Accanto ai nuovi principi restano in vigore quelli già raccomandati dalla Consob con ulteriori precedenti provvedimenti. A tal proposito la Consob, attraverso la partecipazione ai gruppi di lavori della Iosco continua a svolgere in ambito internazionale un'attività di analisi e di commento ai principi di revisione internazionali emanati dall'Ifac, al fine di garantire un innalzamento della qualità generale dei principi di revisione predisposti da tale organismo.

La disciplina dei mercati

Nel corso del 2002 la Commissione ha approvato due delibere apportanti modifiche e integrazioni al Regolamento 11768/1998 in materia di mercati. Nella prima, le modifiche e le integrazioni hanno riguardato una limitazione dell'obbligo di dematerializzazione degli strumenti finanziari diffusi (art. 23, comma 2, lett. c)), la riduzione del termine, da cinque a tre giorni, per il rilascio da parte degli intermediari delle certificazioni attestanti la partecipazione al sistema di gestione accentrata (art. 34, comma 1), l'immissione in regime di dematerializzazione delle quote o azioni di Oicr rappresentate da un certificato cumulativo (art. 48, comma 3, Dematerializzazione degli strumenti finanziari non accentrati) e l'immissione in regime di dematerializzazione delle quote o azioni di Oicr di tipo aperto (art. 49, comma 2, Dematerializzazione degli strumenti finanziari di nuova emissione).

La modifica dell'art. 23, comma 2, lettera c) ha limitato l'obbligo di dematerializzazione degli strumenti finanziari diffusi agli emittenti inclusi nella sezione A del relativo elenco, ossia quelli sottoposti agli obblighi di comunicazione al pubblico di cui agli articoli 109, 110 e 111 del Regolamento 11971/1999 in materia di emittenti.

L'integrazione all'art. 48, riguardante la dematerializzazione di strumenti finanziari non accentrati, è stata attuata al fine di tenere conto delle caratteristiche precipue delle quote o azioni di Oicr rappresentate da un certificato cumulativo, quest'ultimo tenuto in deposito gratuito amministrato presso la banca depositaria. La soluzione adottata tiene conto delle seguenti esigenze: (i) la verifica dei diritti corrispondenti alle quote o azioni di Oicr è di competenza dell'emittente, che è l'unico soggetto a conoscenza delle generalità del singolo sottoscrittore e del numero delle quote o azioni di sua proprietà ; (ii) la dematerializzazione presuppone l'apertura da parte di ciascun partecipante all'Oicr di un conto presso un intermediario autorizzato; a ciascun intermediario è fatto obbligo di richiedere all'emittente la verifica di cui al precedente punto; (iii) l'immissione delle quote o azioni di Oicr nel sistema di gestione accentrata in regime di dematerializzazione comporta l'annullamento del certificato cumulativo tenuto dalla banca depositaria, e la contestuale formazione di un nuovo certificato cumulativo rappresentativo delle quote o azioni non ancora dematerializzate.

L'integrazione all'art. 49, riguardante la dematerializzazione di strumenti finanziari di nuova emissione, è stata attuata al fine di permettere l'immissione in regime di dematerializzazione di quote o azioni di Oicr di tipo aperto. Il meccanismo di funzionamento di tali organismi, infatti, non consente di determinare, a differenza di quanto avviene per altre categorie di strumenti finanziari, l'ammontare previsto dell'emissione; ciò in quanto, l'ammontare delle quote o azioni è variabile giorno per giorno in funzione

delle domande di sottoscrizione e rimborso. Inoltre, il medesimo meccanismo non prevede una durata prestabilita del collocamento, essendo quest'ultimo permanente. Al fine di superare tali problemi, è stata introdotta una disciplina ad hoc *che distingue due fasi. La prima, antecedente l'inizio dell'offerta, nella quale l'emittente comunica alla società di gestione accentrata la data di inizio dell'offerta, nonché le modalità di regolamento delle operazioni di emissione e rimborso. La seconda, durante il periodo dell'offerta, nella quale l'emittente comunica l'ammontare degli strumenti finanziari emessi in ciascuna giornata.*

Con la seconda delibera sono state apportate una serie di modifiche e integrazioni al capo rubricato "Liquidazione delle insolvenze di mercato", la più importante delle quali riguarda la definizione di "aderente" (art. 14, comma 1, lett. c)).

*Viene meno il riferimento esclusivo all'art. 70 del Tuf. Al suo posto si fa riferimento ai "sistemi di garanzia basati su controparte centrale" di cui al Provvedimento Banca d'Italia 22 ottobre 2002 recante la disciplina dei sistemi di garanzia (*ex *art. 68, 69, comma 2 e 70 del Tuf, "Provvedimento dei sistemi di garanzia"), che includono oltre alle controparti centrali dei mercati derivati, ai sensi dell'art. 70 del Tuf, anche le controparti centrali dei mercati* cash, *ai sensi dell'art. 68 del Tuf. In tal modo, la disciplina delle insolvenze di mercato, applicabile a oggi alle sole controparti centrali dei mercati derivati, risulta altresì applicabile alle controparti centrali dei mercati a pronti.*

Nel corso del 2002, la Commissione ha collaborato intensamente con la Banca d'Italia, rilasciando la propria intesa all'emanazione del Provvedimento sui sistemi di garanzia, all'approvazione del relativo regolamento operativo della Cassa di Compensazione e garanzia per i mercati gestiti da Mts e del regolamento operativo previsto dalla normativa secondaria in materia di servizi di liquidazione (ai sensi dell'art. 69, comma 1 del Tuf), nonché all'emanazione del Provvedimento Banca d'Italia recante le prescrizioni in materia di "definitività degli ordini di trasferimento" e del Provvedimento di designazione della Cassa di Compensazione e Garanzia quale sistema ai sensi del d. lgs. 210/2001.

Il Provvedimento Banca d'Italia sui sistemi di garanzia disciplina in maniera unitaria il funzionamento dei sistemi di garanzia delle operazioni su strumenti finanziari, derivati e non derivati. Il Provvedimento del 16 giugno 1999, disciplinante l'attuale Fondo di garanzia della liquidazione, rimarrà comunque in vigore fino alla completa sostituzione della liquidazione dei titoli da parte del nuovo sistema di regolamento Express II. *Nel quadro di un richiamo generale all'esigenza di una "sana e prudente" gestione di questi sistemi, la disciplina stabilisce, tra l'altro, i requisiti patrimoniali per i gestori, le caratteristiche generali dei presidi posti a tutela dei rischi, l'obbligo per i gestori di separare contabilmente e da un punto di vista organizzativo l'attività di garanzia dalle altre eventualmente svolte. In un contesto di integrazione fra mercati, vengono inoltre disciplinate le modalità atte a consentire i collegamenti internazionali fra controparti centrali. Coerentemente allo schema normativo seguito nella disciplina di altri settori del* post-trading, *la predisposizione della regolamentazione di dettaglio dei sistemi (il cosiddetto regolamento operativo) viene affidata ai gestori; il regolamento operativo deve comunque essere approvato dalle Autorità.*

Il regolamento operativo dei servizi di liquidazione Express II *disciplina in maniera unitaria, in considerazione della loro complementarità, le procedure di liquidazione netta e lorda. La componente netta si articola su due cicli di liquidazione e regolamento: un ciclo notturno e uno diurno. La componente lorda si svolge in orario diurno e regola le operazioni in tempo reale su base bilaterale. Il ciclo netto diurno è volto a gestire gli eventuali* fail *della fase notturna e può essere utilizzato anche come strumento di* contingency *per il* recovery *della stessa. Il ciclo notturno rimane comunque il cuore del processo di regolamento. Le operazioni che sono rimaste ancora non regolate al termine del ciclo diurno di liquidazione netta vengono inserite nella liquidazione lorda e sono trattate al pari di tutte le altre operazioni in essa inserite. Ulteriori caratteristiche generali di* Express II *sono la riserva di liquidità dedicata nei conti della banca centrale, l'utilizzo del* collateral *quale risorsa di liquidità aggiuntiva, la presenza di meccanismi di gestione dei* fail *e la garanzia di chiusura della liquidazione in presenza di un partecipante insolvente.*

In materia di definitività degli ordini di trasferimento e dei relativi effetti sui sistemi di regolamento e di controparte centrale, il Provvedimento stabilisce che nei sistemi di regolamento gli ordini di trasferimento sono considerati immessi in un sistema, e quindi definitivi, non prima che ricorrano le due condizioni della definitiva sottrazione delle operazioni alla disponibilità delle parti (irrevocabilità) e della definitiva imputazione delle stesse in capo ai soggetti liquidatori; tale momento, in ogni caso, non può essere antecedente il terzo giorno precedente il giorno di regolamento.

Con riferimento agli sviluppi regolamentari internazionali, si segnalano l'approvazione della direttiva sugli abusi di mercato e le proposte del *Committee of European Securities Regulators* per la definizione delle misure di dettaglio che precedono le fasi della cooperazione internazionale fra Autorità di vigilanza e dell'applicazione delle disposizioni a livello nazionale (Riquadro 11).

RIQUADRO 11

La direttiva sugli abusi di mercato: i lavori preparatori e le misure di implementazione proposte dal Cesr

La direttiva sugli abusi di mercato, proposta dalla Commissione Europea il 30 maggio 2001, è stata pubblicata nella Gazzetta Ufficiale della Comunità Europea il 28 febbraio 2003. La rapidità del processo è spiegata dalla necessità di rispondere adeguatamente ai potenziali abusi di mercato connessi ad azioni terroristiche e dal più flessibile approccio regolamentare offerto dalla procedura Lamfalussy.

Proprio per l'implementazione delle misure di dettaglio (livello 2), il 27 marzo 2002 la Commissione Europea ha richiesto al Cesr dei pareri tecnici su: le definizioni di informazione privilegiata e di manipolazione; gli obblighi informativi degli emittenti di strumenti finanziari; la trasparenza sui conflitti di interessi e l'adeguata presentazione di studi e informazioni che raccomandano o suggeriscono strategie di investimento; le esimenti per le operazioni di acquisto di azioni proprie e per quelle di stabilizzazione. Il Cesr ha consegnato tali pareri nel dicembre 2002 dopo aver consultato in più occasioni e in vari modi i partecipanti al mercato. Sulla base dei suddetti pareri la

Commissione Europea pubblicherà nei prossimi mesi una prima bozza delle disposizioni. In aggiunta, il 31 gennaio 2003 la Commissione ha richiesto al Cesr un ulteriore gruppo di pareri che dovranno essere consegnati entro il 31 agosto 2003.

Con riferimento all'*insider trading*, la direttiva definisce l'informazione privilegiata come un'informazione non pubblica, di natura precisa e *price-sensitive*. Si conferma altresì che essa può riferirsi direttamente o indirettamente sia alle società emittenti di strumenti finanziari che agli strumenti finanziari in sé. Pertanto, il Cesr ha esplicitato che possono rientrare nella nozione anche i dati e le statistiche pubblicate da istituzioni pubbliche, gli studi prodotti dagli intermediari, le decisioni del Governo, i mutamenti nella microstruttura dei mercati. Il Parlamento Europeo ha voluto altresì chiarire che possono costituire informazioni privilegiate gli ordini di acquisto e di vendita che stanno per essere immessi sul mercato. Ne deriva che anche il cosiddetto *front running* rientra tra gli abusi di mercato.

Il Consiglio dell'Unione Europea e il Parlamento Europeo hanno concordato sull'opportunità che: *i*) il divieto di abuso dell'informazione privilegiata consista nell'"utilizzo", e non più nello "sfruttamento", dell'informazione privilegiata; *ii*) l'elenco dei cosiddetti "*insider* primari" includa anche coloro che posseggono l'informazione in virtù di attività criminali; *iii*) l'area dei cosiddetti "*insider* secondari" sia estesa a chiunque conosce o dovrebbe conoscere la natura privilegiata dell'informazione; *iv*) ambedue le categorie di *insiders* siano sottoposte ai medesimi obblighi di riservatezza.

Quanto alla manipolazione informativa, la direttiva vieta la consapevole diffusione, anche tramite Internet, di informazioni suscettibili di produrre indicazioni false o fuorvianti su strumenti finanziari. La direttiva proibisce anche la diffusione di *rumours*. Il Parlamento Europeo ha però richiesto che nella direttiva fosse previsto che le condotte dei giornalisti siano giudicate tenendo in considerazione le norme deontologiche della professione, a meno che il giornalista non abbia tratto un beneficio, diretto o indiretto, dalla diffusione dell'informazione.

L'articolo 6 della direttiva prevede per gli emittenti di strumenti finanziari l'obbligo di comunicare tempestivamente al pubblico le informazioni privilegiate. Tale previsione è analoga a quella contenuta nell'attuale art. 114 del Testo unico della finanza. Nelle misure implementative di livello 2, il Cesr propone che una *inside information* sia pubblicata dall'emittente tramite un "*officially appointed mechanism*". Tale sistema dovrebbe garantire un'efficiente diffusione dell'informazione, assicurandone certezza, rapidità di accesso e concentrazione. Per quanto concerne la tempistica di diffusione delle notizie, le norme di livello 2 indica che la *disclosure* sia effettuata al momento in cui si verifica l'evento a prescindere dalla circostanza che l'evento abbia avuto formalizzazione.

La direttiva consente agli emittenti di decidere autonomamente di ritardare la diffusione delle informazioni privilegiate in caso di legittimo interesse, senza bisogno dell'autorizzazione dell'Autorità competente; è tuttavia riconosciuta la possibilità per gli Stati membri di introdurre l'obbligo per l'emittente di informare l'Autorità competente della decisione. Il Cesr ha scelto di porre a livello 2 solo alcuni "esempi di situazioni" in cui è possibile ritardare la diffusione dell'informazione privilegiata, quali le "vicende in corso di negoziazione" e i negoziati finalizzati al "risanamento finanziario dell'emittente" in caso di continuità aziendale a rischio.

Il Parlamento Europeo ha chiesto di estendere ulteriormente le misure preventive degli abusi, inserendo nella direttiva norme che prevedono che: *i*) coloro che rivestono responsabilità direttive presso una società emittente comunichino il dettaglio delle operazioni effettuate sui relativi strumenti finanziari quotati, *ii*) le società di gestione dei mercati regolamentati adottino adeguate misure per la prevenzione e la *detection* degli abusi, *iii*) le istituzioni pubbliche comunichino in modo adeguato i dati e le statistiche suscettibili di influire in modo sensibile sui mercati finanziari.

Il Consiglio dell'Unione Europea ha anche domandato maggiore flessibilità sui poteri di supervisione e di investigazione conferiti all'Autorità competente. Questi potranno essere esercitati sotto diverse modalità: *i*) direttamente, *ii*) rivolgendosi all'Autorità Giudiziaria competente, *iii*) in collaborazione con altre Autorità o con società di gestione dei mercati, *iv*) delegando i poteri a tali Autorità ma mantenendone comunque la responsabilità.

Riguardo alle sanzioni, lo stesso Consiglio ha chiesto che fosse chiarito nella direttiva che alle imprescindibili misure e sanzioni amministrative gli Stati membri possono eventualmente aggiungere sanzioni penali. Di estrema importanza appare infine la richiesta del Parlamento Europeo perché a livello 2 venga fornito un elenco di tali misure e sanzioni amministrative, che aiuterebbe l'armonizzazione delle sanzioni.

La disciplina degli intermediari

Nel corso del 2002 sono state apportate alcune modifiche al Regolamento 11522/1998 in materia di intermediari (Regolamento Intermediari).

Le principali innovazioni, hanno riguardato le informazioni contenute nell'albo delle Sim, al fine di consentire allo stesso di assolvere le proprie finalità di pubblicità con maggiore ricchezza di informativa per gli investitori e per le controparti di mercato, l'inclusione dei promotori finanziari tra gli operatori qualificati, la ridefinizione del contenuto dell'articolo 39 (*Categorie di strumenti finanziari*), allo scopo di individuare parametri di selezione maggiormente adeguati agli standard in uso sul mercato finanziario e allineati al livello informativo già previsto per i prospetti informativi dei fondi, e la previsione di una maggiore responsabilizzazione dei vertici delle imprese di investimento e delle Sgr nei confronti delle risultanze dell'azione della funzione di controllo interno.

Nel corso del 2002 si è, altresì, conclusa la procedura di approvazione dei documenti predisposti dal Cesr volti a definire una disciplina comune su scala comunitaria delle regole di condotta degli intermediari nei rapporti con gli investitori comuni e investitori professionali ("*Standards and rules for harmonazing core conduct business rules for investor protection*" e "*The professional and the counterparty regimes*"). La disciplina di armonizzazione impone, quindi, un

aggiornamento della normativa interna alla luce di quanto stabilito dal documento licenziato dal Comitato. L'attività di recepimento, peraltro, solo per alcune parti richiederà un intervento di normazione di una certa incisività, mentre in molti altri casi sarà limitata a una specificazione delle regole di comportamento già presenti nel nostro ordinamento a livello di principi generali su cui, in talune occasioni, la Commissione ha avuto modo di intervenire attraverso comunicazioni interpretative.

Nel corso del 2002 è stato, inoltre, avviato il processo di consultazione con le associazioni di categoria per la revisione delle *"Disposizioni concernenti gli obblighi di comunicazione di dati e notizie e la trasmissione di atti e documenti da parte dei soggetti abilitati e degli agenti di cambio"*, contenute nella delibera Consob 12191/99. Obiettivo della revisione, unitamente alla semplificazione delle incombenze gravanti sugli intermediari, è quello di implementare un sistema di trasmissione elettronica delle informazioni che consenta di eliminare, una volta a regime, l'utilizzo di supporti cartacei nel flusso documentale obbligatorio.

Per quanto attiene all'attività interpretativa della disciplina vigente, la Commissione ha dato risposta a diversi quesiti concernenti la disciplina degli intermediari mobiliari.

È stata, innanzi tutto, ribadita la possibilità di intestare a società fiduciarie statiche, per conto di propri fiducianti, contratti di gestione individuali di portafogli anche, nel rispetto di determinate condizioni, nell'ambito di operazioni di rimpatrio di attività finanziarie rappresentate da contratti di gestione con intermediari esteri.

La Commissione ha, poi, avuto modo di intervenire sull'attività di mera segnalazione di clientela, svolta per conto di intermediari autorizzati da parte di soggetti non iscritti all'albo dei promotori finanziari, richiamando gli operatori all'adozione di tutte le cautele necessarie a limitare tale attività entro limiti consentiti. Si è ritenuto, inoltre, conforme alla disciplina di settore lo schema operativo posto in essere da un intermediario incaricato della "raccolta di ordini" provenienti da investitori istituzionali e della successiva canalizzazione degli stessi a un'altra impresa di investimento del gruppo per la relativa esecuzione su mercati esteri. In particolare l'attività svolta dal "raccoglitore di ordini" è stata, nel caso di specie, ricondotta al collocamento del servizio di negoziazione reso dall'altra società e di assistenza post vendita resa agli investitori istituzionali che intrattengono un rapporto contrattuale direttamente con il negoziatore.

Sono state, poi, sottoposte alla valutazione della Commissione, da parte di intermediari autorizzati alla prestazione del servizio di negoziazione per conto terzi, alcune questioni afferenti la possibilità di "esternalizzare" ad altri soggetti - in particolare mediante il ricorso a "call center" - il compimento di determinate operazioni inerenti la prestazione dei servizi di investimento, tra cui, per esempio, il momento della ricezione degli ordini telefonici di compravendita titoli. L'esame di alcune risultanze di vigilanza sulle commissioni di movimentazione ha altresì reso necessari alcuni chiarimenti della Commissione su taluni profili inerenti le modalità di remunerazione del gestore.

Nel corso del 2002 Borsa Italiana spa ha introdotto un nuovo segmento di mercato denominato Mercato Telematico dei Fondi (Mtf), destinato alla quotazione e alla negoziazione di

Oicr di tipo indicizzato (cosiddetti Etf) che riproducono in maniera "passiva" indici o panieri di titoli, e di conseguenza è stato aggiornato il Regolamento Emittenti, prevedendo nuovi schemi (Allegato 1B – Schema 19 e Allegato 1H – Schema 2) per l'offerta e la quotazione di Oicr aperti indicizzati. I nuovi schemi di prospetto contengono tutte le informazioni già previste dagli schemi relativi agli altri Oicr, ma opportunamente rielaborate per tenere conto delle caratteristiche degli Oicr aperti indicizzati, oltre alle informazioni relative alla quotazione dei prodotti in questione. Agli Oicr indicizzati quotati sono stati estesi gli obblighi di informazione su fatti rilevanti previsti per i fondi chiusi quotati, mentre sono state disposte particolari forme di pubblicità dei documenti a essi relativi prevedendo la possibilità per la società di gestione di utilizzare il proprio sito Internet per la diffusione delle informazioni contenute nel prospetto informativo e nel regolamento di gestione, inclusi i successivi aggiornamenti, nonché nei rendiconti periodici.

Per ciò che riguarda, infine, la materia dei promotori finanziari, la Commissione ha dato risposta a numerosi quesiti posti da privati, associazioni di categoria e dalle Commissioni regionali e provinciali per l'albo dei promotori, concentrando la propria attenzione su questioni concernenti le iscrizioni di diritto all'albo e riguardanti il possesso dei requisiti di professionalità e di onorabilità degli aspiranti promotori finanziari.

Sotto tale profilo è stato precisato che la qualifica di "quadro direttivo di 2° livello" non è equiparabile a quella di funzionario di banca e che il "responsabile del controllo interno" di cui all'art. 4, comma 1, lett. c), del d.m. 472/1998 non coincide con la posizione di "titolare di filiale", bensì con quella di responsabile dell'intera funzione di controllo interno della banca previsto dall'art. 57 del Regolamento Consob 11522/1998. Si è inoltre rilevato che il direttore di un ufficio postale può essere iscritto di diritto all'albo dei promotori, ove sia decorso il periodo di tempo minimo, pari ad almeno tre anni richiesto, ai fini dell'iscrizione in discorso, dall'art. 4, comma 2, del d.m. 472/1998 e decorrente dal momento in cui, con l'entrata in vigore del d.p.r. 144/2001, Poste Italiane spa è stata equiparata alle banche italiane ai fini dell'applicazione delle norme del testo unico bancario e del testo unico della finanza.

IX. LE RELAZIONI INTERNAZIONALI

La cooperazione internazionale

Nell'anno 2002 è proseguita l'intensa attività di collaborazione bilaterale con Autorità di vigilanza estere che ha caratterizzato gli anni passati.

Per quanto riguarda l'attività di scambio di informazioni, si segnala un incremento nel numero delle richieste di cooperazione ricevute e in quello delle richieste inoltrate dalla Consob; infatti, il numero delle richieste di assistenza ricevute dalla Consob è salito a 103 (contro le 72 nel 2001, Tav. IX.1). Tale incremento è stato determinato per la maggior parte da richieste relative ai requisiti di professionalità e onorabilità dei partecipanti in imprese di investimento o dirigenti delle stesse (da 49 nel 2001 a 80 nel 2002).

TAV. IX.1

COOPERAZIONE INTERNAZIONALE
(RICHIESTE DI COLLABORAZIONE)

OGGETTO	DALLA CONSOB AD AUTORITÀ ESTERE					DA AUTORITÀ ESTERE ALLA CONSOB				
	1998	1999	2000	2001	2002	1998	1999	2000	2001	2002
INSIDER TRADING	17	43	32	24	24	2	3	5	20	13
MANIPOLAZIONE DEI PREZZI DI VALORI MOBILIARI	2	--	1	4	--	1	3	--	1	1
SOLLECITAZIONE E ATTIVITÀ DI INTERMEDIAZIONE ABUSIVE	7	4	3	10	9	3	3	1	2	7
TRASPARENZA E INFORMATIVA SOCIETARIA	--	--	1	--	--	1	--	2	--	--
PARTECIPAZIONI RILEVANTI AL CAPITALE DI SOCIETÀ QUOTATE E DI INTERMEDIARI AUTORIZZATI	--	--	--	1	1	--	--	--	--	2
REQUISITI DI ONORABILITÀ E PROFESSIONALITÀ	12	10	19	14	34	30	44	53	49	80
VIOLAZIONE REGOLE DI CONDOTTA	--	--	2	--	--	--	--	--	--	--
TOTALE	*38*	*57*	*58*	*53*	*68*	*37*	*53*	*61*	*72*	*103*

Si è notevolmente incrementato anche il numero delle richieste di cooperazione inoltrate dalla Consob, che è salito a 68 (53 nel 2001). Anche in questo caso l'incremento è stato determinato maggiormente da richieste relative ai requisiti di professionalità e onorabilità (Tav. aIX.1).

Al fine di estendere i contatti con Autorità di vigilanza di altri Paesi, nel 2002 sono stati stipulati tre nuovi *Memoranda of Understanding* (MOU) con le Autorità di vigilanza della Slovenia, di Guernsey e del Sud Africa; all'inizio del 2003, inoltre è stato sottoscritto l'accordo con l'Ispettorato per il Credito e le Valute della Repubblica di San Marino.

Detti accordi per la cooperazione e lo scambio di informazioni a fini di vigilanza si aggiungono ai precedenti accordi già conclusi dalla Consob con altre Autorità di controllo, sia comunitarie che extracomunitarie. A tutt'oggi, la Consob ha sottoscritto 25 accordi bilaterali di cooperazione e 3 intese per il mantenimento della riservatezza delle informazioni scambiate, oltre al *Memorandum* multilaterale tra i Paesi dello Spazio Economico Europeo che aderiscono al CESR. Sono in corso trattative con le Autorità di altri Stati per addivenire alla stipula di analoghi accordi.

Alla fine del 2002, la Consob e la Banca d'Italia, da un lato, e la *Commissione Bancaire*, il *Comité des Etablissements de Crédit et des Entreprises d'Investissement*, la *Banque de France* e il *Conseil des Marchés Financiers*, dall'altro, hanno sottoscritto un accordo di cooperazione volto a consentire a *Clearnet* di aderire al sistema italiano di liquidazione dei titoli.

Rilevante è stata l'attività relativa alle relazioni bilaterali in funzione dell'allargamento dell'Unione Europea.

Detta attività era già iniziata nel 2001, quando la Consob aveva partecipato ad azioni di supporto di Commissioni di valori di Paesi candidati all'ingresso nell'Unione Europea o potenzialmente interessati al processo di allargamento.

In tale contesto, nell'agosto 2002, è stato dato l'avvio all'attuazione del programma di gemellaggio tra la Consob e la Commissione di valori mobiliari rumena, nell'ambito del Progetto Phare, *finanziato dall'Unione Europea.*

*Tale iniziativa, che coinvolge anche la Banca d'Italia, la Borsa Italiana S.p.A. e la Montetitoli S.p.A., ha la finalità di rafforzare le capacità amministrative della Commissione rumena e di assicurare il recepimento dell'*acquis *comunitario in Romania, allo scopo di consentire al Paese candidato l'ingresso nell'Unione Europea nel 2007. Un funzionario della Consob è stato distaccato per un periodo di un anno presso la CNVM rumena.*

Altre iniziative, finanziate dall'Unione Europea nell'ambito del predetto programma e sempre finalizzate all'allineamento della normativa interna a quella comunitaria, si sono svolte a Malta e in Turchia. Dirigenti della Consob si sono recati a Tirana su invito della Commissione di valori albanese.

Nel corso dell'anno 2002 sono state, infine, ospitate diverse riunioni di gruppi di lavoro internazionali. Nel mese di agosto si è riunita presso la sede della Consob la *Task Force on Disclosure and Transparency*, co-presieduta dal Presidente della Consob, al fine di mettere a punto *standards* minimi internazionali in materia di informativa continua degli emittenti.

L'attività nell'ambito dell'Unione Europea

Per quanto attiene alle Istituzioni dell'Unione Europea, nel 2002 è proseguita un'intensa attività della Commissione Europea, del Consiglio Europeo e del Parlamento Europeo volta a dare attuazione agli obiettivi indicati nel Piano d'Azione sui servizi finanziari per la realizzazione del mercato interno integrato entro il 2005.

La Consob ha partecipato a diversi gruppi di lavoro presso la Commissione Europea e il Consiglio Europeo per redigere il testo di direttive in materia di mercati finanziari.

La presenza della Consob all'interno della Commissione Europea con propri funzionari distaccati in qualità di esperti nazionali ha consentito di collaborare alla stesura del testo delle proposte di direttiva in materia di prospetti e servizi d'investimento.

Numerose sono le iniziative adottate sulle quali si è raggiunto lo stadio di posizione comune o di accordo politico. Per quanto concerne le iniziative normative portate a conclusione, le direttive approvate nel corso del 2002 sono state quattro, oltre al regolamento relativo all'applicazione dei principi contabili internazionali.

La direttiva 2002/47/CE, relativa ai contratti di garanzia finanziaria nell'ottica di favorire l'integrazione e l'efficienza del mercato finanziario in termini di costi nonché la stabilità del sistema finanziario europeo, armonizza la regolamentazione dei contratti di garanzia finanziaria in modo da introdurre una maggiore certezza giuridica attraverso la non applicazione della normativa nazionale che ostacolerebbe il realizzo di dette garanzie finanziarie o porrebbe in dubbio la validità delle tecniche di *close-out* per la compensazione bilaterale, nonché di integrazione e sostituzione della garanzia.

La direttiva 2002/65/CE, relativa alla commercializzazione a distanza di servizi finanziari ai consumatori, copre tutti i servizi finanziari suscettibili di essere forniti a distanza, siano o meno armonizzati a livello comunitario completando, per il settore dei servizi finanziari, il quadro normativo relativo alla conclusione di contratti attraverso mezzi di comunicazione a distanza (direttiva 97/7/CE).

Al fine di accrescere la fiducia dei consumatori nell'utilizzo delle tecniche di commercializzazione a distanza, la direttiva fissa requisiti volti a garantire un livello adeguato di informazione del consumatore prima della conclusione del contratto. I principali strumenti di tutela previsti dalla direttiva sono fondamentalmente due: da un lato, un'adeguata descrizione del contenuto degli obblighi di informazione che il fornitore del servizio è tenuto ad assolvere prima della conclusione del contratto nei confronti del destinatario del servizio stesso, dall'altro, il diritto di recesso, previsto a favore del solo consumatore e senza penali. Detta direttiva richiede di essere coordinata con quella sul commercio elettronico.

La direttiva 2002/87/CE riguarda la vigilanza supplementare sugli enti creditizi, le imprese di assicurazione e le imprese di investimento appartenenti a un conglomerato finanziario. La direttiva prende atto dei recenti sviluppi dei mercati che hanno portato alla creazione di gruppi in

grado di offrire servizi e prodotti in vari settori finanziari senza che, tuttavia, si introducesse alcuna forma di vigilanza prudenziale, a livello di gruppo, sui soggetti facenti parte di questi conglomerati.

Prive di specifica regolamentazione erano, in particolare, la solvibilità e la concentrazione dei rischi a livello di conglomerato, le operazioni infragruppo e le procedure di gestione del rischio interno a livello di conglomerato.

La direttiva intende, pertanto, colmare le lacune esistenti nella legislazione prudenziale in vigore a livello settoriale per far fronte a rischi prudenziali aggiuntivi, al fine di garantire la solidità degli strumenti di vigilanza sui gruppi finanziari che esercitano attività intersettoriali. Al fine di rendere efficace la vigilanza supplementare, la direttiva introduce specifiche disposizioni volte a disciplinare la collaborazione tra le Autorità preposte alla vigilanza sui singoli soggetti appartenenti al conglomerato, anche attraverso l'elaborazione di specifici accordi di cooperazione tra tali Autorità e l'individuazione, tra queste, di un coordinatore, cui vengono demandati specifici compiti in relazione alla vigilanza aggiuntiva prevista dalla direttiva.

Da ultimo è stata approvata la direttiva 2003/6/CE in tema di abuso di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato al fine di assicurare l'integrità e il regolare funzionamento dei mercati finanziari comunitari e accrescere la fiducia degli investitori, fattori essenziali per lo sviluppo del mercato interno. La direttiva abroga la precedente direttiva 89/592/CEE ed estende l'armonizzazione nella tutela comunitaria contro gli abusi di mercato attraverso la ridefinizione degli elementi costitutivi della fattispecie di *insider trading* e l'introduzione della nuova fattispecie di *market manipulation* (si veda il Riquadro 11 del Cap. VIII).

È da segnalare che la direttiva dedica particolare attenzione al ruolo dell'Autorità competente nell'attività di enforcement. *Per evitare che l'esistenza negli Stati membri di differenti Autorità competenti, con responsabilità e poteri diversi, possa generare confusione negli operatori economici e situazioni di opacità e incertezze che potrebbero pregiudicare l'integrità dei mercati finanziari si prevede che in ogni Stato membro venga designata un'unica Autorità competente, cui spetti la responsabilità finale di controllare il rispetto delle disposizioni adottate ai sensi della direttiva nonché di prestare la cooperazione internazionale.*

L'Autorità competente unica dovrebbe avere il carattere di organo amministrativo indipendente dagli operatori economici per prevenire i conflitti di interesse, e dovrebbe disporre di tutti i poteri di vigilanza e di indagine necessari per l'esercizio delle funzioni di vigilanza dei mercati che l'Autorità competente potrebbe espletare direttamente, in collaborazione con o mediante delega ad altre Autorità o ai gestori del mercato oppure mediante una richiesta alle competenti autorità giudiziarie.

L'elenco esemplificativo dei poteri minimi che la direttiva obbliga gli Stati membri ad attribuire all'Autorità competente, comporta importanti innovazioni sotto il profilo del diritto interno in quanto dovranno essere accresciuti i poteri della Consob. In particolare, dovranno essere estesi i contenuti dei poteri ispettivi e informativi anche al fine di consentire l'esercizio degli stessi nei confronti di soggetti non vigilati; si prevede che l'Autorità competente possa convocare e procedere all'audizione di chiunque appaia in possesso di informazioni utili ai fini delle proprie indagini. Dovrebbero, altresì, essere attribuiti alla Consob nuovi poteri di congelamento e sequestro di assets *(i poteri attribuiti all'Autorità amministrativa*

possono venir concessi anche mediante la cooperazione di altre Autorità, inclusa quella giudiziaria), ingiuntivi (cessazione di qualsiasi prassi contraria alle disposizioni adottate dalla direttiva), nonché di richiedere la temporanea interdizione dall'esercizio di un'attività professionale.

Per garantire l'adeguatezza del quadro comunitario di contrasto agli abusi di mercato, la direttiva prevede che ogni violazione dei divieti o degli obblighi fissati dalla stessa venga adeguatamente sanzionata. A tal fine, si prevede che gli Stati membri prevedano sanzioni efficaci, dissuasive e proporzionate alla gravità della violazione e agli utili realizzati. Le sanzioni dovrebbero essere applicate coerentemente dall'Autorità competente che dovrebbe mettere a disposizione del pubblico le misure e le sanzioni applicate per il mancato rispetto delle disposizioni adottate in attuazione della direttiva, salvo il caso in cui la divulgazione possa mettere gravemente a rischio i mercati finanziari o possa arrecare un danno sproporzionato alle parti coinvolte. Ciò comporterà rilevanti innovazioni all'ordinamento interno, stante l'attuale assenza di competenze sanzionatorie in materia di abusi di mercato la cui tutela è rimessa esclusivamente al diritto penale.

In materia di abusi di mercato si segnala, in ragione del rilevante numero di transazioni sul mercato italiano originate da intermediari esteri, la necessità che la Consob possa disporre della cooperazione anche da parte dei Paesi cosiddetti *off-shore*. A questo proposito si rappresenta che permangono difficoltà, così come evidenziato lo scorso anno, nella cooperazione con la Svizzera a causa di una legge e di orientamenti giurisprudenziali che impediscono, di fatto, l'acquisizione dei dati identificativi dei soggetti che abbiano operato per il tramite di intermediari svizzeri.

Infine, il regolamento 2002/3626/CE relativo all'applicazione dei principi contabili internazionali, in linea con la strategia indicata con la Comunicazione del giugno 2000 sul futuro dell'informazione contabile in Europa, prevede l'obbligo per tutte le società dell'Unione Europea quotate sui mercati regolamentati, ivi comprese le banche e le società di assicurazione, di redigere i conti consolidati in conformità con i principi contabili internazionali da emanarsi *dall'International Accounting Standards Board* a partire dal 2005. Il regolamento prevede, inoltre, l'introduzione di un Comitato di regolamentazione contabile per il recepimento dei principi contabili internazionali, i cosiddetti *International Financial Reporting Standards* (IFRS).

La proposta di direttiva relativa alle attività e alla supervisione degli enti pensionistici aziendali o professionali si trova a uno stadio avanzato di discussione.

*Il 5 novembre 2002 è stata definita la posizione comune in vista dell'adozione della direttiva. Tale direttiva intende porsi come un primo passo nella direzione di un mercato interno degli schemi pensionistici aziendali e professionali organizzato su scala europea, tenuto conto del fatto che esistono notevoli divergenze nelle norme nazionali che disciplinano la partecipazione dei lavoratori agli enti pensionistici aziendali o professionali, e nelle modalità di vigilanza su tali enti. Le disposizioni prudenziali della direttiva sono basate sul principio del "*prudent man approach*" per il gestore.*

Il 5 novembre 2002 è stato raggiunto un accordo politico dall'Ecofin sulla proposta di direttiva relativa al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari. Tale direttiva era stata già indicata dalla Commissione Europea, nel Piano

d'Azione per i Servizi Finanziari, quale strumento essenziale per realizzare una piena integrazione del mercato interno e agevolare il più ampio accesso a tale mercato mediante la previsione di un unico "passaporto" europeo per gli emittenti.

L'accordo politico è stato raggiunto dal Consiglio sulla proposta di direttiva (modifica della direttiva 68/151/CEE) sui requisiti di pubblicità di talune società. Questa proposta riguarda la pubblicità obbligatoria delle società di capitali e, in particolare, il registro delle imprese; essa è volta a rendere più facilmente e rapidamente accessibili le informazioni sulle società di capitali e a tal proposito introduce l'obbligo degli Stati membri di consentire alle società di capitali il deposito su supporto informatico delle informazioni che sono tenute a rendere pubbliche, pur rimanendo le informazioni da depositare nel registro delle imprese (direttiva 68/151/CEE). Si prevede, infatti, che chiunque voglia estrarre copia delle informazioni possa fare la relativa domanda e ottenere tali informazioni su supporto informatico.

Il Consiglio è pervenuto a un ulteriore accordo politico sulla proposta di direttiva che modifica le direttive 78/660/CEE, 83/349/CEE e 91/674/CEE relative ai conti annuali e ai conti consolidati di taluni tipi di società e delle imprese di assicurazione. Questa proposta è principalmente volta a eliminare qualsiasi incompatibilità tra gli IFRS che l'Unione Europea intende adottare dal 2005 secondo quanto previsto dal regolamento succitato, e le direttive 78/660/CEE, 83/349/CEE e 91/674/CEE, nell'ottica della nuova strategia di internazionalizzazione delle regole contabili per i mercati finanziari. La proposta è dunque volta a introdurre gli emendamenti necessari al fine di garantire la compatibilità delle direttive contabili con i futuri sviluppi degli IFRS.

Per quanto attiene alle proposte di direttiva di recente presentazione, si segnala quella relativa ai servizi di investimento e ai mercati regolamentati La nuova proposta di direttiva sui servizi di investimento trae origine dalla constatazione che la direttiva in vigore (93/22/CEE) non è più in grado di fornire un quadro sufficiente per l'esercizio dell'attività di investimento a livello transfrontaliero nell'Unione Europea e non fissa regole chiare sulla concorrenza tra i sistemi di negoziazione. La proposta di direttiva costituisce un'evoluzione organica della direttiva attualmente in vigore e non un cambiamento radicale. Essa cerca di dare risposta ai mutamenti strutturali in atto sui mercati finanziari dell'Unione Europea e mira a conseguire due obiettivi principali: la tutela degli investitori e una regolamentazione armonizzata delle regole di trasparenza.

Di recente presentazione è stata anche la proposta di direttiva concernente le offerte pubbliche di acquisto presentata dalla Commissione il 2 ottobre 2002. La proposta recepisce, solo parzialmente, le valutazioni del gruppo *Winter* e riconferma nella sostanza l'assetto strutturale della precedente proposta.

In particolare, essa persegue gli stessi obiettivi della precedente proposta mirando, da un lato, a rafforzare la certezza giuridica delle operazioni di offerte pubbliche di acquisto transfrontaliere e, dall'altro, a garantire la protezione degli azionisti di minoranza nel corso di tali operazioni. Permane, tuttavia, una

direttiva quadro che detta principi e requisiti di carattere generale ai quali gli Stati membri dovranno dare concreta attuazione emanando norme dettagliate d'applicazione conformemente alle loro pratiche nazionali.

Sono ancora allo stadio di bozza la proposta di direttiva relativa a *clearing* e *settlement* e quella sul *regular reporting*, che attiene agli obblighi di informativa continua degli emittenti.

Per quanto attiene alla materia del commercio elettronico, la Commissione Europea non ha ancora approvato la Comunicazione attinente le *guidelines* sulle norme di salvaguardia in materia di servizi finanziari, originariamente prevista per gennaio 2002.

Una prima versione delle "linee guida", volte ad agevolare il compito degli Stati membri nell'eventuale introduzione di deroghe all'applicazione del principio del mercato interno, era stata presentata a Bruxelles nel corso di una riunione tenutasi il 9 settembre 2002. Le nuove linee derivano dalla presa d'atto della Commissione, comunicata a giugno, di non essere in grado di completare il progetto come prefigurato inizialmente.

Si segnala, a livello di Unione Europea, che è già operativo il gruppo incaricato di verificare, entro il 2004, il funzionamento del sistema di attuazione della normativa secondaria a livello comunitario nel settore dei valori mobiliari.

La normativa è stata introdotta dal Rapporto Lamfalussy e accettata da Consiglio e Parlamento Europeo, dal quale potranno scaturire proposte di emendamenti al Trattato dell'Unione al fine di introdurre una maggiore integrazione della vigilanza sui mercati mobiliari (con una possibile istituzionalizzazione del CESR) e prevedere formalmente un sistema di delega nell'adozione della normativa secondaria non necessariamente limitato alla cosiddetta procedura di comitologia. Il Comitato di monitoraggio è composto da sei personalità nominate dalle seguenti Istituzioni comunitarie: Commissione, Consiglio e Parlamento.

Nel corso del 2002 è stata avviata la fase di preparazione della Presidenza italiana che vedrà in discussione presso il Consiglio e il Parlamento diverse proposte di direttiva.

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

Il Cesr è un Comitato istituito dalla Commissione Europea che fornisce, tra l'altro, consulenza alla Commissione stessa nel quadro del processo di semplificazione. Si tratta di un gruppo di importanza strategica in quanto chiamato a predisporre gli *standards* di normativa secondaria da sottoporre poi all'approvazione del *Securities Committee*. La Consob è rappresentata nel Segretariato da un suo funzionario, facente funzioni di Vice-Segretario Generale, nonché da un altro funzionario nel Segretariato.

A seguito delle risoluzioni del Consiglio e del Parlamento europei, il Cesr assiste la Commissione Europea nel predisporre misure di attuazione di direttive dell'Unione. Nel corso del 2002, è stato istituito un *Panel* di consultazione composto da membri del mercato per assistere il Cesr; detto *Panel* si aggiunge alla prassi di ampia consultazione posta in essere dal Cesr.

Nel corso del primo semestre dell'anno, il Gruppo di lavoro per l'analisi delle regole di condotta sui mercati ha completato i propri lavori. È stato, così, approvato un documento ("Un regime europeo per la protezione dell'investitore: l'armonizzazione delle regole di condotta") che fornisce un insieme di *Standards* e *Rules* armonizzati per la protezione dell'investitore al dettaglio.

Il regime per gli operatori professionali è stato definito separatamente dal Cesr, che ha approvato il 9 aprile 2003 un documento ("Stabilizzazione e riparto, un approccio europeo per la vigilanza") che fornisce *standards* armonizzati per le pratiche di stabilizzazione nel contesto di un'offerta pubblica, nonché un regime informativo armonizzato e alcuni principi di base relativi al riparto.

Sebbene gli standards *del Cesr non siano stati elaborati su mandato formale della Commissione Europea nel contesto della direttiva in materia di* market abuse *o della proposta di direttiva sul prospetto, tuttavia tali* standars *potranno rappresentare un rilevante contributo per qualsiasi futuro lavoro che dovesse essere intrapreso sugli stessi temi.*

In materia di *market abuse*, il Cesr, su richiesta formale della Commissione, ha adottato una propria proposta a fronte dei mandati affidatigli, concernenti: le definizioni di informazione privilegiata e di manipolazione, gli obblighi informativi degli emittenti di strumenti finanziari, la trasparenza sui conflitti di interessi e l'adeguata presentazione di studi e informazioni che raccomandano o suggeriscono strategie di investimento, le esimenti per le operazioni di acquisto di azioni proprie e per quelle di stabilizzazione. Il Cesr ha consegnato i suddetti pareri lo scorso dicembre 2002 dopo aver consultato i partecipanti al mercato. Sulla base dei suddetti pareri la Commissione UE pubblicherà nei prossimi mesi una prima bozza di disposizioni.

Il Cesr ha diffuso, durante il mese di ottobre, lo *statement of principles* (Sop) relativo all'*enforcement* dei principi contabili preparato dal sottogruppo permanente costituito in seno al Cesrfin, presieduto da un dirigente della Consob.

*Il documento, al fine di promuovere la protezione e la fiducia degli investitori attraverso la predisposizione di strumenti idonei ad assicurare la trasparenza, la correttezza e la completezza dell'informativa finanziaria, richiede a ciascuno Stato membro di costituire un'unica Autorità competente, che dovrà assicurare l'*enforcement *delle informazioni finanziarie contenute nei bilanci annuali, individuali e consolidati, nelle relazioni semestrali e trimestrali, nonché nei prospetti di offerta pubblica e ammissione alla quotazione delle società quotate o che abbiano fatto richiesta di ammissione alla negoziazione sui mercati regolamentati. Detta Autorità potrà delegare ad altri l'effettivo esercizio dell'*enforcement *ed è prevista un'ampia collaborazione tra le Autorità stesse per consentire un'attuazione omogenea dell'acquis comunitario specie nel quadro di controlli affidati allo Stato membro di origine.*

Per ciò che riguarda gli altri gruppi permanenti, per il Cesrpol è stato approvato il programma di lavoro incentrato principalmente su 6 mandati che attengono sinteticamente al miglioramento della cooperazione, ma anche alla strategia di vigilanza.

Verrà, altresì, portato a termine il tema che attiene al rispetto della Convenzione Europea sui diritti dell'uomo, e alla procedura di sanzioni amministrative irrogate dagli organi di vigilanza.

Nell'ottobre del 2002 è stato diffuso un documento di consultazione sulle possibili misure tecniche di dettaglio richieste dalla proposta di direttiva sul prospetto da pubblicare per l'offerta al pubblico o l'ammissione a quotazione di strumenti finanziari. Queste misure sono state elaborate sulla base di un mandato provvisorio conferito al Cesr dalla Commissione Europea il 18 marzo 2002, ancorché la direttiva non sia stata ancora approvata. Le modifiche apportate al testo della proposta di direttiva presso il Consiglio Europeo hanno imposto alla Commissione Europea di conferire un nuovo mandato al Cesr alla luce di nuovi aspetti rimessi alla definizione di livello 2.

Al documento di consultazione sono allegati vari schemi di prospetto relativi alle diverse tipologie di strumenti finanziari coperte dalla proposta di direttiva (titoli di capitale, titoli obbligazionari e strumenti derivati).

*È, altresì, introdotto un regime specialistico in considerazione delle diverse tipologie di emittenti e vengono definite le modalità e le tipologie di documenti che possono essere inclusi attraverso altri documenti (*incorporation by reference*) e le modalità di messa a disposizione del pubblico del prospetto stesso.*

Il Cesr sta lavorando sugli schemi di prospetto relativi ai programmi d'offerta, al mercato all'ingrosso, agli emittenti pubblici (Stato, regioni e enti locali), al documento di registrazione annuale degli emittenti, nonché sul tema dei requisiti da osservarsi in tema di pubblicità e di equivalenza di obblighi cui sono sottoposti gli emittenti di Stati terzi.

Nel corso del 2002 è, infine, proseguita l'attività del *Working Group* costituito alla fine del 2001 dai rappresentanti del Cesr e del Sistema Europeo delle Banche centrali, allo scopo di emanare *standards* in materia di sistemi di regolamento e di controparti centrali. Tali *standards* utilizzano quale punto di partenza le raccomandazioni emanate congiuntamente dal Comitato Tecnico della Iosco e dal *Committee on Payment and Settlement Systems* (Cpss). Obiettivo del Gruppo è quello di rendere più stringenti le raccomandazioni Cpss/Iosco, adattandole al contesto europeo. Il Gruppo intende pubblicare, previa approvazione da parte del Cesr e del Sistema Europeo delle Banche centrali, un rapporto destinato alla consultazione entro il primo semestre del 2003.

L'attività nell'ambito della International Organization of Securities Commissions (Iosco)

La partecipazione ai gruppi Iosco prosegue secondo le linee prefissate. Gli eventi rilevanti hanno riguardato la conferma della Consob nel Comitato Esecutivo, di cui è membro dal 1986, e la nomina del Presidente della Consob a co-presidente della *Task Force on Disclosure and Transparency*, che ha elaborato *standards* minimi internazionali in materia di informativa continua degli emittenti e d'informazione rilevante per gli investitori. In conseguenza del lavoro della *task force* il Comitato Tecnico della Iosco ha emanato, nel mese di ottobre, i *Principles for ongoing disclosure and material development reporting by listed entities.* Detti principi fanno parte di una