

METAMORFOSI DEI MERCATI FINANZIARI E AMBIZIONI DELLA MiFID (RIFLESSIONI DI UN EX FUNZIONARIO CONSOB)*

Giuseppe Di Gaspare

1. Uno sguardo retrospettivo: mercati e intermediari finanziari nel mercato globale dei capitali. 2. L'ambizione della MiFID: un mercato degli strumenti finanziari "euro"centrico. 3. L'inclusione dei mercati leciti nel mercato regolamentato e la sua estensione all'intero spazio finanziario della Comunità. 4. La competizione sulla *better regulation* di dettaglio: tra informazione della clientela e responsabilizzazione degli intermediari. 5. Situazionismi.

1. Uno sguardo retrospettivo: mercati e intermediari finanziari nel mercato globale dei capitali.

Vorrei iniziare, ri-collocandomi nei panni di *ex* funzionario della Consob fine anni 80, per assumere una prospettiva disallineata di lungo periodo sulle ambizioni sottese della MiFID.

Si riteneva, all'epoca, che l'abolizione del monopolio degli agenti di cambio, l'introduzione del vincolo della contrattazione sui mercati regolamentati e la disciplina legislativa degli intermediari autorizzati alla negoziazione, con la connessa separazione societaria dell'attività di intermediazione dalla attività bancaria, avrebbero innescato un *trade-off* virtuoso in grado di eliminare alla radice i conflitti di interesse tramite l'esecuzione delle transazioni all'ordine, la tracciabilità e la trasparenza dell'operazione. Garanzie in grado di attirare gli investimenti rafforzando spessore, profondità e liquidità generandosi nel mercato regolamentato una forza attrattiva che sarebbe rimasta per sempre: un risultato irrevocabile, secondo un motivetto, allora in voga, "un centro di gravità permanente".

Se osservo, oggi, con quegli occhi, il mercato mobiliare mi trovo di fronte a mutamenti di scenario inaspettati: mercati di borsa gestiti come società di capitali ed intermediari che a loro volta sono diventati (o tornati ad essere) al loro interno luoghi di scambio di strumenti finanziari ovvero mercati.

L'esistenza di una regolazione economica che attribuisce un monopolio legale con il quale fare profitti mi sarebbe sembrata allora un paradosso eccessivo. Ne avrei probabilmente dedotto che i confini del mercato regolamentato erano cambiati: definitivamente fuori dai recinti. Il mercato nazionale sarebbe apparso necessariamente solo "un mercato tra altri" e che pertanto il Mercato, in cui operano i diversi gestori, doveva essere necessariamente più ampio.

Questo mercato più ampio, in cui i gestori dei singoli mercati sono in concorrenza tra loro come dei gestori di megastore, non è altro che il mercato globale dei capitali definitivamente assestatosi nell'ultimo decennio del secolo scorso per effetto della

* relazione in corso di pubblicazione negli atti del convegno "Disciplina di recepimento della direttiva MiFID" promosso dalla Facoltà di Giurisprudenza –sede di Treviso dell'Università di Padova il 16 maggio 2008.

liberalizzazione dei movimenti dei capitali da noi introdotta con il trattato sull'UE nel 1992.

I singoli gestori sono stati così costretti a rimboccarsi le maniche per attirare o conservare nelle loro piazze flussi finanziari che potevano ormai essere richiamati e trattati *aliunde*. Nella misura in cui si sono collegati questi punti di vendita hanno costituito delle reti di commercializzazione per il collocamento e la negoziazione degli strumenti finanziari e per la promozione e la vendita di servizi strumentali.

La competizione globale ha dunque destrutturato i singoli mercati regolamentati come istituzioni spingendo i gestori ad assumere la forma omologata interconnettibile ed abbordabile della società di capitali quotata.

In questa prospettiva, le sinergie, le aggregazioni e le fusioni realizzate nel corso degli anni 2000 sarebbero chiaramente apparse come inevitabili riposizionamenti strategici dei gestori delle singole piazze finanziarie sulla base delle relazioni e dei rapporti di forza tra loro esistenti in un mercato dei capitali ormai unificato.

Strategie, dunque, di contenimento e di reazione in un contesto deregolamentato in cui i movimenti dei capitali non incontrano barriere significative e nel quale i gestori dei mercati regolamentati, ricercano *partnership*, in concorrenza tra loro e con i grandi intermediari del mercato finanziario, per canalizzare gli investimenti in strumenti finanziari trattati sulle loro piazze: una competizione sui costi di accesso e sulla qualità dei servizi e, non da ultimo, sulle regole.

2. L'ambizione della MiFID: un mercato degli strumenti finanziari "euro"centrico.

La MiFID si iscrive in questo orizzonte all'interno del quale cerca di ritagliare una dimensione di mercato "regionale" unificato dalla regolazione per innescare un meccanismo virtuoso di crescita della capacità attrattiva dello spazio finanziario comunitario unitariamente considerato.

Inviterei perciò a guardare la MiFID, da un punto di vista prospettico, come un disegno strategico di adeguamento e riposizionamento *in fieri*, destinato a svolgersi in modo diacronico, dotato di meccanismi di autocorrezione e riadattamento (metodo Lamfalussy).

In questo senso sarei d'accordo nel definirla un "libro dei sogni" ma, in positivo, direi lucido in quanto delinea le tappe per un futuribile mercato finanziario comunitario.

La MiFID sembra, innanzitutto ed essenzialmente, avere di mira un obiettivo di stabilizzazione: rafforzare il mercato dei servizi finanziari della Comunità, distinguendolo per regole di funzionamento e meccanismi interni di raccordo da un mercato globale dei capitali e degli strumenti finanziari in permanente turbolenza sistemica: la MiFID come una specie di MOSE (verrebbe da dire, visto che siamo vicini a Venezia). Il fondamento strutturale ove poggia questa barriera frangiflutti delle onde d'urto della globalizzazione del mercato dei capitali, è costituita dalla piattaforma monetaria stabile dell'euro. I capitali che vi circolano hanno, pertanto, la certezza di una relativa stabilità. Di conseguenza l'investimento in strumenti finanziari trattati in euro ha una ragionevole aspettativa, anche a medio termine, che la "liquidazione" degli strumenti finanziari avverrà in una valuta non inflazionata con rapporti di cambio tendenzialmente favorevoli rispetto alle altre monete.

A questo scenario finanziario futuribile l'euro, con la politica monetaria della BCE, fornisce già oggi il bacino monetario adeguato ad assicurarne, senza traumi, la conversione e la riconversione in liquidità monetaria degli strumenti finanziari.

Le potenzialità del mercato finanziario comunitario, dunque, poggiano sul solido fondamento di una moneta di riserva in grado di attrarre capitali in misura non inferiore alla valuta statunitense e, a differenza di questa, sorretta da una politica monetaria vincolata ad un basso rischio di cambio.

Va tenuto, inoltre, presente che in questo senso l'euro influisce positivamente anche sul costo del capitale intermediato il quale tende ad aumentare se la base monetaria su cui poggiano le transazioni non è stabile come è attualmente per dollaro e sterlina.

Il mercato "euro" centrico, delineato dalla MiFID, deve essere pertanto propriamente inteso nel suo duplice significato di mercato europeo degli strumenti finanziari che poggia sull'euro.

In questa direzione la MiFID muove seguendo due assi correlati di regolazione: uno esterno di differenziazione e l'altro interno di omologazione. L'uniformazione tendenziale ma generale, secondo i principi della *better regulation*, del mercato degli strumenti finanziari, tende progressivamente a distinguere la zona di regolazione unitariamente considerata verso l'esterno. Al suo interno, l'ulteriore riduzione degli scalini di differenziazione della regolazione tra i vari stati membri - che era sottesa alla precedente direttiva del 1993 (c.d. dir. Eurosim) sulla armonizzazione minima nella prestazione dei servizi finanziari - accentua la dimensione unitaria del suo funzionamento.

La strutturazione giuridica di un mercato interno degli strumenti finanziari "eurocentrico" favorisce la progressiva integrazione dell'offerta tra le diverse piazze finanziarie superando la precedente compartimentazione su base nazionale in modo da far nascere un mercato interno integrato più sicuro per gli investitori comunitari, esteri, ed anche per quelli al dettaglio.

In questo ordine di idee, la politica legislativa comunitaria con la MiFID non interviene nella - né si contrappone frontalmente alla - attuale tendenza di aggregazioni globali tra i gestori dei mercati regolamentati, ma ricerca, piuttosto, bypassando questi processi, una migliore interoperabilità tra le diverse piazze finanziarie del mercato comunitario degli strumenti e dei servizi finanziari.

Si può, dunque, riassumere l'orizzonte comunitario in cui la MiFID si colloca nei seguenti termini: i mercati regolamentati della CE in quanto "luoghi" di contrattazione e di scambio altamente regolati divengono anche "i portali" di ingresso al mercato comune degli strumenti e dei servizi finanziari. Una volta quotato su di un singolo mercato regolamentato della comunità e per effetto della avvenuta quotazione, ogni strumento finanziario è "in libera pratica" - prendendo il termine a prestito dal diritto commerciale comunitario - e, quindi, circola liberamente potendo essere immediatamente quotato e scambiato su una qualsiasi altra piazza finanziaria della comunità nonché negoziato sui sistemi di negoziazione multilaterale e dagli internalizzatori sistematici.

Insistendo sul parallelismo con il mercato delle merci, l'ammissione a quotazione ha lo stesso effetto dello sdoganamento in quanto consente la libera circolazione nel mercato comune regolamentato. Prende forma così un mercato comune degli strumenti finanziari quotati che presenta una pluralità di accessi - ma esclusivamente - quelli costituiti dai singoli mercati regolamentati nazionali ed abilitati, per effetto del diritto comunitario, a

rilasciare con l'ammissione a quotazione "il passaporto comunitario" di libera circolazione in quanto lo strumento finanziario è già vagliato e validato in una singola piazza.

E' ancora all'opera, in buona sostanza, la forza propulsiva dei principi del *home country control* e del mutuo riconoscimento che hanno costituito dapprima il vaglio efficace e semplificato per la libera circolazione dei prodotti commerciali (CGCE Cassis de Dijon 1979) riferito, poi, ai servizi finanziari dall'AUE del 1986 ed ora utilizzato per una graduale, generalizzata, messa in libera pratica degli strumenti finanziari.

Più si sviluppano le transazioni e gli scambi, più diviene possibile ridurre i costi ed accrescere la gamma dei servizi strumentali che vengono offerti.

Anche per il mercato dei capitali vale, in definitiva, ciò che Stalin affermava per l'armata rossa: che la quantità ha una sua intrinseca qualità.

Si delinea così una massa critica di investimenti che, unitariamente considerata, determina il superamento di soglie quantitative che consente, in tutto lo spazio comunitario unificato, un ampliamento dell'offerta dei servizi finanziari a prezzi tra loro competitivi. Ed in effetti, i corrispettivi diminuiscono e la gamma dei servizi offerti aumenta se cresce il volume complessivo degli investimenti. Solo determinati volumi di transazioni consentono economie di scala e di gamma e assicurano la competitività del mercato dei servizi in esso offerti.

Un mercato di queste dimensioni sarebbe attrattivo per gli investimenti anche sotto il profilo quantitativo e qualitativo della gamma dei prodotti e dei servizi offerti e delle economie di scala. Nella logica della MIFID, la certificazione della ammissione a quotazione è destinata ad estendersi a partire dalle azioni liquide a tutti gli strumenti finanziari dei quali appunto vengono fornite, non a caso, nella sezione C dell'allegato I della direttiva 39 del 2004, le definizioni tipologiche valide per tutto lo spazio finanziario della Comunità. L'approccio espansivo è però cauto e concreto.

Si inizia, intanto, nella strutturazione di questo mercato dalle azioni, il che per certi aspetti appare ovvio, data la migliore possibilità di verifica e di controllo delle emittenti e dei titoli stessi meno esposti alla volatilità ed alle alee degli altri strumenti finanziari in particolare dei derivati. I successivi passi in questa logica della concretezza e della riduzione del rischio potranno riguardare le obbligazioni e, per il loro rilievo economico strategico, gli strumenti derivati sulle materie prime non a caso inclusi *ex novo* nelle lista.

L'integrazione ovviamente è destinata a ripercuotersi sulla vigilanza.

Gli strumenti quotati e i loro emittenti sono dunque assoggettati progressivamente ad un sistema di vigilanza continuo, nel mercato regolamentato di accesso, ad opera delle Autorità nazionali, sostanzialmente improntato, per effetto della MiFID, alle stesse regole prudenziali ed informative generalmente applicate in tutto il mercato comune.

Si intravede, in conclusione, un mercato di strumenti certificati all'origine dai gestori dei mercati regolamentati che si scambiano in un mercato interno regolato e vigilato dalle Autorità nazionali di vigilanza sempre meglio raccordate tra loro che, a loro volta, sembrano prefigurare nel raccordo, un centro di coordinamento stabile a livello comunitario.

In questo senso, il mercato unico dei servizi finanziari non sarebbe altro, a regime, che il risultato della progredente omologazione dei singoli mercati nazionali innescata dalla MiFID.

3. L'inclusione dei mercati leciti nel mercato regolamentato e la sua estensione all'intero spazio finanziario della Comunità.

I mercati regolamentati permangono al centro del sistema finanziario, in quanto la quotazione assicura, a vantaggio degli acquirenti ed a prescindere dalle modalità e luogo di negoziazione, le migliori garanzie derivanti dalla trasparenza e dal rispetto degli obblighi di informazione cui sono soggette le società emittenti i titoli quotati.

Alla permanente centralità fa da necessario contrappunto il rispetto del vincolo dell'*ultra vires*. La loro attività rimane circoscritta dalla esclusività della missione dell'oggetto sociale della società di gestione del mercato regolamentato al fine di eliminare potenziali conflitti intrinseci di interesse, possono però gestire ora anche sistemi multilaterali di negoziazione. La garanzia della loro neutralità nei riguardi degli operatori (*equal field competition*) è perseguita altresì con il controllo della loro composizione societaria ("influenza significativa" e pregiudizio alla "sana e prudente gestione"). La preferenza comunitaria per i mercati regolamentati (più sicuri in quanto più regolati) si manifesta anche nell'incentivazione delle attività strumentali che ne rafforzano la specifica missione: gestione di sistemi telematici per le contrattazioni, fornitura di dati, partecipazione a sistemi integrati di liquidazione e compensazione (clearing).

Almeno nell'Europa continentale, l'abbandono del principio della concentrazione appare subito sotto l'onda d'urto della globalizzazione.

Già, peraltro, eroso in realtà anche dall'interno per il ripudio del LSE del 1986.

La liberalizzazione dei servizi finanziari aveva poi reso lecita e praticabile la negoziazione fuori borsa su tutto il territorio comunitario purché si mantenesse quel luogo di imputazione giuridica della conclusione delle negoziazioni (*forum shopping*).

Il suo inevitabile abbandono ha peraltro aperto la strada alla inclusione nell'area della regolamentazione dei sistemi multilaterali di negoziazione e degli internalizzatori sistematici.

In questo senso, la loro apparizione nella MIFID non è altro, al contempo, che la presa d'atto del crescente rilievo degli intermediari globalizzati e dei circuiti internazionali non ufficiali di negoziazione e la manifestazione della consapevolezza di una loro necessaria regolazione.

In altri termini, mentre lo svuotamento del principio della concentrazione e lo sviluppo delle negoziazioni sui mercati non regolamentati sono andate finora in parallelo lasciando, di fatto, le transazioni nelle due dimensioni separate del mercato regolato e di quello lecito che oggi si ricongiungono, per effetto della MiFID, in uno spazio comunitario di regolazione che riconosce la diversa fenomenologia della negoziazione degli strumenti finanziari, graduandone l'intensità regolatoria in ragione della diversa disciplina tipologica degli strumenti negoziati.

L'esigenza di ricompattare il mercato spiega, a mio avviso, l'apparente ambiguità della MiFID e la sua scarsa incisività sugli strumenti finanziari non quotati, trattati essenzialmente nei "nuovi" luoghi regolamentati. In questo senso metterei in evidenza in positivo l'emersione anche di questi ultimi mercati nell'area generale della regolazione, piuttosto che calcare la mano sulle criticità della perdurante differenziazione tra la regolazione forte degli strumenti quotati nei mercati regolamentati e quella debole dei mercati degli intermediari dove permane la possibilità di negoziare titoli non quotati con minori garanzie per la clientela.

L'alternativa a questa integrazione debole dei mercati degli intermediari (esogeni o endogeni agli stessi) sarebbe stata la persistenza di un lecito non regolamentato.

In altri termini, la regolazione più debole, che si esercita sugli strumenti non quotati nei nuovi acquisiti territori dei MTF e degli internalizzatori sistematici, non è niente altro che la modalità della loro iniziale integrazione, essa è dunque il prezzo, tutto sommato contenuto, pagato per il raggiungimento dell'obiettivo, strategico per la MIFID, della inclusione dei mercati leciti nello spazio finanziario unificato e regolamentato degli strumenti finanziari della Comunità.

4. La competizione sulla better regulation di dettaglio: tra informazione della clientela e responsabilizzazione degli intermediari.

L'abbattimento della compartimentazione e l'integrazione in un unico mercato delle attività finanziarie comportano un accrescimento del tasso di concorrenza che rafforza l'efficienza degli investimenti in strumenti finanziari.

In questa direzione, la sottoposizione al principio del *home country control* di tutti gli intermediari e la armonizzazione delle regole di funzionamento apre ulteriormente lo spazio comunitario definitivamente alla concorrenza tra gli stessi intermediari e i mercati regolamentati a vantaggio dei risparmiatori.

Su questa base la MiFID innesca una dinamica competitiva che si gioca sulla normativa secondaria nazionale sulla migliore - verrebbe da dire - *better regulation* nell'informazione, nella consulenza - che viene resa anche autonoma - nella intermediazione e specificamente nella negoziazione e di conseguenza, ed in particolare, nei sistemi di vigilanza rispetto alla quale tutti gli operatori comunitari si dovranno riposizionare.

In questa prospettiva l'armonizzazione, nella misura in cui lascia limitata facoltà agli stati membri di introdurre una normativa più favorevole per fare fronte a rischi specifici per gli investitori e l'integrità del mercato, non elimina il rilievo strategico della concorrenza tra gli ordinamenti che si sposta però tendenzialmente dalla concorrenza sulla *laxity* o sulla *better regulation* alla concorrenza tra l'affidabilità dei sistemi nazionali unitariamente considerati. In questo senso la MiFID se da un lato, stabilendo il cosiddetto *gold plating* per gli scambi azionari, vieta agli stati membri innovazioni sulla regolazione, per altro verso lascia liberi gli stessi di competere sulla qualità degli obblighi di informazione per altri strumenti finanziari.

Come ben risalta dalla relazione mattutina del prof. De Poli, sulla trasparenza del prezzo, gli intermediari quali produttori di informazioni hanno un rilievo centrale e in quanto tali direi, anche in negativo, avendo la possibilità di occultarle. La MiFID ed il regolamento Consob sugli intermediari, li esortano maggiormente alla trasparenza.

La scelta di investimento potrà essere operata tra strumenti quotati e non quotati tenendo d'occhio diverse piattaforme di negoziazione.

La possibilità di paragonare i prezzi è destinata ad accrescersi, trasformandosi essa stessa in fondamentale autonomo terreno di competizione, l'immediatezza e la completezza dell'informazione avrà un suo valore intrinseco sarà commercializzabile a prezzi accessibili. Di converso è da mettere in conto un effetto penalizzante per quegli operatori che non forniscono tempestivamente dati adeguati.

La competizione nell'informazione è rafforzata dalla sua strumentalità ad un mercato della consulenza, reso autonomo dalle direttive e aperto alla libera professione

individuale che appare destinata ad incunearsi in profondità tra l'informazione e la scelta di investimento.

La consulenza pertanto appare destinata necessariamente ad orientarsi verso i sistemi informativi più efficienti e indirizzando conseguentemente il risparmio verso le piazze finanziarie più trasparenti che forniscono dati in modo immediato elaborandoli in modo efficiente. Anche la nuova concezione del servizio di ricerca in materia di investimenti come attività autonoma orienta verso le piazze finanziarie interconnesse a sistemi informativi efficienti. Opzioni elusive del problema con la assunzione di *standard* minimi di informazione, ove possibili, appaiono comunque di corto respiro soprattutto per quelle piazze, come la nostra, che risaltano già poco attrattive per gli investimenti esteri. Si rischia in questo modo di rimanere al di fuori del circuito virtuoso che si autoalimenta tra informazione – consulenza – ricerca dell'investimento – ed investimenti efficienti.

Al fondo il nodo da sciogliere rimane, da noi, il rapporto tra regole di condotta e conflitto di interessi intrinseci o estrinseci ai tradizionali *broker* e *dealer*, anche non bancari che dovranno essere evitati o quantomeno apertamente dichiarati in ragione delle singole operazioni proposte se non gestibili in modo sicuro. Condivido le osservazioni del prof. Morera sul fatto che, nel rapporto banca cliente, non sia fisiologico rimettere al venditore il giudizio sulla qualità del prodotto, ma direi che è la MiFID va in quella direzione per tutelare l'affidamento del cliente al dettaglio. Entra necessariamente in gioco la buona fede del venditore chiamato a rispondere per eventuali vizi del prodotto conosciuti o comunque conoscibili con la media diligenza commerciale e, su questo ultimo profilo, vale il richiamo, nella stessa relazione, ad un investimento da parte delle banche sulla crescita di livelli specifici di professionalità interna

Per altro verso, mi sembra che le ragionevoli istanze di maggiore tutela dell'investitore debole al dettaglio trovino in principio nella MiFID una risposta anche se non ottimale sicuramente migliorativa della situazione *quo ante*, anche se le regole di condotta nella normativa nazionale vigente rischiano di "metabolizzare" i conflitti di interesse soprattutto nel sistema bancario, come chiaramente mostrato nella specifica relazione della collega Antonucci. In questo senso andrebbe posta maggiormente l'attenzione sulla normativa secondaria, per quello che riguarda l'investitore al "dettaglio" poiché, come si sa, è lì, nel "dettaglio", appunto, che si nasconde il diavolo.

Si torna, per questa via all'importanza strategica dei poteri, in particolare, degli organi di vigilanza di validare l'efficacia e l'adeguatezza dei regolamenti interni degli intermediari autonomamente elaborati per la gestione positiva dei conflitti di interesse e dei rischi di investimento.

Anche se la MiFID non contiene l'obbligo di concentrazione delle informazioni (*pre e post trade*) in un'unica banca dati, come avviene negli USA, è da ritenere che una scelta a favore della frammentazione è destinata a comportare la progressiva marginalizzazione degli operatori e dei mercati che la praticano. Senza più il monopolio legale di uno specifico listino potrebbero essere progressivamente svuotati anche della negoziazione dei migliori titoli ivi quotati.

Altro terreno di rilevanza strategico che si lega strettamente agli obblighi di informativa è quello della responsabilità degli intermediari.

L'innovazione della MiFID su questo terreno è consistita nel ricondurre la responsabilità all'esercizio dell'autonomia di impresa innescando un meccanismo che

potremmo dire di virtuosa de - responsabilizzazione. Solo nella misura in cui avranno adottato una struttura organizzativa e patrimoniale in grado di porle in condizione di presidiare adeguatamente la trasparenza dei comportamenti e i rischi di crisi di liquidità, le imprese di investimento potranno essere ammesse ad operare sul mercato.

La validazione delle misure organizzative adottate non è fine però a se stessa in quanto comporta l'obbligo di un monitoraggio interno, incentrato sulla responsabilità ed indipendenza degli organi di controllo chiamati, se del caso, ad interpellare direttamente e immediatamente le autorità di vigilanza, rispetto alle quali rispondono per le loro eventuali omissioni e inadempienze.

Anche nei rapporti con la clientela, la logica procedimentale *ex ante* (burocratico cartacea) basato sulla modulistica standardizzata da far sottoscrivere ai clienti all'atto dell'investimento per trasferire allo stesso interamente la responsabilità dell'operazione sembra essere al capolinea. Il sistema apparentemente più complesso di tipo modulare obbliga l'intermediario a posizionarsi di fronte al cliente tenendo conto delle sue effettive competenze e conoscenze, con obblighi, a suo carico crescenti di informativa sui rischi delle operazioni che prospetta, con il divieto di accettare ordini per operazioni eccessivamente complesse provenienti da clienti senza professionalità e specifiche esperienze.

La "modularità" dunque allontana la "modulistica" obbligando l'intermediario a riflettere consapevolmente su approcci differenziati per una clientela diversificata. È una metodologia che rompe la cultura burocratica dell'intermediario che si cautela attraverso la sottoscrizione da parte del cliente di moduli che lo esonerano dalle responsabilità di controparte dell'operazione. Tali meccanismi in effetti, sono talmente deteriorati che non funzionano più né come pseudo informazione, né per l'esonero della responsabilità. Da questo punto di vista, di fronte ad una informazione generica, dispersa e inconcludente, l'informazione modulare selezionata e di approccio immediato e "tagliato" sul profilo del cliente richiede una modifica degli assetti organizzativi per funzionare : professionalità interne, adeguate imputazioni di responsabilità e sistemi tracciabili di negoziazione con la clientela.

I canali modulari delle singole negoziazioni si riconnettono così alle politiche di mercato seguite dall'intermediario e rese formalmente trasparenti, innestandosi altresì nei processi organizzativi di gestione e di controllo con attivazione di specifiche responsabilità ed, in subordine, della vigilanza comportamentale in modo che l'adempimento delle responsabilità di controparte sia reso effettivamente verificabile ex post.

5. Situazionismi.

Vorrei infine concludere con alcune considerazioni che ci riguardano più da vicino.

Da un lato la fusione con la LSE spinge la nostra piazza finanziaria regolamentata verso una maggiore integrazione con quei sistemi di negoziazione e con una logica che da ultimo è stata maggiormente improntata ad una concorrenza sulla *laxity* e comunque da sempre orientata alla specializzazione dell'intermediazione. La sterlina presenta rispetto all'euro il profilo di criticità di un accentuato rischio di cambio.

La fusione in quanto tale non è reversibile; si tratta pertanto di una integrazione più spinta dell'acquisizione del circuito borsistico di Euronext da parte della borsa di NY. Sulla operatività della borsa vigila, con poteri a mio avviso opportunamente estesi anche ai profili di salvaguardia di interessi nazionali, la Consob.

E' opinione corrente, anche nel nostro più diffuso quotidiano economico, che la MiFID sia stata sollecitata ed influenzata da istanze londinesi in quanto apre il mercato comunitario alle maggiori capacità di penetrazione specialistica di quelle *firms*. Sarei piuttosto portato a vedere da quella parte un tentativo, abbastanza riuscito, di contenimento dell'integrazione, a fronte del rischio di una marginalizzazione nel processo decisionale, tenendo conto che, nella materia, vige ormai da tempo, pur nella complessa procedura decisionale, il principio del voto a maggioranza.

Vedrei l'opera, soprattutto, di mani continentali.

L'integrazione del mercato è per ora limitata alle azioni – titoli nei quali il rilievo dell'economia reale è forte e risente inevitabilmente del peso specifico dell'economie degli stati membri della comunità. Lo sviluppo della integrazione, *step by step*, dovrebbe concernere, in primo luogo le obbligazioni, e credo che l'estensione del mutuo riconoscimento ai derivati valga in realtà a mettere in buona posizione i derivati sulle materie prime (aggiungerei trattati in euro), non a caso introdotti ex novo dalla MIFID nel catalogo comunitario

Su questo fronte, della cartolarizzazione meno ibridata e complessa, più ancorata alla economia reale, credo che la finanza continentale abbia le sue carte da giocare anche tra gli internalizzatori sistematici. In particolare la banca universale che ha informazioni commerciali diversificate all'interno e opportunità di connetterle, con il vantaggio di un rapporto diretto con una clientela ancora tendenzialmente abitudinaria ma sempre più avvertita dei rischi. Una posizione di vantaggio della quale, dopo la direttiva *market abuse*, abusarne è, anche personalmente, rischioso.

Sugli investimenti a contenuto speculativo comparativamente più basso, dunque, la forza attrattiva dell'euro è destinata a farsi sentire per la garanzia che offre della loro liquidazione senza ricorrere all'inflazione monetaria, dovuta, appunto, alla necessità di immettere liquidità nel sistema per far fronte alla de-cartolarizzazione, come la perdurante crisi innescata dai mutui sub-prime ha attestato e attesta ancora per il dollaro e la sterlina.

Orientandosi all'uno o all'altro sistema e basandosi comunque sull'euro la gamma di posizionamento dei nostri intermediari sul mercato regolamentato e dei gruppi bancari che operano come internalizzatori sistematici e su circuiti multilaterali è piuttosto ampia nella definizione delle singole scelte di investimento che potranno fornire alla clientela nazionale assistendola nella diversificazione del portafoglio di investimenti.

Vorrei infine concludere ricordando, al riguardo, l'importanza del richiamo, contenuto nella relazione introduttiva del convegno del prof Capriglione, al nodo della *governance* delle società emittenti, passaggio attualmente ineludibile, anche a me sembra, per rafforzare la fiducia degli investitori e la competitività della nostra piazza finanziaria nel mercato della MiFID.