

di incarico (sindaco, amministratore, etc.) che il membro di un organo di controllo di una società quotata può assumere in differenti categorie di società di capitali. Tale soluzione, sebbene complessa, appare più aderente alla ratio della norma, in quanto tiene conto dell'onerosità e complessità di ciascun tipo di incarico per ciascuna categoria di società, e maggiormente equa rispetto a una soluzione semplificata, basata esclusivamente sulla determinazione di un numero fisso di incarichi di amministrazione e controllo per ciascuna categoria di società.

Altra area rilevante, su cui la riforma del risparmio ha aperto spazi per interventi sia di trasparenza societaria che di vigilanza, riguarda i piani di compenso a esponenti aziendali basati su azioni o altri strumenti finanziari. Le nuove norme introducono l'obbligo dell'approvazione assembleare per l'adozione di tali piani, nonché dettagliati obblighi di trasparenza sulle loro motivazioni e caratteristiche. La Commissione ha dato attuazione alle suddette disposizioni in occasione delle modifiche al Regolamento Emittenti approvate nel maggio 2007.

Le scelte regolamentari effettuate vanno nella direzione di attribuire importanza centrale alla consapevolezza dei soci, che decidono tramite la delibera assembleare, e alla presenza di adeguate informazioni da diffondere al pubblico in tutte le fasi su cui può articolarsi la concreta determinazione delle condizioni dei piani e la loro attuazione.

L'art. 84-bis del Regolamento Emittenti prevede, in particolare, il contenuto e le modalità di pubblicazione del documento informativo per l'assemblea, documento che deve riportare informazioni di tipo sia descrittivo che quantitativo, nonché le informazioni minime da inserire nel comunicato price sensitive da diffondere al pubblico in occasione dell'approvazione e dell'attuazione dei piani da parte degli organi competenti. Particolare attenzione è stata riservata anche alla previsione di obblighi di informazione in occasione di piani di compenso approvati da società controllate che possono avere effetti significativi sulla valutazione degli strumenti finanziari quotati emessi dalle controllanti.

Un ulteriore intervento regolamentare collegato all'attuazione della legge sul risparmio ha riguardato la trasparenza sull'adesione degli emittenti quotati a codici di comportamento promossi da società di gestione di mercati regolamentati o da associazioni di categoria degli operatori.

Con riguardo a questa materia, il legislatore ha sancito esclusivamente obblighi di carattere informativo, in quanto l'adesione e il rispetto delle disposizioni contenute nei codici di comportamento rimangono volontari. Gli obblighi informativi previsti dagli artt. 124-bis e 124-ter del Tuf presentano una duplice finalità. Da un lato, hanno lo scopo di segnalare con un "marchio di qualità" gli emittenti che aderiscono ai codici di autodisciplina e che effettivamente li rispettano, stimolando la più ampia adozione di principi di buon governo societario. Dall'altro lato, tendono a disincentivare adesioni "di facciata" che pregiudicano la qualità dell'informativa al mercato sulla corporate governance delle società.

Nel disciplinare l'informazione relativa all'adesione ai codici di comportamento e all'osservanza degli impegni a ciò conseguenti, la Commissione ha ritenuto che, in assenza di una funzione di vigilanza sulla veridicità dell'informativa, fosse necessario dettare norme di dettaglio circa i termini e le modalità della stessa, prevedendo i contenuti essenziali dell'informativa ma non

anche i criteri relativi al suo formato. Si è inteso, in tal modo, raggiungere un equilibrio tra l'esigenza di comparabilità delle relazioni e la necessità di assicurare margini di flessibilità nell'elaborazione dei criteri di compilazione delle relazioni, demandando tale compito al soggetto che promuove il codice.

Altri interventi regolamentari in materia di informazione societaria affidati dalla legge di riforma sul risparmio alla Consob attengono al rafforzamento della disciplina di trasparenza per le operazioni di fusione per incorporazione in una società quotata di una società non quotata i cui attivi siano significativamente superiori a quelli della quotata.

Sono state inoltre introdotte nuove disposizioni disciplinanti i casi di operazioni di fusione per i quali l'art. 57 del Regolamento Emittenti – attuativo dell'art. 4, par. 2, della Direttiva Prospetto – riconosce un'esenzione dall'obbligo di pubblicare un prospetto, a condizione che sia pubblicato un documento contenente informazioni ritenute dall'autorità competente equivalenti a quelle del prospetto, tenendo conto dei requisiti della normativa comunitaria.

Sono stati, in particolare, disciplinati i criteri su cui si orienta il giudizio di equivalenza, rispetto al prospetto informativo, che la Consob esprime sul documento da pubblicarsi nel caso di operazioni di fusione tra società con azioni non quotate e società con azioni quotate, ivi inclusi i casi di fusione considerati dall'art. 117-bis del Tuf.

Con riferimento agli sviluppi internazionali, nel 2007 è proseguita la partecipazione della Consob, in ambito Cesr, al Gruppo di Contatto sul Prospetto.

Tale gruppo ha proceduto a integrare il documento – pubblicato sul sito internet del Cesr nella forma Q&A (Questions and Answers) - riepilogativo delle posizioni comuni raggiunte con riferimento all'applicazione della normativa comunitaria sul prospetto. Esso, inoltre, a seguito di apposita consultazione con il mercato, ha raccolto i commenti degli operatori sul grado di funzionamento della direttiva Prospetto, in vista dell'avvio dei lavori di revisione della stessa da parte della Commissione Europea.

Sono in corso, inoltre, i lavori per l'individuazione di un apposito schema di prospetto relativamente ai collocamenti azionari riservati ai dipendenti, tenuto conto dell'esigenza rappresentata dalla Commissione Europea di adottare un approccio più flessibile nell'applicazione dell'obbligo di prospetto nei casi di piani azionari rivolti ai dipendenti, individuando, conformemente alla direttiva Prospetto, uno schema di prospetto semplificato rispetto a quello ordinario.

2. La disciplina dell'informativa societaria continua

La Direttiva sugli obblighi informativi degli emittenti (2004/109/CE cosiddetta direttiva *Transparency*) prevede una specifica disciplina volta a garantire l'accesso del pubblico, su scala europea, alle informazioni regolamentate. In particolare, il sistema si articola su due pilastri, rappresentati dalla funzione di diffusione dell'informazione verso i

media (*dissemination*), e da meccanismi di archiviazione delle informazioni (*storage*), che consentano l'agevole accesso, su base storica, alle informazioni da parte degli investitori.

Il sistema delineato dalla direttiva prevede il deposito presso le autorità competenti delle informazioni regolamentate (*filing*), al fine di permettere a queste ultime di vigilare sul rispetto degli obblighi informativi degli emittenti. La direttiva contempla altresì la costruzione di una rete di collegamenti tra i diversi sistemi nazionali di archiviazione delle informazioni regolamentate (*network*), al fine di facilitare l'interoperabilità dei diversi sistemi nel consentire l'accesso degli investitori all'informazione regolamentata su scala europea.

La normativa comunitaria sugli obblighi informativi degli emittenti ha trovato completamento, nel corso del 2007, con l'emanazione delle relative misure di esecuzione ("livello 2") da parte della Commissione Europea.

La disciplina di livello 2 prevede dettagliati standard con riferimento alla diffusione e alla archiviazione dell'informazione. In particolare, si stabiliscono norme minime di qualità per la diffusione delle informazioni affinché gli investitori, anche se situati in uno Stato membro diverso da quello dell'emittente, abbiano un pari e sicuro accesso alle informazioni. La Raccomandazione n. 657/2007 dell'11 ottobre 2007, inerente la rete elettronica dei meccanismi ufficialmente stabiliti per lo stoccaggio centrale delle informazioni, contiene invece norme minime di qualità che i meccanismi di stoccaggio aderenti alla rete elettronica dovrebbero rispettare.

Il d.lgs. n. 195 del 6 novembre 2007, che ha recepito la direttiva *transparency*, ha introdotto nel Tuf l'art. 113-ter contenente la disciplina dei sistemi di *dissemination*, *storage* e *filing* per quanto concerne: i destinatari del flusso informativo (ossia, autorità di vigilanza, società di gestione dei mercati, il pubblico su scala europea); il modello di gestione dell'informazione; le norme generali in tema di diffusione dell'informazione e di stoccaggio delle stesse. Con riferimento al modello di gestione dell'informazione, è previsto che l'Istituto autorizzi soggetti terzi rispetto all'emittente all'esercizio dei servizi di diffusione delle informazioni regolamentate e allo stoccaggio delle stesse.

Il legislatore ha lasciato alla Consob il compito di definire, per via regolamentare, le modalità e i termini di diffusione al pubblico delle informazioni regolamentate e di deposito presso le autorità competenti; i requisiti dei soggetti terzi incaricati della diffusione e/o dello stoccaggio delle informazioni; la procedura e i tempi di autorizzazione degli stessi, nonché le disposizioni per lo svolgimento di tali attività; eventuali esenzioni dagli obblighi di diffusione, stoccaggio e deposito in conformità alla disciplina comunitaria. La Commissione è tenuta a emanare i provvedimenti di attuazione dell'art. 113-ter del Tuf entro sei mesi dalla data di entrata in vigore del decreto di attuazione della direttiva.

Tra gli interventi regolamentari effettuati nel corso del 2007 in materia di disciplina dell'informativa societaria, si segnala la modifica dell'art. 69-*decies* del Regolamento Emittenti, che disciplina le disposizioni applicabili in materia di valutazioni del merito di

credito, prodotte e diffuse da vari soggetti, in attuazione delle previsioni dell'art. 114, commi 8 e 9, del Tuf.

La modifica al Regolamento Emittenti è stata adottata a seguito del cambiamento apportato dalla legge sul risparmio all'art. 114, comma 8, del Tuf, che, nella nuova formulazione, esclude le società di *rating* dall'applicazione della disciplina relativa alla corretta presentazione delle informazioni e all'indicazione dei conflitti di interessi.

Con la precedente formulazione, che invece includeva le agenzie di rating, era stata adottata una disciplina regolamentare che non prevedeva specifici adempimenti comportamentali, bensì, tenendo conto degli orientamenti emersi a livello comunitario, rinviava alle norme di autoregolamentazione proprie delle agenzie di rating, quali il codice di condotta dello Iosco, accompagnate da un'adeguata trasparenza delle misure adottate da parte dei soggetti interessati al fine di presentare l'informazione in modo corretto e di comunicare l'esistenza di conflitti di interessi.

La nuova formulazione dell'art. 114, comma 8 rimane applicabile solamente ad altre categorie di operatori che possono diffondere valutazioni sul merito di credito, quali ad esempio i soggetti abilitati.

Al riguardo, la Commissione non ha ritenuto opportuno mantenere per tali categorie di operatori la "vecchia" formulazione dell'art. 69-decies, in considerazione del fatto che la nuova norma di legge si riferisce prevalentemente a intermediari autorizzati che sono già tenuti al rispetto della disciplina in materia di raccomandazioni, e hanno predisposto procedure e presidi volti ad adempiere a tali previsioni: la nuova disciplina regolamentare adottata richiama pertanto, nei limiti di compatibilità, le norme regolamentari dettate in materia di corretta presentazione delle informazioni e indicazione dei conflitti di interesse per le raccomandazioni.

3. La disciplina delle società di revisione e dell'informativa contabile

La legge sul risparmio ha conferito alla Consob il potere di dettare norme di attuazione con riferimento a diversi profili attinenti alla revisione contabile. In particolare, la Commissione è stata chiamata a intervenire in materia di disciplina del conferimento e della revoca degli incarichi di revisione; dei criteri per la determinazione dei corrispettivi dell'incarico; dell'indipendenza e delle situazioni di incompatibilità dei revisori; della revisione contabile delle società controllanti le società quotate e delle società sottoposte con queste a comune controllo.

In sede di emanazione delle norme regolamentari in materia di indipendenza, la Commissione ha tenuto conto dei più recenti orientamenti europei emersi al riguardo e delle indicazioni contenute nella raccomandazione della Commissione Europea del 16 maggio 2002 ("L'indipendenza dei revisori legali dei conti UE: un insieme di principi fondamentali"), i cui principi sono stati recepiti nel documento "Principi sull'indipendenza del revisore" emanato dai Consigli Nazionali dei Dottori Commercialisti e dei Ragionieri e raccomandato dalla Consob nel 2005.

Coerentemente con i predetti principi comunitari, la nuova disciplina regolamentare individua le diverse fattispecie di situazioni suscettibili di compromettere l'indipendenza del revisore; esse vengono riferite non solo alla società di revisione ma anche a tutti i soggetti che possano, in relazione allo specifico incarico, influenzare il risultato della revisione: coloro che fanno parte del "gruppo di revisione" o della "catena di comando", coloro che lavorano nel medesimo ufficio di appartenenza del socio o amministratore facente parte del "gruppo di revisione" e, per determinate situazioni, anche i familiari o gli stretti familiari di tali soggetti. Le disposizioni regolamentari, oltre a definire divieti per le differenti categorie di situazioni di incompatibilità ivi previste, contengono anche norme di chiusura che fanno riferimento ad altre situazioni in cui, in casi specifici, l'indipendenza potrebbe risultare compromessa, stabilendo meccanismi di informazione reciproca tra la società di revisione e la società sottoposta alla revisione e di valutazione congiunta del rischio per l'indipendenza che esse comportano.

La Consob ha poi determinato i criteri per stabilire l'appartenenza di un'entità alla rete di una società di revisione; le forme di pubblicità dei compensi che la società di revisione e le entità appartenenti alla sua rete hanno percepito per incarichi di revisione e per la prestazione di altri servizi; ulteriori servizi e attività (anche di consulenza) non collegati alla revisione cui estendere il divieto previsto per i servizi non audit (cioè i servizi che non possono per legge essere prestati dalla società di revisione, dalla sua rete, né da altri soggetti ivi indicati, alla società che ha conferito l'incarico di revisione e alle società da essa controllate o che la controllano o sono sottoposte a comune controllo).

In materia di principi di revisione, nel novembre 2007 la Commissione ha stabilito che le società di revisione iscritte nell'Albo Speciale e le società di revisione iscritte nel Registro dei Revisori Contabili (queste ultime nello svolgimento degli incarichi conferiti dagli emittenti strumenti finanziari diffusi tra il pubblico in misura rilevante) adottino, a partire dai lavori sui bilanci d'esercizio e consolidato che si chiuderanno al 31 dicembre 2007, i nuovi principi di revisione emanati dalla professione contabile aventi ad oggetto "La documentazione del lavoro di revisione" (documento n. 230), "La revisione delle misurazioni del *fair value* (valore equo) e della relativa informativa" (documento n. 545) e la "Continuità aziendale" (documento n. 570). I primi due principi in parte sostituiscono e in parte integrano quelli precedentemente emanati dalla professione contabile e raccomandati dalla Consob nel dicembre 2006.

Si tratta di principi di particolare rilievo ai fini dello svolgimento dell'attività di revisione contabile. Nel documento n. 230 vengono indicate regole e linee guida che il revisore deve seguire per la predisposizione della documentazione relativa all'attività di revisione contabile; in particolare, il documento rafforza e chiarisce gli obblighi in capo alla società di revisione ai fini di una tempestiva preparazione della documentazione relativa all'attività di audit svolta, che deve formare adeguato supporto alla relazione di revisione, nonché fornire evidenza della conformità del lavoro svolto ai principi di revisione di riferimento, alle norme e ai regolamenti nella fattispecie applicabili.

*Il documento n. 545 disciplina, per la prima volta a livello nazionale, il comportamento che il revisore deve seguire nella revisione contabile di attività, passività e componenti di patrimonio netto misurate al *fair value* dall'impresa e della relativa informativa resa in bilancio.*

L'ultimo documento raccomandato dalla Commissione, il cui contenuto risulta allineato al principio di revisione internazionale ISA 570 (Going Concern), stabilisce regole di comportamento e fornisce una guida sulla responsabilità del revisore in merito alla correttezza dell'utilizzo del presupposto della continuità aziendale assunto come base per la redazione del bilancio. Durante l'intero processo di revisione, nella pianificazione del lavoro, nello svolgimento delle procedure di revisione e nella valutazione dei relativi risultati, il revisore deve valutare l'adeguatezza dell'utilizzo da parte della direzione dell'impresa di tale presupposto nella predisposizione del bilancio. L'adozione di tale documento ha comportato l'abrogazione del principio di revisione sulla continuità aziendale (n. 21), raccomandato dalla Commissione nel febbraio 1995.

Nel 2007 sono proseguite le iniziative tese al miglioramento e all'armonizzazione dell'informazione finanziaria in sede europea, nell'ambito della collaborazione tra il Cesr e la Commissione Europea.

In particolare, il Cesr, attraverso il gruppo permanente sull'informazione finanziaria (Cesrfin) e il relativo sottocomitato per l'enforcement (EECS), ha continuato a svolgere un ruolo attivo nel porre in essere gli strumenti atti ad assicurare un efficace coordinamento delle attività di enforcement dell'informazione finanziaria a livello europeo, al fine di raggiungere un elevato livello di armonizzazione delle decisioni in materia di vigilanza sulla corretta applicazione dei principi contabili internazionali. Ha giovato al raggiungimento di questo obiettivo l'istituzione, risalente al 2005, di un database elettronico del Cesr, contenente le decisioni di enforcement assunte in materia di applicazione dei principi contabili internazionali dalle autorità di vigilanza nazionali dell'Unione Europea; nel corso del 2007 sono stati pubblicati due estratti di decisioni.

In questo contesto, la Consob ha continuato ad approfondire le tematiche afferenti l'applicazione dei principi contabili internazionali ai bilanci delle imprese quotate italiane, e, in particolare, per quanto riguarda i bilanci individuali, i problemi di coordinamento di tali standard con le disposizioni codicistiche.

La Consob ha altresì partecipato attivamente ai lavori relativi al database elettronico, istituito in ambito Iosco e divenuto operativo il 19 gennaio 2007, contenente le decisioni assunte in materia di *enforcement*.

4. La disciplina dei mercati

Nel corso del 2007, la Commissione ha modificato il Regolamento in materia di mercati sia in attuazione della legge per la tutela del risparmio e del relativo decreto legislativo di coordinamento con le disposizioni del Tuf, sia in seguito al recepimento nel nostro ordinamento della direttiva 2004/39/CE (MiFID) e delle relative misure di attuazione.

Con riferimento agli interventi derivanti dall'applicazione della legge sul risparmio, nel maggio 2007 l'Istituto ha apportato le modifiche riguardanti: (a) i criteri di trasparenza contabile e di adeguatezza della struttura organizzativa e del sistema dei controlli interni che le società controllate extra-comunitarie devono rispettare affinché le azioni della

società controllante possano essere quotate in un mercato regolamentato italiano; (b) le condizioni in presenza delle quali non possono essere quotate le azioni di società controllate sottoposte all'attività di direzione e coordinamento di altra società; (c) i criteri di trasparenza e i limiti per l'ammissione alla quotazione sul mercato mobiliare italiano delle società finanziarie, il cui patrimonio è costituito esclusivamente da partecipazioni.

Per quanto riguarda l'attuazione della nuova disciplina MiFID, la Commissione ha fornito, con la Comunicazione del 24 maggio 2007, alcune prime indicazioni di natura tecnico-operativa relative all'implementazione del sistema di *transaction reporting*, previsto dall'art. 25 della direttiva e dalle misure di attuazione di cui all'art. 12 del Regolamento comunitario n. 1287/2006.

L'art. 25 della MiFID prevede la realizzazione di strumenti di controllo dell'attività degli intermediari negozianti al fine di assicurare che essi operino in modo onesto, equo e professionale, in maniera da rafforzare l'integrità del mercato. In particolare, si stabilisce che gli intermediari che effettuano operazioni riguardanti strumenti finanziari ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato (anche se concluse in altre sedi di negoziazione) comunichino i dettagli di tali operazioni all'autorità competente il più rapidamente possibile e, al più tardi, entro la fine del giorno lavorativo seguente. Le autorità competenti provvedono poi a istituire i meccanismi necessari affinché anche l'autorità competente "del mercato più pertinente per lo strumento finanziario in termini di liquidità" riceva tali informazioni. La Direttiva consente agli intermediari di effettuare le comunicazioni dovute non soltanto direttamente, ma anche tramite un soggetto terzo che agisce per loro conto. Le segnalazioni possono pervenire all'autorità competente: direttamente dall'intermediario, da un soggetto terzo che agisce per conto dell'intermediario, da un sistema di confronto degli ordini o di notifica approvato dall'autorità competente, dal mercato regolamentato o dal sistema multilaterale di negoziazione presso il quale è stata conclusa l'operazione.

La comunicazione della Consob affronta le materie relative ai requisiti dei canali di comunicazione delle operazioni effettuate su strumenti finanziari e alla relativa documentazione da trasmettere alla Consob, al contenuto e al formato delle informazioni e alle caratteristiche tecniche e informatiche dei soggetti che trasmettono le informazioni. Nel settembre 2007, in attuazione di detta comunicazione e a seguito della verifica dei requisiti in essa indicati, la Consob ha pubblicato un primo elenco dei canali di comunicazione delle operazioni su strumenti finanziari ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato dell'Unione europea; tale elenco è stato ulteriormente aggiornato nell'ottobre 2007.

Nel mese di ottobre sono state apportate al Regolamento Mercati le modifiche necessarie per dare attuazione alle norme di recepimento della MiFID. Le novità fondamentali riguardano l'eliminazione dell'obbligo di concentrazione degli scambi nei mercati regolamentati e l'introduzione di una nuova disciplina della trasparenza pre e post-negoziazione e delle sedi di negoziazione (mercati regolamentati, sistemi multilaterali di negoziazione e internalizzatori sistematici).

Nel nuovo quadro delineato dalla MiFID, particolare rilievo assume la disciplina della trasparenza, che tuttavia trova applicazione ai soli strumenti azionari. Viene definito

un regime di trasparenza per tutte le operazioni su azioni, indipendentemente dal fatto che siano eseguite da un'impresa di investimento su base bilaterale tramite mercati regolamentati o attraverso sistemi multilaterali di negoziazione.

Il Regolamento mercati opera un generale rinvio alla disciplina comunitaria di livello 2 (Regolamento n. 1287/2006/CE) in termini di obblighi a carico di società di gestione di mercati regolamentati, gestori di sistemi multilaterali di negoziazione e soggetti abilitati. Le modifiche apportate al Regolamento dei mercati attengono soprattutto alle aree per le quali esistono margini di flessibilità nel recepimento della disciplina comunitaria.

La MiFID lascia agli Stati membri la facoltà di applicare il regime di trasparenza pre e post-negoziazione previsto per le azioni anche alle operazioni aventi ad oggetto strumenti finanziari non azionari. Il legislatore italiano ha affidato alla Consob il compito di valutare se estendere in tutto o in parte il regime di trasparenza applicabile alle operazioni aventi ad oggetto strumenti finanziari diversi dalle azioni ammesse a negoziazione nei mercati regolamentati, quando ciò si renda necessario per assicurare l'ordinato svolgimento delle negoziazioni e la tutela degli investitori. In attesa che si pervenga a un approccio europeo in materia, la Commissione, anche in considerazione dell'attuale livello di trasparenza disponibile in Italia sugli strumenti finanziari diversi dalle azioni, ha ritenuto opportuno:

- a) lasciare ai mercati regolamentati e ai sistemi multilaterali di negoziazione l'individuazione di adeguati requisiti di trasparenza, tenendo conto delle caratteristiche strutturali del mercato, del tipo di strumento finanziario negoziato, della dimensione dell'operazione e del tipo di operatori, con particolare riguardo alla quota di partecipazione al mercato degli investitori al dettaglio;
- b) lasciare ai soggetti che intendono intraprendere l'attività di internalizzazione sistematica su strumenti finanziari diversi dalle azioni ammesse a negoziazione nei mercati regolamentati l'individuazione di regole di trasparenza con riferimento a detti strumenti finanziari, tenendo conto, anche in tal caso, delle caratteristiche strutturali del mercato, del tipo di strumento finanziario negoziato, della dimensione dell'operazione e del tipo di operatori, con particolare riguardo alla quota di partecipazione al mercato degli investitori al dettaglio;
- c) chiedere ai soggetti abilitati, per le operazioni che hanno concluso su strumenti finanziari ammessi a negoziazione nei mercati regolamentati italiani, di rendere pubbliche alcune informazioni (giorno e ora di negoziazione, identificativo dello strumento finanziario e prezzo e quantità dell'operazione conclusa) entro la fine del giorno lavorativo seguente a quello in cui l'operazione è stata conclusa. Tali obblighi si applicano anche alle operazioni concluse al di fuori di un mercato regolamentato, di un sistema multilaterale di negoziazione o di un internalizzatore sistematico, se aventi controvalore inferiore o pari a 500.000 euro. Per le operazioni che eccedono tale soglia, i soggetti abilitati rendono pubbliche almeno le informazioni relative al giorno e all'ora

di negoziazione, all'identificativo dello strumento finanziario e al prezzo nonché l'indicazione che si tratta di un'operazione al di sopra della citata soglia.

Con riferimento alle sedi di negoziazione, una delle novità più rilevanti è rappresentata dalla disciplina dell'attività di internalizzatore sistematico. Il Regolamento Mercati richiede che i soggetti che intendono intraprendere l'attività di internalizzazione sistematica trasmettano alla Consob ogni documento utile da cui emerga con chiarezza che: a) l'attività riveste un ruolo commerciale importante ed è condotta in base a regole e procedure non discrezionali; b) l'attività è svolta da personale o mediante un sistema tecnico automatizzato destinato a tale attività, indipendentemente dal fatto che il personale o il sistema in questione siano utilizzati esclusivamente a tale scopo; c) l'attività è accessibile ai clienti su base regolare e continua. Il Regolamento Mercati disciplina, quindi, l'avvio e la cessazione dell'attività di internalizzazione sistematica, indipendentemente dallo strumento finanziario oggetto di tale attività. In particolare, viene prevista una comunicazione alla Consob di alcuni elementi informativi, quali un documento contenente informazioni sul possesso dei requisiti dell'internalizzatore sistematico, sulle tipologie di strumenti finanziari sui quali si intende svolgere l'attività, sulla data di avvio dell'attività per ciascuno strumento finanziario, nonché sul canale di diffusione delle informazioni utilizzato per la pubblicazione delle quotazioni e dei contratti conclusi.

Il recepimento della MiFID ha comportato la soppressione della figura dei sistemi di scambi organizzati. I sistemi di scambi organizzati potranno svolgere la propria attività in qualità di internalizzatori sistematici, di sistemi multilaterali di negoziazione ovvero in qualità di negoziatori per conto proprio. Il Regolamento Mercati fissa al 31 marzo 2008 il termine entro il quale i gestori di sistemi di scambi organizzati su strumenti finanziari diversi dalle azioni potranno effettuare le proprie valutazioni in merito alla riconducibilità o meno della propria attività a quella di internalizzazione sistematica.

Il Regolamento detta, inoltre, le disposizioni necessarie all'effettiva implementazione del nuovo regime di *transaction reporting*.

In materia di *transaction reporting*, il Regolamento mercati recepisce le disposizioni comunitarie e fornisce i chiarimenti necessari in merito all'applicazione del nuovo regime. In particolare, si chiarisce che i soggetti abilitati sono esentati dagli obblighi di comunicazione per le operazioni su strumenti finanziari ammessi alla negoziazione nei mercati regolamentati e concluse sui mercati regolamentati stessi. Nella sostanza, è stata esercitata l'opzione per la quale vi può essere un esonero dagli obblighi di *transaction reporting* qualora l'autorità entri in possesso delle medesime informazioni attraverso altri canali e per diversa finalità di vigilanza.

Ulteriori chiarimenti di natura applicativa in materia, tra l'altro, di *transaction reporting*, pubblicazione e consolidamento delle informazioni pre e post-negoziazione, avvio e cessazione dell'attività di internalizzatore sistematico e regime transitorio per i

sistemi di scambi organizzati sono stati forniti con una Comunicazione del 21 gennaio 2008.

In particolare, in linea con il documento del Cesr in materia di consolidamento e pubblicazione delle informazioni, la Consob – nell’ambito della citata Comunicazione – ha fornito alcune linee guida in materia di qualità dei dati, meccanismi per la pubblicazione, disponibilità delle informazioni e formato dei dati. Inoltre, è previsto un obbligo di comunicazione alla Consob del canale utilizzato dai soggetti obbligati per la pubblicazione delle informazioni di pre e post-negoziazione.

5. La disciplina degli intermediari

Il recepimento della MiFID ha comportato un’intensa attività regolamentare anche con riguardo alla disciplina degli intermediari. Il nuovo Regolamento Intermediari, approvato nel mese di ottobre, recepisce l’impostazione del legislatore comunitario, fondata tra l’altro sul principio generale secondo cui, nella prestazione dei servizi di investimento, gli intermediari devono agire sempre in modo da servire al meglio gli interessi dei clienti. Tale principio si sviluppa in un *corpus* di disposizioni connotate da un grado di dettaglio talvolta superiore a quello della previgente normativa.

Una delle principali innovazioni introdotte dalla MiFID concerne la disciplina delle regole di condotta da osservare nella prestazione di servizi e attività di investimento. In particolare, si registra una chiara differenziazione delle regole in relazione ai servizi prestati e alla tipologia di clienti coinvolti. La direttiva introduce una segmentazione fra servizi di investimento “a valore aggiunto” (la consulenza e la gestione di portafogli) e servizi “esecutivi” (collocamento, negoziazione in conto proprio, esecuzione di ordini, ricezione e trasmissione di ordini). I clienti, invece, sono classificati in tre categorie: i clienti professionali (di diritto e su richiesta), le controparti qualificate (intermediari finanziari, investitori istituzionali e le imprese non finanziarie che superano almeno due di tre parametri dimensionali predefiniti a livello di bilancio civilistico) e i clienti al dettaglio (definiti in via “residuale”).

La categoria delle controparti qualificate costituisce una novità per il nostro ordinamento, a differenza della dicotomia fra clienti al dettaglio e professionali che riflette la preesistente distinzione fra “investitori qualificati” e investitori al dettaglio. La MiFID innova, tuttavia, introducendo una nozione di cliente professionale più precisa e articolata e attribuendo a tale tipologia di clienti nuove tutele.

Per i servizi di investimento a valore aggiunto, e comunque nei casi in cui la consulenza costituisce il punto nodale del rapporto intermediario-cliente, è previsto un sistema di tutele molto più puntuale e complesso rispetto a quello dettato per i servizi esecutivi, basato su una diversa graduazione dell’obbligo di acquisire informazioni per valutare la compatibilità delle operazioni rispetto al profilo dell’investitore (riferendosi

all'“adeguatezza” piuttosto che alla semplice “appropriatezza”). La prestazione di servizi di negoziazione o raccolta ordini a controparti qualificate prevede, invece, una pressoché totale disapplicazione di tutte le principali regole di condotta (*suitability, best execution*, obblighi di rendicontazione e gestione degli ordini).

Nel nuovo quadro normativo introdotto dalla MiFID non sarà più possibile prestare un'attività di consulenza qualificabile come “incidentale”, ossia “incorporata” in altri servizi di investimento, come accadeva in precedenza. Tutti gli intermediari che consigliano ai clienti di sottoscrivere o di negoziare specifici strumenti finanziari e presentano tali raccomandazioni come adatte al profilo o alle caratteristiche dei clienti devono essere autorizzati alla prestazione del servizio di consulenza e rispettare la disciplina sull'adeguatezza prevista per tale servizio.

In linea con le raccomandazioni del Cesr, la Commissione ha fornito, in esito al processo di consultazione che ha preceduto l'adozione del nuovo Regolamento Intermediari, taluni chiarimenti circa le modalità operative nelle quali può articolarsi la consulenza, definendo le condizioni che determinano l'applicazione della regola di adeguatezza con particolare riferimento a tre aspetti: l'ampiezza dell'insieme dei prodotti oggetto del servizio; la periodicità dell'attività; l'associazione ai servizi di collocamento o di ricezione e trasmissione ordini.

Quanto all'ampiezza dell'insieme dei prodotti oggetto del servizio, la Consob ha precisato che l'intermediario debba individuare, in via preliminare, i prodotti sui quali potranno insistere i “consigli di investimento”, al fine di rendere pienamente edotto il cliente circa l'ampiezza del relativo servizio e, di conseguenza, della tutela discendente dall'applicazione della regola di adeguatezza. Quanto alla periodicità dell'attività, è stato chiarito che anche nel caso di un consiglio “episodico”, il rapporto con il cliente va disegnato sulla regola di adeguatezza (propria della consulenza) e non su quella di appropriatezza. Con riguardo all'associazione della consulenza ai servizi esecutivi, sebbene in via astratta non si possa escludere che i servizi di collocamento o ricezione e trasmissione ordini siano posti in essere senza essere accompagnati dal servizio di consulenza, è elevato il rischio che, stante l'ampia nozione di consulenza adottata dal legislatore comunitario, l'attività concretamente svolta si sostanzi nella presentazione di un dato strumento finanziario come adatto per un determinato cliente, integrando così la consulenza in materia di investimenti. In questa circostanza, sostenere di aver prestato uno dei servizi citati in associazione a una consulenza “generica” sarebbe, di fatto poco agevole: da qui l'opportunità che l'intermediario intenzionato a operare una scelta di business di questo tipo appronti tutti i meccanismi (contrattuali, organizzativi, procedurali e di controllo) idonei a garantirne l'attuazione.

Un'altra importante innovazione introdotta dalla MiFID riguarda la disciplina degli “incentivi” (cosiddetti *inducements*). La normativa comunitaria di secondo livello stabilisce che, nell'ambito della prestazione dei servizi di investimento e accessori, l'intermediario può percepire commissioni (o prestazioni non monetarie) da soggetti terzi solo se il cliente viene informato in maniera chiara e completa dell'esistenza, della natura e dell'importo (o del metodo di calcolo dell'importo) di tali commissioni prima della

prestazione del servizio e se il relativo pagamento è volto ad accrescere la qualità del servizio fornito al cliente e non ostacola l'adempimento, da parte dell'impresa, dell'obbligo di servire al meglio gli interessi del cliente. La disciplina comunitaria, con una posizione ribadita sia nella direttiva di livello 2 sia nelle raccomandazioni rese in materia dal Cesr nel maggio 2007, inquadra espressamente la materia degli *inducements* all'interno dei doveri dell'intermediario di agire "in modo onesto, equo e professionale", piuttosto che entro la cornice dei "conflitti di interesse".

Allo scopo di agevolare l'applicazione della disciplina, la Consob, anche alla luce delle osservazioni emerse nel corso del processo di consultazione, ha fornito talune linee di indirizzo. La Commissione ha chiarito le condizioni che giustificano la percezione di incentivi ricevuti da terzi con riferimento a due principali fattispecie che interessano il mercato nazionale: la retrocessione di commissioni dalla "società-prodotto" (ad esempio, l'Sgr che emette quote di Oicr) all'intermediario distributore (in particolare nell'esercizio del servizio di collocamento); la retrocessione di commissioni dalla società di gestione degli Oicr oggetto di investimento (Oicr *target*) al gestore di portafogli (di solito gestioni patrimoniali di fondi - Gpf) che opera per conto dei propri clienti (e che in talune circostanze trasferisce a sua volta le commissioni all'intermediario distributore della medesima Gpf).

In linea con il citato documento del Cesr, la Commissione ha chiarito che la retrocessione di commissioni dalla società prodotta al distributore può considerarsi volta ad aumentare il servizio se al collocamento viene associato il servizio di consulenza, ovvero quando la retrocessione consente al cliente di avere accesso a un insieme ampio di prodotti o a forme di assistenza soprattutto in fase "post-vendita". È meno agevole, invece, sostenere che la retrocessione di commissioni accresca la qualità del servizio reso al cliente nel secondo caso prima citato, ossia quando il trasferimento avviene dalla società di gestione degli Oicr target al gestore di portafogli, stante anche la natura di servizio a elevato valore aggiunto della gestione individuale.

Nel nuovo Regolamento Intermediari sono confluite, oltre alle disposizioni di attuazione della MiFID, le previsioni della legge sul risparmio in materia di distribuzione di prodotti finanziari emessi da banche e imprese di assicurazione.

Il nuovo Regolamento Intermediari, coerentemente con l'impostazione adottata dal legislatore nazionale, disciplina in modo unitario e organico la commercializzazione di diverse tipologie di prodotti aventi diversa veste giuridica ma comune contenuto finanziario, secondo un approccio che prevede la definizione di condizioni e regole uniformi di correttezza e trasparenza (cosiddetto *level playing field*). Tale modello regolamentare assicura agli investitori il medesimo livello di tutela e crea le condizioni affinché gli intermediari possano realizzare economie di scopo e ottimizzare le risorse impiegate nella prestazione di servizi.

La Consob ha altresì proceduto a definire con la Banca d'Italia la disciplina in materia di requisiti di natura organizzativa e procedurale degli intermediari, assegnata alla

competenza congiunta delle due autorità, nonché a stipulare con la Banca d'Italia il protocollo d'intesa che, ai sensi delle norme del Tuf, contiene disposizioni di coordinamento dell'esercizio delle funzioni di vigilanza anche con riferimento allo scambio di informazioni circa le irregolarità rilevate e i provvedimenti assunti.

Il Regolamento congiunto detta, in particolare, gli obblighi a cui i soggetti abilitati si devono uniformare in materia di: i) requisiti generali di organizzazione; ii) continuità dell'attività; iii) organizzazione amministrativa e contabile (compresa l'istituzione della funzione di controllo della conformità alle norme); iv) procedure (anche di controllo interno) per la corretta e trasparente prestazione dei servizi e delle attività di investimento nonché della gestione collettiva del risparmio; v) controllo di conformità alle norme; vi) gestione del rischio dell'impresa; vii) revisione interna; viii) responsabilità dell'alta dirigenza; ix) trattamento dei reclami; x) operazioni personali; xi) esternalizzazione di funzioni essenziali; xii) gestione dei conflitti di interesse potenzialmente pregiudizievoli per i clienti; xiii) conservazione delle registrazioni; xiv) procedure (anche di controllo interno) per la percezione e corresponsione degli incentivi.

L'impostazione della disciplina degli aspetti organizzativi e procedurali degli intermediari risulta ispirata ai principi generali dell'unitarietà del sistema organizzativo per le diverse finalità e della proporzionalità, in base al quale i soggetti vigilati applicano le disposizioni del Regolamento in maniera proporzionata alla natura, alla dimensione e alla complessità dell'attività svolta nonché alla tipologia e alla gamma dei servizi prestati.

Nell'ambito del generale sistema organizzativo, particolare rilevanza assumono le procedure da adottare per la corretta e trasparente prestazione dei servizi, che costituiscono le regole interne e i meccanismi operativi adottati dall'intermediario al fine di realizzare condotte corrette e trasparenti. In tale contesto, nel disegno complessivo del sistema dei controlli interni che gli intermediari sono tenuti a istituire (controllo di conformità, gestione del rischio e revisione interna), la funzione di controllo di conformità (compliance) assume una importanza centrale al fine del monitoraggio delle regole e dei processi aziendali adottati per la prestazione dei servizi di investimento.

Un ulteriore presidio per la correttezza dei comportamenti è costituito dalle disposizioni in materia di conflitti di interesse potenzialmente pregiudizievoli per i clienti. In proposito, è prescritto che gli intermediari definiscano una politica di gestione dei conflitti di interesse volta a individuare le situazioni di conflitto e le misure per gestirli. Nello specifico, si richiede l'istituzione di un apposito registro nel quale annotare le situazioni in cui sia sorto o possa sorgere un conflitto di interesse potenzialmente lesivo in modo grave degli interessi dei clienti.

Il Regolamento congiunto recepisce, inoltre, le disposizioni comunitarie in materia di operazioni personali. Le previsioni in questione prescrivono che gli intermediari adottino procedure adeguate al fine di regolare l'operatività dei soggetti coinvolti in attività aziendali che possono dare origine a conflitti di interesse ovvero che consentano l'accesso a informazioni privilegiate o confidenziali.

VI — LE RELAZIONI INTERNAZIONALI

1. La cooperazione internazionale

Nel 2007 è proseguita l'intensa attività di cooperazione internazionale della Consob con Autorità di Stati membri dell'Unione Europea e di paesi terzi.

Le richieste di informazioni rivolte alla Consob da Autorità estere sono diminuite (64 a fronte di 89 nel 2006) e hanno riguardato soprattutto la valutazione dei requisiti di onorabilità e professionalità e i casi di *insider trading*; sostanzialmente stabile è stato il numero delle richieste inoltrato dalla Consob, nell'esercizio delle proprie funzioni, ad altre Autorità di vigilanza, relativo per oltre la metà ad abusi di mercato e per un terzo circa a requisiti di onorabilità e professionalità (Tav. 36).

Tav. 36

Scambio di informazioni fra Consob e Autorità di vigilanza estere

Oggetto	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Richieste di informazioni ad Autorità estere										
Insider trading	17	43	32	24	24	11	8	12	16	18
Manipolazione dei prezzi di valori mobiliari	2	--	1	4	--	4	8	6	12	9
Sollecitazione e attività di intermediazione abusive	7	4	3	10	9	5	2	4	5	1
Trasparenza e informativa societaria	--	--	1	--	--	6	9	10	5	1
Partecipazioni rilevanti al capitale di società quotate e di intermediari autorizzati	--	--	--	1	1	3	1	2	4	3
Requisiti di onorabilità e professionalità	12	10	19	14	34	21	7	4	--	9
Violazione regole di condotta	--	--	2	--	--	1	2	--	1	--
<i>Totale</i>	<i>38</i>	<i>57</i>	<i>58</i>	<i>53</i>	<i>68</i>	<i>51</i>	<i>37</i>	<i>38</i>	<i>43</i>	<i>41</i>
Richieste di informazioni da Autorità estere										
Insider trading	2	3	5	20	13	17	18	18	17	18
Manipolazione dei prezzi di valori mobiliari	1	3	--	1	1	2	3	4	14	2
Sollecitazione e attività di intermediazione abusive	3	3	1	2	7	4	3	9	9	3
Trasparenza e informativa societaria	1	--	2	--	--	--	--	4	3	--
Partecipazioni rilevanti al capitale di società quotate e di intermediari autorizzati	--	--	--	--	2	1	--	4	--	1
Requisiti di onorabilità e professionalità	30	44	53	49	80	70	44	31	46	37
Violazione regole di condotta	--	--	--	--	--	--	--	--	--	3
<i>Totale</i>	<i>37</i>	<i>53</i>	<i>61</i>	<i>72</i>	<i>103</i>	<i>94</i>	<i>68</i>	<i>70</i>	<i>89</i>	<i>64</i>

Nel mese di dicembre, la Consob ha sottoscritto un memorandum di intesa con la Fsa (*Financial Services Authority*), Autorità di vigilanza del Regno Unito, per la cooperazione in materia di vigilanza su Borsa Italiana e su *London Stock Exchange*.

L'intesa fa seguito all'acquisizione di Borsa Spa da parte del London Stock Exchange Group; entrambe le borse valori continuano a essere regolamentate dalla normativa dei rispettivi paesi. L'intesa definisce il contesto all'interno del quale la Consob e la Fsa collaborano per l'adempimento dei doveri e l'esercizio dei poteri nell'attività di vigilanza sui due mercati regolamentati, tenendo conto dei possibili sviluppi derivanti dalla futura integrazione tra i mercati.

Nell'ambito dell'accordo bilaterale, in materia di assistenza tecnica, stipulato con la *National Securities Commission* della Repubblica di Moldova, sono stati organizzati appositi incontri di studio per il personale dell'Autorità moldava, aventi ad oggetto l'approfondimento degli *standards* fissati dalle principali direttive comunitarie sui servizi finanziari.

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

Nel 2007 è proseguita la partecipazione della Consob alle riunioni presso la Commissione e il Consiglio Europeo per la formulazione e l'approvazione di proposte di direttiva.

*Tra le direttive e i regolamenti in materia di mercati finanziari definitivamente approvati nel corso dell'anno si segnalano: i) la direttiva 2007/44/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio, in merito alle regole procedurali e ai criteri per la valutazione prudenziale di acquisizioni e incrementi di partecipazioni nel settore finanziario; ii) la direttiva 2007/36/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio, relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate; iii) la direttiva 2007/16/CE della Commissione Europea recante modalità di esecuzione della direttiva *Ucits* (*Undertakings for Collective Investment in Transferable*) per quanto riguarda il chiarimento di talune definizioni; iv) la direttiva 2007/14/CE della Commissione che stabilisce le modalità di applicazione di talune disposizioni della direttiva *Transparency* (direttiva 2004/109/CE); v) il regolamento 211/2007 della Commissione che modifica il Regolamento 809/2004 per quanto riguarda le informazioni contenute nei prospetti nei casi in cui l'emittente ha una situazione finanziaria complessa o ha assunto un impegno finanziario significativo.*

La direttiva 2007/44/CE è volta ad assicurare la necessaria chiarezza e certezza giuridica nelle procedure di valutazione dei progetti relativi all'acquisto o incremento di partecipazioni rilevanti in banche, imprese di investimento, imprese di assicurazione e di riassicurazione. In particolare, la direttiva: (i) fissa criteri dettagliati per la valutazione prudenziale di azionisti ed esponenti aziendali da parte delle Autorità di controllo; (ii) definisce una chiara procedura per l'applicazione di tali criteri; (iii) introduce un termine massimo per il completamento della valutazione prudenziale, decorso il quale, in assenza di opposizione da parte delle Autorità competenti, il progetto deve ritenersi approvato. Un profilo di criticità riguarda l'assenza di disposizioni di coordinamento con la direttiva 2004/25/CE in materia di offerte pubbliche di acquisto.

La direttiva 2007/36/CE introduce alcune norme di armonizzazione minima volte a proteggere gli investitori e a promuovere l'esercizio agevole e effettivo dei diritti degli azionisti, anche su base transfrontaliera. In particolare, la direttiva stabilisce requisiti minimi per: (i) l'accesso alle informazioni rilevanti per l'assemblea; (ii) l'iscrizione di punti all'ordine del giorno,

la presentazione di proposte di delibera e la formulazione di domande sui punti all'ordine del giorno; (iii) l'esercizio del diritto di voto per corrispondenza o con mezzi elettronici, senza intervenire fisicamente in assemblea; (iv) l'esercizio del voto per delega o mediante intermediari finanziari.

La direttiva 2007/16/CE chiarisce alcune disposizioni della direttiva 85/611/CEE riguardanti le attività in cui possono investire i fondi armonizzati. La direttiva è volta ad assicurare un'interpretazione uniforme della direttiva Ucits e l'adozione di una posizione comune da parte degli Stati membri sull'ammissibilità di determinate categorie di attività per i fondi armonizzati, nel rispetto dei principi concernenti la diversificazione del rischio, la limitazione dell'esposizione e la capacità del fondo di rimborsare le proprie quote su richiesta dei partecipanti e di calcolare il valore netto del suo patrimonio in caso di emissione o di rimborso di quote. In tal modo la direttiva intende, al contempo, agevolare il funzionamento della procedura di notifica per la distribuzione transfrontaliera dei fondi armonizzati. La direttiva è stata redatta sulla base del parere fornito alla Commissione Europea dal Gruppo sul Risparmio Gestito del Cesr, presieduto dal Presidente della Consob.

La direttiva 2007/14/CE stabilisce norme di applicazione della direttiva Transparency. In particolare, essa disciplina: (i) la procedura secondo la quale gli investitori devono essere informati della scelta dello Stato membro d'origine effettuata dall'emittente; (ii) il contenuto minimo del bilancio semestrale abbreviato; (iii) la definizione di operazioni con parti correlate; (iv) talune condizioni per la concessione di deroghe e l'applicazione delle esenzioni stabilite dalla direttiva di livello 1; (v) le circostanze in cui deve essere effettuata la notifica delle partecipazioni rilevanti; (vi) le norme minime di qualità per la diffusione delle informazioni regolamentate; (vii) i criteri per la valutazione di equivalenza degli obblighi stabiliti da paesi terzi.

In seguito alla pubblicazione del Libro Bianco, nel novembre 2006, sul rafforzamento del quadro normativo del mercato unico relativo ai fondi di investimento, la Commissione Europea ha avviato i lavori finalizzati alla revisione della direttiva Ucits (direttiva 85/611/CEE). Tuttavia, la proposta di direttiva non ha potuto essere formalizzata dalla Commissione nel 2007.

Le modifiche a suo tempo prospettate dalla Commissione Europea indicavano, come possibili aree di intervento, la semplificazione della procedura di notifica dei fondi, le fusioni transfrontaliere, l'aggregazione degli attivi dei fondi, il passaporto delle società di gestione, il rafforzamento della cooperazione internazionale e la sostituzione del prospetto semplificato con un documento informativo per gli investitori al dettaglio (Key Information Document).

In linea con quanto indicato nel Libro Bianco, la Commissione ha avviato un'analisi sistematica degli ostacoli nazionali che si frappongono al "collocamento privato" di strumenti finanziari presso investitori istituzionali e altre controparti qualificate. È stata, altresì, avviata un'indagine su possibili iniziative in materia di fondi immobiliari aperti.

La Commissione Europea, attraverso la pubblicazione di documenti di consultazione, ha avviato talune attività finalizzate a migliorare la regolamentazione dei servizi finanziari per i risparmiatori al dettaglio e ha annunciato possibili iniziative in materia di "competing products" ovvero di prodotti finanziari che hanno la medesima finalità economica di