercato.

La Consob ha avuto occasione di apportare il proprio contributo facendo tesoro dell'esperienza acquisita presso il CESR, che ha attivamente contribuito al processo di normazione europea.

Il dialogo e la collaborazione che hanno coinvolto Parlamento, Ministero dell'Economia e Autorità di vigilanza hanno nell'occasione consentito di definire un quadro normativo coerente con i principi europei e che tenesse conto, per quanto possibile, delle caratteristiche e delle istanze provenienti dal mercato nazionale.

Sebbene il processo di modifica del Testo Unico connesso con il recepimento della MiFID non sia concluso, la Consob nell'approssimarsi della scadenza del 1° novembre ha avviato la consultazione del mercato sullo schema dei propri regolamenti "intermediari" e "mercati" – **consultazione conclusa da pochi giorni e che ci porterà all'adozione definitiva dei regolamenti entro la metà del mese di ottobre** - fermo

restando il massimo impegno, condiviso con Banca d'Italia, per sottoporre ad analogha consultazione nei tempi più brevi possibili, **intorno alla prima decade di ottobre**, anche la bozza dell'ulteriore regolamento da emanarsi congiuntamente.

E' prioritario, infatti, il rispetto della scadenza del 1° novembre, per evitare ostacoli alla libera prestazione dei servizi in altri Paesi dell'UE da parte delle imprese nazionali.

Nello stesso tempo, il rispetto di tale scadenza va garantito assicurando che la disciplina secondaria sia opportunamente confrontata con le istanze, se compatibili con la cornice comunitaria di riferimento, dei risparmiatori e degli operatori.

2. Il sistema MiFID e i ridotti margini di recepimento nelle normative nazionali

I margini di libertà lasciati dalla normativa comunitaria nel definire la regolamentazione nazionale risultano estremamente ridotti.

L'evoluzione registrata con l'emanazione della MiFID, e delle misure di esecuzione di secondo livello, segna il passaggio verso una disciplina comunitaria di *armonizzazione*, se non sempre *massima* certamente assai *ampia*, individuata come strumento per realizzare effettivamente un mercato finanziario europeo integrato ed unico.

Anche quando la disciplina comunitaria ha assunto la forma della direttiva (dir. n. 2004/39/CE; dir. n. 2006/73/CE) e non del regolamento (direttamente applicabile negli ordinamenti nazionali), essa è risultata

estremamente analitica e dettagliata, limitando ulteriormente, ed in via espressa, la possibilità per gli Stati membri, in sede di recepimento, di introdurre eventuali "regole aggiuntive" (il c.d. *gold plating*).

In particolare, la direttiva di secondo livello precisa che per l'applicazione uniforme dei "*requisiti armonizzati*" stabiliti a livello europeo, "*gli Stati membri e le autorità competenti non devono aggiungere regole vincolanti supplementari all'atto del recepimento e dell'applicazione delle disposizioni contenute nella presente direttiva, salvo qualora quest'ultima lo preveda espressamente*" (7° Considerando).

L'elemento centrale di questa eccezione è individuato nell'esistenza di rischi nazionali specifici, di particolare importanza per la struttura del mercato, e che possono comprendere il comportamento delle imprese e dei consumatori in tale mercato. Questi rischi, se non adeguatamente affrontati dalla disciplina europea, possono giustificare il mantenimento o l'introduzione di proporzionati obblighi nazionali aggiuntivi.

Le eccezionali regole nazionali aggiuntive non troverebbero comunque applicazione nei confronti degli intermediari comunitari operanti in regime di libera prestazione di servizi, che continuerebbero ad essere sottoposti alla disciplina ed alla vigilanza del Paese di origine.

L'effetto dell'introduzione di significative regole aggiuntive potrebbe allora essere quello di porre gli intermediari nazionali in una posizione di sfavore concorrenziale, senza peraltro garantire effettivamente un più elevato livello di protezione degli investitori o un migliore funzionamento del mercato, posto che nello stesso Paese

concorrerebbero imprese (quelle comunitarie senza succursale in Italia) alle quali le regole aggiuntive non verrebbero applicate. Per effetto della regola del *gold plating* le norme di recepimento, sia primarie che secondarie, appaiono quindi vincolate nei loro contenuti.

Il nuovo art. 6, comma 2, del Testo Unico, così come risultante dal testo approvato dal Consiglio dei Ministri il 6 luglio, ribadisce le condizioni eccezionali che rendono possibile alla Consob (e alla Banca d'Italia) l'introduzione nei propri regolamenti di obblighi aggiuntivi rispetto a quelli previsti dalla stessa direttiva.

3. Le principali innovazioni della direttiva

Come noto, la MiFID, e le relative misure di esecuzione, si occupano di *intermediari* che prestano servizi di investimento (negoziiazione, raccolta ordini, gestione, collocamento, consulenza) e di *mercati*.

Peraltro, oggi il mercato europeo è diventato più complesso e il confine tra mercati e intermediari è diventato più labile.

In particolare, sono nati sistemi alternativi di esecuzione delle transazioni¹ che si affiancano sia ai servizi di investimento tradizionali (negoziiazione o raccolta ordini) sia ai mercati regolamentati.

¹ I cosiddetti *Alternative Trading Systems* - ATS, o, per usare una categoria nota al Tuf, i Sistemi di Scambi Organizzati – SSO.

Obiettivo della direttiva è garantire la *concorrenza* tra i diversi meccanismi di esecuzione degli ordini, prevenendo la frammentazione dei mercati con alti obblighi di trasparenza e garantendo un elevato *standard* di tutela degli investitori.

Strumentali all'obiettivo sono le norme che prevedono: il venir meno della facoltà di imporre la concentrazione degli scambi nei mercati regolamentati; la conseguente apertura alla negoziazione da parte dell'intermediario in contropartita diretta con il cliente (c.d. "internalizzazione degli ordini"), l'inclusione tra i servizi di investimento dell'attività di "*gestione di sistemi multilaterali di negoziazione*" (*Multilateral trading facilities*; MTF) il cui esercizio è riservato a imprese di investimento e banche, ma consentito anche ai gestori di mercati regolamentati.

In questo contesto il dovere per l'intermediario di garantire all'investitore la *best execution* dei suoi ordini diviene centrale e il suo adempimento più complesso e organizzativamente più impegnativo per gli intermediari.

4. Il recepimento nell'ordinamento italiano

La MiFID e la direttiva di livello 2 del 2006 (2006/73/CE)² prevedevano che ciascuno Stato membro adottasse le norme di

² Tra le misure di secondo livello vi è anche il Regolamento n. 1287/2006/CE, immediatamente efficace (con decorrenza, in genere, 1° novembre 2007) negli ordinamenti dei singoli Stati membri.

trasposizione entro il gennaio 2007, ferma restando l'applicazione della nuova disciplina dal 1° novembre 2007.

Il Consiglio dei Ministri lo scorso 6 luglio ha approvato lo schema del decreto legislativo modificativo del Testo Unico della Finanza che rimette su molti aspetti a Banca d'Italia e Consob il compito di dettare la regolamentazione di dettaglio necessaria per garantire il pieno adeguamento alla nuova disciplina europea.

La bozza di nuovo "regolamento intermediari" diffusa dalla Consob nelle scorse settimane, e per il quale la consultazione è appena conclusa, si propone di evitare "regole aggiuntive" rispetto all'assetto disegnato dalla disciplina comunitaria.

In linea con le fonti comunitarie, il nuovo regolamento si propone di potenziare il principio della centralità dell'interesse del cliente quale destinatario del servizio prestato dall'intermediario. Da tale centralità discende, tra l'altro, la necessaria contrattualizzazione del rapporto "di servizio" tra intermediario (anche se mero collocatore) e cliente al dettaglio, volta a porre il cliente nelle condizioni di assumere piena consapevolezza del quadro dei diritti e degli obblighi derivanti dalla prestazione dei servizi di investimento.

In linea con gli indirizzi che hanno ispirato la legge sul risparmio, il nuovo regolamento tende a rimuovere le incoerenze normative che hanno fino ad ora caratterizzato la disciplina della prestazione dei servizi di investimento, quella della gestione collettiva e, infine, la disciplina della distribuzione di prodotti finanziari emessi da banche e compagnie di assicurazione. Da questo punto di vista l'Italia presenta un sistema

regolamentare e di vigilanza più organico rispetto all'esperienza di altri Paesi comunitari.

In altre parole, i principi stabiliti per la prestazione dei servizi di investimento a tutela dei clienti vengono estesi alla gestione collettiva e alla distribuzione dei prodotti finanziari assicurativi e bancari.

La Consob, esaurito l'impegno regolamentare, si concentrerà sulla realizzazione di iniziative formative che, con il necessario coinvolgimento delle Associazioni di categoria, possano agevolare una transizione consapevole ed efficace al nuovo regime. Con le stesse modalità, cioè con l'opportuno confronto con gli attori del mercato, si potranno individuare linee interpretative capaci di fornire certezza operativa sulle aree che generano maggiore incertezza applicativa.

Anche la bozza di nuovo "regolamento mercati" diffuso per la consultazione non si discosta da quanto previsto dalle norme comunitarie, In esso sono inoltre confluite anche disposizioni di attuazione del TUF in materie non interessate dalla normativa comunitaria.

Fra le questioni di particolare rilievo ed assoluta novità, vi è la materia della trasparenza delle negoziazioni e del consolidamento delle informazioni.

Gli obiettivi di tutela dell'investitore e di garanzia dell'ordinato svolgimento delle negoziazioni assumono carattere prioritario: l'investitore ed il partecipante al mercato devono essere messi in grado di poter valutare in qualunque momento le condizioni disponibili in merito ad una determinata operazione e di poter verificare a posteriori le condizioni alle quali tale operazione è stata conclusa.

In tal modo, dovrebbe essere raggiunto l'obiettivo di effettiva integrazione dei mercati, rafforzato il processo di formazione dei prezzi e favorito il rispetto dell'obbligo di esecuzione alle condizioni migliori.

Il regime di trasparenza previsto dalla MiFID trova applicazione al solo mondo delle azioni ammesse a negoziazione nei mercati regolamentati.

La direttiva (Considerando 46) consente tuttavia agli Stati membri di prevedere un regime di trasparenza pre e post-negoziazione per strumenti finanziari diversi dalle azioni. Il nuovo art. 79-bis, comma 2 del TUF affida infatti alla Consob il compito di estendere in tutto o in parte il regime di trasparenza alle operazioni aventi ad oggetto strumenti finanziari diversi dalle azioni ammesse a negoziazione nei mercati regolamentati, quando ciò si renda necessario per assicurare l'ordinato svolgimento delle negoziazioni e la tutela dell'investitore.

La questione riveste particolare rilevanza soprattutto in considerazione dell'impatto che può avere l'adozione isolata da parte dell'Italia (non perseguita anche da altri Stati membri) di un regime di trasparenza, ad esempio, per le obbligazioni.

Pur tuttavia, la mancata previsione di un regime di trasparenza per strumenti finanziari diversi dalle azioni comporterebbe nei fatti una diminuzione sostanziale dei livelli di trasparenza attualmente presenti in Italia.

Lo sviluppo che ha avuto il mercato obbligazionario negli ultimi anni e le criticità che sono emerse sollecitano peraltro alcune riflessioni in merito alle specifiche caratteristiche che tale mercato sta assumendo.

La questione ha ricevuto specifica e tempestiva attenzione da parte della Commissione Europea che, al riguardo, ha provveduto ad effettuare una consultazione ("*call for evidence*") nel mese di settembre 2006 e ha assegnato al CESR il compito di approfondire la materia.

In attesa che sull'argomento si pervenga ad un approccio europeo, il nuovo schema di regolamento diffuso per la consultazione - per non vanificare l'attuale livello di informazione sugli scambi di strumenti finanziari diversi dalle azioni - rimette ai mercati regolamentati, ai sistemi multilaterali di negoziazione e ai soggetti che intendono intraprendere l'attività di internalizzazione sistematica l'obbligo di individuare adeguati requisiti pre e post-negoziazione (tenendo conto delle caratteristiche strutturali del mercato, del tipo di strumento finanziario negoziato e del tipo di operatori, con particolare riguardo alla quota di partecipazione al mercato degli investitori al dettaglio).

5. Conclusioni

I mutamenti indotti dal recepimento della Mifid sono profondi. Nel nuovo quadro normativo risulta più complesso l'intreccio tra finalità da perseguire; sono più ampi il numero e la tipologia di soggetti, le attività e gli strumenti da regolamentare; maggiori sono le esigenze di coordinamento della vigilanza; più estesi sono i rischi di arbitraggi regolamentari.

Le già difficili valutazioni d'impatto, in termini di costi e benefici, sono rese più complesse dal peso che rivestono le posizioni di partenza dei singoli contesti nazionali.

In Italia, la MiFID configura uno scenario nuovo per gli intermediari nazionali, imponendo notevoli sforzi di adeguamento e al contempo aprendo nuove prospettive di tipo strategico-competitivo.

Le analisi da più parti condotte e le prime riflessioni svolte dalla Consob rinvencono nel “livellamento del campo di gioco” europeo relativo all’intermediazione mobiliare uno dei principali benefici, cui conseguirà la creazione di un mercato dei capitali di maggiori dimensioni, più competitivo, più efficiente e più liquido.

Per gli intermediari, il fenomeno dovrebbe tradursi in una riduzione dei costi per l’operatività transfrontaliera, grazie alla omogeneizzazione delle regole di condotta, alla maggiore copertura del “passaporto europeo” e all’eliminazione delle residue barriere all’entrata.

Gli operatori che adotteranno strategie di sviluppo nel mercato unico europeo potranno quindi trarre nuove opportunità, adottando strategie commerciali unitarie, con la possibilità di raggiungere dimensioni che consentono economie di scala e di scopo.

Ulteriori opportunità discenderanno dal nuovo inquadramento europeo del rapporto "intermediario-cliente", che potrà innescare processi evolutivi in specie nella distribuzione di servizi e prodotti finanziari, segmento di rilevanza centrale per il mercato italiano.

La nuova direttiva, infatti, differenzia in modo più netto il "valore aggiunto" ascrivibile ai diversi servizi di investimento, articolando di conseguenza il grado di tutela offerto al cliente. Nella catena "società/prodotto-distributore-cliente" l’intermediario dovrà privilegiare

l'obiettivo di fornire un "servizio al cliente" piuttosto che la logica di integrazione con il produttore, spesso appartenente allo stesso gruppo.

E' probabile che si configureranno architetture distributive aperte, nelle quali il distributore, spesso anche consulente, valuterà le esigenze del singolo cliente, orientandolo verso i prodotti più adatti a soddisfarne i bisogni.

L'industria italiana del risparmio gestito, ancora molto legata alle scelte e ai canali distributivi del gruppo di appartenenza, potrà beneficiare di maggiore autonomia operativa e di maggiori incentivi all'innovazione.

La Consob ha programmato un complesso piano di azione che, con iniziative di natura anche formativa, accompagnerà il processo di adeguamento del sistema.

L'intensità dei cambiamenti richiede comunque un impegno unitario dell'intero sistema nazionale. Nonostante il notevole sforzo di armonizzazione, sono ancora presenti differenze significative tra gli Stati membri nelle prassi operative, nel diverso ruolo di intermediari e mercati, nella cultura finanziaria dei risparmiatori, nei modelli di controllo societario e di governance, nel peso della fiscalità, negli approcci regolamentari e sanzionatori, nei meccanismi legislativi e nei tempi della giustizia.

Vi è quindi la necessità, oltre che di garantire il rispetto dei tempi previsti dalla direttiva, di adottare le misure necessarie per assicurare condizioni di sostanziale operatività e competitività, evitando che nel breve periodo eventuali disallineamenti trasformino le opportunità in

minacce. L'iniziativa di riavviare nel nostro paese la discussione sull'idea di "piazza finanziaria" può certamente essere letta in questa chiave.

Le considerazioni appena fatte valgono, a maggior ragione, se si considera la rapida evoluzione dei mercati e dell'innovazione finanziaria.

I recenti turbamenti che hanno coinvolto i mercati internazionali offrono l'occasione per mettere alla prova la capacità dei sistemi di regolamentazione e di vigilanza.

La crisi dei mutui *sub-prime* ha messo in luce come il ruolo delle agenzie di *rating* rimane uno dei nodi regolamentari più importanti da sciogliere a livello internazionale. La crisi potrebbe portare a riconsiderare l'approccio basato sull'autodisciplina, fino ad ora prevalente anche in sede europea, sebbene l'assetto oligopolistico e globalizzato del mercato renda inevitabile un'azione coordinata a livello internazionale.

Come già avvenuto in passato, la Consob è parte attiva nel promuovere e contribuire al dibattito nelle sedi internazionali competenti. Importanti iniziative in tal senso sono in corso, ed hanno ricevuto una comprensibile accelerazione, sia in ambito IOSCO che CESR.

In particolare è sotto osservazione il problema dei conflitti di interesse delle società di *rating*, coinvolte, oltre che nella valutazione del merito di credito, nelle diverse fasi di costruzione e diffusione di strumenti finanziari complessi che incorporano il rischio di credito.

Un'altra area di attenzione riguarda il crescente coinvolgimento di soggetti non bancari nella gestione dei rischi di credito; coinvolgimento

che solleva un problema di adeguatezza degli strumenti informativi attraverso i quali mercato e autorità monitorano la circolazione e distribuzione dei rischi.

Tale problema è enfatizzato dal ruolo sempre più rilevante di soggetti non regolamentati che operano su grandi volumi di strumenti finanziari e con un elevato *turn-over*, anche a causa della capacità moltiplicativa dei volumi intermediati propria degli strumenti derivati.

Il mercato di tali strumenti, che tende a svilupparsi soprattutto attraverso circuiti alternativi ai mercati regolamentati, è infatti caratterizzato da un minore grado di trasparenza rispetto alle altre componenti del mercato mobiliare.

Anche in questo caso è opportuna una convergenza internazionale nel definire migliori condizioni informative sull'operatività di soggetti (quali gli *hedge funds*) e su comparti del mercato (quali i circuiti non regolamentati di negoziazione di titoli di debito soprattutto strutturati) attualmente caratterizzati da bassi livelli di trasparenza.

La scelta proposta dalla Consob di sottoporre a obblighi di trasparenza anche le negoziazioni di titoli non azionari, utilizzando l'opzione consentita dalla MiFID, va in questa direzione e merita ulteriori sviluppi e approfondimenti da condurre in coordinamento con le altre Autorità di vigilanza e con gli operatori.