

Lo svolgimento di incarichi di amministrazione nell'ambito dello stesso gruppo consente infatti la realizzazione di sinergie, soprattutto in termini di efficienza operativa, che giustificano una riduzione del peso attribuito per gli incarichi svolti in società controllate (analogamente a quanto già previsto con riferimento all'ipotesi di incarichi in organi di controllo di società appartenenti allo stesso gruppo).

Si è disposto, quindi, che l'incarico di "amministratore di gruppo" benefici di uno "sconto" pari al 40 per cento per gli incarichi in società controllate d'interesse pubblico e in società controllate grandi e del 50 per cento in società controllate medie, sempre nel presupposto che tale soggetto ricopra una carica analoga nella società controllante.

Nel mese di luglio la Commissione, con la Comunicazione n. 8067632, ha fornito un'interpretazione dell'art. 148, co. 3, lett. c), del Tuf in materia di causa di incompatibilità per la carica di componente dell'organo di controllo di un emittente quotato. Tale disposizione fa riferimento alla sussistenza con vari soggetti di rapporti di lavoro autonomo o subordinato ovvero "di altri rapporti di natura patrimoniale o professionale che ne compromettano l'indipendenza". La stessa situazione di incompatibilità è applicabile ai membri del consiglio di sorveglianza e del comitato per il controllo sulla gestione per effetto del richiamo al co. 3 dell'art. 148 del Tuf, contenuto nei successivi commi 4-bis e 4-ter.

In tale comunicazione la Commissione ha fornito elementi utili per individuare alcune relazioni rientranti tra gli "altri rapporti di natura professionale", nonché indicazioni circa gli elementi da considerare per valutare l'idoneità di tali rapporti a compromettere l'indipendenza dei componenti dell'organo di controllo. In particolare, con riferimento alla partecipazione alla medesima associazione professionale da parte di membri degli organi di amministrazione e di controllo, al fine di stabilire se il rapporto comprometta l'indipendenza del singolo membro dell'organo di controllo nell'esercizio delle funzioni a esso attribuite, la Commissione ha ritenuto che non si possa prescindere da un esame caso per caso, anche se è possibile individuare indici oggettivi in presenza dei quali una tale minaccia può sussistere.

In linea generale, è stato affermato che sussiste un rapporto di natura professionale tra amministratore e componente dell'organo di controllo, tale da compromettere l'indipendenza del secondo, in tutte le circostanze in cui il rapporto determini un abituale svolgimento in comune della professione o, comunque, una stabile influenza dell'uno sull'altro nello svolgimento dell'attività professionale. Nel particolare caso dell'appartenenza a una associazione professionale assumono, pertanto, rilievo associazioni strutturate in modo da dar luogo a una stabile e continuativa relazione professionale.

La Commissione ha poi individuato alcune ipotesi (affidamento formale e/o sostanziale degli incarichi all'associazione professionale e non ai singoli associati, esistenza di un rapporto di natura gerarchica tra amministratore e membro dell'organo di controllo, condivisione degli utili rivenienti dall'attività svolta dagli associati) che, singolarmente prese, compromettono l'indipendenza, ferma restando la possibilità di configurare altre ipotesi di minaccia di quest'ultima in relazione agli eventuali sviluppi della prassi operativa dell'attività professionale. Tali situazioni assumono inoltre rilievo se le associazioni professionali sono caratterizzate dalla

presenza di clausole di sostanziale esclusività e riguardano tendenzialmente l'intera attività professionale dei soggetti coinvolti e non aspetti marginali della stessa.

Nel corso del 2008 la Consob ha inoltre pubblicato una raccomandazione relativa alle informazioni sul prezzo di offerta di azioni e/o obbligazioni convertibili di emittenti non quotati da riportarsi nel prospetto informativo, qualora tali strumenti finanziari non risultino né negoziati in un mercato regolamentato, né oggetto di domanda di ammissione alle negoziazioni in un tale mercato (Raccomandazione n. 8058754 del 19 giugno).

L'Allegato III dei vigenti schemi di prospetto informativo disciplinati dal Regolamento n. 809/2004/CE, come interpretati dal Documento "Q and A" del Cesr ("Frequently asked questions regarding Prospectuses: Common positions agreed by Cesr Members"), richiede l'indicazione del prezzo a cui saranno offerti gli strumenti finanziari e, "se il prezzo non è noto, o se non esiste un mercato consolidato e/o liquido per gli strumenti finanziari", l'indicazione del metodo di determinazione del prezzo stesso. Il documento del Cesr precisa altresì che, anche ove l'emittente fornisca nel prospetto il prezzo definitivo di offerta ovvero il prezzo massimo, vi possono essere circostanze, legate fondamentalmente allo svolgimento di negoziazioni su detti strumenti finanziari al di fuori di un mercato consolidato e/o liquido, che rendono raccomandabile l'inserimento nel prospetto medesimo di ulteriori informazioni circa i criteri di determinazione del prezzo.

A livello comunitario si richiede la pubblicazione di informazioni accurate, in particolare ove gli strumenti finanziari siano trattati in un mercato che non assicura meccanismi trasparenti per la formazione e pubblicazione dei prezzi in esso registrati. Nella prassi di vigilanza, si è spesso verificato che utili elementi informativi per la valutazione del pricing degli strumenti finanziari oggetto di offerta potevano essere ricavati dai prezzi cui venivano scambiati tali strumenti all'interno di Sistemi di Scambio Organizzati (ora sostituiti dai Sistemi Multilaterali di Negoziazione e dagli Internalizzatori sistematici).

A tal proposito, occorre distinguere fra strumenti finanziari negoziati in mercati non regolamentati e strumenti che invece non sono normalmente oggetto di negoziazione. Nel primo caso, si è raccomandato di integrare le indicazioni relative al prezzo di offerta con una serie di elementi informativi relativi alle rilevazioni, anche su base trimestrale, dei volumi scambiati e dei prezzi degli strumenti finanziari negoziati in un periodo di tempo sufficientemente rappresentativo dell'andamento dei titoli, quale, ad esempio, il trimestre più recente e gli ultimi dodici mesi. Fra questi elementi possono essere ricompresi anche i moltiplicatori di prezzo dell'emittente, quali ad esempio il price earning, calcolati sulla base del prezzo di offerta, nonché dei prezzi minimo, massimo e medio ponderato determinati all'interno dei mercati non regolamentati e, per quanto attiene al denominatore dell'indicatore, dei dati dell'ultimo bilancio d'esercizio ovvero, se redatto, dell'ultimo bilancio consolidato dell'emittente medesimo.

Per quanto concerne invece gli strumenti finanziari non scambiati normalmente all'interno di mercati non regolamentati, la raccomandazione fa riferimento ai casi, spesso verificatisi nella prassi, in cui gli emittenti non quotati dichiarano di rendersi disponibili ad agevolare la negoziazione di tali strumenti. In tali ipotesi, nel prospetto di offerta andranno inserite indicazioni sui volumi e sui prezzi unitari di tali strumenti finanziari registrati nelle operazioni di collocamento effettuate negli ultimi dodici mesi.

Nei casi di prospetti di offerta di obbligazioni convertibili, si è raccomandato l'inserimento di analoghi elementi informativi con specifico riguardo alle azioni sottostanti, tenendo conto delle particolari caratteristiche dei titoli, nonché delle relative difficoltà di smobilizzo, che andranno opportunamente evidenziate, se del caso, in apposito paragrafo del capitolo "Fattori di Rischio" del prospetto informativo.

2. La disciplina dell'informativa societaria continua

Nel corso del 2008, la Consob ha partecipato all'attività del gruppo di lavoro organizzato dal Cesr per l'emanazione delle misure di esecuzione ("livello 3") della direttiva *Transparency*.

In particolare, sono stati predisposti: i) diversi documenti contenenti "posizioni comuni condivise dalle Autorità" da pubblicare nella forma di domande e risposte inerenti a questioni sottoposte dai membri del gruppo e dagli operatori di mercato; ii) il modulo standard per la comunicazione delle partecipazioni rilevanti; iii) il protocollo da utilizzare per lo scambio di informazioni relative alle decisioni in materia di equivalenza della legislazione dei paesi terzi rispetto a quella UE; iv) le linee di indirizzo in relazione all'attuazione delle disposizioni della direttiva inerenti allo stoccaggio delle informazioni regolamentate in ciascun paese membro della UE; v) la pianificazione dei lavori in relazione alle misure necessarie a sviluppare il network europeo dei meccanismi di stoccaggio nazionali.

Con riferimento all'accesso del pubblico alle informazioni regolamentate su scala europea, la Commissione ha pubblicato, nel luglio 2008, il documento di consultazione riguardante la disciplina delle fasi di *dissemination*, *storage* e *filing* delle informazioni regolamentate, in attuazione delle deleghe conferite dal nuovo art. 113-ter del Tuf (introdotto dal d.lgs. n. 195 del 6 novembre 2007 di recepimento della direttiva *Transparency*). In esito alla consultazione, nel corso della quale sono pervenute osservazioni di sostanziale condivisione della disciplina e utili contributi per il miglioramento del testo proposto, il Regolamento Emittenti è stato opportunamente modificato. Le nuove disposizioni entreranno in vigore dopo un periodo transitorio, in considerazione dei tempi necessari per l'adattamento agli standard previsti dalla nuova disciplina e per l'avvio dei nuovi sistemi di diffusione e stoccaggio delle informazioni regolamentate.

In particolare, con riguardo alla dissemination sono stati previsti identici requisiti di qualità e sicurezza che devono essere posseduti sia dai soggetti terzi autorizzati all'esercizio del servizio di diffusione, sia dagli emittenti qualora decidano di agire in proprio. Per quanto concerne lo storage, è stato contemplato un sistema basato su un numero diversificato di operatori, autorizzati dalla Consob e in possesso di requisiti dalla stessa stabiliti, ognuno dei quali dovrà coprire tutte le informazioni regolamentate relative agli emittenti che lo hanno scelto. Con riferimento al filing, si è stabilito che esso venga attuato tramite collegamento della Consob ai meccanismi di stoccaggio autorizzati, ovvero tramite il sistema di Teleraccolta.

Il documento di consultazione ha altresì esteso gli obblighi di diffusione, stoccaggio e deposito presso la Consob delle informazioni regolamentate anche ai fondi comuni di investimento chiusi e aperti indicizzati quotati in borsa.

Nel corso del 2008, la Commissione ha emanato una Comunicazione in materia di informazioni da pubblicare in occasione di operazioni di aumento di capitale riservate a un unico investitore, quindi con esclusione del diritto d'opzione, e realizzate in base ad accordi di natura complessa denominati solitamente "Stand-by equity distribution agreement" (Seda) e "Step-up equity financing" (Sef).

Tali operazioni, effettuate ai sensi dell'art. 2441, commi 4 e 5 del c.c. consentono alla società di reperire in tempi brevi e da un unico investitore mezzi propri secondo uno schema che prevede l'impegno da parte dell'investitore a sottoscrivere un numero di azioni che saranno emesse in singoli lotti ("tranche") in un determinato periodo di tempo; tale impegno è irrevocabile nel caso degli accordi di tipo Seda mentre può essere sospeso nel caso di andamento non soddisfacente delle quotazioni del titolo negli accordi di tipo Sef.

Tali operazioni sollevano rilevanti criticità sul piano informativo quando mancano elementi tali da far escludere la successiva distribuzione delle azioni agli investitori retail. In particolare, tra i profili rispetto ai quali si ravvisa la necessità di approntare opportuni presidi informativi si citano la correttezza delle informazioni diffuse in ordine alle caratteristiche dell'operazione, i criteri di determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni, eventuali condotte configurabili come abusi di mercato e la valutazione dell'eventuale sussistenza dell'obbligo di pubblicazione del prospetto di offerta.

La Commissione ha pertanto definito le informazioni che l'emittente è tenuto a rendere in corrispondenza della assunzione della delibera di aumento di capitale da parte del competente organo societario, con particolare riferimento alla finalità dell'operazione, le eventuali clausole di lock-up o di selling restriction presenti nell'accordo, i presidi assunti dagli amministratori per assicurare che il prezzo di emissione sia determinato in conformità a quanto prescritto dall'art. 2441, commi 4 e 6, c.c., indicazioni circa l'eventuale conoscenza delle modalità con le quali può avvenire il collocamento sul mercato delle azioni sottoscritte dall'investitore, quando possono definirsi come offerta pubblica, ovvero ricadere nella fattispecie di cui all'art. 100-bis, comma 2 del Tuf.

Ulteriori obblighi informativi sono stati imposti nei passaggi successivi dell'operazione, in particolare in sede di definizione dell'accordo con l'investitore (adeguata definizione dei contenuti dell'accordo), della richiesta di procedere alla sottoscrizione delle varie tranches (informazioni relative alla tranche da sottoscrivere e alle ulteriori tranches, criteri di determinazione del prezzo, ove già definiti), della determinazione del prezzo di sottoscrizione (aderenza alle norme del codice civile, percentuale di capitale sociale detenuta dall'unico investitore, eventuali informazioni non fornite in precedenti occasioni) in caso di chiusura anticipata o di conclusione dell'operazione (riepilogo dell'esito delle varie tranches, motivazioni dell'eventuale chiusura). Tali informazioni vengono fornite dalla società emittente attraverso comunicati stampa.

La Comunicazione prevede obblighi informativi anche a carico degli investitori che aderiscono agli accordi, qualora detengano una partecipazione nel capitale dell'emittente superiore al 2 per cento, relativamente all'operatività sui titoli interessati.

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

Nel febbraio 2009 la Commissione, tenuto conto dell'attuale contesto economico-finanziario e dell'estrema rilevanza, per l'attività di revisione dei bilanci, delle problematiche legate alla valutazione del presupposto della continuità aziendale, ha emanato una comunicazione che contiene alcuni richiami di attenzione alle società di revisione iscritte nell'Albo Speciale. La comunicazione, pur non introducendo obblighi di revisione aggiuntivi rispetto alle regole già contenute nel Documento n. 570 sulla "Continuità aziendale", fornisce indicazioni utili alla corretta applicazione di tali regole.

La comunicazione individua indicatori ulteriori, rispetto a quelli già presenti nel Documento, che aiutano il revisore a identificare eventi o circostanze che possano far sorgere dubbi significativi sulla continuità aziendale dell'impresa, e fornisce una guida più dettagliata alla valutazione delle previsioni e dei budget predisposti dagli amministratori. Il documento fornisce altresì talune precisazioni sulla relazione di revisione, con particolare riguardo alle conseguenze della valutazione effettuata dal revisore dell'informativa fornita in bilancio dagli amministratori, richiamando quanto indicato nel Documento n. 2 emanato, in data 6 febbraio 2009, da Banca d'Italia, Consob e Isvap.

Sempre nel mese di febbraio 2009, a seguito delle modifiche legislative apportate dal d.lgs. n. 32/2007 al codice civile (art. 2409-ter) e al Tuf (art. 156, comma 4-bis), la Commissione ha adottato il nuovo principio di revisione emanato dal Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili avente ad oggetto "Il giudizio sulla coerenza della relazione sulla gestione con il bilancio", che le società di revisione dovranno adottare nello svolgimento dei lavori di revisione sui bilanci chiusi a partire dal 31 dicembre 2008.

Il nuovo principio individua le procedure di verifica che il revisore deve svolgere per accertare la coerenza delle informazioni contenute nella relazione sulla gestione con il bilancio e stabilisce che il giudizio di coerenza deve essere esposto nella relazione di revisione in un paragrafo aggiuntivo, successivo rispetto a quello in cui il revisore esprime il proprio giudizio sul bilancio.

4. La disciplina dei mercati

Nel corso del 2008 la Commissione ha apportato varie modifiche al Regolamento in materia di mercati e ha fornito alcuni chiarimenti di natura applicativa legati al recepimento della Direttiva europea 2004/39/CE (MiFID).

Dopo un'ampia fase di consultazione avviata nel mese di maggio, la Commissione ha approvato talune variazioni agli articoli 36, 38 e 39 del Regolamento Mercati che disciplinano le condizioni per la quotazione di determinate società, in attuazione dell'art. 62, comma 3-bis del Tuf.

In via generale, tali modifiche si sono rese necessarie per la semplificazione e la puntuale definizione degli adempimenti previsti dalle disposizioni normative e, in particolare, al fine di chiarire che gli obblighi di cui all'art. 36 sono riferiti alle società controllanti e che, in linea con l'impianto generale delle direttive comunitarie, le disposizioni oggetto di revisione non trovano applicazione agli emittenti esteri le cui azioni sono state ammesse alla negoziazione in un mercato regolamentato italiano senza il loro consenso.

Con la Comunicazione del 21 gennaio 2008, la Commissione ha altresì fornito indicazioni di natura tecnico-operativa relative all'applicazione di alcune previsioni contenute nel Regolamento Mercati adottato in attuazione della direttiva MiFID. In tema di segnalazione alla Consob da parte degli intermediari delle operazioni effettuate su strumenti finanziari ammessi alle negoziazioni in un mercato regolamentato (sistema di *transaction reporting*), la Comunicazione fornisce, tra l'altro, chiarimenti relativamente ai soggetti tenuti all'obbligo di invio alla Consob delle comunicazioni delle operazioni e all'esenzione da tale obbligo per le operazioni concluse sul mercato italiano.

*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, per rafforzare l'integrità del mercato. In particolare, viene previsto che gli intermediari, che effettuano operazioni riguardanti strumenti finanziari ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato, comunichino i dettagli di tali operazioni all'Autorità competente il più rapidamente possibile e, al più tardi, entro la fine del giorno lavorativo seguente. Questo obbligo si applica a prescindere dal fatto che le operazioni siano state effettuate in un mercato regolamentato o meno. Al riguardo, rientrano nel novero degli intermediari tenuti al rispetto dell'obbligo di comunicazione le banche e le imprese di investimento italiane, ovvero i soggetti abilitati indicati all'articolo 1, comma 1, lett. r) del Tuf autorizzati almeno a uno dei servizi e attività di investimento di cui all'art. 1, comma 5, lett. a) o b) del Tuf, che effettuano operazioni riguardanti strumenti finanziari ammessi alla negoziazione in un mercato regolamento dell'Unione Europea. Secondo quanto indicato nella Comunicazione, "non sono tenuti all'obbligo di invio alla Consob delle comunicazioni delle operazioni i soggetti abilitati che non sono autorizzati ad alcuno dei servizi e attività di investimento di cui all'articolo 1, comma 5, lett. a) o b), del Tuf. Ad esempio, rientrano in tale casistica le Sgr e le Sicav, che pertanto sono escluse dall'obbligo di invio alla Consob delle comunicazioni delle operazioni. Rientrano in tale casistica anche tutte le banche e le imprese di investimento (sia nazionali che estere con succursale in Italia) che non sono autorizzate ad alcuno dei servizi e attività di investimento di cui all'articolo 1, comma 5, lett. a) o b), del Tuf". Inoltre, la Consob, in linea con quanto previsto dall'art. 25, paragrafo 5 della MiFID, ha stabilito che i soggetti abilitati sono esentati dagli obblighi di *transaction reporting* per le operazioni su strumenti finanziari ammessi alle negoziazioni nei mercati regolamentati italiani e ivi concluse, in considerazione del fatto che tali informazioni già pervengono all'Autorità dalle società di gestione dei mercati e per ulteriori finalità di vigilanza. La Consob dovrà pertanto*

ricevere direttamente dagli intermediari solo le segnalazioni relative a tutte le altre operazioni concluse al di fuori dei mercati regolamentati italiani.

La Comunicazione del 21 gennaio 2008 fornisce, inoltre, indicazioni nelle materie dell'avvio e della cessazione dell'attività di internalizzazione sistematica (e del connesso regime transitorio per i sistemi di scambi organizzati), della pubblicazione e del consolidamento delle informazioni *pre* e *post*-negoziazione e delle misure per la continuità operativa di funzioni essenziali.

Le materie della pubblicazione e del consolidamento delle informazioni sono state oggetto di apposite analisi da parte del Cesr, il cui esito ha visto l'emanazione di misure di livello 3. Tali misure non impongono obblighi addizionali a imprese di investimento, sistemi multilaterali e mercati regolamentati ma forniscono linee guida e raccomandazioni. Fermo restando il rinvio ai principi e alle raccomandazioni riportate nell'ambito delle misure di livello 3 del Cesr, per le quali non è richiesto il recepimento negli ordinamenti nazionali, la Consob ha ritenuto utile, anche su richiesta degli operatori di mercato, riassumere nella Comunicazione del 21 gennaio 2008 le principali raccomandazioni e linee-guida in materia fornendo, dove necessario, alcuni chiarimenti relativi all'ambito di applicazione.

In particolare, è stato chiarito che al fine di assicurare un efficiente processo di formazione dei prezzi e di facilitare l'implementazione e il monitoraggio della best execution, è importante che le informazioni pubblicate attraverso l'utilizzo di diversi canali siano: i) affidabili e strutturate, in modo da consentire un'analisi comparata dei prezzi registrati nelle diverse sedi di negoziazione; ii) disponibili a costi ragionevoli in un formato tale che esse risultino facilmente consolidabili e comprensibili. Nell'adempimento degli obblighi di trasparenza, ai soggetti obbligati è richiesto di prestare particolare attenzione alla qualità e al formato dei dati, ai meccanismi per la pubblicazione, alla disponibilità delle informazioni. Viene ribadito, inoltre, che la responsabilità per il rispetto degli obblighi di trasparenza pre-negoziazione e post-negoziazione e per la pubblicazione delle informazioni permane in capo al soggetto abilitato, al mercato regolamentato e al sistema multilaterale di negoziazione oggetto degli obblighi previsti dalla MiFID e dal Regolamento Consob in materia di mercati. In considerazione dell'esercizio da parte dell'Italia della facoltà di estendere il regime di trasparenza pre-negoziazione e post-negoziazione anche agli strumenti finanziari diversi dalle azioni, la Commissione ha inoltre provveduto a sottolineare che le indicazioni fornite devono rappresentare un punto di riferimento non solo per l'adempimento degli obblighi di trasparenza per le azioni ma anche per il rispetto dei requisiti stabiliti per gli strumenti finanziari diversi dalle azioni.

In relazione agli obblighi di comunicazione alla Consob circa il canale di diffusione delle informazioni utilizzato, la Commissione ha pubblicato l'elenco dei canali utilizzati dai soggetti abilitati, con l'indicazione, per ciascun canale, del gestore, dell'indirizzo Internet e del numero di soggetti che ne hanno scelto l'utilizzo.

Con riferimento alla disciplina in materia di abusi di mercato, nel corso del 2008 è stata avviata la procedura per il riconoscimento di due prassi di mercato da ammettere ai sensi dell'art. 180, comma 1, *lett. c)* del Tuf, inerenti rispettivamente all'attività di sostegno della liquidità del mercato e all'acquisto di azioni proprie per la costituzione di un

“magazzino” titoli. Le due prassi sono state sottoposte a consultazione pubblica nel secondo semestre del 2008.

L'art. 180, comma 1, lett. c) del Tuf definisce prassi di mercato ammesse quelle “prassi di cui è ragionevole attendersi l'esistenza in uno o più mercati finanziari e ammesse o individuate dalla Consob in conformità alle disposizioni di attuazione della direttiva 2003/6/Ce”. Le prassi di mercato ammesse rappresentano una delle due possibili tipologie di esenzione rispetto alle sanzioni previste dalla disciplina in materia di abusi di mercato. In virtù di tale esenzione, per gli illeciti consistenti in manipolazioni del mercato poste in essere esclusivamente per il tramite di ordini immessi o operazioni concluse sul mercato, non può essere assoggettato a sanzione amministrativa chi dimostri di avere agito per motivi legittimi e in conformità alle prassi di mercato ammesse nel mercato interessato.

La Commissione ha ritenuto opportuno avviare l'iter di ammissione ritenendo che le suddette prassi possano rispondere alle esigenze degli operatori: la prima favorendo il regolare funzionamento del mercato; la seconda consentendo di promuovere le strategie operative di crescita delle società ovvero di predisporre adeguati sistemi di incentivazione. La Commissione ha inoltre ritenuto di mantenere un adeguato livello di tutela dell'integrità dei mercati nei quali siano rispettate opportune condizioni (indipendenza dell'intermediario, limiti operativi e trasparenza).

5. La disciplina degli intermediari

Nel maggio 2008 ha preso avvio l'applicazione della regolamentazione in materia di intermediari emanata alla fine dell'anno precedente, in attuazione della direttiva MiFID. Tale attività si è sviluppata sia attraverso l'elaborazione di orientamenti interpretativi della Consob (cosiddetto “livello 3”), sia mediante la risposta a singoli quesiti sottoposti all'Istituto in considerazione della specificità dei temi, dell'urgenza e rilevanza della richiesta, nonché della difficoltà di trattazione da parte delle Associazioni di categoria nell'ambito delle proprie “linee guida”. La finalità che si intende perseguire per tale via è quella di agevolare gli intermediari nell'assolvimento degli obblighi regolamentari fornendo loro orientamenti di dettaglio in linea con le analoghe iniziative intraprese in sede comunitaria.

Le linee interpretative, chiarite fin dall'emanazione del nuovo Regolamento Intermediari n. 16190/2007, hanno costituito oggetto di ulteriore verifica nel corso dei numerosi incontri tenuti con gli operatori e con le Associazioni di categoria. Si è sottolineata in particolare l'ampia nozione di “consulenza in materia di investimenti” disegnata dalla disciplina comunitaria, con il conseguente abbinamento, di fatto, della stessa ai servizi “esecutivi” (collocamento, ricezione e trasmissione ordini).

In particolare, si è posta in luce la necessità per gli intermediari di raccogliere le informazioni sul profilo del cliente non solo in termini di esperienza e conoscenza finanziaria, ma anche di obiettivi di investimento e situazione finanziaria, al fine della più compiuta valutazione dell'adeguatezza degli investimenti consigliati o disposti. Ferma restando l'ampia configurazione della nozione di consulenza, le specifiche scelte strategiche di ciascun singolo intermediario

possono orientarsi per un diverso contenuto del servizio di consulenza fornito, che può definirsi di “base”, e quindi normalmente connesso ai servizi esecutivi e ai prodotti “a catalogo”, ovvero “maggiormente evoluto”, in quanto di ampio valore aggiunto e riferito a un insieme di prodotti “consigliabili” potenzialmente onnicomprensivo e non necessariamente connesso all’esecuzione dell’operazione.

Si è altresì evidenziato che le innovazioni introdotte dalla MiFID, almeno per gli intermediari “distributori”, implicano il passaggio da una logica di “vendita di prodotti” a una di fornitura di un necessario “servizio al cliente”. Un’ indicazione in tale senso si è individuata, oltre che nell’ampia nozione di consulenza, nell’obbligo ora previsto di un contratto-quadro anche nei rapporti “collocatore/cliente” e nella stessa disciplina in tema di inducements. Tale passaggio deve parimenti estendersi, per effetto delle scelte condotte dalla legge sul risparmio, anche alla distribuzione diretta a opera dello stesso emittente di prodotti finanziari bancari o assicurativi.

Un tema di particolare rilievo, oggetto di una Comunicazione adottata nell’ambito delle misure interpretative di livello 3 secondo un approccio *risk-based*, concerne la distribuzione di prodotti finanziari illiquidi alla clientela *retail*.

L’investimento diretto da parte dei piccoli investitori in prodotti con elevato rischio di liquidità/liquidabilità (quali, ad esempio, obbligazioni bancarie, polizze assicurative a contenuto finanziario, nonché derivati Otc) è un fenomeno significativo, accentuato dalla scarsa propensione all’investimento in prodotti del risparmio gestito. Dal lato dell’offerta, la distribuzione di obbligazioni bancarie a investitori retail trae impulso anche dal fatto che tali strumenti consentono di soddisfare le esigenze di raccolta a costi mediamente inferiori rispetto a fonti di provvista alternative.

La Comunicazione, adottata dall’Istituto dopo ampia consultazione, raccomanda agli intermediari concrete misure di *disclosure*, prescrive presidi sulle modalità di *pricing*, richiede una conoscenza approfondita dei prodotti illiquidi distribuiti e della clientela destinataria dell’offerta, dettando così linee di indirizzo comportamentale volte a contenere il potenziale conflitto fra i profili di stabilità degli operatori e le esigenze di tutela dei clienti.

In dettaglio, con riferimento ai profili di trasparenza, si raccomanda agli intermediari di fornire al cliente informazioni sul valore corretto e sui costi impliciti ed espliciti del prodotto illiquido distribuito, anche a manifestazione differita. È altresì evidenziata l’opportunità di informare il cliente sulle caratteristiche del prodotto illiquido distribuito presentando confronti con prodotti semplici e noti al fine di agevolare scelte consapevoli.

Con riguardo alle modalità di pricing, in assenza di mercati di scambio che possano costituire un obiettivo termine di paragone per la clientela, sono definite misure di correttezza volte comunque a garantire l’oggettività delle condotte degli operatori. È previsto pertanto l’utilizzo di metodiche di pricing riconosciute e diffuse sul mercato, in coerenza con quelle adottate per la valutazione del portafoglio di proprietà dell’intermediario. Si richiede, inoltre, la definizione di procedure che riducano la discrezionalità degli addetti e impongano un continuo raffronto con fonti informative esterne.

L'intermediario deve inoltre conoscere in modo approfondito le preferenze della clientela, con particolare riguardo all'orizzonte di investimento, in maniera da garantire i consigli più adeguati. In proposito è stata sottolineata la necessità che, nel processo di valutazione dell'adeguatezza delle operazioni, l'holding period dell'investitore sia espressamente raffrontato alla durata del prodotto illiquido distribuito al fine di assicurare la compatibilità delle due variabili.

Le linee di livello 3 elaborate si riferiscono anche all'operatività degli intermediari in derivati Otc. Tali contratti si caratterizzano per la circostanza di non essere standardizzati né negoziati nei mercati regolamentati. Nel caso di contratti che, per politica commerciale (e per stessa previsione normativa se il cliente è un ente locale) vengono offerti "a copertura" di esposizioni finanziarie della clientela, le procedure aziendali devono consentire di monitorare nel tempo, per tutta la durata dell'operazione, l'evoluzione delle posizioni coperte e di copertura, al fine di porre l'intermediario nelle condizioni di poter segnalare al cliente l'eventuale disallineamento della struttura ideata rispetto alle finalità che hanno condotto all'impostazione originaria dell'operazione.

L'applicazione delle misure di livello 3 richiede opportuni adeguamenti e aggiornamenti degli assetti organizzativi e delle procedure aziendali degli intermediari. Il riferimento a indicazioni di *best practice*, elaborate dalle Associazioni di categoria e validate dall'Autorità di vigilanza, può contribuire a soddisfare le esigenze di certezza degli operatori nell'ambito di un approccio rispettoso della libera concorrenza, della specificità operativa e organizzativa della singola impresa e dei margini di flessibilità applicativa garantiti dal nuovo sistema normativo.

In questa ottica, nel corso del 2008 la Commissione ha affiancato all'elaborazione di orientamenti interpretativi la definizione di una *Policy*, pubblicata nel mese di maggio, per la valutazione ed eventuale validazione delle Linee guida elaborate dalle Associazioni degli intermediari.

Il controllo della Commissione si esplica nella verifica di compatibilità delle Linee guida con la disciplina secondaria di riferimento e con le misure di livello 3. Per garantire l'efficacia del processo di verifica, appare necessario il coinvolgimento della Consob a partire dalle prime fasi del processo di individuazione, da parte delle Associazioni di categoria, delle materie rispetto alle quali si intende elaborare indicazioni di best practice. Nella definizione delle Linee-guida dovranno altresì considerarsi anche le esigenze dei diversi gruppi di soggetti interessati, in primis le Associazioni dei consumatori.

Nel corso dell'anno, le principali Associazioni hanno sottoposto al processo di validazione le prime bozze di Linee guida in materia di consulenza e relazione con il cliente, contratti, adeguatezza/appropriatezza, *best execution* e classificazione della clientela. Risultanze positive della verifica faranno delle linee applicative un *safe harbour*: i comportamenti operativi conformi con le soluzioni validate saranno infatti considerati in linea con il quadro normativo vigente.

Con riferimento alle società di gestione del risparmio, nell'agosto 2008 è stato pubblicato, nell'ambito degli orientamenti di livello 3, un documento di consultazione riguardante il tema della ricerca in materia di investimenti nei rapporti tra negoziatore e gestore; le misure definitivamente adottate sul tema sono state pubblicate il 14 gennaio 2009. Il documento chiarisce le regole dettate dalla Consob in materia di incentivi, relativamente alle condizioni di ricevibilità della ricerca da parte del gestore, qualora oggetto di accordi di *soft commission* con i negozianti ai quali sono indirizzati gli ordini dei portafogli gestiti. Al contempo, si precisa che il tema assume rilevanza anche sul piano degli obblighi di *best execution*.

Tra i fattori da considerare ai fini della cosiddetta strategia di trasmissione, la normativa annovera infatti il costo dell'esecuzione degli ordini; pertanto, considerato che la ricerca ricevuta dal negoziatore è pagata dal gestore attraverso le commissioni di negoziazione applicate ai patrimoni gestiti, l'apprezzamento economico della ricerca diventa funzionale al fine di considerare separatamente l'effettivo costo dell'esecuzione degli ordini che rileva ai fini dell'elaborazione e del riesame della strategia di trasmissione adottata dal gestore.

In materia di promotori finanziari, nel corso del 2008 la Commissione ha dato attuazione alle disposizioni dell'art. 31, comma 4, del Tuf come modificato dalla legge sul risparmio. Con la delibera n. 16737 del 18 dicembre 2008, infatti, ha disposto per il 1° gennaio 2009 l'inizio di operatività dell'Organismo per la tenuta dell'Albo dei promotori finanziari e ha stabilito l'entrata in vigore delle disposizioni contenute nel Libro VIII, parti II e III, del Regolamento Intermediari, con la conseguente cessazione delle Commissioni regionali e provinciali per l'Albo dei promotori finanziari.

Alla tenuta dell'albo dei promotori finanziari provvede l'Organismo costituito dalle associazioni professionali rappresentative dei promotori e dei soggetti abilitati e non più la Consob. L'Organismo è stato costituito, in data 25 luglio 2007, in forma di associazione di carattere privato senza finalità di lucro, tra l'Associazione Nazionale delle società di collocamento di Prodotti Finanziari e di Servizi di Investimento (Assoreti), l'Associazione Nazionale Promotori Finanziari (Anasf) e l'Associazione Bancaria Italiana (Abi). Il riconoscimento della personalità giuridica è avvenuto in data 11 ottobre 2007 con atto di iscrizione nel registro delle persone giuridiche presso la Prefettura di Roma.

L'Organismo opera nel rispetto dei principi e dei criteri stabiliti dalla Consob con regolamento. Nell'ambito dell'attività di vigilanza, inoltre, la Consob può chiedere all'Organismo la comunicazione anche periodica di dati e notizie e la trasmissione di atti e documenti con le modalità e nei termini dalla stessa stabiliti.

Nel nuovo assetto normativo, l'Organismo, che dispone di autonomia organizzativa, finanziaria e statutaria, è il soggetto deputato alla tenuta dell'Albo e all'adempimento degli altri compiti connessi e strumentali alla gestione dello stesso. In particolare l'Organismo, secondo quanto previsto dal proprio statuto, si articola in undici Sezioni territoriali, istituite presso le Camere di Commercio dei capoluoghi di regione del Piemonte, della Lombardia, del Veneto, dell'Emilia Romagna, della Toscana, del Lazio, della Campania, della Puglia, della Sicilia, delle Marche, nonché della provincia autonoma di Bolzano.

L'Organismo delibera le iscrizioni, le cancellazioni dall'Albo dei promotori finanziari e le variazioni dei dati in esso contenute e rilascia i relativi attestati; organizza lo svolgimento delle prove valutative per l'accesso all'Albo dei promotori finanziari; aggiorna tempestivamente l'Albo sulla base dei provvedimenti adottati nei confronti dei promotori dall'Autorità giudiziaria, dalla Consob e dallo stesso Organismo; verifica la permanenza dei requisiti prescritti per l'iscrizione all'Albo; determina e riscuote i contributi e le altre somme dovute dagli iscritti e dai richiedenti l'iscrizione, nella misura necessaria per garantire lo svolgimento delle proprie attività.

A seguito dell'avvio dell'operatività dell'Organismo per la tenuta dell'albo dei promotori finanziari, la Commissione ha apportato le necessarie modifiche al Regolamento Intermediari. Tali modifiche hanno riguardato, in particolare, la trattazione dei reclami contro i provvedimenti dell'Organismo, i requisiti per l'iscrizione all'Albo, la prova valutativa, l'iscrizione e la cancellazione dall'Albo. Sono stati inoltre previsti specifici obblighi di comunicazione e di collaborazione da parte dei soggetti abilitati nei confronti dell'Organismo, nonché l'automaticità dell'iscrizione all'Albo previsto dall'art. 31, comma 4 del Tuf per tutti coloro che erano iscritti all'Albo unico nazionale dei promotori finanziari tenuto dalla Consob fino al 31 dicembre 2008.

Nel corso del 2008 la Commissione è stata altresì impegnata nell'attuazione delle disposizioni in materia di consulenti finanziari persone fisiche di cui all'art. 18-bis del Tuf, introdotto dal d.lgs. n. 164 del 17 settembre 2007.

In particolare, la suddetta norma riconosce alle persone fisiche, in possesso dei requisiti di professionalità, onorabilità, indipendenza e patrimoniali stabiliti con regolamento adottato dal Ministro dell'Economia e delle Finanze, la possibilità di prestare la consulenza in materia di investimenti subordinandone l'iscrizione in un apposito Albo. Tale Albo è tenuto da un Organismo appositamente costituito, cui vengono riconosciute funzioni di vigilanza e potestà sanzionatoria nei confronti degli iscritti e i cui rappresentanti sono nominati con decreto del Ministro dell'Economia e delle Finanze, sentite la Banca d'Italia e la Consob.

Nel quadro normativo delineato, il comma 5 del citato art. 18-bis del Tuf, demanda alla potestà regolamentare della Consob, la definizione dei principi e dei criteri relativi: i) alla formazione dell'Albo e alle relative forme di pubblicità; ii) all'iscrizione all'Albo e cause di sospensione, radiazione e riammissione; iii) alle cause di incompatibilità; iv) alle regole di condotta che i consulenti finanziari devono rispettare nel rapporto con il cliente, avuto riguardo alla disciplina cui sono sottoposti i soggetti abilitati; v) alle modalità di tenuta della documentazione concernente l'attività svolta dai consulenti finanziari; vi) all'attività dell'Organismo, con specifico riferimento ai compiti di vigilanza e sanzionatori previsti dal comma 4 dell'art. 18-bis; vii) alle modalità di aggiornamento professionale dei consulenti.

Ai sensi del comma 6 dell'art. 18-bis del Tuf, inoltre, la Consob determina con regolamento le procedure per i ricorsi presentati dai consulenti finanziari dinanzi alla stessa contro i provvedimenti sanzionatori assunti dall'Organismo.

In ottemperanza al disposto normativo, la Consob ha predisposto uno schema di regolamento, sottoposto a consultazione pubblica nel mese di giugno, con la finalità di: i) favorire lo sviluppo e la competitività del mercato della consulenza in materia di

investimenti nonché la concorrenza tra i diversi operatori; ii) contenere l'impatto dei costi di *compliance*; iii) assicurare un livello di protezione dei clienti equivalente a quello offerto dalla disciplina dei soggetti abilitati; iv) conseguire l'uniformità della disciplina di trasparenza e di correttezza del servizio di consulenza in materia di investimenti; v) assicurare il rispetto dei criteri di adeguatezza e proporzionalità, con riferimento alle regole di organizzazione.

L'emanazione del regolamento è subordinata alla definizione del contesto normativo primario di riferimento, essendo allo studio un'ipotesi di modifica dell'art. 18-bis del Tuf.

In occasione delle modifiche al Regolamento Emittenti in attuazione della direttiva *Transparency*, è stata semplificata la struttura degli schemi di prospetto degli Oicr aperti (sia italiani che esteri non armonizzati) e dei prodotti finanziari-assicurativi, è stata superata l'approvazione preventiva dei prospetti dei fondi aperti (in linea con quanto già avviene per i prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazione) e sono state riviste le parti del prospetto soggette a un regime di consegna obbligatoria, al fine di dare massima evidenza alle informazioni-chiave relative ai rischi e agli oneri per ogni singolo prodotto. Tali modifiche sono state precedute da un'ampia consultazione pubblica e da un incontro pubblico (*open hearing* che si è svolto il 3 novembre)

Il prospetto semplificato degli Oicr aperti italiani, unico documento soggetto a obbligo di consegna, avrà un limitato numero di pagine e sarà suddiviso in due parti, soggette ad aggiornamento autonomo; la prima parte, denominata "informazioni generali", sarà focalizzata sulle modalità di sottoscrizione, switch e rimborso e sull'informativa relativa alla società-prodotto; la seconda, denominata "informazioni essenziali", riguarderà le caratteristiche generali dell'Oicr e i profili di rischio-rendimento e di costo, al fine di consentirne una migliore e più immediata fruizione da parte degli investitori e una riduzione dei costi per gli offerenti e i collocatori. Le nuove disposizioni avvicinano il documento d'offerta al nuovo modello di prospetto semplificato (cosiddetto Key Information Document) in via di definizione in ambito comunitario.

La semplificazione della struttura della documentazione d'offerta ha riguardato anche i prodotti finanziario-assicurativi, per i quali è prevista una scheda sintetica costituita da un limitato numero di pagine e suddivisa in due parti soggette ad aggiornamento autonomo, similmente a quanto disposto per i fondi aperti. Ulteriori novità riguardano il superamento dell'obbligo di utilizzo del rating quale parametro segnaletico del merito di credito degli emittenti e l'introduzione della facoltà per tutti i fondi di indicare gli scenari di probabilità già obbligatori per prodotti a obiettivo di rendimento o di protezione, oltre che per i prodotti finanziario-assicurativi di tipo index-linked e, in generale, per i prodotti assistiti da una garanzia.

Tali innovazioni rispondono anche all'esigenza di promuovere, attraverso il "livellamento del campo di gioco", la concorrenza tra prodotti succedanei quali Oicr aperti e prodotti finanziario-assicurativi appartenenti ai rami III e V (prodotti *index* o *unit linked* e di capitalizzazione). La frammentazione della disciplina di trasparenza relativa all'offerta al pubblico di tali prodotti d'investimento non favorisce, infatti, una piena comparabilità degli stessi con riguardo alla rappresentazione dei relativi profili di rischio e di onerosità.

Il processo di integrazione dei prodotti d'investimento cosiddetti "non-equity", compiutosi negli ultimi anni, ha reso molto simili le strutture finanziarie di fondi comuni, prodotti finanziario-assicurativi e titoli obbligazionari bancari in termini di combinazione dei fattori di rischio e finalità di investimento. Per questo motivo, benché i soggetti emittenti (tipicamente società di gestione, banche e imprese di assicurazioni) siano assoggettati a discipline differenti, tali prodotti sono percepiti come succedanei dagli investitori.

È auspicabile che tale approccio venga adottato anche in ambito comunitario, mediante l'emanazione di una disciplina sulla trasparenza dell'offerta al pubblico dei prodotti d'investimento "non-equity" omogenea, tale da realizzare concretamente il principio del livellamento del campo di gioco.

VI – LE RELAZIONI INTERNAZIONALI

1. La cooperazione internazionale

Nel 2008 la Consob ha proseguito l'attività di cooperazione internazionale con le Autorità di vigilanza di Stati membri dell'Unione Europea e di paesi terzi.

Il numero di richieste di informazioni ad altre Autorità estere è sensibilmente aumentato anche per effetto delle turbolenze che hanno interessato i mercati finanziari. La Consob ha inoltrato 113 richieste di cooperazione, di cui 42 finalizzate alla verifica del rispetto del divieto di vendite allo scoperto (introdotto dal 30 settembre 2008) e 52 per sospetti casi di *insider trading* e manipolazione del mercato (Tav. 39).

Tav. 39

Scambio di informazioni fra Consob e Autorità di vigilanza estere

Oggetto	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Richieste di informazioni ad Autorità estere										
Insider trading	43	32	24	24	11	8	12	16	18	25
Manipolazione dei prezzi di valori mobiliari	--	1	4	--	4	8	6	12	9	27
Sollecitazione e attività di intermediazione abusive	4	3	10	9	5	2	4	5	1	2
Trasparenza e informativa societaria	--	1	--	--	6	9	10	5	1	2
Partecipazioni rilevanti al capitale di società quotate e di intermediari autorizzati	--	--	1	1	3	1	2	4	3	2
Requisiti di onorabilità e professionalità	10	19	14	34	21	7	4	--	9	--
Violazione regole di condotta	--	2	--	--	1	2	--	1	--	--
Transaction reporting ex art. 25 MiFID	--	--	--	--	--	--	--	--	--	1
Vendite allo scoperto	--	--	--	--	--	--	--	--	--	42
Richieste dirette a remote member ex art. 57 MiFID	--	--	--	--	--	--	--	--	--	11
Segnalazioni operazioni sospette	--	--	--	--	--	--	--	--	--	1
<i>Totale</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>	<i>113</i>
Richieste di informazioni da Autorità estere										
Insider trading	3	5	20	13	17	18	18	17	18	18
Manipolazione dei prezzi di valori mobiliari	3	--	1	1	2	3	4	14	2	3
Sollecitazione e attività di intermediazione abusive	3	1	2	7	4	3	9	9	3	2
Trasparenza e informativa societaria	--	2	--	--	--	--	4	3	--	1
Partecipazioni rilevanti al capitale di società quotate e di intermediari autorizzati	--	--	--	2	1	--	4	--	1	1
Requisiti di onorabilità e professionalità	44	53	49	80	70	44	31	46	37	18
Violazione regole di condotta	--	--	--	--	--	--	--	--	3	2
Transaction reporting ex art. 25 MiFID	--	--	--	--	--	--	--	--	--	1
Vendite allo scoperto	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Richieste dirette a remote member ex art. 57 MiFID	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Segnalazioni operazioni sospette	--	--	--	--	--	--	--	--	--	2
<i>Totale</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>	<i>48</i>

Le richieste effettuate nell'ambito della applicazione del divieto di vendite allo scoperto hanno riguardato principalmente l'operatività di intermediari europei, soprattutto britannici, nei mercati regolamentati italiani in qualità di remote member.

La Consob ha ricevuto 48 richieste di cooperazione da parte di Autorità di vigilanza estere, legate principalmente alla verifica dei requisiti di onorabilità e professionalità e a sospetti casi di *insider trading*.

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

Nel 2008 è proseguita la partecipazione della Consob all'attività legislativa di approvazione delle proposte di direttiva presso la Commissione e il Consiglio Europeo

L'Istituto ha partecipato attivamente al negoziato sulla proposta di modifica della direttiva sui fondi comuni di investimento armonizzati Ucits (Undertakings for Collective Investment in Transferable), presentata dalla Commissione Europea nel mese di luglio; a gennaio 2009, il Parlamento Europeo ha approvato, in seduta plenaria, il testo di compromesso già approvato dal Consiglio nella riunione del Coreper, (Comitato dei rappresentanti permanenti) costituito dagli ambasciatori degli Stati membri presso l'Unione Europea alla fine del 2008. La formale adozione della direttiva, prevista nel maggio 2009, cambia profondamente la disciplina dei fondi armonizzati introdotta dalla Direttiva 85/611/CEE. Tra le novità più significative si rilevano: i) l'introduzione del passaporto delle società di gestione; ii) la sostituzione dell'obbligo di consegna del prospetto semplificato con quello di fornire informazioni essenziali per gli investitori; iii) l'introduzione della possibilità di costituire strutture master/feeder; iv) la semplificazione e il miglioramento della procedura di notifica dei fondi; v) la disciplina delle operazioni di fusione tra fondi; vi) il rafforzamento delle regole di cooperazione tra le Autorità di vigilanza.

È prevista un'ampia delega alla Commissione Europea per l'emanazione, entro il 1° luglio 2010, della disciplina di secondo livello in materia di requisiti organizzativi, conflitti di interesse, risk management e regole di condotta, e informazioni essenziali da fornire agli investitori.

La Consob ha partecipato ai negoziati relativi alla proposta di modifica delle direttive *Settlement Finality* e *Financial Collateral* e a quelli in merito alla proposta di regolamento in materia di agenzie di rating.

La Commissione Europea, nel mese di marzo, ha presentato una proposta di direttiva che modifica la Direttiva 98/26/CE per quanto concerne il carattere definitivo del regolamento nei sistemi di pagamento e di regolamento titoli, e la Direttiva 2002/47/CE relativa ai contratti di garanzia finanziaria nell'ambito dei suddetti sistemi. Le modifiche alla direttiva sulla definitività degli ordini sono volte a estendere le tutele, ivi concesse, al regolamento delle operazioni di mercato in presenza di sistemi di post-trading compatibili (interoperability).

La proposta di regolamento sulle agenzie di rating, presentata dalla Commissione Europea nel novembre del 2008, si inserisce tra le misure volte a ripristinare la fiducia dei mercati e ad aumentare la tutela degli investitori. La proposta definisce un quadro di vigilanza sulle attività delle agenzie i cui rating siano utilizzati da enti creditizi e da intermediari finanziari e assicurativi all'interno della Comunità.