

In merito al *set* informativo oggetto delle segnalazioni, il regolamento prevede la possibilità per i Paesi membri di richiedere informazioni addizionali rispetto a quelle individuate nella Tabella 1 dell'Annex 1 quando: (i) tali informazioni appaiono necessarie per consentire all'Autorità competente di monitorare l'attività dell'impresa di investimento; (ii) lo strumento finanziario oggetto della segnalazione abbia caratteristiche specifiche per le quali le informazioni nella Tabella 1 non sono sufficienti; (iii) le metodologie di negoziazione risultino specifiche alla piattaforma di *trading* nella quale la transazione ha avuto luogo e abbiano caratteristiche diverse da quelle previste nella Tabella 1. Inoltre, i Paesi membri possono richiedere che la segnalazione contenga anche l'indicazione del cliente per conto del quale l'impresa di investimento ha eseguito la transazione.

Per ciò che riguarda il regime di trasparenza *pre* e *post*-negoziiazione, il Regolamento comunitario precisa che le informazioni che, in relazione alla tipologia del sistema gestito (sistema di negoziazione ad asta continua con *book* di negoziazione, sistema quote *driven*, sistema ad asta periodica), le società di gestione dei mercati regolamentati e i gestori degli Mtf devono pubblicare per ciascuna azione ammessa alla negoziazione in un mercato regolamentato e negoziata nell'ambito del sistema gestito. Qualora il sistema gestito non rientri nelle categorie sopra specificate (sistema ibrido), la società di gestione dei mercati regolamentati e i gestori degli Mtf mantengono un livello di trasparenza *pre*-negoziiazione tale da garantire che siano pubblicate informazioni adeguate per quanto concerne sia i prezzi degli ordini o quotazioni sia gli interessi di negoziazione espressi su ogni azione. Il Regolamento fornisce poi le condizioni in base alle quali gli Stati membri possono derogare ai requisiti di trasparenza *pre*-negoziiazione.

Il Regolamento fornisce anche i dettagli necessari per la corretta e uniforme applicazione del regime di trasparenza *pre*-negoziiazione nei confronti degli internalizzatori sistematici. In primo luogo, il Regolamento interviene sulla definizione di internalizzatore sistematico, per tale intendendosi un intermediario che presenti i seguenti requisiti: (i) l'attività svolta deve rivestire un ruolo commerciale importante per l'impresa ed essere condotta in base a regole e procedure non discrezionali; (ii) l'attività deve essere svolta da personale, o mediante un sistema tecnico automatizzato, destinato a tale compito indipendentemente dal fatto che il personale o il sistema in questione siano utilizzati esclusivamente a tale scopo; (iii) l'attività deve essere accessibile ai clienti su base regolare e continua. Il Regolamento interviene poi nel definire quando le azioni ammesse alla negoziazione in un mercato regolamentato hanno un mercato liquido (se sono oggetto di negoziazioni giornaliera, con un flottante non inferiore a 500 milioni di euro e se è soddisfatta una delle condizioni seguenti: (i) il numero medio giornaliero di operazioni per l'azione in questione non sia inferiore a 500; (ii) il controvalore medio giornaliero degli scambi per l'azione in questione non sia inferiore a 2 milioni di euro). Al fine di determinare la dimensione standard del mercato per le azioni liquide, le azioni vengono raggruppate in categorie in funzione del valore medio degli ordini eseguiti. Il Regolamento, infine, definisce gli ordini al dettaglio (un ordine è di dimensioni maggiori di quelle abitualmente considerate da un investitore al dettaglio se supera i 7.500 euro).

Per ciò che riguarda il regime di trasparenza *post*-negoiazione, il Regolamento prevede che le imprese di investimento, le società di gestione dei mercati regolamentati e i gestori degli Mtf rendano pubbliche, per le operazioni relative alle azioni ammesse alle negoziazioni nei mercati regolamentati e concluse nell'ambito dei sistemi gestiti, le seguenti informazioni: (i) giorno e ora di negoziazione, identificativo dello strumento finanziario, prezzo, quantità e sede di negoziazione; (ii) l'indicazione, se pertinente, del fatto che lo scambio è determinato da fattori diversi dal prezzo corrente di mercato; (iii) l'indicazione, se pertinente, del fatto che si tratta di un'operazione concordata; (iv) qualsiasi eventuale modifica delle informazioni precedentemente divulgate. La pubblicazione differita delle informazioni relative alle operazioni concluse può essere autorizzata, per un periodo non superiore a quanto previsto nella Tabella 4 dell'Allegato II del Regolamento, a condizione che: (i) si tratti di un'operazione fra un'impresa di investimento che negozia per proprio conto e un cliente di tale impresa; (ii) le dimensioni dell'operazione siano pari o superiori alle dimensioni minime ammissibili specificate nella citata Tabella 4.

5. La disciplina degli intermediari e del risparmio gestito

Nel corso del 2006 sono entrate a regime, a seguito del recepimento delle normative comunitarie in materia, le modifiche al Regolamento Emittenti per ciò che riguarda gli schemi di prospetto dei fondi comuni.

Gli schemi di prospetto riportano l'indicazione di informazioni sulla quota delle commissioni retrocesse a favore dei collocatori. La scelta di accrescere la trasparenza sulla remunerazione dei collocatori persegue l'obiettivo di rendere edotto l'investitore circa il fatto che l'attività di assistenza/consulenza prestata allo stesso in fase di "vendita" non si esaurisce con il pagamento della commissione di sottoscrizione, ma continua nel corso del periodo di investimento nel fondo con la retrocessione da parte della Sgr di una quota preponderante delle commissioni di gestione e/o di incentivo.

L'importanza della scelta compiuta dalla Consob trova conferma nell'evidenza data alle problematiche connesse alle modalità di distribuzione dei fondi comuni dalla Commissione Europea nel "Libro bianco sul rafforzamento del quadro normativo relativo ai fondi comuni d'investimento" del 15 novembre 2006. Questo documento, infatti, auspica un miglioramento nella trasparenza dei costi complessivi dei fondi, mediante una specifica evidenza dei costi di distribuzione, al fine di aumentare la competizione tra i partecipanti al processo di distribuzione, a vantaggio degli investitori finali. Tale conclusione è supportata dai risultati di uno studio effettuato su incarico della Commissione Europea, che ha evidenziato come le differenze di costo tra fondi azionari in Europa siano dovute prevalentemente alla distribuzione e come una maggiore competizione tra i collocatori possa tradursi in una consistente riduzione dei costi complessivi gravanti sugli investitori (circa 40-60 basis point).

La tematica dei costi della distribuzione dei fondi è stata considerata anche dallo Iosco; infatti, il Comitato Tecnico di tale Organizzazione ha conferito un mandato congiunto agli Standing Committee 3 e 5 per affrontare il tema della trasparenza dei costi ogni qual volta i fondi vengano venduti a investitori non sofisticati.

In ambito internazionale, il Gruppo di lavoro del Cesr sul risparmio gestito ha lavorato intensamente nel corso del 2006, al fine di adempiere ai mandati ricevuti dal Cesr e dalla Commissione Europea (si veda in particolare il successivo Capitolo VI “Le relazioni internazionali”).

Come evidenziato nel precedente paragrafo, nel 2006 la Commissione Europea ha approvato le misure di esecuzione relative alla direttiva Mifid, che per la parte relativa alla disciplina degli intermediari sono contenute nel citato Regolamento n. 1287/2006 della Commissione Europea e nella direttiva n. 2006/73/CE (Riquadro 6).

In conformità all’*iter* disegnato dalla cosiddetta procedura Lamfalussy, il Cesr ha già avviato l’attività di confronto con le Autorità nazionali finalizzata all’elaborazione di linee interpretative e applicative armonizzate del nuovo quadro normativo (livello 3). In particolare, il Cesr ha avviato consultazioni relative all’applicazione delle disposizioni della Mifid e delle relative misure di esecuzione in materia di *best execution*, di *inducements*, di registrazioni richieste alle imprese (*recordkeeping*) e di prestazione transfrontaliera dei servizi e delle attività di investimento.

Riquadro 6

Le misure di esecuzione della direttiva 2004/39/CE in materia di intermediari

Con riferimento alle definizioni dei servizi di investimento e di quelli accessori, le misure di livello 2 (direttiva 2006/73/CE) chiariscono ulteriormente il perimetro del servizio di consulenza, focalizzandone l’oggetto nella prestazione di raccomandazioni personalizzate relative a singoli strumenti finanziari. Tale impostazione evidenzia una rilevante differenza rispetto alla vigente disciplina italiana, nella quale il rilascio di singoli consigli relativi a strumenti finanziari, nel contesto dello svolgimento dei servizi di investimento, è considerato parte integrante, in presenza di condizioni definite, dei servizi di investimento prestati. Tale attività, pertanto, qualora presenti gli elementi della raccomandazione personalizzata secondo i principi stabiliti dalla disciplina comunitaria, non potrà essere considerata parte integrante di un diverso servizio di investimento e richiederà un’apposita e specifica autorizzazione. Per ciò che riguarda l’attività di ricerca in materia di investimenti e analisi finanziaria o altre forme di raccomandazioni generali riguardanti le operazioni in strumenti finanziari, la direttiva di livello 2 prevede specifiche disposizioni relative ai conflitti di interesse che possono derivare dallo svolgimento del servizio in parola.

La direttiva 2006/73/CE individua in modo più dettagliato gli obblighi gravanti sui prestatori dei servizi e delle attività di investimento con riferimento sia ai requisiti di tipo organizzativo sia alle norme di comportamento da rispettare nella prestazione dei servizi alla clientela.

In merito alla prestazione di servizi in regime di *execution only* (cioè quelli per i quali l'impresa di investimento è esentata dall'obbligo di valutarne l'appropriatezza rispetto al profilo dell'investitore) si prevedono limiti alla loro prestazione sia in rapporto alla tipologia di strumenti finanziari sia alle modalità di instaurazione del rapporto con il cliente.

La direttiva di livello 2 esplicita ulteriori dettagli sull'articolazione degli obblighi connessi alla cosiddetta *best execution*, inclusa l'applicazione del principio alla prestazione dei servizi di gestione di portafogli e ricezione e trasmissione di ordini.

Le misure di esecuzione prevedono, infine, il divieto per gli intermediari di ricevere somme di danaro nell'ambito della prestazione dei servizi di investimento da soggetti terzi diversi dai clienti (cosiddetti *inducements*), a meno che da ciò non derivi un beneficio diretto per il cliente stesso, dando attuazione alla disciplina di livello 1 che vincola le imprese di investimento al rispetto di principi di onestà, equità e correttezza nell'interesse dei clienti.

VI – LE RELAZIONI INTERNAZIONALI

1. La cooperazione internazionale

Nel 2006 l'attività di cooperazione internazionale della Consob è stata caratterizzata da impegni legati all'assistenza tecnica e allo scambio di informazioni con Autorità di vigilanza di altri paesi.

In materia di assistenza tecnica, la Consob ha intrattenuto rapporti con la *National Securities Commission* della Repubblica di Moldova, a seguito di un accordo stipulato nel 2005.

L'assistenza prestata dalla Consob si è concretizzata in incontri nei quali è stata illustrata la normativa italiana e comunitaria relativa a specifiche tematiche attinenti i mercati finanziari, al fine di supportare la National Securities Commission della Repubblica di Moldova nel processo di revisione della disciplina societaria e finanziaria.

Nel 2006 si è avuto un sensibile incremento delle richieste di informazioni rivolte a omologhe Autorità estere per finalità di vigilanza; è parimenti aumentato il numero di richieste che la Consob ha ricevuto da Autorità estere (Tav. C6.1).

Tav. C6.1

Scambio di informazioni fra Consob e Autorità di vigilanza estere

Oggetto	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Richieste di informazioni da Consob ad Autorità estere									
Insider trading	17	43	32	24	24	11	8	12	16
Manipolazione dei prezzi di valori mobiliari	2	--	1	4	--	4	8	6	12
Sollecitazione e attività di intermediazione abusive	7	4	3	10	9	5	2	4	5
Trasparenza e informativa societaria	--	--	1	--	--	6	9	10	5
Partecipazioni rilevanti al capitale di società quotate e di intermediari autorizzati	--	--	--	1	1	3	1	2	4
Requisiti di onorabilità e professionalità	12	10	19	14	34	21	7	4	--
Violazione regole di condotta	--	--	2	--	--	1	2	--	1
Totale	38	57	58	53	68	51	37	38	43
Richieste di informazioni da Autorità estere a Consob									
Insider trading	2	3	5	20	13	17	18	18	17
Manipolazione dei prezzi di valori mobiliari	1	3	--	1	1	2	3	4	14
Sollecitazione e attività di intermediazione abusive	3	3	1	2	7	4	3	9	9
Trasparenza e informativa societaria	1	--	2	--	--	--	--	4	3
Partecipazioni rilevanti al capitale di società quotate e di intermediari autorizzati	--	--	--	--	2	1	--	4	--
Requisiti di onorabilità e professionalità	30	44	53	49	80	70	44	31	46
Violazione regole di condotta	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Totale	37	53	61	72	103	94	68	70	89

In particolare, si segnala l'aumento delle richieste di cooperazione sui casi di manipolazione del mercato (12 dalla Consob ad Autorità estere, a fronte di 6 nel 2005, e 14 da Autorità estere alla Commissione, rispetto a 4 nel 2005). Tale crescita è imputabile principalmente agli effetti del recepimento negli Stati membri dell'Unione Europea della direttiva sugli abusi di mercato.

2. L'attività nell'ambito dell'Unione Europea

Nel 2006 l'attività della Consob in ambito UE ha riguardato la partecipazione alle discussioni sulla definizione delle misure di attuazione delle direttive già adottate e sull'adozione di nuove proposte di direttiva. La Consob ha partecipato alle discussioni sulle modifiche al quadro legislativo comunitario in materia di fondi comuni di investimento e ha fornito, inoltre, il proprio supporto tecnico al Ministero dell'economia e delle finanze in occasione delle riunioni del Comitato valori mobiliari (*European Securities Committee – Esc*) e di altri gruppi internazionali, e supporto per il recepimento nell'ordinamento nazionale delle direttive di settore già adottate in sede comunitaria.

Tra i principali impegni a livello comunitario va segnalata la partecipazione alle discussioni in seno al Consiglio dell'Unione Europea sulla proposta di direttiva sui diritti degli azionisti, prevista dal “*Piano d'azione per modernizzare il diritto delle società e rafforzare il governo societario nell'Unione Europea*” della Commissione Europea.

La proposta di direttiva introduce disposizioni in materia di funzionamento delle assemblee, conferimento delle deleghe e modalità di esercizio del diritto di voto, incluso quello in via elettronica. Si stabiliscono in favore degli azionisti più ampie facoltà di intervento in assemblea e di concorso alla definizione delle tematiche all'ordine del giorno. Ulteriori innovazioni sono, inoltre, stabilite in tema di pubblicità dei risultati delle votazioni. Relativamente all'esercizio del diritto di voto, si prevede la possibilità di voto in via elettronica. Si stabilisce altresì che il diritto di intervento e di voto non possa essere subordinato al preventivo blocco delle azioni, sebbene si preveda la facoltà per gli Stati membri di prevedere nelle normative di recepimento un sistema di record date che subordini l'esercizio di tali diritti alla condizione della prova del possesso della qualità di azionista a una determinata data (anteriore a quella dell'assemblea).

Nell'ambito dell'attività del Consiglio dell'Unione Europea si segnala il Gruppo di lavoro sulla proposta di direttiva in tema di acquisizione di partecipazioni rilevanti in intermediari autorizzati (banche, assicurazioni e Sim).

Detta normativa prevede nuovi criteri per regolare l'azione delle varie Autorità di vigilanza europee nei procedimenti di valutazione prudenziale delle acquisizioni o incrementi delle partecipazioni, finalizzate a restringere la discrezionalità delle Autorità stesse nel valutare l'idoneità del potenziale acquirente. In particolare, la proposta in esame, innovando e uniformando le disposizioni contenute nelle direttive 2004/39/CE (relativa ai mercati degli strumenti finanziari - Mifid) e 2006/48/CE (relativa all'accesso all'attività degli enti creditizi e al suo esercizio), nonché nelle direttive 92/49/CEE, 2002/83/CE e 2005/68/CE, prevede il restringimento degli ambiti di discrezionalità spettanti alle singole Autorità nazionali, fissando

nuove modalità e criteri per l'adozione della decisione sull'autorizzazione alle acquisizioni, favorendo il rispetto di termini certi entro i quali la procedura deve svolgersi. Regole di cooperazione particolari sono previste nel caso in cui il potenziale acquirente sia soggetto a vigilanza in altro Stato membro. Un aspetto critico della proposta di direttiva in tema di acquisizioni consiste nella mancanza di coordinamento normativo e procedurale con la disciplina stabilita dalla direttiva 2004/25/CE (concernente le offerte pubbliche di acquisto), procedura che la Consob ritiene essenziale al fine di garantire il rispetto delle regole di mercato nel caso in cui si intendano acquisire partecipazioni in intermediari quotati.

Nel corso del 2006, la Consob ha preso parte alle riunioni indette dalla Commissione Europea per favorire il recepimento, nella legislazione nazionale, di talune direttive, quali la Mifid, la direttiva Opa e la direttiva *Transparency*.

Nel mese di novembre 2006, la Commissione Europea ha pubblicato il “*Libro Bianco sul rafforzamento del quadro normativo del mercato unico relativo ai fondi d'investimento*”, contenente una serie di proposte per modernizzare la normativa europea relativa ai fondi di investimento. È presumibile che la Commissione Europea formalizzi la proposta di direttiva (che modifica la direttiva 85/611/CEE) entro la fine del 2007.

Si segnala, infine, la partecipazione della Consob al Gruppo Egaob (*European Group of Auditors' Oversight Bodies*), gruppo istituito nel dicembre 2005 con decisione della Commissione Europea a seguito della modifica dell'ottava direttiva in materia di revisione contabile (2006/43/CE).

Il Gruppo Egaob, composto da rappresentanti degli organi responsabili della vigilanza sui revisori e sulle società di revisione, ha l'incarico di operare come organo consultivo della Commissione stessa e di favorire la cooperazione tra gli organismi di controllo pubblico dei revisori legali e delle società di revisione. L'Egaob ha il compito di: (i) facilitare la cooperazione tra gli organismi di vigilanza sui revisori degli Stati membri; (ii) contribuire alla valutazione tecnica dei sistemi di vigilanza dei paesi terzi e alla cooperazione internazionale con le Autorità di controllo di detti paesi; (iii) contribuire alla valutazione tecnica e al processo di elaborazione dei principi di revisione internazionali, prevedendo la loro adozione nell'ambito dell'Unione Europea.

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

Nell'ambito della partecipazione ai lavori del Cesr, nel 2006 ha assunto particolare rilievo il contributo all'attività del Gruppo di Esperti sul Risparmio Gestito, presieduto dalla stessa Consob.

Tra i principali lavori del Gruppo, si segnala l'adozione definitiva del parere sugli investimenti ammissibili da parte dei fondi comuni di investimento armonizzati (che ha poi portato la Commissione Europea a emanare una direttiva di secondo livello) e la predisposizione delle linee guida di livello 3, alle quali i singoli Stati membri dovranno fare riferimento nell'attuazione a livello nazionale delle misure comunitarie per garantire

metodi regolamentari coordinati. In particolare, il Gruppo ha pubblicato un documento di consultazione pubblica contenente linee guida di livello 3 sulla ammissibilità di investimenti in indici di fondi *hedge*. Le linee guida proposte hanno come riferimento i requisiti di ammissibilità stabiliti a livello 2.

In particolare, si prevede che: (i) la metodologia di calcolo dell'indice deve essere basata su regole oggettive volte a stabilire, tra l'altro, la modalità di selezione dei componenti dell'indice; (ii) deve essere esclusa la possibilità di modificare ex post i valori dell'indice già pubblicati; (iii) il rispetto della metodologia di costruzione e di calcolo del valore dell'indice deve essere monitorato con periodicità almeno annuale da un'entità indipendente che può essere rappresentata sia da una società esterna che da un'entità interna all'organizzazione del soggetto produttore dell'indice; (iv) al fine di accertare la rappresentatività del mercato di riferimento, devono essere disponibili dati sulla composizione e il peso dei singoli hedge funds nell'indice; (v) considerato che gli indici di hedge funds sono tipicamente calcolati come media dei rendimenti delle quotazioni dei fondi hedge sottostanti, il creatore dell'indice deve valutare le procedure seguite dai fondi hedge per il calcolo dei relativi valori netti delle quote. Il documento finale contenente le linee guida del Cesr dovrebbe essere definito nel corso del primo semestre del 2007.

Il Gruppo, inoltre, ha elaborato le linee guida di livello 3 per la semplificazione delle procedure di notifica dei fondi che commercializzano le proprie quote in via transfrontaliera. Il Cesr ha approvato pertanto le regole alle quali le Autorità dovrebbero attenersi al fine di garantire tempi certi per la conclusione dei controlli attribuiti dalla normativa comunitaria alle Autorità dello Stato ospitante. Sono state, altresì, fornite indicazioni sul possibile utilizzo di autocertificazioni da parte dei fondi che intendano commercializzare la proprie quote.

Nello specifico, le principali novità introdotte dal documento sulla semplificazione delle procedure di notifica riguardano: (i) la standardizzazione della lettera di notifica e la possibilità di trasmettere validamente in formato elettronico i documenti richiesti per la stessa; (ii) le modalità di gestione della fase istruttoria; (iii) l'abbreviazione del termine di due mesi previsto dalla direttiva per l'avvio dell'offerta; (iv) l'indicazione dei documenti per cui è richiesta la traduzione e delle lingue accettate dai singoli Stati; (v) la procedura di notifica per gli Oicr multicompartimentali.

Tra le principali attività svolte nell'ambito del Cesr si segnala anche la partecipazione ai lavori per completare i pareri per la Commissione Europea sulla direttiva *Transparency* e per definire le valutazioni delle Autorità di vigilanza per la realizzazione di una rete europea degli *Officially Appointed Mechanism* (Oam, ossia sistemi di archiviazione delle informazioni pubblicate dagli emittenti).

Su quest'ultimo aspetto, il parere pubblicato dal Cesr nel giugno 2006 risponde al mandato della Commissione Europea in materia di deposito e archiviazione delle informazioni obbligatorie da parte degli emittenti presso le Autorità competenti e stabilisce, in particolare, la definizione di standards minimi di qualità dei sistemi nazionali di archiviazione delle informazioni, quali quello di assicurare un'adeguata sicurezza di detti sistemi e la certezza della fonte dell'informazione, nonché l'autenticità dell'origine dell'informazione archiviata. L'obiettivo è quello di assicurare che gli investitori europei abbiano agevole accesso alle informazioni pubblicate dagli emittenti europei, indipendentemente da dove questi siano stabiliti, al fine di permettere loro una migliore

valutazione delle opportunità di investimento su base comunitaria. Il Cesr ha, altresì, fornito indicazioni sulla possibile architettura della rete europea degli Oam, prospettando quattro possibili modelli di network, differenziati a seconda del grado di centralizzazione nella gestione del sistema. L'opzione preferita è quella che utilizza un database centrale contenente la lista di tutti gli emittenti europei e per ognuno il collegamento all'Oam che detiene le relative informazioni.

La Consob ha partecipato ai lavori del Cesr-Tech per la realizzazione del sistema di scambio tra le Autorità di vigilanza europee dei dati relativi alle transazioni su titoli ammessi alle negoziazioni su mercati regolamentati ai sensi dell'art. 25 della direttiva Mifid.

Tale norma prevede che gli intermediari trasmettano all'Autorità del paese di origine, entro il giorno successivo alla conclusione dell'operazione, i dati relativi alle transazioni su titoli ammessi alle negoziazioni su mercati regolamentati europei. L'Autorità del Paese di origine dell'intermediario dovrà poi analizzare i dati e inviare quelli di pertinenza all'Autorità di vigilanza responsabile per il mercato più liquido sul titolo oggetto di transazione. Ai sensi dell'art. 14 del Regolamento 1287/2006 di attuazione della Mifid, le Autorità competenti devono coordinarsi per l'elaborazione e la messa in atto di procedure per lo scambio di informazioni. Il Cesr-Tech ha pertanto proposto la creazione di un hub centrale (punto di scambio) gestito dal Cesr.

Nel corso dell'anno, la Consob ha partecipato ai lavori dei Gruppi di esperti della direttiva Mifid. I Gruppi hanno fornito supporto alla Commissione Europea per la definizione delle misure di livello 2, che sono state poi pubblicate nel mese di agosto 2006 (Direttiva 2006/73/CE e Regolamento 1287/2006), e hanno fornito assistenza alla Commissione sul tema della possibile estensione degli obblighi di trasparenza previsti dalla direttiva a mercati diversi da quelli azionari.

Sempre con riferimento alla Mifid, il Cesr ha iniziato a sviluppare le misure di livello 3 relative: (i) alle registrazioni degli intermediari (su cui il Cesr ha già approvato in via definitiva le linee guida sul contenuto minimo); (ii) alle raccomandazioni sulla pubblicazione e il consolidamento dei dati di mercato; (iii) alle modalità di attuazione della best-execution; (iv) agli incentivi alla distribuzione per gli intermediari (inducements).

Il lavoro svolto nel corso del 2006 dal Cesrpol (Gruppo permanente sulla cooperazione e lo scambio di informazioni ai fini di vigilanza) è stato in gran parte diretto a favorire la cooperazione tra le Autorità e l'elaborazione delle misure di livello 3 sulla direttiva sugli abusi di mercato.

In particolare, il Cesr nel corso del 2006 ha pubblicato le linee guida sulla direttiva sugli abusi di mercato al fine di chiarire talune ambiguità applicative e interpretative delle norme di livello 1 emerse nella pratica. Il Cesr ha indicato, attraverso l'utilizzo di esempi, come deve essere interpretata la definizione di informazione riservata. È previsto, altresì, un principio di mutuo riconoscimento delle liste di insider.

Nel 2006 è proseguita l'attività del Cesrfin (Gruppo di lavoro permanente sull'informazione finanziaria), con particolare riguardo all'enforcement dei principi contabili.

Di particolare rilievo è la creazione del database delle decisioni di enforcement relative all'applicazione dei principi Ias/Ifrs, attivo dal mese di agosto 2005, che si è progressivamente arricchito nel corso del 2006. Il database costituisce una fonte di analisi delle decisioni e delle questioni pratiche riscontrate nel corso dell'attività di vigilanza sull'informazione finanziaria.

Il *Review Panel* (Gruppo permanente che ha l'obiettivo di verificare l'attuazione degli *standards* Csr da parte degli Stati Membri) ha pubblicato, nel corso del 2006, il rapporto finale sull'applicazione degli *standard* in materia di *cold calling* (contato telefonico con il cliente non richiesto da quest'ultimo) e dello *standard* n. 1 sull'informazione finanziaria, relativo all'applicazione uniforme degli *International Financial Reporting Standards* (Ifrs) nell'Unione europea. La Consob figura tra le Autorità che hanno aderito a detti *standard*.

Il *Review Panel* ha, inoltre, pubblicato il rapporto sull'applicazione delle linee guida del Csr sulle disposizioni transitorie delle direttive Ucits (*Undertakings for Collective Investment in Transferable*) pubblicate nel mese di febbraio 2005.

I risultati della verifica del Review Panel mostrano che le linee guida relative alla disciplina dei fondi autorizzati nel periodo 2002-2004 e dei fondi multicomparto e alle società che gestiscono i fondi venduti in via transfrontaliera sono state largamente rese operative, mentre per quelle relative alla disponibilità del prospetto semplificato permangono inadempimenti. Tuttavia, dal rapporto emerge che in molti Stati l'applicazione non è stata effettuata attraverso l'emanazione di disposizioni regolamentari, quanto piuttosto attraverso pratiche quotidiane di vigilanza, la cui efficacia, per il Review Panel, è difficilmente verificabile.

Nel mese di giugno 2006 è stato costituito, il Gruppo Econet, un nuovo gruppo che ha l'obiettivo di migliorare l'analisi della congiuntura del mercato finanziario e dei potenziali rischi per il conseguimento degli obiettivi delle Autorità di vigilanza e di promuovere l'utilizzo di metodologie di analisi di impatto della regolamentazione, in linea con le proposte di "*better regulation*" definite dalla Commissione Europea.

Il Gruppo ha lavorato alla definizione di una metodologia di valutazione di impatto della regolamentazione e ha, inoltre, iniziato ad analizzare il sistema di classificazione dei fondi hedge in base al loro profilo di rischio.

4. L'attività nell'ambito dell'International Organization of Securities Commissions (Iosco) e in altre sedi internazionali

Nel 2006 la Consob ha partecipato ai gruppi di lavoro permanenti (*Standing Committee*) del Comitato Tecnico della Iosco. Nel corso della Conferenza Annuale Iosco, tenutasi a Hong Kong, la Consob è stata nuovamente eletta nel Comitato Esecutivo dell'Organizzazione. Si segnala, inoltre, che il Comitato dei Presidenti ha adottato una risoluzione in materia di sequestro di fondi in relazione a illeciti sui mercati mondiali anche per fini di cooperazione.

Tra le attività svolte, si segnalano i lavori del Gruppo in materia di emittenti relativi ai principi internazionali di trasparenza per le offerte e le ammissioni a quotazione su base multinazionale di obbligazioni. Il Gruppo di lavoro in materia di mercati ha prodotto, invece, un rapporto sui meccanismi di scambio di informazioni fra le Autorità di vigilanza e fra queste ultime e le società di gestione dei mercati al fine di poter meglio comprendere l'andamento dei mercati, in particolare in occasione di andamenti anomali nei prezzi. Il Gruppo di lavoro in materia di intermediari, invece, ha prodotto un rapporto sulla funzione di compliance e un documento di consultazione relativo ai conflitti di interessi nell'offerta di strumenti finanziari. Sono stati, inoltre, avviati i lavori in materia di informazioni dovute ai clienti all'atto della vendita (point of sale) di strumenti finanziari, con particolare riferimento alle informazioni relative ai costi connessi alla distribuzione. Il lavoro del Gruppo sulla cooperazione con i paesi off-shore ha continuato a monitorare l'attività a livello internazionale dei cosiddetti boiler room (centri che promuovono telefonicamente o mediante e-mail azioni illiquide), mentre il Gruppo sulle gestioni ha completato un lavoro relativo alle strutture di governance delle società di gestione di fondi comuni di investimento, pubblicando un documento contenente principi di governance con particolare riferimento ai poteri e alle funzioni degli organi indipendenti di controllo. Il gruppo è stato, inoltre, impegnato nel mandato atto a definire procedure adeguate per la valorizzazione degli strumenti finanziari presenti nei portafogli dei fondi hedge.

In ambito Iosco, continua a rivestire particolare importanza l'attività dell'*Implementation Task Force*, che valuta lo stato di attuazione degli *Iosco Objectives and Principles on Securities Regulation* e coopera con il Fondo Monetario Internazionale e la Banca Mondiale.

La *Task Force* sulla *corporate governance* (istituita dal Comitato Tecnico) ha, invece, ultimato un rapporto sugli amministratori indipendenti delle società quotate.

Nel corso del 2006 la Consob ha partecipato all'attività del *Joint Forum* relativa al completamento dei lavori sulla continuità operativa (*business continuity*); sempre in tale ambito, sono proseguiti i lavori relativi alla gestione dei rischi di credito nei gruppi finanziari, alla trasparenza dei rischi finanziari e all'adeguatezza dei prodotti di investimento offerti ai clienti.

La Consob ha partecipato al *Financial Stability Forum* (organismo volto a promuovere la stabilità dei sistemi finanziari, a migliorare il funzionamento dei mercati finanziari e limitare la tendenza degli *shock* finanziari a propagarsi nei diversi paesi) nell'ambito dei lavori di verifica dello stato della cooperazione fornita dai centri *off-shore*.

La Consob ha, infine, aderito in veste di membro fondatore, all'Ifiar (*International Forum of Independent Audit Regulators*). Il Forum, di cui fanno parte gli organismi di vigilanza competenti in materia di controllo sull'attività di revisione contabile, ha l'obiettivo di facilitare lo scambio di conoscenze ed esperienze in tema di vigilanza sui revisori e promuovere la collaborazione tra gli organismi competenti in materia.

VII – I CONTROLLI GIURISDIZIONALI SULL'ATTIVITÀ DELLA CONSOB

1. Il contenzioso sui provvedimenti in materia di vigilanza

Nel 2006 si è registrata una significativa flessione nel numero dei ricorsi verso provvedimenti sanzionatori adottati o proposti dalla Consob (Tav. C7.1; Appendice Tavv. 9A e 10A), sebbene l'elevato numero di giudizi instaurati nel 2005 dipendesse dalle impugnazioni dei decreti ministeriali irrogativi di sanzioni per le irregolarità nella negoziazione di obbligazioni "Cirio" e "Argentina".

Tav. C7.1

Ricorsi contro atti adottati o proposti dall'Istituto¹
(esiti al 31 dicembre 2006)

	Giudice amministrativo ²						Giudice ordinario ³					
	Accolti ⁴	Respinti ⁵	In corso	di cui:		Totale ricorsi	Accolti ⁴	Respinti ⁵	In corso	di cui:		Totale ricorsi
				Accolta sospensiva	Respinta sospensiva					Accolta sospensiva	Respinta sospensiva	
2004	1	18	12	–	4	31	19	42	–	–	–	61
2005	2	15	9	–	1	26	30	104	4	–	–	138
2006	1	1	9	–	2	11	2	6	22	–	1	30

¹ I ricorsi sono riportati per anno di presentazione. ² La voce comprende i ricorsi al Tar e al Consiglio di Stato, nonché i ricorsi straordinari al Capo dello Stato. ³ Tribunali, Corti d'Appello e Corte di Cassazione. ⁴ La voce comprende anche i giudizi conclusi con un accoglimento parziale del ricorso o con una riduzione della sanzione comminata. ⁵ La voce comprende anche le impugnazioni rinunciate a iniziativa del ricorrente e quelle per le quali è stata dichiarata la cessazione della materia del contendere.

Nel 2006 si è concluso il contenzioso instaurato dinanzi al giudice ordinario avverso le sanzioni concernenti le vicende "Cirio" e "Argentina". Al pari delle decisioni assunte nel 2005, le pronunce emesse nel 2006 hanno sempre riconosciuto la sussistenza delle violazioni accertate dalla Consob; in un solo caso, la Corte d'Appello ha ridotto l'importo delle sanzioni comminate avendo ritenuto "prescritto il diritto dell'Amministrazione di riscuotere le somme di cui alle sanzioni inflitte" nei confronti di due esponenti aziendali.

Avverso le decisioni con cui il giudice ordinario ha respinto le opposizioni presentate contro i decreti sanzionatori, nel corso del 2006 sono stati presentati quattro ricorsi in Cassazione.

Dinanzi alla Corte di Appello di Milano sono state impugnate diverse sanzioni adottate per violazione delle disposizioni previste in materia di collocamento e negoziazione di obbligazioni *corporate* (emesse da Lucchini, Giacomelli, Italtractor e Giochi Preziosi). Il giudice adito ha confermato la fondatezza della pretesa sanzionatoria.

In particolare, si segnala il decreto della Corte di Appello di Milano del 18.10-22.12.2006, che ha ribadito la necessità che, anche nella prestazione del servizio di negoziazione di titoli obbligazionari, gli intermediari mobiliari si dotino di apposite e specifiche procedure interne, finalizzate alla puntuale conoscenza degli strumenti finanziari offerti e alla compiuta informativa agli investitori in merito alle caratteristiche dei medesimi. Rigettando un'eccezione di indeterminatezza dell'art. 56 del Regolamento Consob n. 11522 del 1998, asseritamente privo di definita portata precettiva, la Corte ha ritenuto che "l'individuazione delle 'procedure idonee' risulta in realtà specificata (ex ante e non ex post) in riferimento alla complessiva disciplina di cui al Tuf e ai decreti Consob attuativi in materia di prestazione dei servizi di investimento, disciplina specificante per gli intermediari finanziari una serie di obblighi e di cautele, al cui rispetto è dunque da ritenere debbano mirare appunto le procedure interne e la cui mancanza di considerazione nelle prassi operative connota in senso inidoneo l'organizzazione dell'intermediario".

In altra decisione concernente il collocamento di corporate bond, la Corte d'Appello di Milano ha considerato compresa nell'ambito della prestazione di tale servizio l'attività di elaborazione di credit opinion e l'attribuzione di giudizi di rating relativi a prestiti obbligazionari da collocare sul mercato. Il servizio di collocamento, infatti, "è finalizzato all'offerta al pubblico e al conseguente collocamento, presso la clientela del collocatore, degli strumenti finanziari emessi a condizioni di prezzo e (spesso) di tempo predeterminate; sicché anche [l'attività] oggetto di contestazione, in quanto direttamente incident[e] sulle condizioni di offerta degli strumenti finanziari, è riconducibile al servizio di investimento e di collocamento, di cui rappresenta una fase operativa, ed è pertanto assoggettabile alle regole che disciplinano quel servizio". Conseguentemente, gli intermediari sono tenuti - in ossequio alla previsione contenuta nell'art. 21, comma 1, lett. d), del d.lgs. n. 58 del 1998 - a definire e formalizzare (nonché a diffondere presso il personale) specifiche regole procedurali atte a disciplinare l'attività di elaborazione delle credit opinion relativamente ai titoli obbligazionari collocati, disciplinando le fonti informative e i documenti da prendere in considerazione nella redazione delle credit option stesse e l'iter da seguire nella determinazione del rating; ciò per evitare di rendere "meno affidabile l'attività della Banca di individuazione e descrizione delle caratteristiche di un prestito obbligazionario e del relativo emittente" (decreto 14.12.2005-16.06.2006).

Alcune controversie in merito alla correttezza del comportamento di intermediari bancari nella commercializzazione di "piani finanziari" (che prevedono l'erogazione da parte della banca di un finanziamento finalizzato all'acquisto di quote di fondi comuni di investimento e/o di obbligazioni) e "prodotti compositi" (nascenti dal collegamento tra operazioni aventi ad oggetto titoli di Stato e contratti di opzione) sono state sottoposte al giudizio di cognizione delle Corti di Appello di Firenze e Lecce.

La Corte d'Appello di Firenze ha rigettato le opposizioni avverso il decreto ministeriale irrogativo di sanzioni in relazione alla commercializzazione del "piano finanziario" denominato Visione Europa, ritenendo sussistenti le violazioni accertate dalla Consob. In particolare, la Corte ha ritenuto carente l'informativa rivolta alla clientela in quanto, "la Banca ha omesso di adottare procedure idonee a garantire all'investitore l'informazione sullo specifico effetto leva, ossia sul fatto che, nel caso di disinvestimento anticipato, potesse verificarsi il rischio di dover restituire un capitale superiore a quello investito"; inoltre "non venivano disvelati, al cliente, i veri rischi dell'operazione", con particolare riguardo al "notevole rischio relativo all'ipotesi di un anticipato

recesso”. Inoltre, la Corte ha precisato che il prodotto in questione “pur potendo svilupparsi nel lungo periodo, non aveva una tipica funzione previdenziale (non essendo, specificamente, volto ai lavoratori in riferimento al tempo successivo alla cessazione dell’attività lavorativa)” (decreto Corte Appello di Firenze, 19.5-14.9.2006).

Investita dell’opposizione avverso il decreto con cui il Ministero dell’economia e delle finanze ha comminato sanzioni in relazione alla commercializzazione dei prodotti denominati *My Way, For You, BTP Tel e BTP On Line*, la Corte di Appello di Lecce ha, invece, decretato l’illegittimità del provvedimento impugnato, atteso l’avvenuto superamento del termine di novanta giorni dalla ricezione della proposta della Consob entro il quale il Ministero dell’economia e delle finanze è tenuto a notificare agli interessati il decreto sanzionatorio. Secondo la Corte, la violazione del termine di novanta giorni “ha inciso sul contenuto dispositivo dell’atto, in quanto il decorso del tempo imponeva non l’adozione del provvedimento sanzionatorio, ma l’archiviazione della proposta”, di talché “la violazione non può essere definita ‘indifferente’ rispetto al contenuto dell’atto” (decreto Corte di Appello di Lecce, 6.6-13.10.2006).

La pronuncia da ultimo richiamata ha escluso l’applicabilità, a fronte dell’inosservanza del termine per la conclusione del procedimento sanzionatorio, dell’art. 21-octies della legge n. 241 del 1990 (ai sensi del quale “non è annullabile il provvedimento adottato in violazione di norme del procedimento o sulla forma degli atti qualora, per la natura vincolata del provvedimento, sia palese che il suo contenuto dispositivo non avrebbe potuto essere diverso da quello adottato”).

Diverso è stato, invece, l’“approccio” all’art. 21-octies seguito in altre decisioni. In particolare, la Corte d’Appello di Milano, nel decreto 5.7-13.12.2006, ha ricordato che “le sanzioni amministrative per la violazione di norme in materia di intermediazione finanziaria possono essere irrogate solo nei casi tassativamente previsti dalla legge (...) e la concreta applicazione delle sanzioni deve avvenire sulla base di criteri e secondo regole procedurali che escludono la possibilità di valutazioni discrezionali. Si è quindi in presenza di un’attività vincolata, a cui è comunque applicabile la regola stabilita dall’art. 21-octies”.

Con sentenza n. 26944 del 15 dicembre 2006, la Corte di Cassazione si è soffermata sul tema della legittimazione a impugnare, avanti alla Corte d’Appello, le sanzioni amministrative pecuniarie applicate ai sensi dell’art. 195 del Tuf. Sul punto, la Suprema Corte ha affermato il principio per cui solo i soggetti nei confronti dei quali è stata rivolta l’ingiunzione di pagamento delle sanzioni sono legittimati a impugnare l’atto minaccioso delle sanzioni stesse.

Con riguardo al contenzioso in materia di emittenti, nel corso del 2006 la giurisprudenza amministrativa ha confermato le decisioni assunte dalla Consob relativamente alla vicenda dell’acquisizione del controllo della Banca Antoniana Popolare Veneta Spa. In particolare, con la sentenza n. 7374/2006 il Tar del Lazio ha rigettato il ricorso presentato da una società svizzera avverso l’atto di accertamento che ha rilevato l’avvenuta interposizione di due fondi comuni di diritto estero gestiti dalla società ricorrente (aventi sede nelle Isole Cayman) negli acquisti di azioni della Banca Antonveneta posti in essere dalla Banca Popolare di Lodi.

Il giudice amministrativo ha sancito la correttezza dell'operato della Consob, sotto il profilo della coerenza e logicità del ragionamento seguito e sotto il profilo della completezza della motivazione, "non riscontrandosi errori logici nel ragionamento svolto dall'autorità di settore". Nell'accogliere la tesi dell'interposizione dei fondi esteri, il Tar ha confermato la necessità che la Consob, per realizzare i propri obiettivi di vigilanza, debba ricorrere, in alcuni casi, ad accertamenti presuntivi, precisando che "il fenomeno interpositorio" era "stato correttamente inteso nel senso più ampio possibile in considerazione delle palesi "finalità antielusive" avute di mira dal legislatore".

Inoltre, con sentenza n. 5811/2006 il Tar del Lazio ha rigettato un ricorso avverso la qualificazione come sollecitazione all'investimento, piuttosto che come offerta pubblica di scambio, di un'operazione di ristrutturazione del debito realizzata da un gruppo quotato (Finpart).

In tale occasione il Tar ha chiarito che l'attività di qualificazione svolta dalla Consob costituisce un atto di accertamento e non un "provvedimento negativo" a cui sia applicabile l'art. 10-bis della legge 241/1990. Sotto il profilo sostanziale, la sentenza ha condiviso l'orientamento, già espresso dalla Consob in casi precedenti, secondo cui piani di ristrutturazione del debito, formalmente presentati come offerte di scambio di titoli azionari contro titoli obbligazionari, in presenza di determinate condizioni siano, in realtà, da configurare come sollecitazioni all'investimento, similmente a quanto già riscontrato nel precedente caso della ristrutturazione del debito Cirio.

Il Tar del Lazio ha confermato diverse sanzioni adottate dalla Commissione nei confronti di società di revisione. Tra le altre, ha respinto il ricorso presentato dalla società di revisione che aveva rilasciato il giudizio sui bilanci della Parmalat e della sua controllata estera Bonlat Financing Corporation avverso il procedimento di cancellazione dall'albo a seguito della commissione di gravi irregolarità.

In un altro caso il Tar del Lazio, chiamato a verificare la legittimità del silenzio tenuto dall'Istituto a fronte di un esposto presentato dall'azionista di una società quotata, ha avuto modo di precisare che *"le norme attributive all'Autorità dei poteri" di vigilanza e sanzionatorio "sono state dettate per la cura dell'interesse pubblico generale, sicché l'iniziativa di un singolo azionista non può determinare di per sé sola l'obbligo per la Consob di procedere e provvedere attraverso provvedimenti aventi efficacia erga omnes o, comunque, non limitata alla sfera giuridica dei richiedenti lo svolgimento del procedimento"* (sentenza n. 12430/2006).

È da rilevare, poi, che il Tar del Lazio ha confermato in numerose pronunce rese nel 2006, anche nella materia delle sanzioni amministrative comminate per inosservanza delle disposizioni in materia di emittenti, il proprio orientamento di carenza di giurisdizione con riferimento ai ricorsi presentati avverso le sanzioni applicate in passato dal Ministero dell'economia e delle finanze su proposta della Consob e successivamente, a seguito delle modifiche introdotte all'art. 195 del Tuf dalla legge n. 62 del 2005, direttamente dalla Consob.

Si segnala, infine, nell'ambito dei decreti delle Corti d'Appello che hanno deciso su ricorsi in opposizione presentati ai sensi del menzionato art. 195 del Tuf, il provvedimento con il quale la Corte d'Appello di Milano ha dichiarato l'illegittimità parziale del decreto di irrogazione di una sanzione nei confronti della responsabile della comunicazione di un emittente quotato soltanto nella parte in cui veniva identificata la persona fisica autore della violazione. Confermando la sanzione nei confronti dell'emittente, i giudici hanno accolto la tesi della Consob secondo cui l'identificazione dell'autore materiale di una violazione non costituisce requisito di legittimità dell'ordinanza-ingiunzione emessa nei confronti della società/obbligato solidale per il pagamento della sanzione.

2. La verifica in sede giurisdizionale dell'attività dell'Istituto

Nel 2006 si è registrato un aumento del numero di sentenze che hanno definito parte dei giudizi risarcitori promossi nei confronti della Consob da alcuni risparmiatori, acquirenti di obbligazioni "Cirio", "Parmalat" e "Argentina" (Appendice, Tav. 11A).

Tra tali pronunce, degna di particolare rilievo è la sentenza con cui il Tribunale di Roma ha respinto la domanda risarcitoria avanzata dall'attrice nei confronti della Consob, in quanto ha considerato "artificiosa" la chiamata in causa dell'Istituto dal momento che il coinvolgimento del medesimo nel giudizio era stato determinato unicamente dalla possibilità di giovare dello spostamento di competenza territoriale, competenza che è stata invece radicata in capo al Tribunale del luogo in cui sono effettivamente intercorsi i rapporti tra l'attrice e la banca, ai quali la Consob è risultata "assolutamente estranea" (sentenza n. 13149).

Del resto, lo stesso Tribunale di Roma ha ritenuto che dalle "argomentazioni esposte nel contesto dell'atto di citazione" emerge l'"assoluta genericità" della condotta addebitata alla Consob, non essendo stato mai precisato "quale specifica omissione o violazione dei doveri imposti dalla legge possa essere contestata nel caso specifico" e "sulla base di quali elementi potrebbe essere ravvisata la sussistenza di un nesso causale tra l'eventuale condotta omissiva addebitabile alla Consob e il danno in concreto subito dall'interessata".

Anche le altre decisioni, tutte favorevoli all'Istituto, hanno in massima parte dichiarato la responsabilità degli intermediari coinvolti nella distribuzione delle obbligazioni, con conseguente condanna al risarcimento dei danni di questi ultimi nei confronti degli aventi diritto. Le pretese risarcitorie formulate nei confronti della Consob sono invece state respinte, attesa la dichiarata insussistenza, nel merito, di profili di responsabilità extracontrattuale dell'Istituto per omesso e/o negligente esercizio delle funzioni di vigilanza sugli intermediari coinvolti nella distribuzione delle citate obbligazioni. Non è stata infatti ravvisata alcuna violazione da parte dell'Istituto degli obblighi di vigilanza imposti dalla normativa di riferimento (sentenze del Tribunale di Roma nn. 13151-15128 e sentenza del Tribunale di Napoli n. 6510).

Uniformemente alle pronunce già rese in materia, il Tribunale di Roma, ha ribadito che l'illecito di tipo omissivo deve trovare il proprio fondamento nella violazione di una norma specifica, mentre non è possibile individuare in capo alla Consob alcun obbligo di