

In particolare, il Cesr, attraverso il Cesrfin, gruppo permanente sull'informazione finanziaria, e il suo sottocomitato per l'enforcement (SCE), sta svolgendo un ruolo attivo nel porre in essere gli strumenti atti ad assicurare un efficace coordinamento delle attività di enforcement dell'informazione finanziaria a livello europeo.

In tale contesto, il Cesr ha pubblicato due standards afferenti l'enforcement dell'informazione finanziaria: nel primo standard vengono fissati i principi generali ai quali deve ispirarsi l'attività di enforcement a livello europeo; il secondo standard, corredato di un documento accompagnatorio che definisce le linee guida allo stesso standard, è invece focalizzato sulle modalità tecniche applicative delle regole e sul coordinamento delle decisioni in materia di enforcement svolte dai diversi enforcers nazionali.

Attualmente il sottocomitato sull'enforcement sta lavorando alla definizione di alcuni progetti particolarmente importanti per le future attività del Cesrfin: (i) la costituzione di un database elettronico che tutti gli enforcers nazionali dell'Unione Europea alimenteranno e, al contempo, utilizzeranno quali archivio a cui accedere per la consultazione delle decisioni assunte sugli specifici casi di vigilanza e (ii) l'avvio delle attività delle EECS (European Enforcers Coordination Sessions), apposite sessioni deputate alle discussioni sulle decisioni assunte dagli enforcers nazionali dell'Unione Europea, a cui partecipano anche organismi di vigilanza non appartenenti al Cesr.

Inoltre, in attuazione del proprio piano di lavoro, il gruppo sull'enforcement ha in corso di elaborazione ulteriori documenti ispirati a promuovere una sempre più ampia cooperazione nelle attività di vigilanza sulla informazione finanziaria da parte delle Autorità di controllo.

Il sottogruppo facente capo al Cesrfin "Subcommittee on International Standard Endorsement" (SISE), nell'attuazione del proprio piano di lavoro, ha continuato ad approfondire le tematiche attinenti la fase di transizione dalle regole nazionali europee agli IAS/IFRS che, a norma del Regolamento europeo n. 1606/2002, saranno applicate in Europa dal 2005. In particolare ha prodotto documenti di discussione per i membri del Cesr concernenti vari aspetti relativi all'applicazione degli IAS/IFRS (ad esempio, l'applicazione da parte delle società non obbligate alla regolamentazione IAS, ovvero da parte di quelle società che hanno intenzione di richiedere l'ammissione a quotazione dei propri titoli su un mercato regolamentato ecc.).

Per ciò che riguarda l'attività interpretativa, nel corso del 2004, la Commissione ha risposto a un quesito di un emittente bancario concernente il trattamento contabile di un impegno ad acquistare azioni proprie (opzione put).

L'opzione put originariamente emessa, dava il diritto al portatore di vendere all'emittente azioni di una sua controllata; a seguito dell'incorporazione di tale controllata nella controllante (l'emittente bancario), lo strumento finanziario si era trasformato in opzione put su azioni proprie dell'emittente bancario.

Su questo punto, la Commissione ha ritenuto condivisibile l'orientamento della banca di valutare al costo storico l'opzione in parola, anche all'indomani della fusione per incorporazione della controllata nella controllante, in quanto detta fusione non aveva comportato alcuna modificazione del rischio finanziario associato all'opzione medesima; la Commissione ha però richiamato l'attenzione sulla necessità che, ai fini dell'adozione del criterio del costo storico, sussista un intento effettivo della banca di realizzare uno stabile investimento nei titoli di compendio da acquistare là dove venga esercitata l'opzione.

In materia di revisione contabile, è di particolare rilievo l'adozione, nel marzo 2004, della proposta di direttiva che affronta la disciplina della revisione legale nel suo complesso, nell'ottica di armonizzare i numerosi aspetti che caratterizzano questa materia, attraverso l'enunciazione di principi fondamentali che indichino chiaramente agli Stati Membri le linee da seguire nella regolamentazione da emanare a livello nazionale.

La proposta di direttiva, pur trattando tutte le attività di revisione legale rese obbligatorie dalla quarta e settima direttiva sui conti annuali e consolidati, ha in particolare la finalità di rafforzare l'affidabilità della revisione dei bilanci rivolti al mercato, allo scopo di garantire il necessario livello di fiducia del pubblico nella credibilità delle informazioni finanziarie.

La necessità di una disciplina organica e armonizzata in questo settore era presente già da tempo nei progetti dalla Commissione Europea che, proprio al fine di elaborare nuove iniziative sulla materia, aveva istituito nel 1998 un apposito Comitato per la revisione contabile. Basandosi sui lavori di detto Comitato, la Commissione Europea aveva pubblicato nel novembre 2000 una raccomandazione relativa ai requisiti del controllo della qualità della revisione, e nel maggio 2002 una raccomandazione sull'indipendenza dei revisori, documenti i cui contenuti sono stati largamente riprodotti nella proposta di direttiva.

La proposta, oltre ad aggiornare temi già trattati nella vecchia ottava direttiva del 1984, relativa all'abilitazione delle persone incaricate della revisione, si occupa di molti altri aspetti: etica e indipendenza dei revisori, segreto professionale, onorari, principi tecnici di revisione, responsabilità nella revisione dei conti consolidati cui partecipino più revisori, vigilanza sui revisori attraverso il controllo sistematico della qualità dei lavori, attività investigativa, sanzioni e, infine, prevede forme di cooperazione tra gli organismi di vigilanza sia all'interno dell'Europa che con i paesi terzi.

La proposta di direttiva affronta poi diversi aspetti di corporate governance che hanno riflessi sull'attività di revisione, come la nomina e la revoca dei revisori, e stabilisce norme speciali per i revisori delle "società di interesse pubblico".

In ambito domestico, invece, si segnalano due interventi di carattere generale in materia di revisione contabile.

Con una comunicazione dell'ottobre 2004, la Commissione ha richiesto alle società di revisione iscritte nell'Albo Speciale di inviare un documento illustrativo della garanzia stipulata ai sensi dell'art. 161, comma 4, del Tuf a copertura dei rischi derivanti dall'esercizio dell'attività di revisione contabile.

L'acquisizione di tale documento, corredato dalla vigente polizza assicurativa o fideiussione bancaria, consente alla Consob di disporre di un database costantemente aggiornato, in cui possono essere classificate le tipologie, l'entità e le caratteristiche delle garanzie stipulate dalle società di revisione iscritte nell'Albo Speciale e di accertare l'eventuale presenza di elementi in grado di compromettere la sussistenza di uno dei requisiti richiesti per l'iscrizione e la permanenza nell'Albo Speciale.

Per quanto riguarda l'aggiornamento degli elementi informativi richiesti, sono previsti due distinti adempimenti a carico delle società di revisione: il primo collegato alle successive variazioni della garanzia, il secondo, invece, riguardante i contenziosi verificatisi nel corso dell'anno, per i quali dovrà essere effettuata un'apposita comunicazione alla Consob entro il 30 ottobre.

Con delibera del novembre 2004, la Commissione ha inoltre raccomandato alle società di revisione iscritte nell'Albo Speciale, ai sensi dell'art. 162, comma 2, lett. c), del Tuf, l'adozione del nuovo "Principio sulla revisione dei bilanci delle banche", da impiegare nella revisione dei bilanci degli istituti di credito che si chiuderanno a partire dal 31 dicembre 2004.

Tale documento, predisposto dalla Commissione Paritetica per la statuizione dei principi di revisione, in collaborazione con la Consob, la Banca d'Italia e l'Assirevi, è stato approvato il 13 e il 22 ottobre 2004, rispettivamente, dal Consiglio Nazionale dei Ragionieri e dal Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti.

Il documento in esame illustra i criteri da seguire per l'attività di audit dei bilanci delle banche e prevede altresì l'adattamento di alcuni principi generali di revisione attualmente vigenti per tener conto delle peculiarità proprie della realtà bancaria. Il nuovo principio si inserisce nel processo di recepimento a livello nazionale degli ISA (International Standards on Auditing), che ha avuto inizio nell'ottobre 2002, ed è successivamente proseguito con il recepimento, nel 2003, del principio ISA 600 sulla revisione contabile dei gruppi e del principio ISA 260 sulle comunicazioni tra il revisore e i responsabili delle attività di governance.

La disciplina dei mercati

Per ciò che concerne la disciplina dei mercati, lo sviluppo di maggiore rilievo è rappresentato dalla definitiva approvazione, nell'aprile 2004, della direttiva sui mercati di strumenti finanziari (che ha abrogato la precedente direttiva 93/22/CEE sui servizi di investimento), destinata a ridisegnare la disciplina dei mercati (Riquadro 9), oltre che quella delle regole di condotta degli intermediari (su questo punto si veda il successivo paragrafo "La disciplina degli intermediari").

Riquadro 9

La nuova disciplina dei mercati contenuta nella direttiva 2004/39/CE relativa ai mercati degli strumenti finanziari

La direttiva relativa ai mercati degli strumenti finanziari ridisegna il quadro regolamentare di riferimento che disciplina la negoziazione di strumenti finanziari, prevedendo in particolare una disciplina specifica per i sistemi multilaterali di negoziazione (*multilateral trading facilities* o Mtf) e per gli intermediari che internalizzano sistematicamente gli ordini della clientela.

La direttiva si ispira a un approccio funzionale e, come previsto dalla cosiddetta procedura *Lamfalussy*, definisce dei principi generali, che troveranno poi concreta applicazione nella normativa di livello 2.

La direttiva assume che la funzione economica di base svolta dai mercati regolamentati e dagli Mtf è fondamentalmente la stessa. La definizione di mercato regolamentato coincide infatti con quella di Mtf (art.4, comma 1, della direttiva) e il considerando n. 6 alla direttiva riconosce che "...*entrambi esplicano la stessa funzione di negoziazione organizzata*". A fronte dunque di una funzione economica simile, la direttiva disegna un quadro regolamentare sostanzialmente omogeneo per i mercati regolamentati e per le Mtf.

Il cosiddetto *level playing field* fra mercati regolamentati e Mtf è realizzato in termini di enunciazione di regole piuttosto generali, il cui grado di prescrittività potrà essere variato fra mercati regolamentati e Mtf dai singoli Stati membri. Da questo punto di vista l'area più rilevante riguarda la definizione dei requisiti organizzativi, delle regole di gestione dei rischi e dei conflitti di interesse. Le regole applicabili ai mercati regolamentati e agli Mtf sono ispirate all'obiettivo di garantire una "sana e prudente gestione". Non essendo previste norme di livello 2, da questo punto di vista, gli Stati membri avranno notevoli margini di discrezionalità nel definire una disciplina di dettaglio.

Tuttavia, la direttiva assegna ai mercati regolamentati un compito specifico e complesso, dato dall'obbligo di verificare il rispetto delle regole di trasparenza iniziali, periodiche e *ad hoc* fissate in altre direttive, obblighi validi appunto per i soli strumenti ammessi in mercati regolamentati. Questa specificità dei mercati regolamentati dovrà necessariamente tradursi in requisiti di organizzazione più articolati e prescrittivi.

La direttiva definisce inoltre una disciplina specifica per l'accesso remoto e allarga l'accesso ai mercati a soggetti anche diversi dagli intermediari.

Anche sul fronte della micro-struttura del mercato, la direttiva tende a limitarsi a identificare gli "obiettivi finali" della regolamentazione (garantire una negoziazione "equa ed efficiente" per gli Mtf ovvero "corretta e ordinata" per i mercati regolamentati), ponendo come vincolo l'obbligo per i mercati di fissare regole non discriminatorie e trasparenti. Un livello di armonizzazione più di dettaglio si rinviene con riguardo alle norme minimali di trasparenza *pre* e *post-trade* e solo con riferimento agli strumenti azionari. Tali norme minimali sono perfettamente allineate fra mercati regolamentati e Mtf e la direttiva prevede che anche le norme di livello 2, che disciplineranno i casi di esenzione, devono essere tendenzialmente omogenee.

La direttiva ridisegna le regole di trasparenza sugli scambi azionari con riferimento a un concetto "integrato" di mercato, dato appunto dall'insieme di mercati regolamentati, Mtf e internalizzatori, seguendo, come prima accennato, un approccio funzionale.

Nell'affrontare il problema di definizione di un quadro armonizzato sulla trasparenza *pre-trade*, la direttiva ha dovuto inevitabilmente affrontare la questione relativa alla ricerca di un "giusto" equilibrio fra trasparenza e liquidità del mercato e fra trasparenza e incentivi economici degli intermediari. Nel concreto, tale problema viene affrontato soprattutto attraverso l'individuazione delle operazioni che possono beneficiare di una deroga al regime di trasparenza, in funzione essenzialmente della loro dimensione e (di conseguenza) della tipologia di investitore controparte (*retail* o professionale).

La questione più complessa rimarrà però quella di definire nel concreto la soglia al di sopra della quale un ordine o una transazione deve essere considerata di dimensioni "elevate se raffrontate con la normale operatività del mercato" (artt. 29 e 30 della direttiva).

Nell'impostazione della direttiva, la determinazione della soglia dimensionale degli ordini riveste nuova e strategica importanza poiché, oltre a definire l'area di esenzione per l'informativa *post-trade*, come già accadeva in passato per i cosiddetti "blocchi", influirà anche sugli obblighi di trasparenza *pre-trade* applicabili alle imprese di investimento che internalizzano gli ordini dei clienti e ai sistemi multilaterali di negoziazione. La definizione della soglia per i blocchi influirà infatti sulla determinazione della cosiddetta *standard market size* (SMS), assunta quale punto di riferimento ai fini del disegno degli obblighi di trasparenza degli internalizzatori. In particolare, più alta sarà la soglia dei quantitativi che costituiscono un "blocco", più alta sarà la soglia della SMS, e più ampio, pertanto, il regime di trasparenza cui sono soggette le operazioni concluse fuori mercato dagli internalizzatori sistematici.

Viene, infine, codificato e disciplinato il *modus operandi* prima "tollerato" del cosiddetto *price improvement* per gli internalizzatori: l'internalizzatore ha la facoltà di applicare condizioni di prezzo migliori rispetto a quelle pubblicizzate solo: a) nei confronti della propria clientela professionale; b) per ordini di importo superiore a quelli abitualmente eseguiti per conto di clienti non professionali; c) a condizioni di prezzo che non si discostano da limiti preventivamente resi noti al mercato. Gli internalizzatori non possono dunque praticare ai clienti non professionali condizioni di prezzo migliori rispetto a quelle pubblicizzate.

Nel nuovo quadro regolamentare disegnato dalla direttiva, assumono un'importanza particolare i meccanismi di consolidamento delle informazioni, poiché ai fini di una effettiva concorrenza fra diversi luoghi di esecuzione degli ordini, i partecipanti al mercato e gli investitori devono potere raffrontare i prezzi che le diverse sedi di negoziazione sono tenute a rendere pubblici. La direttiva peraltro, pur riconoscendo l'importanza di un'efficace sistema di consolidamento delle informazioni, lascia la sua implementazione alle autonome forze del mercato.

Sempre in ambito internazionale, si segnala l'adozione, nell'ottobre del 2004, degli *standard* Ecb-Cesr in materia di *clearing* e *settlement*.

Essi sono diretti a promuovere una maggiore sicurezza ed efficienza dei servizi di regolamento delle operazioni aventi ad oggetto strumenti finanziari e rappresentano l'adattamento in ambito europeo delle raccomandazioni adottate nella stessa materia da un gruppo di lavoro Cpss-Iosco.

Considerata la complessità della materia e la notevole frammentarietà della relativa disciplina, gli Standard costituiscono un notevole passo in direzione dell'armonizzazione delle regole in ambito europeo.

Essi adottano una prospettiva funzionale che si basa sui rischi connessi ai servizi svolti nei processi di liquidazione indipendentemente dallo status giuridico del soggetto che li presta, introducendo misure di prevenzione del rischio sistemico connesso all'attività di Clearing e Settlement senza alterare le spontanee dinamiche competitive e organizzative dell'industria. Essi, inoltre, prefigurano forme di regolare e strutturato coordinamento tra le Autorità nazionali al fine di assicurare che la loro applicazione risulti omogenea in tutta l'Unione Europea.

Per ciò che riguarda la disciplina domestica, nel corso del 2004 la Commissione ha avviato la consultazione su una serie di modifiche e integrazioni al Regolamento in materia di mercati.

Esse hanno ad oggetto: (a) una semplificazione del regime di trasparenza delle operazioni su titoli obbligazionari quotati effettuate fuori mercato e soggette a obblighi di comunicazione da parte degli intermediari autorizzati; (b) una deroga alle condizioni per l'esecuzione delle operazioni al di fuori dei mercati regolamentati; al fine di tenere conto di peculiari esigenze di operatività di intermediari italiani ed esteri; (c) una deroga alla tempistica degli obblighi di comunicazione delle operazioni aventi ad oggetto azioni, qualora riconducibili e successivi a operazioni di private placement; (d) un aggiornamento delle attività connesse e strumentali che possono essere esercitate dalle società di gestione dei mercati; (e) l'adeguamento della disciplina sulla gestione accentrata alle novità introdotte dalla riforma del diritto societario nell'art. 2370, comma 2, c.c., in materia di esercizio del diritto d'intervento in assemblea.

La disciplina degli intermediari

In materia di risparmio gestito, gli interventi regolamentari di maggiore rilievo attuati dalla Commissione sono legati al recepimento nel nostro sistema normativo delle direttive 107/2001/CE e 108/2001/CE che hanno emendato la direttiva 85/611/CEE in materia di organismi di investimento collettivo del risparmio.

La nuova disciplina comunitaria ha introdotto norme armonizzate riguardo all'accesso ai mercati e alle condizioni di esercizio dell'attività da parte delle società di gestione degli Oicvm, nonché norme prudenziali che le stesse devono osservare. Si è così introdotto un regime di "passaporto europeo" equivalente a quello di cui beneficiano già altri fornitori di servizi finanziari (come le banche, le imprese di investimento, le società di assicurazione), in virtù del quale un'impresa finanziaria autorizzata a fornire servizi in uno Stato membro può svolgere la sua attività in tutto il mercato interno senza dovere ottenere una nuova autorizzazione.

È stata altresì migliorata l'informativa al pubblico degli investitori al fine di renderla chiara, concisa e di semplice comprensione. L'originario schema di prospetto informativo è stato sdoppiato in due strumenti informativi (il prospetto semplificato e il prospetto completo), allo scopo di calibrare il tipo, la quantità e la tecnica di comunicazione delle informazioni rispetto alle esigenze di ogni investitore cui sono rivolte.

Il prospetto semplificato deve essere gratuitamente consegnato agli investitori prima della conclusione dell'operazione, mentre quello completo, insieme alle relazioni periodiche, deve essere messo gratuitamente a disposizione del sottoscrittore che ne faccia richiesta. Il prospetto semplificato, debitamente tradotto nella lingua del paese ospitante, è strumento valido per la commercializzazione dell'Oicvm nei Paesi membri dell'Unione.

Al fine di assicurare tra i Paesi membri una lettura comune del contenuto dello schema di prospetto semplificato e una corretta applicazione del medesimo, la Commissione Europea, con la Raccomandazione del 27 aprile 2004, ha fornito chiarimenti in ordine alla rappresentazione delle informazioni economiche (quali struttura dei costi e altre spese a carico del sottoscrittore e del fondo), agli obiettivi d'investimento dell'Oicvm, ai rischi, nonché ai risultati passati degli stessi.

La direttiva 108/2001 ha rimosso alcuni vincoli imposti dalla precedente direttiva 85/611 in materia, circa la possibilità di investire il patrimonio degli Oicvm in strumenti derivati, in quote/azioni di altri Oicvm e in fondi indice. Al fine di assicurare la costante misurazione dei rischi e degli impegni connessi alle operazioni in derivati è stato previsto l'obbligo per la società di gestione di istituire nell'organizzazione aziendale una funzione di risk management.

Le disposizioni contenute nelle direttive 107 e 108, entrate in vigore nel febbraio 2002, sono divenute vincolanti per gli Stati membri dal 13 febbraio 2004. Tuttavia, con particolare riguardo alla disciplina della società di gestione, è previsto un periodo transitorio di adeguamento fino al 13 febbraio 2007 per le società autorizzate prima del 13 febbraio 2004. Al fine di fornire chiarimenti in ordine all'applicazione del citato regime transitorio, il Gruppo degli Esperti sull'Asset Management, istituito in ambito Cesr, ha adottato, nel febbraio scorso, delle linee guida per le Autorità di vigilanza (si veda anche il capitolo IX "Le relazioni internazionali").

L'attività regolamentare avviata dalla Commissione in ambito domestico è stata dunque finalizzata ad adattare le disposizioni regolamentari al recepimento nel nostro ordinamento delle citate direttive.

È stato, infatti, avviato un complesso iter di revisione regolamentare, con riferimento alla materia della sollecitazione all'investimento e della quotazione aventi ad oggetto quote e/o azioni di Oicr, contenuta nel Regolamento Consob in materia di emittenti, che si è articolato in due fasi di consultazione pubblica (tenute nel corso del 2003), nel corso delle quali sono stati ricevuti i contributi delle associazioni degli intermediari, delle associazioni dei consumatori e di soggetti a vario titolo interessati.

Tra le novità più importanti che verranno introdotte si ricordano, con riguardo agli OICR aperti, la distinzione del prospetto in semplificato e completo, l'indicazione della percentuale della quota di commissioni retrocessa in media ai soggetti incaricati del collocamento e la previsione di obblighi informativi da assolvere mediante Internet. Sono stati anche previsti nuovi schemi di prospetto e apposite procedure di aggiornamento dei prospetti in materia di sollecitazione all'investimento in quote di fondi chiusi, soprattutto in considerazione della possibilità che il patrimonio di tali OICR sia raccolto mediante più emissioni di quote.

Sempre in materia di gestione collettiva del risparmio, nel 2004 la Commissione ha indicato, attraverso una comunicazione, i criteri operativi per la predisposizione di annunci pubblicitari concernenti i fondi comuni d'investimento di tipo chiuso.

La previsione di tali criteri, integrativi a quelli già contenuti nel Regolamento in materia di emittenti e in una precedente comunicazione dell'aprile 2001, è stata motivata dalla necessità di uniformare la redazione degli annunci pubblicitari relativi a una categoria specifica di Oicr in notevole sviluppo, quali appunto i fondi chiusi, a standard predeterminati che consentano una migliore tutela per gli investitori.

Così come in materia di mercati, per ciò che riguarda la disciplina degli intermediari è di centrale rilievo l'adozione della direttiva 2004/39/CE, relativa ai mercati degli strumenti finanziari (Riquadro 10).

Riquadro 10***La nuova disciplina degli intermediari contenuta nella direttiva 2004/39/CE
relativa ai mercati degli strumenti finanziari***

Con riferimento alla disciplina degli intermediari, la direttiva sostituisce la precedente direttiva 93/22/CEE, che aveva costituito la prima disciplina armonizzata in materia di servizi di investimento, e introduce alcune rilevanti innovazioni.

La prima significativa novità riguarda l'individuazione di due nuovi servizi di investimento: la consulenza in materia di investimenti, in precedenza classificata tra i servizi accessori, e la gestione di sistemi multilaterali di negoziazione. Anche per la prestazione di tali servizi dovrà pertanto essere ottenuta specifica autorizzazione.

Tra i servizi accessori viene inserita la ricerca in materia di investimenti e analisi finanziaria o altre forme di raccomandazione generale riguardanti le operazioni in strumenti finanziari.

L'elenco degli strumenti finanziari viene poi elaborato in modo analitico e enumera figure precedentemente non menzionate dalla direttiva 93/22/CEE (quali, ad esempio, i contratti su strumenti derivati connessi a variabili climatiche, tariffe di trasporto, tassi di inflazione, ecc.).

La direttiva individua inoltre, in modo più dettagliato, gli obblighi gravanti sulle imprese di investimento, con riferimento sia ai requisiti di tipo organizzativo sia alle norme di comportamento da rispettare nella prestazione dei servizi alla clientela.

Alcune fra le novità di rilievo sono rappresentate dalla possibilità di prestare servizi consistenti esclusivamente nell'esecuzione e/o nella ricezione e trasmissione di ordini del cliente (cosiddetta *execution only*), nonché la nuova impostazione dell'approccio previsto per garantire l'adempimento dell'obbligo di eseguire gli ordini alle condizioni più favorevoli per il cliente (cosiddetta *best execution*).

Quanto al primo profilo, la prestazione di servizi di *execution only* esime l'impresa di investimento dall'obbligo, normalmente previsto, di ottenere informazioni dal cliente e di valutare l'adeguatezza delle operazioni rispetto al profilo dell'investitore (art. 19.6). La direttiva prevede tuttavia limiti alla prestazione di servizi di *execution only*, sia in rapporto alla tipologia di strumenti finanziari sia alle modalità di instaurazione del rapporto con il cliente.

Quanto al secondo profilo, la direttiva enfatizza l'importanza degli assetti organizzativi e procedurali che gli intermediari devono darsi al fine di definire e attuare una strategia (*execution policy*) che consenta di ottenere il miglior risultato possibile nell'esecuzione degli ordini dei clienti (art. 21).

La norma si inserisce nel quadro di uno scenario caratterizzato dal venire meno della regola della concentrazione in borsa degli scambi e dunque da una possibile maggiore frammentazione delle negoziazioni tra diverse sedi di esecuzione (mercati regolamentati, sistemi multilaterali di negoziazione, internalizzatori).

Il processo di revisione del Regolamento Consob in materia di intermediari sarà quindi profondamente condizionato dalle misure di attuazione della direttiva che saranno elaborate al fine di garantire un ampio livello di armonizzazione fra le discipline di settore dei diversi Stati membri dell'Unione Europea.

Per quanto attiene all'attività interpretativa in materia di intermediari, nel corso del 2004, la Commissione ha risposto a diversi quesiti; peraltro, in relazione al processo di revisione della disciplina comunitaria, la Commissione ha ritenuto opportuno riservare al momento del recepimento di tale disciplina l'analisi delle richieste interpretative di più rilevante interesse generale al fine di definire unitari indirizzi interpretativi.

Anche in materia di promotori, la Commissione, come di consueto, ha fornito risposta a numerosi quesiti formulati da privati, enti, associazioni di categoria e Commissioni regionali, soffermandosi sia su questioni di portata e interesse generale sia su quesiti specifici. Questi ultimi hanno riguardato aspetti relativi all'iscrizione di diritto all'albo, al possesso dei requisiti di professionalità e di onorabilità da parte degli aspiranti promotori e la compatibilità dell'attività di promotore finanziario con altre attività.

In particolare, la Commissione ha avuto modo di soffermarsi sul tema dell'offerta di azioni della società controllante a favore dei dipendenti delle proprie società controllate presso la sede di queste ultime. Al riguardo - muovendo dal presupposto dell'autonomia giuridica tra società controllante e società controllata e dall'idea che l'offerta indirizzata ai dipendenti costituisce un'ipotesi di offerta al pubblico - la Commissione ha affermato che l'offerta di azioni a titolo oneroso della società controllante a favore dei dipendenti delle proprie società controllate presso la sede di queste ultime integra la fattispecie di offerta fuori sede di cui all'art. 30 del Tuf, con il conseguente obbligo di avvalersi di promotori finanziari.

Nel corso del 2004, hanno ricevuto piena implementazione, dopo un periodo di sperimentazione, le nuove modalità di comunicazione di dati e notizie alla Consob da parte dei soggetti abilitati alla prestazione dei servizi di investimento.

La Commissione ha infatti definitivamente avviato il sistema di trasmissione telematica delle informazioni periodiche dovute dagli intermediari, basato sulla rete internet (cosiddetta "Nuova Teleraccolta"); la struttura predisposta consente agli intermediari, dopo un processo di identificazione che avviene mediante collegamento al sito Consob e inserimento di codici personali, l'invio di documenti elettronici e di dati strutturati che vanno ad alimentare, a seguito di protocollazione, le basi dati dell'Istituto.

L'innovazione che ha pressoché eliminato i flussi cartacei, determinerà un incremento dell'efficienza nel trattamento delle informazioni da parte degli uffici di vigilanza e una semplificazione degli adempimenti in capo ai soggetti abilitati.

IX. LE RELAZIONI INTERNAZIONALI

La cooperazione internazionale

Nel 2004, la Consob è stata impegnata in un'intensa attività di cooperazione bilaterale con Autorità estere, al fine di ottenere informazioni in relazione ai casi di frode finanziaria di portata internazionale, e ha partecipato assiduamente alle attività delle organizzazioni internazionali delle quali essa è membro (in particolare la Iosco e il Cesr).

In particolare, la Consob è stata chiamata a presiedere, con la Sec americana, la speciale Task Force sulle frodi finanziarie in sede Iosco, nonché a presiedere il gruppo permanente del Cesr in materia di gestione collettiva del risparmio.

La Consob ha, altresì, partecipato alle iniziative, in sede di Unione Europea, relative a normative di interesse dell'Istituto nonché, in ambito nazionale, all'attività di recepimento delle direttive già approvate in materia di valori mobiliari.

Nel corso del 2004, la Consob è stata, inoltre, interessata al *Financial Services Assessment Program (Fsap)* del Fondo Monetario Internazionale (Fmi) per il settore dei valori mobiliari, che ha comportato la verifica dell'attuazione in Italia degli *Standards* Internazionali, emanati dalla Iosco e dalla Iosco/Cpss (*Committee on Payment and Settlement System*) e la disciplina nazionale in materia di *corporate governance*.

Le valutazioni finali sulla corporate governance sono state presentate e discusse al Board del Fmi, mentre quelle relative all'adesione ai principi Iosco verranno presentate una volta concluso l'intero programma Fsap dal Fondo Monetario, che prevede anche una sezione dedicata alla normativa volta a reprimere il riciclaggio.

Il Fmi ha reso noto, in occasione dell'esame annuale dell'Italia, che la normativa sui mercati di valori mobiliari e gli *standards* di vigilanza nel nostro paese sono comparabili a quelli degli altri paesi del G7 e in alcuni casi superiori a quelli in vigore in altri paesi dell'Unione Europea; tuttavia, ha rilevato la necessità di rafforzare la Consob, sia attribuendo alla stessa maggiori risorse sia assegnandole un potere diretto di irrogare sanzioni, come peraltro previsto dalla normativa di recepimento della direttiva sugli abusi di mercato (per la quale il Fmi ha auspicato un rapido iter di approvazione).

Per quanto attiene la *corporate governance*, il Fmi ha rilevato, inoltre, che essa potrebbe essere rafforzata dal diritto per le minoranze di nominare alcuni amministratori, oppure dall'obbligo di prevedere che sia eletta una maggioranza di amministratori cosiddetti indipendenti.

È proseguita, nel corso del 2004, l'attività della Consob tesa ad ampliare i contatti a livello bilaterale con altre Autorità di vigilanza. In particolare, sono stati stipulati *Memoranda of Understanding* (MoU) con le Autorità dell'Egitto e di Singapore.

Detti accordi per la cooperazione e lo scambio di informazioni ai fini della vigilanza, si aggiungono a quelli in precedenza già conclusi dalla Consob con altre Autorità di controllo comunitarie e extracomunitarie. A tutt'oggi, la Consob ha sottoscritto trentadue accordi bilaterali di cooperazione e un'intesa per il mantenimento della confidenzialità delle informazioni scambiate, oltre al Memorandum multilaterale tra i paesi dello Spazio Economico Europeo che aderiscono al Cesr e al MoU siglato in sede Iosco. Con detto accordo, viene stabilito il contenuto minimo degli obblighi di cooperazione per i firmatari e viene introdotto, per la prima volta, un meccanismo di controllo sulla capacità degli aderenti di far fronte agli adempimenti assunti.

Per quanto attiene alla cooperazione, si rileva che l'attività di scambio di informazioni, ai fini della vigilanza, si è incentrato prevalentemente in ambito europeo. È emerso, tuttavia, soprattutto in relazione agli scandali societari, il problema della cooperazione con i cosiddetti paesi *off-shore*, in relazione ai quali opportune iniziative sono state avviate in sede Iosco e nell'ambito del *Financial Stability Forum (Fsf)*.

I casi trattati hanno riguardato principalmente il settore degli abusi di mercato e dei requisiti di onorabilità e professionalità dei soggetti autorizzati, ma anche l'informativa societaria e la violazione delle regole di comportamento degli intermediari e l'abusiva sollecitazione.

L'analisi dei dati quantitativi relativi all'attività internazionale svolta nel corso del 2004 rivela un minor numero di richieste effettuate dalla Consob e di domande di assistenza pervenute da Autorità di vigilanza estere.

Il minor numero di domande di assistenza da parte di Autorità estere è da ricondurre alla riduzione delle richieste di cooperazione internazionale attinenti ai requisiti di professionalità e onorabilità di esponenti aziendali (44 richieste da parte di Autorità straniere, a fronte di 70 ricevute nel corso del 2003; Tav. IX.1).

Tuttavia, il caso Parmalat ha assorbito gran parte dell'attività di cooperazione internazionale per il flusso di dati e la frequenza di contatti intercorsi con Autorità di controllo estere e le Autorità giudiziarie italiane ed estere.

Non si registrano variazioni, rispetto agli anni precedenti, per le domande di assistenza in materia di insider trading, per le richieste concernenti la sollecitazione all'investimento, per le attività di intermediazione abusiva e per i casi di manipolazione.

Tav. IX.1

Cooperazione internazionale
(richieste di collaborazione)

Oggetto	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Dalla Consob ad Autorità estere							
Insider trading	17	43	32	24	24	11	8
Manipolazione dei prezzi di valori mobiliari	2	--	1	4	--	4	8
Sollecitazione e attività di intermediazione abusive	7	4	3	10	9	5	2
Trasparenza e informativa societaria	--	--	1	--	--	6	9
Partecipazioni rilevanti al capitale di società quotate e di intermediari autorizzati	--	--	--	1	1	3	1
Requisiti di onorabilità e professionalità	12	10	19	14	34	21	7
Violazione regole di condotta	--	--	2	--	--	1	2
<i>Totale</i>	<i>38</i>	<i>57</i>	<i>58</i>	<i>53</i>	<i>68</i>	<i>51</i>	<i>37</i>
Da Autorità estere alla Consob							
Insider trading	2	3	5	20	13	17	18
Manipolazione dei prezzi di valori mobiliari	1	3	--	1	1	2	3
Sollecitazione e attività di intermediazione abusive	3	3	1	2	7	4	3
Trasparenza e informativa societaria	1	--	2	--	--	--	--
Partecipazioni rilevanti al capitale di società quotate e di intermediari autorizzati	--	--	--	--	2	1	--
Requisiti di onorabilità e professionalità	30	44	53	49	80	70	44
Violazione regole di condotta	--	--	--	--	--	--	--
<i>Totale</i>	<i>37</i>	<i>53</i>	<i>61</i>	<i>72</i>	<i>103</i>	<i>94</i>	<i>68</i>

L'attività dell'Unione Europea

Nel 2004, sono state formalmente adottate una serie di direttive di particolare rilevanza per il settore dei servizi finanziari (si veda anche il Capitolo VIII “L’attività regolamentare e interpretativa e gli sviluppi internazionali”): la direttiva in materia di trasparenza degli emittenti, con titoli trattati su mercati regolamentati (cosiddetta direttiva *transparency*), la direttiva sui mercati di strumenti finanziari (cosiddetta Mifid) e la direttiva concernente le offerte pubbliche di acquisto.

Dette direttive, a eccezione della direttiva sulle Opa, sono state adottate secondo il cosiddetto modello Lamfalussy e contengono deleghe che consentono alla Commissione Europea di adottare, sentito il Cesr e secondo la procedura di comitatologia, la normativa secondaria atta ad assicurare l'attuazione uniforme delle predette direttive da parte degli Stati membri.

Il modello Lamfalussy, peraltro, è stato esteso, mediante una direttiva in corso di pubblicazione, ai settori bancario e assicurativo; a questo proposito, sono stati costituiti dei nuovi Comitati permanenti che riuniscono le Autorità di vigilanza di settore: il Cebis, Comitato europeo per le banche (con sede a Londra), e il Ceioips, Comitato europeo per le assicurazioni e i fondi pensione (con sede a Francoforte).

Nel 2004 la Commissione Europea ha pubblicato una comunicazione relativa al “clearing e settlement” per valutare le iniziative da intraprendere in materia. Infatti la direttiva Mifid, sebbene includa taluni principi di libertà di accesso ai servizi di *post trading*, non contiene norme di armonizzazione in materia.

La comunicazione, che costituisce la seconda consultazione pubblica relativa al “clearing e settlement”, include un Piano d’Azione nel quale si delineano le principali iniziative ritenute necessarie al fine di realizzare un mercato interno pienamente integrato che assicuri al contempo un “level playing field” comune tra i diversi fornitori dei servizi di post-trading.

In particolare, la comunicazione prefigura la possibile adozione di una direttiva quadro contenente principi di carattere generale atti ad assicurare, ai fornitori di servizi di post-trading, l’accesso a tutti i mercati europei sulla base del principio del mutuo riconoscimento. La direttiva dovrebbe, altresì, contenere norme sugli obblighi di trasparenza, contabilità e separazione di attività.

La Commissione Europea ha, inoltre, istituito un gruppo di lavoro di esperti in rappresentanza del settore privato e degli organismi pubblici (inclusa la Banca Centrale Europea e il Cesr), con funzioni sia di consulenza che di monitoraggio, al fine di verificare la persistenza di barriere che possano ingiustificatamente impedire la libertà di accesso al mercato o restringere la concorrenza nel settore.

A parte la citata comunicazione in materia di *clearing e settlement*, l’attività delle istituzioni europee in materia di mercati mobiliari si è concentrata sulla cooperazione con il Cesr e lo European Securities Committee (Esc) finalizzata all’emanazione della normativa di livello 2 (direttive e regolamenti) legata all’attuazione delle direttive Mifid e *transparency*.

La Commissione Europea ha invece avviato numerose iniziative nel settore della regolamentazione delle società di capitali, al fine di dare attuazione alla comunicazione sulla modernizzazione del diritto societario e sulla *corporate governance*.

In particolare, nel corso del 2004, è stato istituito l’European Corporate Governance Forum con il compito di esaminare le “best practices” negli Stati membri, al fine di migliorare la convergenza dei diversi codici in materia di corporate governance e di fornire alla Commissione indicazioni su possibili iniziative da intraprendere.

Le iniziative previste dal Piano di azione, in tema di diritto societario e corporate governance comprendono atti di natura legislativa, cui gli Stati membri saranno obbligati a dare seguito nel diritto interno, e raccomandazioni della Commissione Europea, alle quali gli Stati membri saranno invitati ad adeguarsi su base volontaria.

Tra le misure di natura vincolante rientra la proposta di modifica della seconda direttiva in materia di capitale sociale, destinata a innovare profondamente l'attuale assetto normativo in materia. Infatti, la proposta di direttiva si propone di semplificare la direttiva vigente prevedendo procedure semplificate per l'emissione di azioni senza diritto di opzione, nonché di eliminare taluni requisiti, considerati quali limitazioni eccessive, come la necessità di perizie nel caso di conferimenti in natura o il divieto di concedere finanziamenti per l'acquisto delle azioni proprie. Alle società dovrebbe, altresì, essere consentito di riacquistare le proprie azioni con l'unica condizione di utilizzare le riserve distribuibili (facendo così venir meno il tetto del 10 per cento previsto dalla vigente direttiva). A tutela degli azionisti di società i cui titoli sono trattati in mercati regolamentati si propone di introdurre norme in materia di squeeze out e sell out: ovvero il diritto dell'azionista di maggioranza di acquisire a un prezzo corretto (fair price) le azioni della minoranza, e il diritto degli azionisti di minoranza di obbligare l'azionista di maggioranza ad acquistare le proprie azioni.

Sempre in tema di questioni societarie, si segnala l'adozione di una proposta di direttiva di modifica dell'ottava direttiva in materia di revisione legale dei conti delle società (si veda anche il Capitolo VIII "L'attività regolamentare e interpretativa e gli sviluppi internazionali").

L'obiettivo della proposta è quello di assicurare, a livello europeo, un elevato grado di armonizzazione per quanto attiene l'accesso alla professione e i requisiti di professionalità, le norme deontologiche, i principi di revisione contabile e i sistemi di controllo della qualità della revisione. Essa introduce, inoltre, in linea con i principi internazionali, un sistema di controllo pubblico sulla professione contabile nonché norme in materia di cooperazione tra Autorità competenti.

Il testo della proposta di direttiva è attualmente all'esame del Parlamento Europeo in attesa dell'approvazione in un'unica lettura, avendo raggiunto un accordo politico sull'orientamento generale in Consiglio. Dall'esame del Parlamento emergono taluni aspetti problematici, rispetto al compromesso raggiunto in Consiglio, che potrebbero avere, a seconda della soluzione prescelta, un impatto di rilievo nel diritto interno.

In relazione al livello di armonizzazione dei principi di revisione internazionali, uno degli aspetti problematici riguarda il fatto che, mentre per la Commissione il livello di armonizzazione dovrebbe essere massimo, nell'orientamento generale del Consiglio, invece, gli Stati membri dovrebbero avere un margine (seppur limitato) per imporre requisiti aggiuntivi. L'accettazione a livello europeo dei principi di revisione internazionali (ISA) viene effettuata attraverso la procedura di comitologia. Il fatto di non poter imporre requisiti ulteriori, rispetto a quanto convenuto nell'ambito della comitologia, è un ulteriore aspetto che può rivestire un carattere di criticità.

In Parlamento si prefigura inoltre la possibilità di limitare la responsabilità dei revisori, modificando il testo del Consiglio, e di stabilire un'opzione per l'introduzione dell'audit committee che, secondo il Consiglio, è previsto per le società di interesse generale (public interest entities).

In materia di rotazione dei partners delle società di revisione o delle stesse società di revisione, il testo del Consiglio comporta modifiche di portata parziale al sistema italiano vigente (rotazione dei partners principali o delle società di revisione a condizione che i partners non rimangano i medesimi). Taluni emendamenti del Parlamento Europeo pongono restrizioni alla rotazione delle società di revisione.

Tra le proposte di direttiva in discussione al Consiglio e al Parlamento rientra, infine, quella di modifica delle cosiddette direttive contabili, volte a introdurre norme sulla responsabilità collettiva degli amministratori per la redazione dei bilanci e per l'informazione rilevante di natura non finanziaria, nonché

disposizioni in materia di trasparenza delle transazioni con parti correlate per le società non quotate e non soggette ai principi contabili internazionali.

La proposta di direttiva prevede, altresì, che le società quotate e non quotate siano soggette a obblighi di trasparenza quando utilizzano speciali veicoli (special purpose entities) per determinate operazioni; alle società quotate viene chiesto di includere nella relazione annuale al bilancio una "dichiarazione sulla corporate governance", che prevede, tra l'altro, il codice di corporate governance (al quale la società dovrà aderire), le regole da applicare all'assemblea degli azionisti e agli organi di amministrazione della società.

Sono in discussione le proposte di direttiva sulle fusioni transfrontaliere, volte a rendere più agevoli le fusioni tra società stabilite in due diversi Stati membri, e la proposta di direttiva sui trasferimenti di sede, tesa ad agevolare la migrazione delle società all'interno dell'Unione Europea.

Le altre iniziative prese nel 2004 hanno natura di raccomandazioni e riguardano, principalmente, la corporate governance.

Si tratta, in particolare, delle comunicazioni sugli amministratori indipendenti e sui criteri di remunerazione degli amministratori, e della comunicazione sulla prevenzione e la lotta alle pratiche finanziarie e di corporate governance scorrette.

La Commissione Europea ha, inoltre, avviato una consultazione in materia di protezione dei diritti degli azionisti.

I punti principali, oggetto di consultazione, riguardano il riconoscimento dei diritti degli azionisti a votare (in particolare quando si stabiliscono in un altro Stato membro), i criteri per la partecipazione alle assemblee e la diffusione delle informazioni prima e dopo le assemblee.

Nel 2004, è proseguita l'attività di cooperazione fornita dalla Consob nell'ambito dei programmi di gemellaggio Phare, promossi dalla Commissione Europea.

La Consob ha prestato la propria cooperazione nell'ambito del programma di gemellaggio tra la Commissione di Valori della Repubblica Ceca e il Ministero dell'Economia e delle Finanze, che è giunto a conclusione nel 2004. Inoltre, sempre nel 2004, è stato avviato un nuovo gemellaggio tra la Commissione Nazionale di Valori rumena (CNVM) e la Consob che avrà la durata complessiva di sei mesi; l'obiettivo del gemellaggio è quello di assistere la Commissione di valori rumena nella redazione della normativa secondaria in materia di intermediari, mercati finanziari, emittenti e sistemi di compensazione e garanzia, venendo così a recepire i principi contenuti nell'acquis comunitario in materia di valori mobiliari. La collaborazione a questa iniziativa verrà data anche dalla Commissione di valori spagnola e dalla Banca d'Italia.

La Consob ha, altresì, partecipato ai team di revisione della Romania e della Bulgaria nell'ambito dei "peer review" organizzati dalla Commissione Europea e finanziati con i fondi Taiex.

L'attività nell'ambito del Committee of the European Securities Regulators (Cesr)

L'impegno della Consob nelle attività in sede Cesr è stato rilevante, in particolare nei gruppi di lavoro ad hoc creati per la redazione delle norme di livello 2 e 3 in attuazione di diverse direttive comunitarie (compresa la direttiva sui mercati di strumenti finanziari) e, soprattutto, in relazione alla presidenza di un gruppo di lavoro permanente in materia di gestione collettiva del risparmio.

Il Cesr ha creato tre sottogruppi di esperti ad *hoc* per la predisposizione delle misure di attuazione della direttiva Mifid; a chiusura dei lavori di tali sottogruppi, nel mese di febbraio 2005, il Cesr ha inoltrato i previsti pareri alla Commissione Europea (cosiddetto primo *set* di mandati) relativi alle regole da applicarsi agli intermediari, nonché alla cooperazione e all'*enforcement*.

Per quanto riguarda gli intermediari, in particolare, vengono affrontati i seguenti argomenti: la funzione di controllo sul rispetto delle norme da parte dell'impresa e dei dipendenti, nonché sulla gestione dei reclami degli investitori; gli obblighi connessi all'organizzazione interna; gli obblighi connessi alla necessità di evitare rischi operativi aggiuntivi nel caso dell'outsourcing; gli obblighi di registrazione; la salvaguardia dei fondi dei clienti; i conflitti di interesse; l'informativa chiara, corretta e non ingannevole che deve essere fornita nel caso in cui un'impresa di investimento faccia attività di commercializzazione di prodotti e/o servizi finanziari; le informazioni che devono essere fornite dall'intermediario al cliente prima della fornitura del servizio di investimento; gli accordi con il cliente al dettaglio (retail); i rapporti al cliente sull'esecuzione degli ordini e i rapporti periodici.

La sezione relativa alla cooperazione e all'enforcement contiene, invece, le norme di dettaglio sullo scambio di informazioni tra le Autorità e, in particolare, la trasmissione all'Autorità del mercato con maggiore liquidità dei dati sulle transazioni eseguite dalle imprese di investimento. Al riguardo si rileva che è stata istituita un'apposita Task force di tecnici destinata a esplorare forme di standardizzazione dell'informazione e modalità di comunicazione delle informazioni in via elettronica fra le Autorità di vigilanza.

Entro aprile 2005, il Cesr dovrà completare il set di pareri alla Commissione Europea con riguardo al cosiddetto suitability test, alle regole sulla best execution e alla disciplina dei mercati regolamentati (incluse le norme in materia di pre-trade e post-trade transparency).

Il Gruppo di Lavoro sulla direttiva *transparency*, invece, ha già predisposto le norme di livello 2 in materia di diffusione di informazioni da parte delle società con titoli trattati sui mercati regolamentati e ha pubblicato le possibili misure da prendere per quanto attiene agli obblighi di comunicazione delle partecipazioni importanti, all'informazione periodica e all'equivalenza da parte dei Paesi terzi.

La normativa di secondo livello, per quanto riguarda gli obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti, riveste particolare importanza per la Consob; la normativa nazionale impone obblighi particolarmente stringenti sia per quanto attiene alla soglia del 2 per cento, superata la quale il possessore delle azioni e il titolare dei diritti di voto sono obbligati a effettuare una dichiarazione (mentre l'obbligo previsto dalla direttiva è fissato al 5 per cento), sia per quanto attiene ai patti di sindacato (in quanto la normativa attuale si applica anche agli accordi diversi da quelli che hanno per oggetto l'esercizio del diritto di voto).

È proseguita l'intensa attività del Cesfrin, gruppo di lavoro permanente sull'informazione finanziaria, e dei suoi sottogruppi (si veda anche il Capitolo VIII "L'attività regolamentare e interpretativa e gli sviluppi internazionali"). Il lavoro si è concentrato sulla predisposizione di un documento relativo all'equivalenza dei principi GAAP (*Generally accepted accounting principles*) dei paesi terzi, sulla raccomandazioni del Cesr relativamente alla transizione verso i principi IFRS (*International Financial Reporting Standards*) e sulle procedure per costituire un *data base* sui casi di *enforcement*.

Nel corso dell'anno il Cesr ha, altresì, istituito un gruppo di lavoro in materia di agenzie di *rating* al fine di fornire alla Commissione Europea un parere sulla possibile regolamentazione delle agenzie di *rating* e la *Task Force* di tecnici ha pubblicato un documento di consultazione (si veda anche il Capitolo VIII "L'attività regolamentare e interpretativa e gli sviluppi internazionali").

Nel 2004, il Cesrpol (il gruppo permanente sulla cooperazione e lo scambio di informazioni ai fini di vigilanza) ha svolto un'intensa attività al fine di predisporre misure di livello 3 in relazione alla direttiva *market abuse*, con particolare riguardo alla procedura per la predisposizione delle “*accepted market practices*”, alla segnalazione delle operazioni sospette da parte degli intermediari, nonché al ruolo di mediazione del Cesr, ai sensi dell'art. 16 della direttiva 2003/6/CE, sugli abusi di mercato e alla costituzione di un *data base* europeo in materia di *enforcement*.

Il Cesrpol, inoltre, ha approvato le linee guida relative alle “*best practices*” in materia di assunzione di dichiarazioni da parte di persone fisiche nell'ambito di richieste di cooperazione; obiettivo di dette linee è quello di facilitare la cooperazione transfrontaliera tra le Autorità competenti.

Nel corso del 2004, il gruppo di esperti in materia di gestione collettiva del risparmio, presieduto dal Presidente della Consob, ha lavorato intensamente al fine di adempiere ai mandati ricevuti dal Cesr e dalla Commissione Europea; in particolare, il gruppo ha predisposto un documento, approvato nel mese di dicembre 2004 nel corso della riunione plenaria del Cesr, che stabilisce le linee guida per l'operatività del regime transitorio previsto dalle direttive in materia di fondi comuni approvate nel 2001.

L'approvazione delle linee guida rappresenta un risultato di particolare rilievo, riconosciuto dalla stessa Commissione Europea, poiché pone fine a un regime di incertezza protrattosi per anni.

La Commissione Europea aveva infatti ritenuto che le norme sul regime transitorio previste dalle direttive del 2001 (in materia di autorizzazione del gestore e di attività in cui i fondi possono investire il proprio patrimonio) avessero dato luogo a divergenti interpretazioni fra gli Stati membri e aveva avviato un confronto nell'ambito del Comitato di Contatto delle direttive fondi (successivamente soppresso con il passaggio delle competenze del Cesr).

Le linee guida sono destinate ad assicurare orientamenti comuni a tutta l'Unione Europea e il Review Panel del Cesr avvierà, nel corso del 2005, una verifica sull'attuazione delle linee guida da parte dei Stati membri; il Review Panel, infatti, è il gruppo permanente del Cesr che ha l'obiettivo di verificare l'attuazione degli standards in materia di regole di comportamento da parte degli Stati membri.

Le attività del gruppo di lavoro, avviate nel 2004, hanno contemplato anche l'avvio dei lavori nell'ambito del mandato ricevuto dalla Commissione per predisporre misure di livello 2 sugli strumenti nei quali i fondi possono investire il proprio patrimonio.

Il gruppo dovrà chiarire talune definizioni sul tipo di investimenti ammissibili da parte dei fondi armonizzati (cosiddetti eligible assets); si tratta di determinare il tipo di investimento consentito a detti fondi: ad esempio fondi chiusi, obbligazioni strutturate, tipologie di strumenti del mercato monetario, tipologie di indici, ecc. Il parere sugli eligible assets, una volta approvato nella riunione plenaria del Cesr, sarà sottoposto a consultazione pubblica.

Nel mandato del gruppo figurano, altresì, misure di livello 3 che attengono tra l'altro a parti rilevanti della disciplina delle gestioni collettive, quali le regole di condotta da parte dei gestori e la semplificazione delle procedure di registrazione dei fondi.

Il gruppo di esperti in materia di prospetto, avendo completato nel corso del 2003 il lavoro richiesto per le misure di livello 2 sugli schemi di prospetto (trasformate dalla Commissione Europea nel regolamento 809/2004/EC; si veda anche il Capitolo VIII “L'attività regolamentare e interpretativa e gli sviluppi internazionali”), nel 2004, ha concentrato la sua attività sulle cosiddette misure di livello 3 e ha redatto una serie di raccomandazioni per un'attuazione coordinata delle regole in materia di prospetto.

Dette raccomandazioni si propongono di evitare che possibili diverse interpretazioni delle regole di livello 2 precludano l'effettivo funzionamento del passaporto europeo sul prospetto e il riconoscimento automatico dei prospetti.

Si segnala, infine, l'istituzione di un gruppo di lavoro congiunto Cesr-ESCB che ha riguardato la predisposizione di standards per il *clearing* e *settlement* (si veda anche il Capitolo VIII "L'attività regolamentare e interpretativa e gli sviluppi internazionali").

L'attività dell'International Organization of Securities Commissions (Iosco)

L'attività di maggiore rilevanza condotta dalla Iosco nel 2004 è rappresentata dalla *Task Force* ad alto livello sulle frodi internazionali nel settore dei valori mobiliari (*High Level Chairmen's Task Force Regarding International Securities Fraud*); la *Task Force*, presieduta dalla Consob e dalla SEC, ha presentato un rapporto al *Financial Stability Forum* nel mese di febbraio 2005.

Il rapporto contiene raccomandazioni da adottare a livello internazionale sulle attività dei gruppi Iosco, al fine di contrastare le frodi finanziarie che, a causa della progressiva interdipendenza e interconnessione dei mercati finanziari e degli intermediari operanti sugli stessi, stanno diventando un pericolo sempre maggiore per il sistema finanziario e per il corretto esercizio della vigilanza. Le raccomandazioni attengono principalmente: ai profili di controllo societario relativi ad aspetti di corporate governance; al controllo pubblico delle società di revisione e standards di revisione internazionali che dette società devono rispettare; alle strutture societarie complesse, specie quando facciano ricorso a special purpose vehicles; al comportamento degli intermediari nel collocamento dei titoli degli emittenti; all'adeguata informazione del mercato sull'emittente e alla cooperazione internazionale tra organi di vigilanza secondo standards elevati, specie in presenza di transazioni poste in essere tramite off-shore centers.

Le raccomandazioni della Task Force comporteranno per la Iosco un programma di lavoro rilevante anche, in collaborazione con l'OCSE, in materia di corporate governance.

Tra le altre iniziative Iosco di particolare importanza si segnala l'approvazione, da parte del Comitato dei Presidenti, dei principi per l'identificazione del cliente e del beneficiario finale nel settore dei valori mobiliari (*Principles on Client Identification and Beneficial Ownership for the Securities Industry*) e la pubblicazione, nel mese di dicembre, di un codice di condotta per le agenzie di rating (*Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies*).

Questo codice contiene una serie di disposizioni che dovrebbero essere inserite dalle singole agenzie di rating nei propri codici di condotta interni; tali disposizioni dovrebbero, inoltre, fornire alle stesse agenzie uno strumento utile per tutelare la propria indipendenza di analisi, l'eliminazione e/o la gestione dei conflitti di interesse e il mantenimento della confidenzialità delle informazioni congiuntamente in possesso alle società emittenti. Obiettivo finale del documento è quello di aumentare la protezione degli investitori, garantendo al contempo l'integrità dei procedimenti di rating.

Un'altra iniziativa da segnalare è la pubblicazione da parte del Committee on Payment and Settlement Systems (Cpss) e della Iosco stessa, di una serie di raccomandazioni per le controparti centrali (Recommendations for Central Counterparties). Dette raccomandazioni contengono gli standards finalizzati a una corretta gestione del rischio da parte di una controparte centrale di transazioni di natura finanziaria.