

Infine, con riferimento al *filing*, la disciplina transitoria prevede che l'obbligo di deposito delle informazioni presso la Consob si considera adempiuto se la diffusione delle informazioni avviene mediante il loro inserimento nel Nis al quale ha accesso la Consob, ovvero tramite il sistema di Teleraccolta.

Con particolare riferimento ai meccanismi di stoccaggio è stato ritenuto opportuno procedere a una preliminare ricognizione dei soggetti interessati a esercitare il meccanismo di stoccaggio, richiedendo la trasmissione di una manifestazione di interesse non vincolante. Nel corso del 2009 non sono pervenute tuttavia né domande di autorizzazione per la gestione dei servizi di diffusione delle informazioni regolamentate, né manifestazioni di interesse per i meccanismi di stoccaggio.

Con la delibera 17002 del 17 agosto 2009 la Commissione, al fine di tener conto delle modifiche apportate al Tuf in materia di diffusione delle informazioni dal decreto legislativo 101 del 17 luglio 2009, ha introdotto un regime transitorio in materia di pubblicità degli avvisi o delle informazioni societarie regolamentate. In base a tale regime sono stati temporaneamente ripristinati gli obblighi di pubblicazione sui quotidiani a diffusione nazionale, così come previsto fino al 31 marzo 2009 dal Regolamento Emittenti, prima delle modifiche apportate in aprile in attuazione della Direttiva *Transparency*.

Relativamente alla disciplina dell'informazione periodica, le modifiche apportate al Regolamento Emittenti sono tese a conformare le disposizioni in esso contenute alla nuova tipologia di documentazione prevista nel Tuf a seguito del recepimento della Direttiva *Transparency* (relazione finanziaria annuale, relazione finanziaria semestrale e resoconto intermedio di gestione) e ad allineare alla disciplina comunitaria il modello dell'attestazione sul bilancio di esercizio, consolidato e semestrale abbreviato, rilasciata dagli organi amministrativi delegati e dal dirigente preposto (contenuto in allegato al Regolamento).

In materia di assetti proprietari, il recepimento della Direttiva *Transparency* ha rappresentato l'occasione per una rivisitazione complessiva della disciplina già vigente sulla trasparenza proprietaria, al fine di procedere, oltre agli adeguamenti imposti dalle disposizioni comunitarie, a una sua razionalizzazione, senza con ciò diminuire il livello di trasparenza del mercato già assicurato dalle disposizioni nazionali.

In particolare, con riferimento alle soglie di rilevanza ai fini degli obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti detenute è stato recepito quanto previsto, con riguardo all'entità delle soglie, dall'art. 9, par. 1, della Direttiva *Transparency*. Inoltre, è stato ridotto, rispetto alla disciplina previgente, il numero delle soglie rilevanti e sono state inserite ulteriori soglie rispetto a quelle previste dalle disposizioni comunitarie per tener conto sia dell'esperienza applicativa nella vigenza della precedente normativa che dell'analisi comparata delle discipline di recepimento degli altri Stati membri.

Si è poi proceduto a specificare con maggior dettaglio i criteri, già presenti nella normativa nazionale, per il calcolo della partecipazione; al riguardo sono state inserite a livello regolamentare indicazioni già riportate nelle Istruzioni e sono stati recepiti i criteri di rilevanza nel calcolo della partecipazione contenuti nella direttiva che non erano presenti nella disciplina italiana.

Ulteriori modifiche hanno riguardato la comunicazione delle azioni proprie. In particolare, è stato eliminato l'obbligo in capo al soggetto controllante l'emittente quotato di comunicazione delle operazioni aventi ad oggetto azioni proprie poste in essere dall'emittente medesimo ovvero da sue controllate. La comunicazione, pertanto, è oggi resa dal solo emittente quotato.

La Commissione ha inoltre rivisitato la disciplina relativa alle partecipazioni potenziali (riferite, in conformità alle disposizioni comunitarie e al sistema nazionale previgente, ai soli strumenti derivati regolati con *physical settlement*).

In particolare: i) è stata prevista una disciplina separata per gli obblighi di comunicazione relativi alle partecipazioni potenziali rispetto alle partecipazioni cosiddette "effettive", con conseguente eliminazione dell'obbligo di aggregazione ai fini del calcolo delle soglie rilevanti; ii) sono state ampliate le soglie rilevanti (è stata introdotta, anche per le partecipazioni potenziali, la soglia del 2 per cento prevista dal legislatore italiano come soglia minima della trasparenza proprietaria e sono state aggiunte le soglie del 15, 20 e 30 per cento); iii) è stata mantenuta la rilevanza (a differenza delle disposizioni comunitarie) anche degli strumenti che attribuiscono il diritto di vendere (limitando, rispetto al sistema previgente, l'obbligo ai soggetti che detengono una partecipazione effettiva o potenziale in acquisto superiore al 2 per cento); iv) infine, sono stati previsti due obblighi distinti per le partecipazioni in acquisto e vendita senza la possibilità di compensare (*netting*) i diritti di acquisto con quelli di vendita.

Per quanto riguarda la materia della detenzione delle partecipazioni rilevanti tramite derivati, nel corso del 2009 è stato pubblicato un *position paper* contenente alcune riflessioni preliminari in ordine a una possibile estensione del regime di trasparenza anche alle posizioni assunte in strumenti derivati con regolamento in contanti (*cash settled*) e aventi come sottostante azioni di emittenti quotati in mercati regolamentati italiani. Tale estensione potrebbe essere adottata in virtù della delega contenuta nell'art. 120, comma 4, lett. *d-ter*) che demanda alla Consob di individuare con regolamento "*i casi in cui la detenzione di strumenti finanziari derivati determina obblighi di comunicazione*" e già attuata parzialmente come sopra descritto.

Il documento ripercorre in premessa le origini dell'iniziativa regolamentare proposta, analizzando i fallimenti del mercato conseguenti all'asimmetria informativa esistente tra la detenzione di posizioni rilevanti in strumenti *physical settled* e quelle in strumenti *cash settled*. Dopo aver passato in rassegna le innovazioni regolamentari introdotte in altri Paesi Ue, il *position paper* analizza le scelte di fondo sottostanti alla possibile estensione della disciplina della trasparenza agli strumenti derivati *cash-settled*. Su alcune delle possibili scelte di fondo individua, poi, specifiche ipotesi

di lavoro, in base a una valutazione preliminare degli effetti attesi, sulle quali gli operatori sono stati invitati a fornire osservazioni, commenti e dati. Sulla base delle evidenze e delle opinioni raccolte sarà successivamente effettuata un'analisi dei costi e benefici di un insieme ristretto di opzioni regolamentari al fine di giungere alla definizione di una proposta di regolamentazione, che sarà sottoposta a consultazione, nei primi mesi del 2010.

In materia di esenzioni dagli obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti, si è proceduto a recepire le esenzioni previste dalla direttiva estendendone, per quanto possibile e compatibilmente con la disciplina comunitaria, l'ambito di applicazione (sulla base del potere generale previsto dall'art. 120 del Tuf) a tutti i casi nei quali la mancata comunicazione non comporta alcuna riduzione della portata informativa voluta dalla disciplina della trasparenza azionaria (ad esempio, esenzione relativa agli obblighi incombenti su società legate da rapporti di controllo).

È stato meglio delineato, inoltre, l'ambito applicativo soggettivo e oggettivo delle norme dedicate agli intermediari che detengono partecipazioni rilevanti nell'ambito dell'attività di gestione collettiva e/o individuale. È stata altresì prevista una esenzione dagli obblighi di comunicazione per le partecipazioni, superiori al 2 per cento ma inferiori al 5 per cento, di Oicr armonizzati ovvero fondi aperti extracomunitari a essi assimilabili.

Infine, allo scopo di chiarire l'ambito di applicabilità delle relative discipline, ulteriori modifiche hanno riguardato la trasparenza dei patti parasociali e la comunicazione da parte degli emittenti quotati delle partecipazioni superiori al 10 per cento in società non quotate.

Con la successiva delibera 16893 del 14 maggio, la Commissione ha perfezionato la neo-introdotta disciplina in materia di modalità di stoccaggio e deposito presso la Consob delle informazioni regolamentate da parte di soggetti controllanti emittenti quotati.

Inoltre, conformemente a quanto previsto nell'Allegato 3F al Regolamento Emittenti, gli obblighi di comunicazione al pubblico e alla Consob delle operazioni di compravendita degli strumenti finanziari sono stati riferiti soltanto agli emittenti azioni, ovvero alle società di gestione di fondi chiusi le cui quote siano ammesse alle negoziazioni nei mercati regolamentati.

3 La disciplina dei mercati

Nel corso del 2009 è stato completato, a seguito di consultazione pubblica avviata nel secondo semestre dell'anno precedente, l'*iter* relativo al riconoscimento di due prassi di mercato inerenti, rispettivamente, all'attività di sostegno della liquidità del mercato e all'acquisto di azioni proprie per la costituzione di un "magazzino" titoli (delibera 16839 del 19 marzo).

Le prassi di mercato costituiscono, assieme alle cosiddette *safe harbour* individuate dal Regolamento comunitario 2273/2003, esenzioni rispetto alle sanzioni

previste dalla normativa in materia di abusi di mercato che possono essere individuate dalle singole Autorità nazionali, in funzione della specifica conoscenza dei relativi mercati. In particolare, l'art. 180, comma 1, lett. c), del Tuf assegna alla Consob il compito di ammettere o individuare prassi di mercato, di cui è ragionevole attendersi l'esistenza in uno o più mercati finanziari, in conformità alle disposizioni comunitarie. L'art. 187-ter, comma 4, del Tuf stabilisce poi che 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 sottolineato che il mancato rispetto delle condizioni stabilite nella prassi non implica un'implicita dimostrazione di perpetrato abuso.

Per quanto riguarda la prassi relativa all'attività di sostegno della liquidità del mercato, l'Istituto ha ritenuto che tale attività, se effettuata nel rispetto di opportune condizioni, possa favorire il regolare funzionamento del mercato ed evitare movimenti dei prezzi non in linea con l'andamento del mercato.

La Consob ha pertanto riconosciuto l'intervento dell'emittente, o dei soggetti in rapporto di controllo, a sostegno della liquidità su azioni o quote di fondi chiusi ammessi alla negoziazione nei mercati regolamentati, ove siano rispettate talune condizioni volte a limitare il rischio di manipolazione del mercato. Tali condizioni, da osservare nello svolgimento dell'attività, attengono: i) all'indipendenza dell'intermediario che decide le operazioni, ii) ai limiti operativi e iii) alla trasparenza in merito al contratto e all'operatività.

Per quanto attiene alla prassi di mercato ammessa relativa alla costituzione di un magazzino titoli, la Commissione ha ritenuto che i programmi di acquisto di azioni proprie finalizzati a costituire un magazzino risultano essenziali ai fini di una efficace promozione delle strategie operative di crescita delle società e della predisposizione di adeguati sistemi di incentivazione per amministratori, dipendenti e collaboratori e pertanto non debbono essere disincentivati. Al fine di limitare in modo accettabile il rischio che le connesse operazioni possano costituire manipolazione del mercato, l'intervento dell'emittente deve osservare specifiche condizioni di tipo operativo e informativo, stabilite, in tale caso, riproducendo quelle previste dal regolamento comunitario sulla *safe harbour* in materia di *buy-back*.

Dopo un'ampia fase di consultazione, la Commissione ha adottato la comunicazione 9034169 del 16 aprile 2009, esplicativa di alcuni temi disciplinati dal Regolamento Mercati e complementare alla comunicazione 8005271 del 21 gennaio 2008 emanata a seguito delle modifiche regolamentari intervenute con il recepimento della Mifid. La nuova comunicazione ha integrato e aggiornato la precedente sui temi del *transaction reporting*, dell'internalizzazione sistematica e delle comunicazioni alla Consob da parte delle società di gestione dei mercati regolamentati.

In particolare, in tema di *transaction reporting* la comunicazione ha previsto l'introduzione di codici di identificazione degli strumenti finanziari

alternativi agli Isin e denominati *Alternative Instrument Identifier* nonché la previsione della possibilità per gli intermediari di avvalersi dei sistemi multilaterali di negoziazione italiani per l'invio delle segnalazioni all'Istituto.

Con riferimento all'attività di internalizzazione sistematica, è stato introdotto uno schema per standardizzare il contenuto delle informazioni da trasmettere alla Consob in occasione di nuove ammissioni di strumenti finanziari alle negoziazioni, ovvero di cessazioni dalle negoziazioni.

Con riguardo alle comunicazioni alla Consob da parte delle società di gestione dei mercati regolamentati, la comunicazione ha previsto l'invio delle informazioni anagrafiche relative agli strumenti finanziari ammessi a negoziazione, in vista dell'attuazione del progetto *Instrument Reference Data System* che prevede la costituzione di un'anagrafe centralizzata presso il Cesr, degli strumenti finanziari negoziati nei mercati regolamentati europei.

Con successiva comunicazione 9085378 del 1° ottobre 2009, è stata adottata una versione coordinata delle due precedenti comunicazioni (rispettivamente del gennaio 2008 e aprile 2009) nella quale sono organicamente trattati il sistema di *transaction reporting*, la pubblicazione e il consolidamento delle informazioni *pre*-negoziazione e di quelle *post*-negoziazione, l'avvio/cessazione dell'attività di internalizzatore sistematico, le misure per la continuità operativa di funzioni essenziali e le comunicazioni delle società di gestione dei mercati regolamentati.

Con la comunicazione 9053316 dell'8 giugno 2009, la Consob ha fornito inoltre chiarimenti in merito alle informazioni da rappresentare nei prospetti e agli obblighi di informazioni rilevanti per gli investitori in relazione a prestiti obbligazionari caratterizzati da attività di sostegno della liquidità e obbligo di riacquisto da parte dell'emittente in base a criteri predeterminati.

La Commissione si è pronunciata sulla questione tenuto conto del fatto che alcune operazioni di collocamento e/o ammissione alle negoziazioni nei mercati regolamentati di prestiti obbligazionari sono talvolta assistite da accordi tra gli emittenti, i soggetti responsabili del collocamento e gli intermediari (anche definiti *price maker*), concernenti attività di sostegno della liquidità e obblighi di riacquisto da parte dell'emittente. Sulla base di tali accordi il *price maker*, in generale, formula proposte di acquisto a un prezzo calcolato secondo le condizioni correnti di mercato. Al verificarsi, però, di una variazione negativa del merito di credito dell'emittente, può formulare proposte di acquisto a un prezzo che riflette, in termini di *spread* di tasso di interesse, il merito di credito dell'emittente evidenziato anteriormente al momento dell'emissione delle obbligazioni. Il *price maker* ha la successiva facoltà di cedere gli strumenti finanziari oggetto di riacquisto all'emittente sulla base di un prezzo di negoziazione sul mercato. La Consob, nel ritenere che tale meccanismo possa rappresentare uno strumento di parziale garanzia per i sottoscrittori, ha indicato standard di comportamento idonei a garantire condizioni di sufficiente

parità informativa e, più in generale, di rispetto del regolare funzionamento del mercato.

Con riguardo agli sviluppi internazionali in materia di abusi di mercato, nel maggio 2009 il Cesr ha pubblicato il terzo gruppo di linea guida di livello 3 ("*Third set of guidance and information on the common operation of the Directive to the market*"). Le linee guida affrontano la disciplina rispettivamente in materia di registri delle persone che hanno accesso a informazioni privilegiate, segnalazione di operazioni sospette, operazioni di stabilizzazione e programmi di riacquisto di azioni proprie (*buy-back*) ai sensi del Regolamento comunitario 2273/2003 e informativa al pubblico da parte delle società emittenti in presenza di *rumour* sul mercato.

In particolare, con riguardo ai registri, il documento spiega opportunamente cosa si debba intendere per accesso a informazioni privilegiate, mettendo in luce come, *ex post*, sia un dato di fatto e come, *ex ante*, dipenda dalle procedure interne del soggetto. Il Cesr, quindi, invita gli enti soggetti alla disciplina a fare ogni sforzo per ridurre il numero di persone che hanno accesso a informazioni privilegiate ed elenca le categorie di soggetti che tipicamente vanno inserite nei registri. Tra l'altro, precisa che, qualora ne ricorrano le condizioni, siano soggetti alla disciplina anche i consulenti dell'emittente e chiarisce che ritiene lecito fornire in outsourcing la gestione dei registri, anche all'esterno del gruppo di appartenenza.

Riguardo alle segnalazioni di operazioni sospette, il Cesr afferma che la disciplina è indipendente dalla Mifid e, quindi, gli intermediari sono obbligati a segnalare anche le operazioni ordinate o decise dai propri dipendenti, nonché quelle effettuate per i conti di proprietà o per i conti dei soggetti gestiti, rimanendo fermo che tali operazioni devono essere oggetto dei controlli interni previsti ai sensi della MiFID ed, eventualmente, di quelli di cui al decreto legislativo 8 giugno 2001 n.231 in materia di responsabilità amministrativa delle persone giuridiche. Riguardo alle operazioni oggetto dell'obbligo di segnalazione, il Cesr raccomanda di includere anche quelle che non vengono eseguite, specie se l'intermediario si rifiuta di eseguirle proprio per il sospetto che costituiscano violazioni della normativa. Inoltre, vengono elencati alcuni documenti e informazioni che solitamente risultano utili alle Autorità quando esaminano le segnalazioni di operazioni sospette.

Con riferimento alla stabilizzazione in occasione di collocamenti e ai *buy-back*, il documento ribadisce che le operazioni di acquisto effettuate oltre i limiti indicati dal Regolamento 2273/2003 non costituiscono, di per sé, abusi di mercato, mentre le operazioni di vendita non sono in nessun caso coperte dall'esenzione prevista dal citato regolamento.

Riguardo ai *rumour* di mercato, il Cesr puntualizza che l'emittente non può avvalersi della facoltà del "*no comment*" nel caso in cui i *rumour* siano talmente dettagliati da rendere evidente che una delle parti coinvolte è venuta meno agli obblighi di riservatezza. Rimane fermo che gli emittenti non sono obbligati a commentare *rumour* che sono privi di fondamento ("*without substance*") o che sono

manifestamente falsi o che si riferiscono a informazioni privilegiate che non circolano presso l'emittente, pur riguardando lo stesso emittente.

In modo schematico il documento ribadisce che i rumour devono essere oggetto di commento quando si riferiscono a un'informazione privilegiata, ovvero sono sufficientemente dettagliati da evidenziare che si è verificata una rottura degli obblighi di riservatezza, ovvero quando l'informazione privilegiata circola presso l'emittente. Rispetto al rischio che l'approccio delineato dal Cesr possa incentivare la produzione di rumour strategici da parte di soggetti che intendano indurre l'emittente a rendere manifesti i propri piani (cosiddetto fishing), il Cesr ricorda che tali strategie costituiscono abusi di mercato e che, comunque, l'emittente deve decidere caso per caso, sulla base delle circostanze esistenti, se commentare i rumour.

4 La disciplina degli intermediari

Nel 2009 è proseguita l'attività di esame e validazione delle linee guida predisposte dalle Associazioni di categoria sulle materie concernenti il Regolamento Intermediari, come modificato a seguito del recepimento della Direttiva Mifid.

In particolare, nel mese di settembre sono state validate le linee guida elaborate da Assosim in materia di classificazione della clientela, adeguatezza e appropriatezza e consulenza. Nei mesi precedenti, la Commissione aveva validato le linee guida messe a punto dall'Abi sui contratti per i servizi di investimento con i clienti *retail*; di Assogestioni in materia di adeguatezza e appropriatezza e di *best execution* e di Assoreti in tema di relazione di servizio con il cliente.

Il 2 marzo 2009 è stata emanata la comunicazione 9019104 avente ad oggetto *"Il dovere dell'intermediario di comportarsi con correttezza e trasparenza in sede di distribuzione di prodotti finanziari illiquidi"*. La comunicazione si inserisce nell'ambito delle misure di cosiddetto "livello 3" sul Regolamento Intermediari, con cui la Consob fornisce orientamenti interpretativi di dettaglio, funzionali alla concreta applicazione del nuovo sistema normativo adottato a seguito del recepimento della Direttiva MiFID.

Il testo tratta della distribuzione alla clientela al dettaglio di prodotti illiquidi (obbligazioni bancarie, prodotti finanziario-assicurativi, derivati) e raccomanda agli intermediari concrete misure di trasparenza; prescrive presidi sulle modalità di *pricing*; richiede agli stessi intermediari una conoscenza approfondita dei prodotti illiquidi distribuiti e della clientela destinataria dell'offerta, al fine di una compiuta valutazione di adeguatezza e di appropriatezza.

Con particolare riguardo alle raccomandazioni di trasparenza, è richiesto agli intermediari di fornire al cliente informazioni sul valore corretto e sui costi impliciti ed espliciti del prodotto illiquido distribuito. È quindi rappresentata agli operatori l'opportunità di informare il cliente sulle caratteristiche del prodotto

distribuito presentando confronti con prodotti semplici e noti che agevolino il compimento di scelte consapevoli.

Sul piano della lettura delle regole vigenti in tema di valutazione dell'adeguatezza degli investimenti, viene richiesta all'intermediario la conoscenza approfondita delle preferenze della clientela, con particolare riguardo all'orizzonte di investimento, in maniera da poter fornire i più adeguati consigli. In proposito è sottolineata la necessità che, nel processo di valutazione dell'adeguatezza delle operazioni, l'*holding period* dell'investitore sia espressamente e autonomamente raffrontato alla durata del prodotto illiquido distribuito, al fine di garantire la compatibilità delle due variabili.

Con riferimento alle condizioni di ricevibilità della ricerca in materia di investimenti riconosciuta dai negozianti ai gestori (individuali o collettivi) quale prestazione non monetaria, la Commissione ha fornito, a conclusione di una consultazione condotta sulle linee di livello 3 della Direttiva MiFID, i primi orientamenti interpretativi relativi al Regolamento Intermediari (comunicazione 9003258 del 14 gennaio 2009). Il documento affronta i profili afferenti alla ricerca come elemento del processo di investimento; alle condizioni di ricevibilità della ricerca quale specifica tipologia di *soft commission*; ai profili di *best execution* e coerenza con la specializzazione del negoziante.

In esito alle risultanze dell'attività di vigilanza svolta nel corso dell'anno sugli *hedge funds* (confronta il precedente Capitolo III "*La vigilanza sugli intermediari*"), la Commissione ha altresì formulato linee di indirizzo per la definizione di idonee procedure interne finalizzate all'ordinata e corretta attività di ricerca e selezione dei fondi *target*, in conformità alla *ratio* della regolamentazione vigente in tema di correttezza di comportamento e coerentemente con le specificità dell'attività svolta (comunicazione 9079688 del 4 settembre 2009).

In particolare, posto che il concreto atteggiarsi del processo di investimento riveste un ruolo centrale ai fini di una corretta prestazione del servizio gestorio, si è richiamata l'attenzione sulla necessità che ogni scelta iniziale di investimento risulti non solo conforme alle strategie deliberate, ma coerente con le informazioni previamente acquisite, che delle strategie costituiscono il presupposto. Anche il mantenimento dell'esposizione verso un'attività o la sua vendita costituiscono decisioni che devono essere costantemente e consapevolmente ponderate alla luce delle informazioni disponibili.

Il ricorso a consulenti, inoltre, non fa venir meno in capo alle Sgr e alle Sicav la responsabilità del rispetto prescritti canoni di diligenza e correttezza comportamentale. Peraltro, i consulenti potrebbero essere portatori di interessi in conflitto con quello degli Oicr, con conseguenti implicazioni in termini di presidi delle situazioni di conflitto, alla cui definizione gli intermediari gestori sono chiamati.

Ulteriori indicazioni sono state fornite in relazione alla identificazione del novero dei fondi che possono divenire oggetto di investimento; all'attività di *due*

diligence, che si estrinseca nella materiale acquisizione e analisi delle informazioni relative ai fondi *hedge* individuati al fine di accertare le condizioni per l'investimento; la selezione dei fondi, che deve avvenire sulla base delle informazioni acquisite in merito alla capacità del gestore di conseguire gli obiettivi di investimento dichiarati; il monitoraggio dei fondi selezionati, al fine di verificare nel continuo la persistenza delle condizioni riscontrate e soddisfatte nella fase di selezione iniziale.

Nel giugno 2009 è stato sottoposto a consultazione un documento concernente la revisione e l'aggiornamento degli obblighi informativi degli intermediari previsti dalla delibera 14015 del 2003. Nel mese di novembre, poi, è stata avviata una fase di sperimentazione del nuovo sistema di Teleraccolta con il coinvolgimento degli intermediari.

Tale iniziativa tiene conto delle importanti novità nel quadro normativo nazionale introdotte dalla legge 262/2005 e dalla normativa nazionale di recepimento della MiFID.

L'esperienza di vigilanza ha evidenziato, inoltre, la necessità di assicurare una più estesa copertura informativa in merito alle attività di gestione collettiva di portafogli e di fondi immobiliari, di *private equity* e di *hedge fund* nonché all'operatività svolta dai promotori finanziari per conto degli intermediari che esercitano l'attività di offerta fuori sede.

In materia di schemi di prospetto d'offerta degli Oicr aperti, dei fondi chiusi e dei prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazione, sono state emanate nel marzo 2009 le disposizioni che ne modificano gli schemi di prospetto d'offerta, secondo i termini precedentemente illustrati (si veda il precedente § 1). Un'ulteriore modifica alla regolamentazione in tema di prospetti ha riguardato il superamento della necessaria approvazione preventiva dei prospetti dei fondi aperti, in linea con quanto già avviene per i prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazione. In tal modo, la vigilanza sui prospetti dei fondi aperti si svolgerà in un momento successivo alla pubblicazione degli stessi e, quindi, all'avvio dell'offerta dei fondi.

Nel gennaio 2010, è stato emanato il Regolamento recante norme di attuazione del Tuf in materia di consulenti finanziari, persone fisiche e società di consulenza finanziaria, che ha fatto seguito, oltre che a un'ampia consultazione con il mercato, alla completa definizione del quadro della normativa primaria.

La disciplina delle nuove figure di operatori professionali abilitati alla prestazione del servizio di consulenza in materia di investimenti è ispirata all'obiettivo di favorire lo sviluppo del servizio di consulenza (essenziale canale di accesso dei risparmiatori al mercato finanziario) e di accrescere la concorrenza tra i diversi operatori presenti sul mercato, in un contesto normativo che assicuri equivalenza delle condizioni di svolgimento dell'attività da parte dei prestatori del servizio e un elevato livello di protezione degli investitori.

I punti qualificanti del nuovo assetto normativo sono, da un lato, l'innovativa architettura di vigilanza prefigurata dal legislatore, intesa a conciliare adeguati margini di autonomia dell'ordinamento professionale e idonei presidi di controllo pubblico; dall'altro, i rigorosi standard di correttezza e trasparenza dettati a salvaguardia dell'interesse dei clienti.

Sotto il primo profilo, si segnala la scelta del legislatore di articolare la supervisione sui consulenti finanziari e le società di consulenza finanziaria su un doppio livello, secondo un modello in parte simile a quello sperimentato per i promotori finanziari.

Il primo livello è affidato a un Organismo, composto da 5 membri nominati dal Ministero dell'Economia e delle Finanze tra persone di comprovata professionalità ed esperienza, di cui 2 designati dagli operatori appartenenti alla categoria. L'Organismo è chiamato a curare la tenuta dell'Albo dei consulenti persone fisiche e delle società di consulenza finanziaria istituito dall'art. 18-*bis* del Tuf, nonché a vigilare sul rispetto della disciplina professionale da parte degli iscritti, attivando gli opportuni strumenti informativi, ispettivi e sanzionatori.

Il secondo livello di supervisione è affidato, nel quadro delle più generali finalità previste dall'art. 5 del Tuf, alla Consob. All'Istituto vengono attribuiti poteri regolamentari e di vigilanza che dovranno esercitarsi nei confronti dell'Organismo al fine di assicurare l'efficace e tempestivo esercizio delle funzioni assegnate a quest'ultimo.

Le scelte regolamentari compiute dalla Consob sulla base dei criteri direttivi fissati dal legislatore sono ispirate ai principi di proporzionalità e sostenibilità dei costi di *compliance*, nonché di uniformità della disciplina di trasparenza e correttezza dei comportamenti nella prestazione del servizio di consulenza in materia di investimenti.

Sotto questo aspetto assumono particolare rilievo per la salvaguardia della fiducia dei clienti, l'osservanza da parte dei consulenti e delle società di consulenza finanziaria di una serie di fondamentali obblighi di correttezza professionale. Si segnalano, rispettivamente, il dovere di fornire informazioni corrette, chiare, non fuorvianti e sufficientemente dettagliate affinché i clienti possano adottare decisioni di investimento informate; di acquisire dai clienti le informazioni necessarie al fine di raccomandare gli strumenti finanziari più adatti; di valutare, sulla base delle informazioni acquisite dai clienti, l'adeguatezza delle operazioni raccomandate; di agire sempre nell'interesse dei clienti.

Le relazioni internazionali 6

1 La cooperazione internazionale

Nel 2009 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 diminuito rispetto al 2008 (Tav. 38). Tale dato è ascrivibile alla riduzione delle richieste finalizzate alla verifica del rispetto del divieto di vendite allo scoperto, conseguente alla progressiva rimozione del divieto stesso (si veda il Capitolo II "La vigilanza sui mercati").

In particolare, la Consob ha inoltrato complessivamente 61 richieste di cooperazione ad altre Autorità relative, per oltre la metà, a ipotesi di *insider trading* e manipolazione del mercato.

Le richieste di informazioni rivolte alla Consob da Autorità di vigilanza estere sono aumentate (59 a fronte delle 48 nel 2008) e hanno riguardato soprattutto casi di verifica dei requisiti di onorabilità e professionalità.

La Consob ha sottoscritto, nel mese di dicembre, un accordo di cooperazione con l'Autorità di vigilanza della Germania, BaFin (*Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht*), per il controllo coordinato della succursale italiana della banca Hypo-und Vereinsbank AG (HVB AG).

La Direttiva 2004/39/CE (MiFID) prevede, infatti, che la vigilanza sulle succursali di imprese di investimento comunitarie sia ripartita tra l'Autorità del paese di origine e quella del paese ospitante. Il *Memorandum* di intesa tra Consob e BaFin delinea, sulla base del modello previsto dal Protocollo Cesr sulla vigilanza delle sedi distaccate, un *programma* di vigilanza comune (*Common Oversight Request*), che si sostanzia in iniziative congiunte relative all'attività della HVB AG italiana, quali, ad esempio, incontri periodici, scambio di informazioni e ispezioni.

XVI LEGISLATURA – DISEGNI DI LEGGE E RELAZIONI - DOCUMENTI

Tav. 38 Scambio di informazioni fra Consob e Autorità di vigilanza estere

Oggetto	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Richieste di informazioni ad Autorità estere										
Insider trading	32	24	24	11	8	12	16	18	25	23
Manipolazione dei prezzi di valori mobiliari	1	4	--	4	8	6	12	9	27	14
Sollecitazione e attività di intermediazione abusive	3	10	9	5	2	4	5	1	2	3
Trasparenza e informativa societaria	1	--	--	6	9	10	5	1	2	1
Partecipazioni rilevanti al capitale di società quotate e di intermediari autorizzati	--	1	1	3	1	2	4	3	2	2
Requisiti di onorabilità e professionalità	19	14	34	21	7	4	--	9	--	--
Violazione regole di condotta	2	--	--	1	2	--	1	--	--	3
Transaction reporting ex art. 25 MiFID	--	--	--	--	--	--	--	--	1	1
Vendite allo scoperto	--	--	--	--	--	--	--	--	42	6
Richieste dirette a remote member ex art. 57 MiFID	--	--	--	--	--	--	--	--	11	2
Segnalazioni operazioni sospette	--	--	--	--	--	--	--	--	1	6
Totale	58	53	68	51	37	38	43	41	113	61
Richieste di informazioni da Autorità estere										
Insider trading	5	20	13	17	18	18	17	18	18	5
Manipolazione dei prezzi di valori mobiliari	--	1	1	2	3	4	14	2	3	2
Sollecitazione e attività di intermediazione abusive	1	2	7	4	3	9	9	3	2	8
Trasparenza e informativa societaria	2	--	--	--	--	4	3	--	1	1
Partecipazioni rilevanti al capitale di società quotate e di intermediari autorizzati	--	--	2	1	--	4	--	1	1	--
Requisiti di onorabilità e professionalità	53	49	80	70	44	31	46	37	18	36
Violazione regole di condotta	--	--	--	--	--	--	--	3	2	2
Transaction reporting ex art. 25 MiFID	--	--	--	--	--	--	--	--	1	--
Vendite allo scoperto	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Richieste dirette a remote member ex art. 57 MiFID	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Segnalazioni operazioni sospette	--	--	--	--	--	--	--	--	2	5
Totale	61	72	103	94	68	70	89	64	48	59

2 L'attività nell'ambito dell'Unione Europea

Nel 2009 è proseguita la partecipazione della Consob alle attività della Commissione Europea per la predisposizione e approvazione di proposte di direttive e regolamenti nonché ai negoziati sui pareri relativi all'istituzione di una nuova architettura della vigilanza europea del settore finanziario.

La Commissione Europea, nel mese di settembre, ha adottato un pacchetto legislativo costituito da 4 proposte di regolamento con l'obiettivo di ridisegnare l'intera struttura della vigilanza europea del settore finanziario. Il progetto di riforma si ispira alle conclusioni formulate nel rapporto del cosiddetto Gruppo de Larosière che, incaricato dalla Commissione Europea di valutare ipotesi di riforma dell'architettura della vigilanza in Europa, aveva presentato le proprie raccomandazioni nel mese di febbraio. Il 2 dicembre 2009, l'Ecofin (Consiglio dei Ministri Economici dell'Unione Europea) ha raggiunto un accordo politico sul pacchetto legislativo; seguirà l'intervento del Parlamento Europeo, che dovrà pronunciarsi sulle proposte in forza della procedura di co-decisione prevista dal Trattato di Lisbona. L'obiettivo della Commissione Europea e del Consiglio è quello di rendere operativo il nuovo sistema di vigilanza a partire dal 2011.

La nuova architettura di vigilanza si fonda su 2 pilastri: i) l'istituzione di un Consiglio Europeo per il rischio sistemico (Esrp - *European Systemic Risk Board*), deputato alla vigilanza macro-prudenziale e alla diffusione, ove necessario, di allarmi preventivi per la stabilità del sistema finanziario e di raccomandazioni non vincolanti; ii) l'istituzione del Sistema europeo delle Autorità di vigilanza finanziaria (Esfs - *European System of Financial Supervision*), dedicato alla salvaguardia della solidità delle singole imprese finanziarie e alla protezione degli investitori e costituito dalle Autorità nazionali e da 3 nuove Autorità europee di vigilanza (*European Supervisory Authorities - ESAs*).

Le ESAs, dotate di personalità giuridica, nasceranno dalla trasformazione e dal potenziamento degli attuali Comitati di terzo livello (Cesr - *Committee of European Securities Regulators*, Ceps - *Committee of European Banking Supervisors* e Ceiofs - *Committee of the European Insurance and Occupational Pensions Supervisors*) e includeranno rispettivamente la *European Banking Authority - Eba*, la *European Insurance and Occupational Pension Authority - Eiopa* e la *European Securities and Markets Authority - Esma*.

Le ESAs saranno chiamate a proporre standard tecnici vincolanti, risolvere eventuali divergenze tra le Autorità di vigilanza nazionali, assicurare un'applicazione coerente delle regole tecniche comunitarie nonché svolgere un ruolo di coordinamento in situazioni di emergenza. La nuova Autorità europea per il settore mobiliare (Esma) potrebbe essere chiamata, inoltre, ad esercitare poteri diretti sulle agenzie di rating. La vigilanza sui singoli operatori rimarrà affidata alle singole Autorità nazionali.

I casi in cui le Autorità potranno adottare norme vincolanti e svolgere un ruolo di mediazione saranno puntualmente indicati nella cosiddetta Direttiva Omnibus di cui la Commissione Europea ha presentato una proposta in data 26 ottobre 2009. Tale direttiva, alla cui predisposizione ha partecipato anche la Consob, è diretta a modificare i vari dispositivi normativi comunitari vigenti, al fine di pervenire a una maggiore armonizzazione a livello europeo.

L'Istituto ha, inoltre, partecipato ai negoziati sulla proposta di Direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi.

In data 30 aprile 2009 la Commissione Europea ha presentato una proposta di direttiva allo scopo di sottoporre a regolamentazione le società di gestione dei cosiddetti fondi alternativi, ossia i gestori di organismi di investimento collettivo diversi dai fondi armonizzati Ucits (*Undertakings for Collective Investment in Transferable*). Rientrano nella categoria dei fondi alternativi i fondi speculativi (*hedge fund*), i fondi immobiliari (*real estate fund*) e i fondi dei cosiddetti *private equity*. La proposta ha l'obiettivo di armonizzare i requisiti in capo ai gestori in materia di autorizzazione, organizzazione, regole di condotta e informazione nei confronti degli investitori e delle Autorità di vigilanza, stabilendo disposizioni più stringenti per i gestori di fondi che utilizzano sistematicamente la leva finanziaria (*leverage*). Si prevede, inoltre, l'istituzione di un passaporto europeo per i gestori autorizzati a operare e commercializzare detti fondi in tutta l'Unione Europea sulla base dell'approvazione rilasciata dal paese d'origine, previa comunicazione all'Autorità del paese ospitante. Viene comunque fatta salva la possibilità per il paese ospitante di mantenere limitazioni od obblighi più stringenti in relazione alla commercializzazione dei fondi alternativi presso gli investitori al dettaglio. Allo stato attuale il negoziato sulla direttiva è in corso presso il Consiglio e il Parlamento Europeo.

La Consob ha contribuito ai lavori per l'approvazione definitiva della proposta di modifica della Direttiva sui fondi comuni di investimento armonizzati (Ucits).

La Direttiva 2009/65/CE, cosiddetta Ucits IV, è stata formalmente approvata il 13 luglio 2009 ed è entrata in vigore il successivo 7 dicembre 2009. La scadenza per il recepimento da parte degli Stati membri è fissata al 30 giugno 2011.

La nuova direttiva cambia profondamente la disciplina dei fondi armonizzati introdotta dalla Direttiva 85/611/CEE. Tra le novità più significative si rileva: i) l'introduzione del passaporto delle società di gestione; ii) la sostituzione dell'obbligo di consegna del prospetto semplificato con l'impegno 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.

La direttiva dovrà essere accompagnata da una serie di misure di livello 2 che devono essere emanate entro il 1° luglio 2010. Per la definizione di dette misure la Commissione Europea, nel mese di febbraio 2009, ha chiesto l'assistenza tecnica

del Cesr che, tramite il Gruppo di Esperti sul Risparmio Gestito (*Investment Management Expert Group – Imeg*), presieduto dal Presidente della Consob, ha elaborato pareri tecnici sulle varie materie incluse nel mandato (si veda il successivo paragrafo per maggiori dettagli). Sulla base di tali pareri, la Commissione Europea intende presentare, nel corso del 2010, un pacchetto legislativo contenente misure di attuazione in materia di: i) requisiti organizzativi, conflitti di interessi, *risk management*, regole di condotta e contenuto degli accordi tra depositario e società di gestione; ii) informazioni chiave per l'investitore e condizioni da soddisfare nei casi in cui le informazioni e il prospetto siano forniti su supporto non cartaceo o tramite sito *web*; iii) forma e contenuto del modello di lettera di notifica e attestazione, modalità di scambio elettronico di informazioni tra Autorità ai fini della notifica, procedure per le ispezioni e lo scambio di informazioni tra Autorità di vigilanza; iv) procedure di notifica per l'offerta transfrontaliera di fondi armonizzati, fusioni di *Ucits* e strutture *master/feeder*.

La Consob ha partecipato anche ai lavori relativi alla predisposizione del regolamento sulle agenzie di rating. Tale Regolamento (1060/2009/CE), definitivamente approvato in data 16 settembre 2009 ed entrato in vigore il successivo 7 dicembre, è direttamente applicabile negli Stati membri.

La nuova disciplina prevede che gli intermediari finanziari possano utilizzare, ai fini regolamentari, solo rating emessi da agenzie stabilite nell'Unione Europea e registrate conformemente al Regolamento. Vengono, inoltre, introdotte una serie di regole che le agenzie di rating devono rispettare in tema di: i) requisiti organizzativi e operativi, inclusi quelli in materia di conflitti di interesse; ii) analisti e altri soggetti coinvolti nell'emissione dei rating; iii) metodologie, modelli e assunzioni in base ai quali vengono definiti i rating; iv) trasparenza e modalità di presentazione dei rating; v) comunicazione periodica di dati e informazioni da parte delle agenzie.

La Consob ha partecipato ai negoziati relativi alla proposta di modifica delle direttive in materia di prospetto e di armonizzazione degli obblighi di trasparenza.

Nel mese di settembre la Commissione Europea ha presentato una proposta di direttiva volta a semplificare il contenuto della Direttiva Prospetto, per ridurre gli oneri amministrativi degli emittenti/offendenti, aumentare la tutela degli investitori e chiarire alcuni dubbi interpretativi sull'applicazione pratica della direttiva stessa. Il Coreper (Comitato dei rappresentanti permanenti) ha raggiunto un accordo politico sulla proposta di compromesso, presentata dalla Presidenza di turno svedese, che dovrà essere discussa in Parlamento.

Le principali novità contenute nella proposta di compromesso riguardano: i) il formato e il contenuto del documento di sintesi del prospetto; ii) l'estensione del regime di responsabilità connesso al documento di sintesi; iii) il miglioramento della disciplina del prospetto di base, mediante la previsione dell'obbligo di consegna dei *final terms* agli investitori prima dell'inizio dell'offerta e dell'obbligo di trasmissione degli stessi alle autorità competenti dei paesi ospitanti; iv) l'eliminazione del registro delle persone fisiche e delle piccole e medie imprese.

Nel corso dell'anno sono state approvate le proposte di modifica alla quarta e alla settima Direttiva in materia di riduzione di alcuni obblighi di comunicazione e redazione di conti consolidati a carico delle società di medie dimensioni.

La Direttiva 2009/49/CE reca modifiche alla quarta e alla settima Direttiva al fine di: i) consentire agli Stati membri di esonerare le "medie imprese" dall'obbligo di fornire, in una nota integrativa, informazioni relative alla ripartizione del fatturato per settore di attività e area geografica e, ove capitalizzati, ai costi di impianto e ampliamento; ii) sollevare dagli obblighi di redazione del bilancio consolidato le società le cui controllate siano tutte di interesse non rilevante ai fini del consolidamento. La direttiva è entrata in vigore il 16 luglio 2009 e deve essere recepita negli Stati membri entro il 1° gennaio 2011.

Nel 2009 sono state apportate modifiche alla disciplina relativa, rispettivamente, al carattere definitivo del regolamento nei sistemi di pagamento e regolamento titoli e ai contratti di garanzia finanziaria.

La Direttiva 2009/44/CE ha innovato due differenti aree normative: i) la disciplina riguardante il carattere definitivo del regolamento nei sistemi di pagamento e nei sistemi di regolamento titoli; ii) la costituzione di garanzie finanziarie. Nel primo caso, la direttiva estende le tutele, ivi concesse, al regolamento delle operazioni di mercato in presenza di sistemi di *post-trading* interoperabili. In particolare, la direttiva favorisce il coordinamento delle regole al momento di immissione e irrevocabilità degli ordini di trasferimento nei sistemi di regolamento titoli e di pagamento. L'obiettivo è di evitare incertezze giuridiche sulle conseguenze derivanti dall'inadempimento di un partecipante, quando i sistemi siano tra loro *interconnessi o interoperabili*. Per quanto concerne le modifiche alla direttiva sui contratti di garanzia finanziaria, la disciplina è volta a includere alcuni crediti nell'ambito di applicazione della direttiva stessa. L'obiettivo è di semplificare le formalità richieste per la valida costituzione delle garanzie finanziarie sui crediti e facilitarne l'escussione, in modo da favorire la prestazione transfrontaliera e ridurre il rischio di credito.

Nel 2009 la Commissione Europea ha stabilito ulteriori principi in tema di remunerazione degli amministratori di società quotate integrando le precedenti raccomandazioni.

La Commissione Europea ha emanato una nuova Raccomandazione (2009/385/CE) con l'obiettivo di: i) assicurare un maggior collegamento della politica di remunerazione degli amministratori con gli obiettivi di lungo termine delle società, fornendo indicazioni sulla struttura delle parti variabili della remunerazione, del Tfr e dei regimi della retribuzione basati su azioni; ii) rafforzare il ruolo del comitato predisposto a prevenire conflitti di interessi e controllare l'attuazione della politica di remunerazione.

La Commissione Europea ha avviato, inoltre, una consultazione informale, con i governi dei principali Stati membri, precedente alla pubblicazione di una proposta di Direttiva sulle infrastrutture di mercato.