

*La novità fondamentale del nuovo principio consiste nel chiarire in maniera più puntuale rispetto al passato la portata della responsabilità del revisore principale e dei revisori secondari. Il revisore principale, infatti, è responsabile dell'espressione del giudizio sull'intero bilancio e tale responsabilità attiene alle valutazioni di fondo sottostanti all'approccio complessivo di revisione del bilancio d'esercizio e consolidato. In altre parole, il nuovo principio prevede che il revisore principale debba effettuare una valutazione complessiva dei rischi di revisione di tutte le componenti del gruppo e della competenza professionale di tutti i revisori coinvolti e che, essendo il suo status di revisore principale fondato su condizioni non solo quantitative ma anche qualitative, egli assuma comunque la responsabilità del lavoro di revisione (svolgendolo direttamente o rivedendo approfonditamente il lavoro svolto da altri) per le componenti del bilancio a rischio elevato e quelle per le quali non sia soddisfatto della competenza professionale del revisore secondario.*

*Per quanto riguarda la rappresentazione nella relazione di revisione del lavoro svolto dagli altri revisori, il nuovo principio prevede che sia indicata la circostanza che anche altri soggetti hanno partecipato allo svolgimento dei lavori e che di questi lavori essi sono direttamente responsabili; ciò ferma restando, comunque, in capo al revisore principale la responsabilità complessiva sul bilancio.*

Nel dicembre 2003 la Commissione ha raccomandato l'adozione del principio di revisione "Comunicazione di fatti e circostanze attinenti la revisione ai responsabili dell'attività di governance", mutuato con gli opportuni adattamenti dal principio internazionale Isa 260. Il nuovo principio fornisce una guida in merito alle comunicazioni tra le società di revisione e i responsabili delle attività di governance delle società sottoposte a revisione in relazione a fatti o circostanze emersi nel corso dei lavori di revisione e d'interesse per lo svolgimento delle attività di governance.

### ***La disciplina dei mercati e degli scambi organizzati***

Nel corso del 2003 la Commissione ha approvato tre delibere apportanti modifiche e integrazioni al Regolamento Mercati.

La prima, contestualmente all'approvazione delle modifiche al Regolamento Emittenti, ha riguardato l'introduzione della possibilità per i mercati regolamentati di ammettere alle negoziazioni strumenti finanziari in assenza di domanda dell'emittente purché già ammessi a negoziazione su altri mercati regolamentati italiani.

*In relazione a tale possibilità, le modifiche hanno riguardato: (a) la generalizzazione della definizione di "mercati regolamentati" (che in precedenza, invece, faceva esplicito riferimento ai mercati gestiti da Borsa Italiana spa); (b) la qualificazione di un ordine come "blocco" volta a prevedere che, nel caso di strumenti finanziari contestualmente negoziati in due o più mercati regolamentati italiani, il calcolo del controvalore giornaliero medio utile alla individuazione della soglia tiene conto degli scambi complessivamente effettuati su tutti i mercati; (c) la previsione secondo cui ciascuna società di gestione comunica i dati necessari al calcolo del controvalore degli scambi direttamente alla Consob e quest'ultima provvede al loro consolidamento e alla loro diffusione; (d) l'introduzione di "orario di operatività dei*

*mercati regolamentati" (periodo di tempo in cui risulta aperto almeno uno dei mercati regolamentati in cui ciascuno strumento finanziario è negoziato) e di "orario giornaliero di funzionamento" (orario nel quale gli intermediari autorizzati possono stabilire una connessione con il sistema di negoziazione di un mercato regolamentato). In merito agli obblighi di segnalazione delle operazioni fuori mercato, è stato previsto, da un lato, che gli intermediari ammessi alle negoziazioni in un mercato regolamentato segnalino le operazioni eseguite fuori mercato alla società di gestione del mercato in cui gli stessi sono ammessi, anche quando ciò comporti il rinvio della segnalazione al momento in cui detto mercato è funzionante e, dall'altro, che gli intermediari non aderenti ad alcun mercato regolamentato effettuino la segnalazione alla società di gestione di uno dei mercati regolamentati nei quali lo strumento finanziario è negoziato.*

Con la seconda delibera, sono state apportate modifiche e integrazioni in materia di insolvenze di mercato.

*La finalità delle modifiche regolamentari è stata quella di: rendere più rapida la riesecuzione sul mercato delle posizioni non compensate, anticipando alcuni adempimenti in precedenza di esclusiva competenza del commissario; adeguare le norme regolamentari alla nuova disciplina dei sistemi di garanzia, con particolare riferimento alla possibilità per i mercati non derivati di introdurre un servizio di controparte centrale; prevedere esplicitamente la possibile esistenza, su un medesimo strumento finanziario, di più sistemi di garanzia.*

*L'introduzione della controparte centrale nei mercati gestiti da Borsa Italiana ha offerto l'occasione per un'ampia revisione dell'intera disciplina regolamentare dell'insolvenza di mercato. In particolare, sono state aggiunte le definizioni di controparte centrale, sistemi di riscontro e rettifica giornalieri (RRG), sistemi di garanzia e operazioni definitive. Inoltre, è stata modificata la definizione di "servizio di liquidazione", al fine di includere anche il servizio di liquidazione su base lorda, cosicché anche le operazioni regolate su base lorda (servizio Express) saranno soggette alla procedura dell'insolvenza di mercato.*

*Nell'ambito dei presupposti dell'insolvenza di mercato, la modifica tende a generalizzare i presupposti dell'insolvenza per gli aderenti alle controparti centrali, aggiungendo al caso di mancato versamento dei margini quello di mancato versamento delle contribuzioni al default fund.*

*Nell'ambito dell'accertamento dell'insolvenza, si è fra le altre cose richiamato "il mancato regolamento finale delle posizioni contrattuali da parte dell'aderente". Infatti, il regolamento finale delle posizioni contrattuali nel sistema a controparte centrale è effettuato nell'ambito del servizio di compensazione e liquidazione. Esso include il regolamento per differenziale tipico dei derivati e il regolamento con consegna dei titoli derivante dall'esercizio delle opzioni e dalle transazioni cash garantite dalla controparte centrale. Il mancato regolamento finale delle posizioni contrattuali implica dunque la mancata copertura dei saldi debitori nell'ambito del predetto servizio di compensazione e liquidazione, che rappresenta un presupposto dell'insolvenza di mercato. Esso è, d'altra parte, un presupposto di inadempimento per i partecipanti al sistema a controparte centrale, ai sensi della disciplina dei sistemi di garanzia. Il richiamo al "mancato regolamento finale delle posizioni contrattuali da parte dell'aderente" è dunque funzionale al riconoscimento, da parte della disciplina dell'insolvenza di mercato, anche di tale fattispecie di inadempimento, oltre a quelle previste dall'articolo 15, comma 2, lett. b), del Regolamento Mercati, quali presupposti dell'insolvenza di mercato.*

*Per ciò che riguarda la procedura di liquidazione dell'insolvenza di mercato, sono state ampliate le fattispecie per le quali la procedura di liquidazione si applica solo parzialmente. Inoltre, sono state individuate delle fattispecie che, non facendo parte della liquidazione vera e propria (riservata ai commissari), sono da considerarsi attività propedeutiche "all'immediata liquidazione dei contratti dell'insolvente". Sotto questo profilo viene attribuito ai gestori dei servizi di liquidazione il compito di escludere le operazioni stipulate dall'insolvente che, sia pur definitive, non possono essere regolate per mancanza del contante o degli strumenti finanziari; inoltre, ai gestori dei sistemi di riscontro e rettifica viene dato il compito di escludere le operazioni non definitive stipulate dall'insolvente e alle controparti dell'insolvente viene data la facoltà di esercitare i premi e di rieseguire le posizioni in strumenti finanziari non compensate. La ratio di questa disposizione è di velocizzare il processo di liquidazione dell'insolvenza di mercato. Tanto più lento è tale processo quanto più elevato è il rischio di mercato, ossia l'ampiezza della perdita potenziale per le controparti dell'insolvente derivante dalla necessità di riacquistare (rivendere) a un prezzo più alto (basso), nel caso di posizione netta a credito (debito).*

*Ai fini della limitazione dell'impatto sul mercato delle operazioni di riesecuzione, viene attribuita alle controparti dell'insolvente la facoltà, da esercitarsi entro determinati termini, di optare, anche parzialmente, per una liquidazione per differenziale sulla base di un prezzo di regolamento calcolato come media ponderata dei prezzi delle transazioni concluse sui mercati regolamentati, ovvero, a discrezione del commissario, dei prezzi ufficiali rilevati dalle società di gestione degli stessi mercati, il giorno di scadenza dei medesimi termini. Se una controparte decide di avvalersi di questa facoltà, non dovrà rieseguire l'operazione, ma le verrà attribuito, per le differenze a suo credito, un certificato di credito pari alla differenza tra il prezzo medio di negoziazione e il prezzo di regolamento, moltiplicato per la posizione netta, o per la parte di essa per la quale la controparte ha optato per la liquidazione per differenziale.*

Infine, con la terza delibera, si è armonizzata la disciplina della liquidazione delle insolvenze di mercato con le procedure esecutive stabilite dai gestori dei servizi di mercato nel quadro del sistema di liquidazione Express II gestito da Monte Titoli spa.

Con riferimento all'art. 14 del Regolamento Mercati, la definizione di "sistemi di garanzia della liquidazione" è stata sostituita con quella di "procedure esecutive". La prima definizione risulta superata dal fatto che, a seguito dell'avvio di Express II, viene eliminato il Fondo di Garanzia della Liquidazione. La definizione di "procedure esecutive" si è resa necessaria proprio al fine di contemplare quelle procedure attraverso le quali i gestori dei servizi di mercato, a seguito del fail, chiudono le operazioni non ancora regolate ricorrendo alla loro esecuzione coattiva. Tali procedure sono definite dai regolamenti adottati dai gestori di mercato come buy-in qualora l'inadempimento riguardi il venditore (la procedura consiste nell'acquisto coattivo degli strumenti finanziari non consegnati in liquidazione), oppure come sell-out qualora l'inadempimento riguardi il compratore (la procedura consiste nella vendita coattiva degli strumenti finanziari consegnati a titolo di corrispettivo del prezzo non pagato). Nella definizione, peraltro, si contemplano analoghe procedure esecutive non definite dai regolamenti di mercato ma stabilite consensualmente dagli operatori.

È stata introdotta la possibilità di gestire dinamicamente, nell'ambito del fail, situazioni di momentaneo inadempimento in sede di liquidazione dovute a motivi di natura tecnica: ciò comporta il venir meno dell'immediato nesso tra la mancata copertura dei saldi debitori e la dichiarazione dell'insolvenza di

*mercato. Affinché tale inadempimento possa determinare l'insolvenza di mercato, infatti, occorre che lo stesso si sia protratto nel corso di successivi cicli di liquidazione, che la posizione sia stata pertanto chiusa coattivamente tramite il ricorso alle procedure esecutive di "buy-in" o di "sell-out" e che l'inadempiente non abbia provveduto a saldare l'eventuale debito risultante dalla differenza tra quanto originariamente dovuto e il ricavato della procedura esecutiva. In tal caso, risulta evidente che l'inadempimento non è dipeso da motivi tecnici ma dall'impossibilità di far fronte alle proprie obbligazioni di mercato ed è pertanto logico presumere l'insolvenza di mercato.*

Il rapido sviluppo dei mercati, il continuo evolversi della normativa internazionale e l'esperienza maturata nel settore hanno fatto emergere l'esigenza di rivedere e valutare l'adequatezza della disciplina in tema di sistemi di scambi organizzati (Sso).

Il primo problema affrontato in questa prospettiva ha riguardato il disallineamento della definizione degli Sso italiani rispetto a quella adottata in ambito europeo (dove il fenomeno è circoscritto ai soli sistemi di *trading* multilaterali). È sembrato opportuno che dalla formulazione della definizione risultasse evidente l'esclusione di tutti i sistemi i cui partecipanti si limitino a entrare in contatto tra loro per poi proseguire le negoziazioni e concludere i contratti fuori dal sistema; nello stesso tempo si è deciso di introdurre per la prima volta una distinzione definitoria fra "sistemi multilaterali" e "sistemi bilaterali".

*Pertanto, si è stabilito che sono da considerarsi multilaterali (order driven o quote driven) i sistemi nei quali operi una molteplicità di negoziatori in concorrenza tra loro, mentre vanno definiti bilaterali i sistemi in cui un singolo market maker espone le proprie proposte che possono essere applicate da altri operatori. Ciò allo scopo, appunto, di distinguere più nettamente gli Sso gestiti da intermediari ammessi al mutuo riconoscimento, che rispondono ai requisiti del Cesr e perciò sono dotati di passaporto UE (sistemi multilaterali gestiti da intermediari autorizzati in Italia), da quelli che pur non ricadendo nella fattispecie degli standard, assumono comunque rilievo sul piano degli obblighi di trasparenza (sistemi bilaterali).*

*Tali obblighi corrispondono infatti alla sempre più avvertita esigenza di far conoscere alla generalità degli investitori i prezzi e le quantità degli scambi effettuati in qualsiasi sistema di trading (dunque anche in quelli bilaterali). Ciò, da un lato, è il presupposto di una maggiore trasparenza nell'attività di quotazione dei prezzi e, dall'altro, costituisce un passo intermedio nella prospettiva della concentrazione informativa sugli scambi quale forma di tutela degli investitori, alternativa alla concentrazione degli scambi nei mercati regolamentati.*

*In linea con l'attenzione e la sensibilità rivolte all'attività svolta dai sistemi bilaterali, è stato quindi stabilito di mantenere fermi tutti gli obblighi di trasparenza precedentemente fissati nonché quelli derivabili dalla revisione delle norme. L'opportunità di tale impostazione discende, con ogni evidenza, dalla circostanza che nei sistemi di scambi organizzati sono spesso trattati strumenti finanziari atipici di cui, come è noto, non sono reperibili sul mercato informazioni sufficienti per consentire un fondato giudizio sulle caratteristiche dell'emittente e degli strumenti finanziari offerti.*

*Assume particolare rilievo, in questo contesto, la prescrizione di inviare trimestralmente alla Consob precise informazioni circa il numero dei contratti conclusi, le quantità complessivamente trattate e il relativo*

*controvalore scambiato, il prezzo minimo, massimo e medio ponderato, nonché il prezzo, la quantità e la data dell'ultimo contratto concluso.*

*Si è inteso favorire, così, non solo l'aggregazione dei dati sugli scambi in modo da renderne confrontabili prezzi e quantità, quanto soprattutto la possibilità di conoscere e monitorare l'attività effettivamente svolta dai sistemi considerati singolarmente ma anche nel loro complesso. Ciò corrisponde alla consapevolezza dell'importante contributo che può essere dato dai sistemi di scambi organizzati alla migliore trasparenza e liquidità, soprattutto nel settore obbligazionario.*

*Per perseguire un maggiore allineamento della disciplina degli Sso agli standard Cesr, è stato deciso di accrescere il numero e la precisione delle notizie di carattere strutturale da fornire in sede di prima segnalazione alla Consob. A tale fine sono state introdotte nuove tipologie informative; esse concernono le forme di vigilanza implementate per sorvegliare il rispetto delle regole di funzionamento del sistema, le iniziative da intraprendere nell'eventualità che tali regole non vengano rispettate, le modalità e i termini di regolamento dei contratti conclusi. Il tutto è rafforzato dall'obbligo di trasmettere copia dei contratti "quadro" che disciplinano i rapporti instauratisi con gli operatori e gli emittenti.*

Con riferimento agli sviluppi regolamentari in ambito internazionale relativi alla disciplina degli abusi di mercato, è da segnalare che sta per essere completata l'emanazione della disciplina di dettaglio di Livello 2 secondo la cosiddetta procedura Lamfalussy (si ricorda in proposito che la direttiva 2003/6/CE sugli abusi di mercato era stata definitivamente approvata agli inizi del 2003).

Il primo gruppo di misure implementative proposto dal Cesr nel dicembre 2002 è stato accolto dalla Commissione Europea nel dicembre 2003 in un corpo di due direttive (2003/124/CE e 2003/125/CE) e un regolamento (2273/2003). Rispetto a quanto inizialmente proposto dal Cesr (per maggiori dettagli si veda il riquadro *"La direttiva sugli abusi di mercato: i lavori preparatori e le misure di implementazione proposte dal Cesr"* nella Relazione Annuale Consob per l'anno 2002), i testi approvati dalla Commissione Europea presentano alcune modifiche con riferimento all'interpretazione della definizione di informazione privilegiata, il cui "carattere preciso" viene espresso in modo più flessibile, e alla disciplina della produzione e diffusione di studi o altre informazioni nelle quali si raccomandano o suggeriscono strategie di investimento (dalla cui applicazione sono state escluse le società di *rating* e i giornalisti, qualora già sottoposti a equivalente regolamentazione).

Il secondo gruppo di misure implementative è stato presentato dalla Commissione Europea nel novembre 2003 (*Working Document Esc 38/2003*) sulla base dei pareri che il Cesr le ha fornito nell'agosto 2003 ed è stato rivisto il 27 gennaio 2004 per tener conto dei pareri dello *European Securities Committee* (Esc) e delle osservazioni ricevute nella fase di pubblica consultazione (Riquadro 6).

*La direttiva sugli abusi di mercato e la misura di trasparenza in mercati finanziari*

Le misure di implementazione, previste dalla Commissione Europea nel novembre 2001, riguardano le linee guida che l'autorità competente deve seguire per autorizzare e ammettere le prassi di mercato. La direttiva stabilisce che le società che operano nei mercati finanziari devono adottare, nei confronti degli operatori, il registro dei soggetti che hanno accesso a informazioni privilegiata. Il registro deve essere tenuto responsabile di fornire al mercato di una società o di una persona che ha accesso a informazioni privilegiate. La direttiva stabilisce che le operazioni che avvengono negli scambi finanziari, come la vendita di titoli, devono essere registrate per quanto riguarda l'origine delle informazioni e per quanto riguarda la trasmissione delle informazioni. La direttiva stabilisce che le informazioni finanziarie di carattere di natura commerciale e le operazioni sono, per le informazioni finanziarie, dei soggetti che operano nei mercati finanziari (comprensive operazioni sospette).

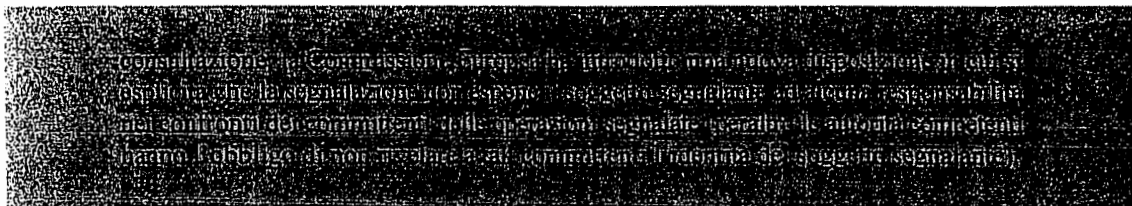
Per ciò che riguarda le prassi di mercato ammesse a disciplina di carattere generale, contenute nella direttiva, queste sono quelle che vengono in essere, operazioni che producono gli effetti in materia delle manipolazioni, operazioni che, secondo la direttiva, sono vietate. Le manipolazioni sono vietate alle operazioni che sono vietate e che le medesime operazioni sono vietate alle prassi di mercato ammesse. La direttiva stabilisce che le prassi di mercato ammesse, quelle che sono vietate alle operazioni, sono vietate alle operazioni che sono vietate alle prassi di mercato ammesse. La direttiva stabilisce che le prassi di mercato ammesse, quelle che sono vietate alle operazioni, sono vietate alle operazioni che sono vietate alle prassi di mercato ammesse.

Al riguardo, le norme di livello 2, alle guide da parte della Commissione Europea stabiliscono che le autorità competenti, tenendo conto anche dei requisiti individuali, individuare le prassi ammesse, nel grado di trasparenza dell'operazione, la necessità di salvaguardare il bene delle forze di mercato e di regolare l'operazione, la portata e la domanda, l'impatto della prassi sulla liquidità e sul carattere del mercato, il numero di operatori in cui la prassi ha un impatto, il numero di negoziazioni, il rischio per il mercato, il numero di operatori che sono vietati dal mercato, il numero di operatori che sono vietati dal mercato, il numero di operatori che sono vietati dal mercato, il numero di operatori che sono vietati dal mercato.

Viene inoltre specificato che l'autorità competente non deve tenere inammissibili le prassi di mercato nuove o che sono vietate, perché non le ha già ammesse e deve sottoporre a continuo controllo le prassi ammesse, tenendo conto dell'evoluzione strutturale e regolamentare del mercato. L'autorità competente deve altresì istituire procedure di consultazione con le categorie di partecipanti al mercato e con le autorità competenti estere. Le misure proposte, la trasparenza delle motivazioni sottostanti all'autorizzazione della prassi, specie nel caso in cui sussistano differenze con decisioni prese da altre autorità comunitarie.

Passando invece al tema dei derivati su merci, la direttiva, con riferimento a tali strumenti finanziari, adotta una definizione di informazione privilegiata diversa da quella generale: invece di richiedere che sia *price sensitive*, viene richiesto che si tratti di un'informazione che gli operatori *si aspetterebbero di ricevere conformemente a*

Al livello 2 viene comunque precisato che il momento in cui scade l'obbligo di segnalazione di una operazione è quello in cui si viene a conoscenza di fatti o informazioni che forniscono ragionevoli motivi per sospettare che l'operazione costituisca un abuso. La notifica all'autorità competente può avvenire per posta, posta elettronica, fax o telefono. In quest'ultimo caso, se l'autorità competente lo richiede, la segnalazione deve essere seguita da una conferma scritta. Dopo la fase di



### ***La disciplina degli intermediari***

Nel corso del 2003 è stato avviato un articolato processo di revisione del Regolamento Intermediari e una fase di consultazione con le associazioni di categoria degli intermediari e dei consumatori.

Le proposte di modifica del regolamento in oggetto tendono per gran parte al recepimento nell'ordinamento interno degli standard comuni elaborati dal Cesr in tema di regole di condotta degli intermediari, nonché al rafforzamento dei presidi informativi a tutela degli investitori nei rapporti con gli intermediari.

Gli standard del Cesr mirano al raggiungimento di un livello di armonizzazione ampio fra le discipline di settore dei diversi Stati membri dell'Unione Europea. L'armonizzazione delle norme di "dettaglio", dopo quella dei principi generali realizzata dall'art. 11 della direttiva 93/22/CEE (*Investment Services Directive*, Isd), è vista infatti come momento imprescindibile della effettiva creazione di un mercato europeo unico dei servizi finanziari, in un contesto di tutela degli investitori e di incoraggiamento alla concorrenza degli operatori.

I principi e le regole armonizzate spesso riflettono disposizioni già presenti nell'ordinamento italiano; pur tuttavia, residuano aree in cui per recepire pienamente le disposizioni elaborate dal Cesr occorre aggiornare il Regolamento Intermediari al fine di tenere conto delle prescrizioni, a volte più analitiche, elaborate a livello internazionale. Contestualmente, l'esperienza di vigilanza ha consigliato un aggiornamento delle regole finalizzato a richiamare gli intermediari a un rispetto sostanziale degli interessi sottesi alla disciplina (interesse degli investitori e integrità dei mercati), evitando la possibilità di una adesione meramente formale alle regole di condotta. Tale risultato è perseguito, in particolare, con una maggiore specificità della disciplina relativa ai profili "procedurali" dell'attività degli intermediari e una maggiore enfasi a essa attribuita.

*Nella versione vigente, il regolamento contiene, infatti, una pluralità di regole di comportamento (informazioni da rendere agli investitori, know your customer, suitability,...) "accompagnate" da un'unica disposizione generale in tema di "procedure" (art. 56).*