

BANCA POPOLARE DI SONDRIO

Lamberto Cardia
Presidente della Consob

“I nuovi scenari dei mercati finanziari:
il ruolo della Consob”

Sondrio, 6 giugno 2008

La presenza di organi di regolamentazione e vigilanza del mercato finanziario è comune a tutti i paesi occidentali e trova la sua ragione nella necessità di correggere le imperfezioni che le naturali forze di mercato generano, mettendo a rischio la tutela di interessi generali, e in particolare del risparmio.

Il mercato finanziario è caratterizzato da una distribuzione delle informazioni strutturalmente asimmetrica, che determina condizioni di partenza disomogenee e conseguenti conflitti di interesse tra le diverse categorie di soggetti che operano sul mercato.

L'istituzione della Consob risale al 1974 (legge 7 giugno 1974, n. 216). Originariamente, la Consob fu concepita come una struttura sostanzialmente riconducibile all'apparato politico-amministrativo dello Stato: essa era priva di personalità giuridica ed i suoi atti erano riconducibili ed imputabili direttamente allo Stato-persona.

E' soltanto con la legge n. 281 del 1985 che alla Consob viene riconosciuta "personalità giuridica di diritto pubblico e piena autonomia nei limiti stabiliti dalla legge" e, grazie a ciò, la natura di Autorità Indipendente.

La Commissione è stata la prima, e per molti anni l'unica, Autorità Indipendente del nostro Paese. Successivi

interventi legislativi ne hanno via via esteso le funzioni e i compiti e ampliato gli ambiti normativi oggetto del suo intervento.

A cavallo tra la fine degli anni '80 e l'inizio degli anni '90, il nucleo originario e limitato di norme sulle società quotate e le borse valori, è stato arricchito con l'introduzione dei fondi comuni di investimento mobiliari e immobiliari (leggi n. 77/1983, n. 344/1993 e n. 86/1994), delle Società di intermediazione mobiliare (legge n. 1/1991), dei mercati di strumenti finanziari derivati (ancora con la legge n. 1/1991), della Monte Titoli (legge n. 289/1986), della Cassa di compensazione e garanzia (legge n. 1/1991), di una specifica normativa in materia di offerte pubbliche (legge n.149/1992) e di nuove figure di reato - insider trading e manipolazione - contro il corretto funzionamento del mercato mobiliare (legge n. 157/1991).

Con il Testo Unico della Finanza (d.lgs. n. 58/1998), in cui sono state trasposte, razionalizzate e coordinate tutte le leggi vigenti in materia di intermediari, mercati mobiliari ed emittenti quotati o che fanno appello al pubblico risparmio, è stato legislativamente consacrato il ruolo della Consob di garante indipendente degli investitori e del mercato sotto i profili:

- trasparenza e correttezza dei comportamenti di tutti gli

- intermediari (art. 5);
- trasparenza dei mercati e dell'ordinato svolgimento delle negoziazioni (art. 63);

- efficienza e trasparenza del mercato del controllo societario e del mercato dei capitali (art. 91);

- correttezza contabile (impugnativa di bilancio, Albo e vigilanza delle società di revisione).

Con la legge n. 62 del 18 aprile 2005 (“Legge Comunitaria 2004”), in occasione del recepimento della Direttiva europea sugli Abusi di Mercato (2003/6/CE), si sono recate numerose integrazioni al Testo Unico della Finanza, perfezionando l'ambito dei poteri e delle competenze della Consob e realizzandone l'allineamento alle principali Autorità dei paesi occidentali.

Le novità più rilevanti introdotte dalla nuova normativa riguardano:

- l'attribuzione alla Consob di una potestà sanzionatoria diretta sia in materia di abusi di mercato (fattispecie per la quale è stata introdotta per la prima volta una sanzione amministrativa che si aggiunge a quella penale) sia in tutte le materie per le quali il Testo Unico della Finanza prevede sanzioni amministrative pecuniarie;

- l'attribuzione alla Consob di poteri di vigilanza e di indagine di particolare incisività e novità per il nostro ordinamento amministrativo. Tali poteri riguardano sia l'azione volta alla prevenzione e rafforzamento degli abusi di mercato sia il settore dell'informazione societaria.

Infine, alla fine del 2005, con la legge n. 262 del 28 dicembre, è stata approvata la c.d. riforma del risparmio, che, dopo un iter parlamentare tormentato, ha introdotto nell'ordinamento un sistema organico di regole che colma importanti lacune e fornisce risposte alle esigenze di tutela fattesi più urgenti dopo i noti scandali societari relativi alle vicende Cirio, Parmalat ed altre.

La legge, in virtù della delega prevista all'art. 43, è stata perfezionata, grazie al c.d. "decreto Pinza" (decreto legislativo n. 303 del 29 dicembre 2006), che raccogliendo molte istanze sollevate dalla Consob, ha risolto diversi problemi nati da esigenze di coordinamento tra il Testo Unico della finanza, il Testo Unico bancario ed altre leggi speciali.

Questa nuova stagione di importanti riforme rappresenta una vera e propria "controffensiva" normativa ad un contesto di mercato nel quale gravi e ripetute violazioni delle regole stavano mettendo a repentaglio lo stesso presupposto del

regolare funzionamento del mercato, rappresentato dalla fiducia dei risparmiatori.

Le vicende delle scalate bancarie e l'odierna crisi legata ai mutui sub-prime hanno inferto più di recente un nuovo colpo alla fiducia nel ruolo stesso di un mercato i cui eccessi finanziari stanno aumentando la distanza tra l'attività produttiva e gli strumenti direttamente volti a finanziarne lo sviluppo.

Esce rafforzato da questo contesto il ruolo della regolamentazione e della vigilanza. In tutto il mondo le Autorità dei mercati finanziari stanno vivendo un periodo di analisi – a volte anche critica – e di potenziamento.

La Consob, dopo le citate riforme, è diventata un soggetto centrale nel sistema regolatorio dei mercati finanziari. I suoi profili istituzionali si sono consolidati e rafforzati in termini di poteri, capacità di intervento e di regolamentazione, responsabilità, nuove modalità di funzionamento e di collaborazione con le altre Autorità del mercato.

Merita segnalare, a quest'ultimo riguardo, l'emanazione congiunta il 31 ottobre 2007 da parte di Consob e Banca d'Italia del regolamento sugli assetti organizzativi e procedurali degli intermediari e la contestuale sottoscrizione

di un protocollo per il coordinamento della vigilanza, che prevede lo scambio di informazioni sulle irregolarità accertate e sui provvedimenti assunti.

In tal ambito, è stata prevista anche l'istituzione di un Comitato Strategico, composto da rappresentanti di alto livello delle due autorità, con l'obiettivo di analizzare ed elaborare temi e indirizzi di reciproco interesse; nonché l'istituzione di un Comitato Tecnico, con compiti esecutivi.

Tale accresciuta collaborazione istituzionale risponde all'obiettivo di rendere più efficace la vigilanza, minimizzandone contestualmente gli oneri e i costi per gli operatori.

* * *

Il quadro legislativo nazionale è oramai vincolato nei suoi tratti fondamentali dalle scelte effettuate a livello europeo. Il recepimento delle direttive previste nel Piano d'azione europeo per i servizi finanziari è ormai completato e sostanzialmente stabile.

Nel 2007 l'Italia, con il recepimento della MiFID, delle direttiva sulle offerte pubbliche di acquisto¹, sugli obblighi informativi degli emittenti² e sul prospetto³ ha dato sostanzialmente attuazione al Piano d'Azione Europeo⁴. Tassello ancora mancante, ma per il quale i lavori sono in fase avanzata presso il competente Ministero, è il recepimento entro giugno 2008 dell'VIII direttiva sulla revisione contabile⁵.

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

Alcune direttive dettano infatti un'armonizzazione minima (in particolare la direttiva Opa) e lasciano agli Stati membri ampi margini di discrezionalità. Inoltre, all'armonizzazione normativa non ha ancora fatto seguito una piena armonizzazione delle prassi e degli standard di vigilanza da parte delle Autorità dei singoli Stati membri, in grado di

¹ Direttiva 2004/25/CE sulle offerte pubbliche d'acquisto

² Direttiva 2004/109/CE *sulla Transparency*

³ Direttiva 2003/71/CE sul prospetto per le offerte pubbliche e l'ammissione di titoli alle negoziazioni

⁴ Va al riguardo, peraltro, rilevato che nel completare le misure sul Piano d'Azione mancano le iniziative in materia di fondi comuni di investimento, per le quali la Commissione Europea non ha ancora formalizzato la proposta di direttiva di modifica della direttiva 85/611/CEE. Inoltre, la Commissione Europea ha avviato dei *forum* di discussione in materia di *private placement* di fondi e di fondi immobiliari aperti. Si tratta di attività che la Consob segue con particolare impegno anche attraverso il gruppo Cesr sul risparmio gestito, presieduto dal Presidente della Consob.

⁵ Direttiva 2006/43/CE

assicurare un'effettiva convergenza delle modalità di applicazione della disciplina comunitaria e dei regimi sanzionatori, aspetto quest'ultimo oggetto di particolare attenzione anche da parte dei comitati europei che riuniscono i ministri finanziari⁶.

La convergenza degli standard regolamentari e delle prassi di vigilanza è promossa attraverso gli orientamenti e le linee di indirizzo dettate dal *Committee of Securities Regulators* - Cesr, che tuttavia non sono giuridicamente vincolanti per gli Stati membri.

In tale contesto e con tali obiettivi, la Consob presiede il Gruppo di Esperti sulle gestioni collettive che sta fornendo indirizzi e raccomandazioni volti ad una maggiore coerenza degli interventi europei sul settore dei fondi comuni.

L'approccio della Consob – come peraltro delle omologhe Autorità europee – all'attività regolamentare e di enforcement tiene ovviamente conto anche dell'esigenza di non incidere negativamente sulla posizione competitiva del sistema finanziario italiano.

⁶ In particolare il *Financial Services Committee* (Fsc) e l'Ecofin.

Questa attività richiede un intenso impegno nel confronto con le Autorità degli altri Stati membri per sollecitare l'adozione di soluzioni e standard che non creino condizioni di svantaggio per intermediari ed emittenti domestici.

L'intervento regolamentare della Consob di attuazione della MiFID (*Market in Financial Instruments Directive- n. 2004/39/CE*), preceduto da un'ampia consultazione del mercato, si è rigorosamente mosso all'interno del rigido tracciato delineato dal legislatore comunitario, nel rispetto del divieto di introduzione di obblighi aggiuntivi.

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

L'impianto strategico della nuova regolamentazione implica dunque un effettivo innalzamento del grado di protezione degli investitori, soprattutto nei casi in cui la

consulenza diventa il punto nodale del rapporto intermediario-cliente e se da questa originano poi servizi esecutivi.

Per i servizi di investimento a valore aggiunto prestati a clienti al dettaglio è previsto un sistema di tutele molto articolato, incentrato sull'obbligo da parte degli intermediari di acquisire una serie di informazioni per valutare l'“adeguatezza” delle operazioni proposte o consigliate rispetto al profilo dell'investitore; per i servizi esecutivi è possibile invece tenere conto di un set di informazioni più limitato (si parla di semplice “appropriatezza”).

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

Impatto di rilievo per l'industria deriverà dall'adozione del nuovo sistema di classificazione della clientela, che sottoporrà gli intermediari ad un notevole sforzo di revisione

delle procedure. E' verosimile che tale impegno sia maggiore per la clientela rappresentata da imprese, poiché molti soggetti classificati nel vecchio regime come "operatori qualificati" potrebbero non avere i requisiti dimensionali previsti dalla MiFID per essere considerati "clienti professionali di diritto"⁷.

La corretta riclassificazione di un elevato numero di imprese (e persone fisiche) come clienti al dettaglio potrà contribuire a prevenire comportamenti scorretti o elusivi della disciplina sulle regole di condotta, aumentando al contempo la platea di soggetti che potranno beneficiare e/o richiedere il più incisivo livello di tutela previsto dalla MiFID.

La MiFID innova profondamente anche la disciplina dei mercati, abolendo la regola della concentrazione degli scambi sui mercati regolamentati e creando le condizioni per il libero operare della concorrenza tra molteplici piattaforme di negoziazione.

⁷ Le soglie dimensionali fissate dalla MiFID per individuare le imprese che possono essere considerate come professionali di diritto risultano abbastanza elevate tenuto conto della forte frammentazione del sistema industriale italiano e della larga diffusione delle strutture di gruppo (i parametri si applicano infatti a livello di singola impresa). Applicando anche uno solo dei tre parametri previsti dalla MiFID, oltre il 99% delle imprese italiane non rientra nella categoria dei clienti professionali di diritto. La questione assume una particolare valenza nel contesto del sistema finanziario italiano alla luce del fatto che molte imprese non finanziarie (ma anche diversi soggetti pubblici, quali gli enti locali) hanno posizioni in prodotti derivati Otc per la gestione dei rischi di tasso d'interesse (e in minore misura di cambio) che ha dato origine ad un rilevante contenzioso con gli intermediari collocatori. È dunque assai probabile che, applicando i parametri dimensionali della MiFID, una larghissima percentuale delle imprese non finanziarie che hanno posizioni in derivati Otc non rientreranno nella categoria dei clienti professionali di diritto. Gli intermediari dovranno dunque riclassificare un numero molto elevato di clienti con esposizioni in derivati Otc ed è assai probabile che pochissime imprese chiederanno di essere classificate come clienti professionali.

Gli obiettivi di efficienza dei mercati e di tutela degli investitori poggiano su un regime articolato di trasparenza pre e post-negoziazione, best execution e gestione degli ordini dei clienti.

Il legislatore comunitario riconosce agli Stati membri l'opzione di estendere le norme di trasparenza a strumenti finanziari diversi dalle azioni.

La Consob ha ritenuto opportuno introdurre alcune disposizioni in materia, per non diminuire il livello di trasparenza pre-MiFID e per la larga diffusione delle obbligazioni fra i clienti non professionali.

Le norme lasciano peraltro agli operatori la facoltà di individuare e applicare il regime più adeguato, in funzione delle caratteristiche strutturali del mercato e dello strumento finanziario negoziato.

E' da segnalare che la scelta della Consob di mantenere un certo livello di trasparenza dei mercati non azionari ha anticipato analoghi orientamenti che nelle sedi internazionali raccolgono sempre più consenso.

* * *

Il 28 dicembre 2007 sono entrate in vigore le norme di recepimento della Direttiva 2004/25/CE sulle offerte pubbliche di acquisto ed entro sei mesi da tale data la Consob dovrà emanare la regolamentazione di attuazione della nuova disciplina.

La normativa di recepimento amplia i margini di intervento della Consob.

In particolare, viene attribuito alla Consob, in circostanze e a condizioni predeterminate, il potere di modificare il prezzo delle Opa obbligatorie, individuato dalla regola generale nel prezzo più elevato pagato dall'offerente nei dodici mesi antecedenti, nonché un più ampio potere di individuare i casi di esenzione dall'obbligo di Opa.

Il legislatore ha previsto esplicitamente le fattispecie in presenza delle quali la Consob potrà fissare il prezzo su valori diversi. Ad esempio, il prezzo di offerta potrà essere fissato su un valore inferiore, nei casi in cui i prezzi di mercato siano influenzati da eventi eccezionali o sussista il fondato sospetto di manipolazione. Analogamente, la Consob potrà stabilire un prezzo superiore, laddove necessario per la tutela degli investitori, se vi è stata collusione tra l'offerente e uno o più

venditori, ovvero se sono state poste in essere operazioni volte ad eludere l'obbligo di offerta.

La Consob stabilirà con regolamento criteri oggettivi predeterminati per individuare il prezzo corretto al ricorrere delle circostanze individuate dal legislatore. Ogni singolo provvedimento di rideterminazione del prezzo dovrà essere ampiamente e congruamente motivato.

Tale nuova disciplina implica dunque un intervento regolamentare molto delicato e che comporterà inevitabilmente una maggiore complessità delle attività istruttorie.

Alla Commissione spetterà anche l'importante e difficile compito di valutare l'equivalenza tra le disposizioni applicabili alla società emittente e a quella offerente ai fini dell'attivazione della clausola di reciprocità, secondo la quale non trovano applicazione i divieti di adozione di misure difensive (*passivity rule*) e la regola di neutralizzazione (che rende inoperanti clausole limitative dell'esercizio di diritti di voto) nel caso in cui l'offerente estero non sia soggetto a disposizioni equivalenti nel proprio Paese.

La valutazione di equivalenza, nell'opinione della Consob, non dovrebbe limitarsi all'accertamento formale

della reciprocità legislativa o statutaria, ma accertare soprattutto la reciprocità sostanziale delle condizioni operative.

* * *

La direttiva *Transparency* (n. 2004/109/CE) armonizza gli obblighi degli emittenti in materia di informazione *price-sensitive*, informazione finanziaria periodica e partecipazioni rilevanti e detta disposizioni sulle modalità di diffusione e archiviazione di tali informazioni. La direttiva è stata recepita nel nostro ordinamento il 24 novembre 2007 e la Consob proprio nei giorni scorsi ha esaminato i relativi provvedimenti attuativi.

La direttiva non introduce cambiamenti sostanziali nell'ordinamento italiano per ciò che riguarda i contenuti delle informazioni, ma implica alcuni importanti interventi sulle modalità di loro diffusione, creando condizioni di maggiore concorrenzialità tra gli operatori abilitati a diffonderle.

* * *

La Direttiva 2003/71/CE relativa al prospetto da pubblicare per l'offerta o l'ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari è stata recepita il 28 marzo 2007.

L'attività regolamentare di competenza della Consob, per la quale la consultazione si è conclusa nel febbraio 2008, potrà avere un impatto rilevante sulle attività di controllo sui prospetti e sui rapporti tra l'Autorità e gli emittenti⁸. I tempi delle istruttorie della Consob potrebbero divenire più brevi; gli emittenti saranno incentivati a presentare una documentazione iniziale più accurata e completa.

* * *

La riforma del risparmio ha completato la modernizzazione del quadro normativo nazionale avviata con il recepimento della legislazione europea.

La riforma ha impegnato il legislatore per quasi due anni. Il primo intervento varato nel 2005 (legge 28 dicembre 2005, n. 262) è stato perfezionato un anno più tardi, con il decreto legislativo 29 dicembre 2006, n. 303, per assicurare il miglior

⁸ In particolare, ai termini per l'approvazione del prospetto già disciplinati nel vigente regolamento (pari a 10 giorni lavorativi nel caso di emittenti che hanno già eseguito offerte pubbliche e 20 giorni lavorativi negli altri casi), si aggiungono nuovi termini entro i quali gli emittenti o gli offerenti devono fornire le informazioni supplementari eventualmente richieste dall'Autorità. Nelle proposte di modifica poste in consultazione viene previsto anche un termine massimo per la conclusione del procedimento (pari a 60 o a 90 giorni a seconda della tipologia di offerta).

coordinamento della nuova disciplina con il Testo Unico Bancario, il Testo Unico della Finanza e altre leggi speciali.

Tra le innovazioni principali va segnalata l'attribuzione alla competenza istituzionale della Consob della disciplina della trasparenza delle offerte al pubblico riguardanti i contratti assicurativi a prevalente contenuto finanziario, individuati nelle polizze dei rami vita III (cc.dd. *unit e index linked*⁹) e V (operazioni di capitalizzazione), fatta eccezione per i contratti destinati ad attuare forme pensionistiche complementari.

Il legislatore ha così eliminato l'eterogeneità esistente nella disciplina della trasparenza di prodotti finanziari fungibili, anche se emessi da soggetti disciplinati da regimi normativi differenti.

La Consob, nell'ambito delle disposizioni regolamentari in materia di emittenti¹⁰, ha definito le regole che le imprese

⁹ Una **polizza index linked** prevede in genere l'impegno della compagnia a restituire all'assicurato il premio inizialmente versato maggiorata di una quota legata all'andamento di un indice azionario o di un paniere di indici. Nelle **polizze unit linked** l'ammontare del capitale assicurato risulta legato all'andamento di fondi comuni d'investimento.

¹⁰ Nel rispetto dei vincoli comunitari posti dalle direttive del settore assicurativo (Direttiva 2002/83/CE) ed in coerenza con le scelte già operate dal legislatore nazionale nel Codice delle assicurazioni private (d.lgs. 209/2005), non è stato previsto un regime di autorizzazione del prospetto che viene depositato presso l'archivio della Consob, contestualmente all'avvio dell'offerta. La Consob ha ritenuto necessario, anche per poter eventualmente esercitare i poteri interdittivi di cui all'art. 99 del Tuf, sviluppare meccanismi di monitoraggio della trasparenza dell'offerta in una fase successiva al deposito del Prospetto.

di assicurazione devono rispettare nello svolgimento dell'offerta e gli schemi di prospetto per i differenti "prodotti finanziari-assicurativi", con l'obiettivo di favorire:

- una miglior comprensione delle caratteristiche finanziarie di tali prodotti;
- una maggior fruibilità dell'informativa per gli investitori non sofisticati;
- una più agevole comparabilità con i prodotti che gli investitori percepiscono come equivalenti.

Elemento essenziale della disciplina di trasparenza è costituito dalla rappresentazione della struttura dei costi dei prodotti finanziario-assicurativi e da un'adeguata descrizione dei prodotti e dei relativi fattori di rischio.

Nel periodo luglio – dicembre 2007, i prospetti d'offerta depositati presso l'Archivio Prospetti della Consob e sottoposti all'attività di vigilanza sono stati 444, di cui il 78% relativi a prodotti assicurativi di tipo index linked o unit linked e il 22% a prodotti di capitalizzazione.

L'applicazione di specifici allertatori previsti dal modello di vigilanza ha consentito interventi di vigilanza su

182 prospetti, portando, in molti casi, all'aggiornamento dell'informativa.

Altro importante intervento in materia di prodotti finanziari emessi da banche e assicurazioni ha riguardato l'armonizzazione delle regole di condotta, nella fase della "distribuzione", alle disposizioni dettate dalla MiFID.

La nuova disciplina riguarda banche, Sim e relativi promotori finanziari in qualità di "distributori di prodotti di terzi" (cioè di compagnie di assicurazione)¹¹ e le compagnie di assicurazione per la fase della "vendita diretta" dei propri prodotti, mentre rimane escluso dall'ambito di applicazione della disciplina il collocamento attraverso broker e agenti assicurativi.

* * *

In materia di disciplina degli organi di amministrazione e controllo delle società quotate, la riforma del risparmio ha affidato alla Consob il compito di dare attuazione a principi fortemente innovativi, ampliandone significativamente i poteri e i doveri di vigilanza.

¹¹ Il 90% circa della raccolta dei prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazione è effettuata attraverso banche e promotori finanziari.

In particolare, la Consob ha dettato la disciplina sulle modalità di elezione dei rappresentanti delle minoranze azionarie negli organi di amministrazione e controllo, sul limite al cumulo di incarichi per i membri degli organi di controllo, sulla trasparenza sui piani di remunerazione basati su strumenti finanziari e sulla trasparenza sull'adesione degli emittenti a codici di comportamento in materia di governo societario.

Con riferimento all'elezione dei rappresentanti delle minoranze, le norme regolamentari tengono conto della dimensione e della struttura proprietaria delle società, affinché i diritti delle minoranze possano essere tutelati nelle diverse situazioni operative.

La disciplina sui limiti al cumulo degli incarichi ha rappresentato un intervento particolarmente delicato e complesso. Le norme stabiliscono infatti che tali limiti devono essere determinati avendo riguardo all'onerosità e alla complessità di ciascun tipo di incarico, anche in rapporto alla dimensione delle società, al numero e alla dimensione delle imprese incluse nel perimetro di consolidamento, nonché all'estensione e all'articolazione della sua struttura organizzativa.

La Consob ha valorizzato anche elementi qualitativi quali l'adeguata possibilità di espletamento dell'incarico in termini temporali, tenendo conto dell'impegno richiesto anche da altri incarichi di amministrazione e controllo.

Il modello regolamentare tiene conto delle possibili combinazioni tra diverse tipologie di incarico (sindaco, amministratore, etc.), e quindi della relativa onerosità e complessità. E' apparsa una soluzione più equa rispetto alla mera determinazione di un numero massimo di incarichi.

Altra innovazione rilevante riguarda i piani di compenso basati su azioni o altri strumenti finanziari. L'introduzione dell'obbligo dell'approvazione assembleare per tali piani e dettagliati obblighi di trasparenza sulle loro motivazioni e caratteristiche costituiscono strumenti di tutela degli azionisti di fronte a potenziali patologie.

L'esperienza ha mostrato infatti che tali forme di remunerazione consentono fenomeni di espropriazione di risorse della società e incentivano politiche gestionali non sempre favorevoli agli interessi degli azionisti.

* * *

L'introduzione nell'ordinamento italiano della facoltà di scegliere il sistema di amministrazione e controllo delle società tra diversi modelli ha aperto una nuova fase nella *corporate governance* delle imprese italiane. La maggiore libertà di scelta offre la possibilità di diversificare la fisionomia delle società, tenendo conto delle specifiche caratteristiche di ogni realtà, sotto il profilo degli assetti proprietari, delle strutture organizzative, del settore di appartenenza e della impostazione strategica.

Le società quotate italiane hanno mostrato una certa prudenza nello sfruttare la possibilità di scelta del modello societario: fino alla fine del 2006 solo 3 società avevano adottato il sistema monistico¹² e 3 il sistema dualistico¹³. Tra il 2007 e i primi mesi del 2008 hanno optato per il sistema dualistico, cinque società, di cui tre banche. Sebbene poche in valore assoluto, il peso delle società che hanno adottato il dualistico appare rilevante. Le cinque società appartenenti all'indice S&P Mib rappresentano infatti oltre il 20% della capitalizzazione dell'indice.

¹² Il sistema monistico prevede un unico consiglio di amministrazione, cui spetta la gestione dell'impresa, che nomina al suo interno un comitato che esercita il controllo sul corretto esercizio dell'attività degli amministratori.

¹³ Nel modello dualistico le competenze di controllo e gestione risultano distribuite rispettivamente tra il consiglio di sorveglianza eletto dall'assemblea e il consiglio di gestione nominato dal consiglio di sorveglianza. Quest'ultimo, oltre alla nomina e revoca degli amministratori, è chiamato anche all'approvazione del bilancio.

Si tratta di un quadro in continua evoluzione ed è difficile trarre indicazioni consolidate, sebbene dalle prime evidenze si può affermare che le società che hanno adottato il sistema dualistico hanno come caratteristica comune (con una sola eccezione) un assetto di controllo di tipo coalizionale con una forte presenza di istituzioni finanziarie e di fondazioni.

Questi dati, pur parziali, giustificano l'attenzione che l'adozione del sistema dualistico sta ricevendo in Italia, da parte degli studiosi ma soprattutto da parte delle Autorità di vigilanza, e sollecita un'attenta considerazione dei seguenti aspetti:

- come articolare al meglio le funzioni di gestione e controllo tra i due organi societari - consiglio di gestione e consiglio di sorveglianza - in conseguenza di un certo grado di commistione strutturale;
- come assicurare il corretto ed efficace funzionamento dei meccanismi di controllo interno.

Gli interventi di trasparenza effettuati fino ad oggi dalla Consob hanno avuto l'obiettivo di verificare che le nuove strutture di governance mantengano saldi i presidi di controllo, in un modello nel quale all'organo deputato al controllo (il consiglio di sorveglianza) sono attribuiti compiti

che nel modello tradizionale spettano all'assemblea¹⁴ e, qualora lo preveda lo statuto, funzioni di c.d. "alta amministrazione"¹⁵.

Risultano evidenti, infatti, i pericoli per l'efficacia di un'attività di controllo svolta da soggetti intensamente impegnati nell'attività di tipo gestorio, in presenza di una potenziale sovrapposizione di competenze tra organo di gestione e organo di controllo, con confusione di ruoli e responsabilità.

Va sottolineato come la possibilità del Consiglio di Sorveglianza di deliberare in ordine ai piani industriali e finanziari ed ai piani strategici consente ad esso di verificare in maniera più circostanziata la correttezza della gestione.

La sfida del sistema dualistico consiste, pertanto, nel trovare un equilibrio tra il vantaggio derivante dalle maggiori informazioni disponibili per l'organo di controllo e lo svantaggio insito nella possibile commistione tra gestione e controllo.

¹⁴ Approvazione del bilancio, nomina e revoca dei consiglieri di gestione e promozione dell'azione di responsabilità nei confronti di quest'ultimi.

¹⁵ Ai sensi dell'art. 2409 *terdecies* c.c., comma 1, lett. f *bis*), il consiglio di sorveglianza "se previsto dallo statuto, delibera in ordine alle operazioni strategiche e ai piani industriali e finanziari delle società predisposti dal consiglio di gestione, ferma in ogni caso la responsabilità di questo per gli atti compiuti".

In un'eventuale prospettiva di perfezionamento della riforma, si potrebbe valutare se individuare all'interno del consiglio di sorveglianza un comitato al quale delegare i compiti di controllo.

* * *

I numerosi interventi legislativi degli ultimi anni hanno profondamente mutato il previgente sistema sanzionatorio sia sotto il profilo del diritto sostanziale sia sotto il profilo procedurale, aumentandone la capacità dissuasiva.

Per la repressione degli abusi di mercato, in particolare, è stato definito un sistema composito, nel cui ambito a sanzioni amministrative pecuniarie di importo anche rilevante¹⁶, si accompagnano sanzioni accessorie interdittive¹⁷ e patrimoniali¹⁸, oltre a sanzioni pecuniarie per responsabilità propria dell'ente a cui l'autore della violazione appartiene.

Per quanto riguarda il profilo procedurale, l'aspetto di maggiore rilevanza ha riguardato l'attribuzione diretta alla Consob del potere di applicare sanzioni, a conclusione di un

¹⁶ Fino a 15 milioni di euro per fattispecie di insider trading e fino a 25 milioni di euro per condotte manipolative del mercato, incrementabili fino al triplo ovvero fino a dieci volte il prodotto o il profitto conseguito dall'illecito

¹⁷ Perdita temporanea dei requisiti di onorabilità e incapacità temporanea ad assumere incarichi presso soggetti operanti sui mercati finanziari

¹⁸ La confisca dei beni.

iter procedimentale che, per espressa volontà del legislatore, deve essere improntato alla salvaguardia del principio di separatezza tra funzioni istruttorie - il cui svolgimento rientra tra le attribuzioni proprie degli uffici dell'Istituto - e funzioni decisorie, rimesse all'autonomia valutativa e deliberativa della Commissione.

Nel corso del 2007 la Commissione ha adottato provvedimenti finali relativi a 227 procedimenti sanzionatori (116 nel 2006); di questi, 200 si sono conclusi con l'applicazione di sanzioni¹⁹.

L'ammontare delle sanzioni pecuniarie applicate è stato pari a 43,7 milioni di euro, a fronte di 8 milioni di euro circa nel 2006; inoltre, sono stati sequestrati, prima, e confiscati, poi, beni per un controvalore complessivo pari a 39,9 milioni di euro, a seguito di accertate fattispecie di insider trading. Nei confronti degli autori di violazioni concretanti abusi di mercato sono state anche applicate sanzioni interdittive accessorie (perdita dei requisiti di onorabilità e incapacità ad assumere incarichi di direzione, amministrazione e controllo) per complessivi 117 mesi.

Il notevole incremento dell'attività sanzionatoria e, in tale contesto, del volume delle sanzioni applicate è effetto,

¹⁹ I dati relativi all'attività sanzionatoria sono stati pubblicati nella *Newsletter* della Consob n.1/2008.

prevalentemente, delle nuove norme in materia di market abuse di derivazione comunitaria.

Un consistente aumento dell'attività sanzionatoria si è registrato anche per violazioni diverse dagli abusi di mercato.

I provvedimenti sanzionatori per violazione della normativa in materia di emittenti assunti nel corso del 2007 sono stati in tutto 54 (13 nel 2006), e hanno riguardato 70 soggetti (61 nel 2006). Le violazioni hanno riguardato, in più della metà dei casi, disposizioni in materia di comunicazione delle partecipazioni rilevanti e di pubblicazione dei patti parasociali.

L'attività di vigilanza svolta sul fronte degli intermediari di mercato ha comportato l'applicazione di sanzioni pecuniarie in 16 casi (5 nel 2006) a carico, complessivamente, di 196 esponenti aziendali (96 nel 2006) di 7 Sim, 6 banche e 3 Sgr.

Le irregolarità più ricorrenti hanno riguardato violazioni delle disposizioni in materia di idoneità degli assetti organizzativo-procedurali interni ai fini dell'ordinato e corretto svolgimento dei servizi di investimento autorizzati; la mancata osservanza delle norme che impongono agli intermediari di comportarsi con diligenza, correttezza e

trasparenza nell'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati; la violazione delle disposizioni in materia di conflitto d'interessi; accertate carenze dei set informativi forniti alla clientela in merito alle caratteristiche dei prodotti finanziari offerti.

* * *

Lo svolgimento dell'attività di vigilanza della Consob comporta frequenti e intensi rapporti di collaborazione con l'Autorità Giudiziaria, con la quale si condividono spazi sempre più ampi di informazione.

Nell'area della vigilanza sugli abusi di mercato, i rapporti di collaborazione tra Consob e Autorità Giudiziaria assumono particolare rilievo. L'evoluzione legislativa ha rafforzato l'intensità ed esteso l'ambito di applicazione della collaborazione.

Il recepimento della direttiva sugli abusi di mercato ha determinato un radicale ampliamento dei poteri attivabili dalla Commissione nel corso delle indagini preliminari, affiancando il ruolo dell'Autorità amministrativa a quello dell'Autorità Giudiziaria, non solo per la repressione delle fattispecie penali, ma anche per l'accertamento delle violazioni di natura amministrativa, ora autonomamente sanzionabili dalla

Consob.

Nel 2007 la Consob ha trasmesso all'Autorità Giudiziaria oltre 100 segnalazioni per ipotesi di violazioni di legge penalmente sanzionate; 10 hanno riguardato ipotesi rilevanti in materia di market abuse (di cui 3 per abuso di informazioni privilegiate e 7 per manipolazione, sia di tipo operativo che informativo); le altre hanno avuto ad oggetto ipotesi di reati comuni previsti dal codice penale (i.e. appropriazione indebita e truffa), prevalentemente rilevate nell'ambito di attività illecite poste in essere da promotori finanziari²⁰.

La Consob, sempre nel corso del 2007, si è costituita parte civile in 13 nuovi procedimenti penali²¹, al fine di perseguire la tutela dell'interesse all'efficiente funzionamento del mercato. Nella maggior parte dei casi, la Consob stessa, all'esito della vigilanza svolta, aveva inviato alla competente Autorità Giudiziaria apposite segnalazioni. I capi d'imputazione formulati dal Pubblico Ministero nelle richieste di rinvio a giudizio hanno configurato i fatti ascritti agli imputati in termini sostanzialmente confermativi degli esiti degli accertamenti svolti dalla Consob²².

²⁰ Dati pubblicati nella *Newsletter* della Consob n.1/2008.

²¹ Di cui 3 per *insider trading*; 9 per manipolazione del mercato (di cui 4, anche per ostacolo ex artt. 2638 c.c., ovvero 170-bis del Tuf); 1 unicamente per ostacolo alle funzioni di vigilanza.

²² La prima sentenza (n. 1364, emessa il 12 aprile 2007 dalla Corte d'Appello di Milano, Sez. II) ha integralmente confermato - anche con riguardo alle statuizioni civili in favore della Consob - la sentenza del Tribunale di Milano n. 3406 del 27 marzo 2006. Nello scorso mese di novembre sono intervenute le altre due pronunce favorevoli. Si segnala, in primo luogo, la sentenza n. 3716 del 12 novembre 2007, con cui la Corte

* * *

Le prospettive del mercato finanziario italiano

Il deflusso di risorse dai fondi comuni ha assunto ormai proporzioni notevoli e interessa quasi esclusivamente i prodotti gestiti da intermediari italiani. Il fenomeno sembra dipendere sia dal regime fiscale di sfavore sia dalla combinazione performance inferiori/costi superiori rispetto ai fondi gestiti da intermediari esteri.

E' possibile, inoltre, che l'apertura internazionale degli assetti proprietari di alcune grandi banche italiane abbia favorito una maggiore penetrazione di prodotti esteri, ovvero un processo di sostituzione fra prodotti esteri e prodotti italiani.

d'Appello di Milano, Sez. II, ha confermato la sentenza del Tribunale di Milano del 25 ottobre 2006. La Corte d'Appello, nella motivazione della sentenza, si è particolarmente soffermata su due temi specifici di natura prevalentemente processuale: la competenza territoriale del Tribunale di Milano per i reati di abuso del mercato e la legittimazione della Consob alla costituzione di parte civile. Con sentenza resa in data 29 novembre 2007, la stessa Sezione II della Corte d'Appello di Milano ha confermato la decisione emessa dal Tribunale di Milano il 25 ottobre 2006.

Le obbligazioni strutturate rimangono inoltre uno strumento largamente diffuso e che attrae elevati flussi di risparmio delle famiglie. I dati di confronto internazionale indicano peraltro che il fenomeno è quasi esclusivamente italiano.

Il trend negativo nella raccolta dei fondi comuni 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 concentrati in capo a gruppi bancari di riferimento, l'integrazione verticale di produzione e distribuzione e la ridotta capacità di innovazione.

Si auspicano, in un contesto più competitivo, nuove scelte di governance delle società di gestione e nuove strategie distributive.

* * *

Negli ultimi anni si è registrata un'intensa crescita delle operazioni su derivati negoziati su mercati non regolamentati (derivati Over The Counter - Otc). I dati confermano un utilizzo intenso dei derivati sia da parte delle banche, che

hanno posizioni in derivati superiori al totale delle attività in bilancio, sia da parte dei soggetti non finanziari²³.

Tale mercato peraltro ha caratteristiche peculiari. Il basso livello di standardizzazione dei contratti e la scarsa negoziabilità implica infatti l'assenza di prezzi di riferimento. Inoltre, la presenza di clausole complesse rende difficoltosa la corretta e completa valutazione del profilo di rischio-rendimento da parte degli stessi intermediari. Infine, l'assenza di una controparte centrale che garantisca il buon fine delle operazioni comporta l'assunzione di elevati rischi di controparte. Una partecipazione "consapevole" a tale mercato richiede dunque elevate competenze finanziarie e sofisticate capacità di gestione dei rischi.

L'azione della Consob in materia di derivati è stata avviata sin dal 2004 ed ha condotto a diverse iniziative di vigilanza e alla conclusione di due procedimenti sanzionatori nel 2007 con l'irrogazione di sanzioni per 780.000 euro nei confronti di due intermediari e alla contestazione di nuove ipotesi di infrazione nei confronti di altri soggetti.

Considerate le generalizzate carenze rilevate nel settore, la Consob ha avviato un'iniziativa di carattere ampio,

²³ In particolare, si può stimare che le imprese quotate utilizzano derivati per coprire i rischi su circa il 70% delle loro passività finanziarie, mentre quelle non quotate coprono il 20% circa delle loro passività; per gli Enti Locali i dati disponibili indicano una copertura di circa 1/3 dell'indebitamento, ma probabilmente sottostimano largamente il fenomeno per la mancanza di informazioni sull'esposizione con intermediari esteri.

attraverso la convocazione degli esponenti aziendali di diversi intermediari per lo sviluppo di misure urgenti di adeguamento della struttura operativa agli obblighi normativi, in tutte le fasi produttive e distributive.

* * *

Un elemento importante per le prospettive di sviluppo del mercato finanziario italiano è legato agli effetti dell'integrazione fra la Borsa Italiana e il London Stock Exchange.

L'adozione della piattaforma di negoziazione della borsa di Londra, a detta degli stessi intermediari italiani molto più avanzata e veloce di quella utilizzata da Borsa Italiana, avrà naturalmente dei costi per gli intermediari italiani, in termini di investimenti informatici e di adeguamento delle procedure. Tuttavia, non dovrebbe condizionare gli assetti regolamentari e di vigilanza vigenti.

Nel lungo periodo si potrebbe assistere allo spostamento nel Regno Unito di alcuni comparti del mercato attualmente gestiti da Borsa Italiana. Per il comparto azionario peraltro l'evidenza empirica suggerisce che vi è un forte elemento di inerzia legato alla preferenza delle imprese a scegliere il

mercato del paese in cui hanno la sede legale e in cui vengono “prodotte” le informazioni sull’impresa stessa.

La Consob sta seguendo con attenzione l’evoluzione del processo di integrazione tra i due mercati, anche attraverso l’esercizio dei poteri di vigilanza sulla società di gestione del mercato italiano, per assicurare la compatibilità dei nuovi assetti con gli obiettivi della trasparenza, ordinato svolgimento delle negoziazioni e tutela degli investitori.

* * *

Nello scenario di un mercato sempre più globale, l’esistenza di regole armonizzate non è garanzia di eguale trattamento per gli operatori, per i mercati e soprattutto per i risparmiatori, se le regole non sono interpretate, applicate secondo modalità analoghe e se le sanzioni irrogate non hanno la medesima valenza.

Questa è una delle principali sfide all’attenzione dell’Unione Europea, nel cui ambito si stanno avviando dibattiti delicati sullo status istituzionale dei Comitati che riuniscono le Autorità di vigilanza nazionali.

Le esigenze di coordinamento della vigilanza e di rafforzamento della cooperazione trascendono l'ambito europeo. Infatti, è d'uopo ricordare che la cooperazione internazionale è stata particolarmente utile nelle indagini svolte dalla Consob sulle più importanti vicende di questi ultimi anni.

Significativa, a questo riguardo, è anche l'attività della International Organization of Securities Commissions (IOSCO), organizzazione che riunisce a livello mondiale le autorità di vigilanza di quasi 120 paesi, nel cui Comitato Esecutivo la Consob è stata rieletta pochi giorni orsono.

La IOSCO rappresenta la principale sede di coordinamento a livello mondiale per l'attività delle autorità di vigilanza sul mercato mobiliare e opera sia come soggetto promotore della massima convergenza delle regole e della vigilanza, sia come organismo tecnico di supporto all'attuazione delle forme di coordinamento definite dagli organismi politici (quali il G7) e dalle istituzioni finanziarie internazionali (quali il Fondo Monetario Internazionale e la Banca Mondiale).

Il Fondo Monetario Internazionale, ad esempio, compie le proprie periodiche valutazioni, utilizzando i criteri elaborati

dalla IOSCO. Fa piacere ricordare che, su tali basi, il sistema italiano di vigilanza è stato valutato positivamente²⁴.

La definizione delle caratteristiche istituzionali delle Autorità di vigilanza deve continuare ad essere in linea con gli standard internazionali, nel presupposto che gli assetti istituzionali e di governo delle Autorità Indipendenti determinano la qualità del processo di regolazione e di vigilanza.

L'ultimo progetto di riforma presentato nella precedente legislatura, del quale si auspica una sollecita ripresentazione, contiene principi di regolamentazione ampiamente condivisi, tra i quali meritano di essere ricordati:

- regole a garanzia dei soggetti vigilati e destinatari di sanzioni (garanzia del procedimento – separatezza tra funzioni istruttorie e decisorie; partecipazione al procedimento; tutela giurisdizionale);
- regole a garanzia dell'efficienza della regolamentazione (obbligo di valutazione dell'impatto economico delle regole da parte delle Autorità; obbligo di consentire la partecipazione degli interessati al processo normativo);
- regole a garanzia della trasparenza dell'operato delle Autorità (controllo dei rendiconti; rapporti con il Parlamento e l'Esecutivo);
- regole di governance dell'Autorità (funzionamento

²⁴ Nell'ambito del *Financial Sector Assessment Program (Fsap)* dell'Italia.

collegiale; requisiti dei membri; disciplina delle incompatibilità);

- netta ripartizione di competenze tra le Autorità in funzione delle finalità della vigilanza.

* * *

Alle Autorità è richiesta capacità e velocità di adattamento. Esse non possono limitarsi a reagire alle novità degli eventi, ma devono anticipare, per quanto possibile, il verificarsi di situazioni critiche.

In un sistema che valorizzi la correttezza sostanziale dei comportamenti e la capacità di autogoverno dei soggetti, la vigilanza deve concentrare attività e risorse sui fenomeni più a rischio per la tutela del risparmio e lo sviluppo del mercato. È un orientamento che richiede modelli di analisi sofisticati, strutture e prassi organizzative flessibili e capaci di adattamento.

La Consob è impegnata in questo processo di trasformazione, attraverso una profonda riforma del proprio assetto organizzativo e del proprio modo di operare, per costruire un sistema di regole ampiamente condiviso, attraverso l'ormai consolidata dialettica tra regolatori e

partecipanti al mercato.

Gli operatori, le società e i risparmiatori che vivono sul mercato possono fornire le migliori indicazioni sui principali bisogni di tutela e sugli strumenti più idonei per conseguirla.

La consultazione rappresenta una fase indispensabile del processo di regolamentazione, cui anche il legislatore ha attribuito rilevanza istituzionale. Il confronto di interessi, non sempre convergenti, fornisce indicazioni che devono essere adeguatamente considerate per trovare il migliore equilibrio tra costi e benefici delle regole.

Tale modo di operare tende a garantire trasparenza e condivisione del contenuto delle norme. A ciò consegue che i costi da sostenere vanno percepiti come necessari per porre rimedio alle debolezze rilevate sul mercato.

* * *

La crisi dei mutui *subprime* ha confermato come uno *shock* che trae origine da un segmento del sistema finanziario può rapidamente propagarsi su scala internazionale.

La riduzione dei prezzi dei titoli direttamente esposti al rischio *subprime* ha rapidamente contagiato tutti gli altri segmenti del mercato delle cartolarizzazioni, anche per effetto

della diffusione di incertezze sull'accuratezza dei giudizi delle società di *rating*.

La crisi si è estesa al mercato primario e ha reso problematico il rifinanziamento di alcune operazioni di cartolarizzazione a breve termine di veicoli verso i quali alcune banche avevano esposizioni finanziarie. I timori relativi all'emergere di problemi di stabilità hanno contribuito ad estendere gli effetti della crisi ai mercati azionari.

E' stata messa in discussione la capacità delle agenzie di *rating* di assegnare correttamente dei giudizi sui prodotti di finanza strutturata e di aggiornarli tempestivamente i propri giudizi. E' emerso che in molti casi le agenzie di *rating* risultavano coinvolte nel processo stesso di ingegnerizzazione del prodotto da valutare, determinando una situazione di forte conflitto di interessi.

Per ciò che riguarda la trasparenza, la difficoltà e i costi di acquisizione di flussi informativi adeguati su tali prodotti non consente facilmente agli investitori di pervenire ad un giudizio autonomo sui rischi dei titoli.

Per ciò che riguarda le implicazioni regolamentari, la disciplina delle agenzie di *rating* si è rivelata uno dei nodi più importanti da sciogliere. L'attuale approccio basato

interamente sull'autodisciplina, è stato ed è oggetto di analisi e di critica valutazione nelle principali sedi internazionali ed europee alle quali la Consob partecipa attivamente. L'assetto oligopolistico e globalizzato del mercato rende infatti necessaria un'azione coordinata a livello mondiale.

La IOSCO ha appena rassegnato due rapporti tra loro correlati, durante la Conferenza Annuale che si è svolta a Parigi il 27, 28 e 29 maggio scorsi, che trattano sia delle tematiche legate ai diversi aspetti della crisi sub-prime, sia specificamente della disciplina delle agenzie di rating.

La IOSCO ha predisposto un corposo piano di lavoro per affrontare i temi legati alla trasparenza degli emittenti e alla gestione e controllo dei rischi, nonché alle valutazioni che devono effettuare gli investitori istituzionali ai fini delle decisioni di investimento.

In materia di agenzie di rating, la IOSCO ha approvato emendamenti al codice di condotta che danno risposta alle carenze emerse dalla crisi in corso. L'Organizzazione continuerà a discutere di come assicurare una adeguata verifica dell'attuazione del nuovo codice da parte delle agenzie di rating.

Al riguardo, molto importante è anche il rapporto pubblicato lo scorso 19 maggio dal Cesr, che contiene nuove proposte di grande rilievo:

- si raccomanda l'istituzione di un organismo ad hoc di natura sopranazionale (ovvero in caso di difficoltà di natura europea) che svolga il compito di fissare gli standard internazionali per l'industria del rating e di verificarne il rispetto;
- si raccomanda di dotare il nuovo organismo della capacità di "*name and shame*", cioè di rendere pubblico il grado di rispetto del codice di autoregolamentazione da parte delle singole agenzie;
- si auspica che l'organismo, nell'esercizio delle funzioni di verifica dei comportamenti, sia formato da rappresentanti degli investitori, degli emittenti, degli intermediari, la cui maggioranza dovrebbe essere nominata dagli organismi che riuniscono le autorità di regolamentazione (IOSCO, Cesr e altri) per assicurarne l'indipendenza.

Qualora queste proposte incontrino difficoltà di attuazione, il Cesr ritiene che le Autorità di regolamentazione e vigilanza dovrebbero attivarsi per promuovere, l'integrità e la qualità del processo di rating, anche attraverso l'introduzione di nuove regole vincolanti.

* * *

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

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

Sono convinto che il nostro sistema sarà capace di raccogliere questa nuova sfida.