

La direttiva introdurrebbe per la prima volta una disciplina di armonizzazione delle società che si pongono come controparti centrali nella negoziazione di titoli sui mercati e dei contratti derivati. L'ambito di applicazione della direttiva potrebbe estendersi anche alle società di gestione dei sistemi di liquidazione e di regolamento. Le principali novità consisterebbero: i) nell'introduzione dell'obbligo di avvalersi di controparti centrali per la compensazione dei contratti derivati standardizzati e di opportuni presidi di trasparenza (*reporting*) su tutte le transazioni in derivati; ii) nell'armonizzazione dei requisiti di autorizzazione e delle condizioni di organizzazione interna, gestione dei rischi e operatività delle società che agiscono come controparti centrali e, probabilmente, delle società che gestiscono sistemi di liquidazione e regolamento; iii) nell'armonizzazione dei requisiti di autorizzazione e delle condizioni di organizzazione interna e di operatività delle società che raccolgono informazioni sulle operazioni concluse fuori mercato; iv) nella rimozione degli ostacoli all'interconnessione dei sistemi di *post-trading* dei diversi Paesi dell'Unione Europea e nel rafforzamento della cooperazione internazionale tra Autorità di vigilanza.

Nel 2009 la Commissione Europea ha avviato una consultazione pubblica sulla possibile revisione della Direttiva sugli abusi di mercato individuando alcune aree di miglioramento della disciplina vigente.

In particolare, la Commissione sofferma la propria attenzione: i) sui mercati e gli strumenti finanziari a cui si applica la disciplina sugli abusi di mercato; ii) sulla possibilità per gli emittenti di ritardare la diffusione di informazioni privilegiate; iii) sul regime di diffusione delle informazioni privilegiate da parte degli emittenti di strumenti derivati su merci; iv) sulla capacità delle autorità competenti di accedere alle registrazioni telefoniche; v) sull'obbligo di redigere la lista degli *insiders* e di comunicare le transazioni effettuate dagli amministratori degli emittenti.

Nel corso dell'anno la Consob ha fornito supporto tecnico al Ministero dell'Economia in relazione alle riunioni dell'Aurc (*Audit Regulatory Committee*) e ha partecipato alle riunioni dell'Egaob (*European Group of Auditors' Oversight Bodies*), Gruppo di Esperti istituito dalla Commissione Europea per il coordinamento tra gli organismi di controllo pubblico dei revisori legali e delle società di revisione a livello comunitario.

L'Egaob ha fornito supporto alla Commissione Europea nella valutazione dei sistemi di controllo pubblico di paesi terzi e nelle problematiche di cooperazione internazionale. Sulla base dei contributi forniti nel corso dell'anno dal Gruppo di Esperti, il 5 febbraio 2010 la Commissione Europea ha adottato, ai sensi dell'art. 47 della Direttiva 2006/43/CE, una decisione sull'adeguatezza delle Autorità competenti dei paesi terzi (il *Public Accountability Board* canadese, la *Financial Services Agency* giapponese, il *Certified Public Accountants and Auditing Oversight Board* giapponese e la *Federal Audit Oversight Authority* svizzera), sotto il profilo del rispetto delle condizioni previste dalla direttiva circa la trasmissione delle carte di lavoro e altri documenti dei revisori.

Nel mese di dicembre l'Egaob ha, inoltre, pubblicato un documento contenente linee guida sulla cooperazione tra le competenti Autorità degli Stati membri in materia di vigilanza sulle società di revisione all'interno dell'Unione Europea. Il documento sarà sottoposto a revisione annuale.

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

Nel corso del 2009 è proseguita l'attività dei gruppi di lavoro, in ambito Cesr, per affrontare le problematiche connesse alla crisi dei mercati finanziari; tale attività, alla quale la Consob ha partecipato, si è conclusa con la partecipazione di numerosi rapporti di approfondimento e la definizione di norme comuni di intervento.

Si segnala, in particolare, il rapporto pubblicato su iniziativa della *Task Force Lehman*, in cui si analizza l'impatto della crisi del gruppo statunitense in Europa e si individuano possibili aree critiche della regolamentazione europea. Il Cesr ha, inoltre, esaminato le conseguenze del *crack Madoff* su taluni segmenti dell'industria della gestione collettiva europea e ha pubblicato informazioni e suggerimenti pratici diretti agli investitori europei in merito alla frode.

L'Istituto ha partecipato alla *Post-Ecofin Task Force*, deputata alla preparazione di documenti, posizioni comuni e pareri rivolti alla Commissione Europea in vista della trasformazione del Cesr nella nuova Autorità europea. Il Gruppo ha esaminato le proposte regolamentari della Commissione e ha avviato un dialogo con le Istituzioni europee al fine di rafforzare il ruolo della nuova Autorità dei mercati finanziari (Esma). Il lavoro della *Task Force* proseguirà anche nel 2010.

Nel corso dell'anno sono proseguiti i lavori del Gruppo di Esperti sul Risparmio Gestito (*Investment Management Expert Group – Imeg*), presieduto dal Presidente della Consob.

Il Gruppo di Esperti, in particolare, ha lavorato intensamente per ottemperare al mandato conferito dalla Commissione Europea nell'ambito del processo di revisione della normativa comunitaria in materia di organismi d'investimento collettivo, che ha condotto all'approvazione della Direttiva Ucits IV nel giugno 2009 (come già ricordato nel § 2).

In particolare, sono state proposte misure attinenti: i) ai requisiti organizzativi della società di gestione; ii) alla gestione del rischio dei fondi (*risk management*); iii) alle regole di condotta in materia di gestione collettiva; iv) ai conflitti di interessi; v) alla cooperazione tra Autorità di vigilanza; vi) alle regole applicabili alla depositaria di un fondo domiciliato in un paese diverso da quello dell'intermediario che lo ha istituito e/o che lo gestisce (*Technical Advice – CESR/09-963*); vii) alle condizioni necessarie all'operatività del passaporto europeo per le società di gestione.

Sulla base del parere tecnico del gruppo, la Commissione Europea adotterà nel corso del 2010 le misure di attuazione di livello 2 della nuova Direttiva in materia di fondi comuni armonizzati. Tali misure garantiranno un miglior allineamento tra le disposizioni applicabili alle Sgr e alle imprese di investimento ai sensi della MiFID, pur tenendo conto della specificità del settore delle gestioni collettive.

Nel mese di dicembre 2009 il Cesr ha, inoltre, formulato un secondo parere tecnico sulle misure di attuazione della Direttiva Ucits IV in materia di: i) informazioni da fornire agli investitori in occasione di fusioni transfrontaliere di fondi comuni di investimento; ii) istituzione delle strutture *master-feeder*; iii) procedure di notifica.

Il Gruppo di Esperti del Cesr ha inoltre completato durante l'anno i lavori sulle regole attinenti il documento informativo *Key Information Document (Kid)*, che dovrà sostituire il prospetto semplificato dei fondi armonizzati, in risposta alla richiesta di assistenza tecnica avanzata dalla Commissione Europea.

Il Cesr ha indicato gli standard di contenuto informativo del Kid relativamente ai profili degli obiettivi e delle strategie d'investimento, del rischio-rendimento, dei costi e delle performance storiche. Per ciò che riguarda l'informativa sul profilo di rischio-rendimento, il Cesr ha suggerito di adottare un indicatore sintetico di natura qualitativa (basato su metodologie quantitative), accompagnato da una spiegazione narrativa dei principali limiti dell'indicatore stesso e da una presentazione dei rischi rilevanti non rappresentati dalla metodologia che sottende la costruzione di tale indicatore.

In materia di monitoraggio e gestione del rischio dei fondi, le norme proposte dal Cesr riprendono le linee guida, approvate nel febbraio 2009, redatte dall'*Operational Task Force (Otf)*, gruppo costituito all'interno dell'Imeg e dedicato agli aspetti tecnico-operativi connessi all'applicazione armonizzata delle norme comunitarie sull'*asset management*.

Nel corso del 2009 l'Otf si è occupato delle problematiche inerenti alle modalità di gestione dei rischi da parte degli intermediari, alla sopravvenuta carenza di liquidità di taluni investimenti operati dai fondi aperti e agli effetti sulla valorizzazione dei patrimoni e sulla necessaria sospensione dei rimborsi. Questi temi hanno riproposto la questione dell'ammissibilità di taluni strumenti finanziari strutturati nei portafogli dei fondi armonizzati e, in particolare, di quelli che dovrebbero perseguire strategie di investimento tipicamente molto liquide (fondi monetari e/o di liquidità).

A seguito delle analisi svolta dall'Otf, il Cesr ha elaborato una definizione armonizzata delle caratteristiche di portafoglio degli Oicr che intendono adottare la denominazione di "fondi monetari", la cui formulazione sarà sottoposta al vaglio di una consultazione pubblica nel primo trimestre del 2010.

Il Gruppo di Esperti sul Risparmio Gestito ha inoltre contribuito alla redazione della risposta del Cesr alla consultazione della Commissione Europea sulle funzioni del depositario di fondi comuni armonizzati.

La Consob ha partecipato attivamente agli altri gruppi di lavoro istituiti in ambito Cesr per analisi e approfondimenti riguardanti le Direttive MiFID e Prospetto.

Tra i numerosi lavori del Gruppo di Esperti MiFID, si segnalano: i) la pubblicazione di un rapporto in cui si raccomanda l'introduzione di obblighi di trasparenza nelle negoziazioni in titoli di debito, prodotti finanziari strutturati e derivati di credito; ii) la revisione del protocollo sulle procedure di notifica ai fini del passaporto MiFID; iii) la predisposizione del protocollo per lo scambio di informazioni ai fini di vigilanza sulle succursali; iv) l'avvio della consultazione sulle buone pratiche in materia di incentivi (*inducement*); v) linee interpretative sulla qualificazione dei prodotti complessi; vi) la pubblicazione di chiarimenti in merito al regime di esenzione dagli obblighi di trasparenza *pre*-negoziazione.

Nell'anno 2009 si è conclusa l'attività svolta dall'*Experts Group on Prospectus*, in merito ai requisiti informativi previsti dalla Direttiva sul Prospetto.

In particolare, il Gruppo ha concluso le verifiche condotte per la valutazione dell'equivalenza dei prospetti, redatti secondo la legislazione israeliana, ai requisiti informativi dei prospetti predisposti in conformità alla normativa Ue, ai fini dell'applicazione dell'art. 20 della Direttiva Prospetto e a seguito di specifica istanza dell'Autorità competente. In relazione a tali prospetti, il Cesr ha individuato alcuni profili informativi, quale ad esempio la dichiarazione di conformità alle norme nazionali in materia di *corporate governance*, per i quali non è stata riscontrata equivalenza con il regolamento comunitario sui prospetti. Al riguardo, resta fermo che l'Autorità competente per l'approvazione dei prospetti, ove riscontri carenze informative, potrà chiedere informazioni supplementari.

Saranno, inoltre, oggetto di esame congiunto con il Cesrfin le regole di informazione sul prospetto concernenti la dichiarazione sul capitale circolante netto, le informazioni *pro-forma* e le previsioni di risultati economici. Tale attività si concluderà con l'elaborazione di un documento che rappresenterà le condizioni di equivalenza dei prospetti di emittenti israeliani, già quotati alla borsa di Tel Aviv, con prospetti già approvati in base agli *International Standards on Auditing (Isa)*.

Il Gruppo sul Prospetto ha altresì prodotto orientamenti per la corretta applicazione delle norme comunitarie sul prospetto, aggiornando il documento Q&A (*10th Update of frequently asked questions regarding Prospectuses: Common positions agreed by Cesr Members - CESR/09/1148*) e, a breve, pubblicherà un documento di consultazione volto a modificare la raccomandazione CESR/05-054b per la parte attinente alle informazioni dei prospetti di società minerarie.

Nel 2009 sono proseguiti i lavori del Cesrfin, Gruppo permanente sull'informazione finanziaria, e del sottocomitato per l'*enforcement* Eecs (*European Enforcers Coordination Sessions*), al fine di porre in essere gli strumenti atti ad assicurare un efficace coordinamento delle attività di *enforcement* dell'informazione finanziaria a livello europeo.

L'Eecs, ha implementato il coordinamento degli *enforcers* europei al fine di raggiungere un elevato livello di armonizzazione delle decisioni in materia di

vigilanza sulla corretta applicazione dei principi contabili internazionali. In particolare, sono stati pubblicati 3 estratti contenenti le decisioni assunte dagli *enforcers* nazionali dell'Unione Europea e inseriti nel database elettronico del Cesr. Il database, costituito nel 2005, è un archivio per la consultazione delle decisioni di primaria importanza ai fini dell'applicazione omogenea degli Ias/Ifrs in ambito europeo.

Nel corso del 2009 il Cesrfin ha svolto un'indagine in materia di *disclosure* sugli strumenti finanziari quotati fornita dalle società quotate nei conti 2008. L'indagine ha riguardato un campione di 100 emittenti, di cui 11 italiani, operanti nel settore bancario e assicurativo. In particolare è stato verificato l'allineamento dei bilanci: i) alle disposizioni dell'Ifrs 7 "Strumenti finanziari: informazioni integrative" relative all'area dei rischi e delle incertezze; ii) alle raccomandazioni e linee guida sulla *disclosure* che sono state pubblicate dallo *Iasb Expert Advisory Panel Report*, dal *Financial Stability Forum*, dal *Senior Supervisors Group* e dallo *Statement* del Cesr.

Il Cesr ha pubblicato, nel gennaio 2009, il documento "*Cesr Statement on reclassification*" nel quale erano rappresentati i risultati di un'analisi condotta dal Cesrfin sull'applicazione, da parte delle imprese europee, degli emendamenti apportati agli standard internazionali Ias 39 e Ifrs 7 circa la riclassificazione degli strumenti finanziari. Da tale ricognizione era emerso che, nel terzo trimestre del 2008, la maggioranza delle imprese non aveva adottato gli emendamenti in parola e pertanto non aveva provveduto a riclassificare gli strumenti finanziari. Il Cesrfin ha aggiornato l'analisi sulla base dei bilanci chiusi al 31 dicembre 2008, al fine di presentare un quadro completo dei comportamenti adottati dalle imprese europee.

In materia di abusi di mercato, la Consob ha contribuito ai lavori del Cesr finalizzati all'elaborazione di un terzo set di linee guida sul funzionamento della Direttiva 2003/6/CE (*Market Abuse Directive - MAD*), pubblicato nel mese di maggio 2009.

Le nuove linee guida affrontano questioni interpretative relative: i) ai requisiti della lista degli *insiders*, ii) alla segnalazione delle operazioni sospette; iii) ai programmi di stabilizzazione; iv) alla nozione di informazione privilegiata (*inside information*). Il documento, risultato di un processo di consultazione iniziato nel 2008, rappresenta un importante strumento per favorire una maggiore convergenza nell'interpretazione e nell'attuazione della Direttiva sugli abusi di mercato da parte delle Autorità di vigilanza.

L'Istituto ha partecipato attivamente ai lavori del *Review Panel* (Gruppo permanente per l'attuazione degli standard Cesr da parte degli Stati membri) per la mappatura dei poteri di vigilanza e di *enforcement* attribuiti alle Autorità di vigilanza degli Stati membri in attuazione della Direttiva MiFID.

Nel corso dell'anno il *Review Panel* ha finalizzato l'esercizio di mappatura dei poteri e delle pratiche di vigilanza delle Autorità ai sensi della Direttiva *Transparency* e della Direttiva MiFID. Il Gruppo, inoltre, ha svolto esercizi di *peer review*, aventi ad oggetto la verifica dello stato di attuazione delle linee guida sulla

semplificazione della procedura di notifica dei fondi Ucits e degli *Standards* 1 e 2 sulle attività di *enforcement* in materia di informazioni finanziarie. È stato, inoltre, dato avvio alla *peer review* sulla Direttiva Prospetto e svolto il lavoro di mappatura sull'esercizio dei regimi opzionali ai sensi delle Direttive MiFID e MAD.

In materia di agenzie di rating, la Commissione Europea ha chiesto al corrispondente gruppo di lavoro del Cesr, del quale la Consob è membro, un parere tecnico sulla valutazione di equivalenza dei sistemi di regolamentazione di alcuni paesi (Giappone, Australia, Stati Uniti e Canada), alla luce del nuovo regime europeo in materia. Il parere dovrà essere reso entro aprile 2010.

L'Istituto ha contribuito anche ai lavori del Cesr-Tech e alle attività congiunte del Cesr e della Banca Centrale Europea in materia di *clearing* e *settlement*.

Nel corso del 2009 il Cesr-Tech ha avviato in ambito Trem (*Transaction Reporting European Mechanism*) una consultazione circa le possibili misure per lo scambio di informazioni sulle transazioni in derivati concluse fuori dai mercati regolamentati, in particolare in materia di identificazione e classificazione di detti strumenti.

Inoltre, il Cesr e la Banca Centrale Europea hanno elaborato raccomandazioni in materia di gestione dei sistemi di liquidazione dei titoli e di controparti centrali istituite nell'Unione Europea, mediante pubblicazione di un rapporto a maggio 2009.

In materia di *trade repositories* attivi nell'Unione Europea, il Cesr ha avviato anche una consultazione allo scopo di sviluppare opzioni regolamentari comuni sulla vigilanza dei soggetti che detengono informazioni sulle negoziazioni in titoli *over the counter*.

Nel 2009 è stata istituita dal Cesr una nuova *Task Force* sulla "*mutual recognition*" presieduta dalla Consob.

La *Task Force* ha svolto un'analisi economica dei vantaggi e degli svantaggi derivanti dalla *mutual recognition* con paesi terzi e degli aspetti regolamentari significativi che possono costituire il presupposto e la condizione per l'instaurazione di contatti con detti paesi. All'esito dei lavori è stato pubblicato un documento di consultazione. Le attività della *Task Force* continueranno nel 2010.

Sono continuati, inoltre, i lavori della *Task Force* congiunta tra i comitati di livello 3 (Cesr, Ceps e Ceiops) in materia di delega dei compiti tra le Autorità di vigilanza europee.

L'istituzione della *Task Force* risponde alle raccomandazioni formulate dall'Ecofin, a dicembre 2007, sulle possibili opzioni per l'esercizio, su base volontaria, di deleghe di specifici compiti di vigilanza, al fine di rafforzare il controllo sui gruppi finanziari che operano su base transfrontaliera. La *Task Force* ha pubblicato un primo rapporto, ad aprile 2009, nel quale si esaminano le problematiche e gli ostacoli all'istituzione di efficaci meccanismi di delega.

#### **4 L'attività nell'ambito dell'*International Organization of Securities Commissions* (Iosco) e in altre sedi istituzionali**

Nel 2009 la Consob ha partecipato al Comitato Tecnico e al Comitato Esecutivo della Iosco (*International Organization of Securities Commissions*) e ha fatto parte dei relativi comitati permanenti, gruppi di lavoro e *Task Force*.

L'Istituto ha assunto, congiuntamente all'Autorità di vigilanza del Regno Unito (Fsa), la presidenza della *Task Force on Unregulated Entities* istituita dal Comitato Tecnico al fine di coordinare le iniziative di controllo in materia di entità non regolamentate. La Iosco ha pubblicato, all'esito dei lavori della *Task Force*, un rapporto contenente 6 principi che gli ordinamenti dovrebbero rispettare nella regolamentazione dei fondi speculativi (*hedge fund*).

La *Task Force on Unregulated Entities* ha dapprima esaminato le problematiche connesse all'operatività di *hedge fund* e le differenze negli approcci regolamentari dei propri membri. Le valutazioni sono confluite in un primo rapporto del Comitato Tecnico, pubblicato nel marzo 2009, con finalità di consultazione. Successivamente, la *Task Force* ha redatto un rapporto finale sulla vigilanza dei fondi speculativi (approvato dal Comitato Tecnico e pubblicato nel giugno 2009) nel quale si raccomanda l'introduzione di un approccio regolamentare diretto, al fine di mitigare i rischi posti dall'attività degli *hedge fund* e favorire un maggior coordinamento delle iniziative internazionali di vigilanza in materia. Nel corso dell'anno la *Task Force* ha inoltre valutato possibili misure per la vigilanza comune e lo scambio di informazioni sui rischi sistemici posti dagli *hedge fund* e ha intrapreso una verifica tesa ad accertare il grado di adesione dei propri membri ai 6 principi raccomandati.

Il Comitato Tecnico della Iosco ha istituito, inoltre, una *Task Force* in materia di cooperazione nella vigilanza con l'obiettivo di favorire il coordinamento delle attività di controllo sugli intermediari e sui mercati che operano su base transfrontaliera.

La *Task Force on Supervisory Cooperation* sta esaminando gli strumenti di cooperazione internazionale con l'obiettivo di predisporre principi comuni per la redazione di *Memorandum of understanding* e accordi tra Autorità competenti per lo scambio di informazioni e il coordinamento delle iniziative di controllo su intermediari e operatori del mercato, attivi in più di una giurisdizione. La *Task Force* presenterà i suddetti principi al Comitato Tecnico affinché siano pubblicati nel 2010.

La Consob ha partecipato ai lavori di altre *Task Force* Iosco, istituite nel 2008, per fronteggiare la crisi dei mercati finanziari e coordinare le misure regolamentari generali, a supporto degli obiettivi indicati dal G-20. I lavori delle *Task Force* sono stati alla base della pubblicazione di nuovi

standard internazionali diretti a favorire un'ulteriore convergenza delle normative nazionali nelle aree di rispettiva competenza.

La *Task Force on Commodity Futures Markets* è stata costituita con l'obiettivo di valutare l'adeguatezza delle pratiche di vigilanza adottate a livello internazionale, tenuto conto dei recenti sviluppi sui mercati delle *commodities*. Nel marzo 2009 è stato pubblicato il rapporto finale contenente raccomandazioni volte a migliorare la trasparenza e la vigilanza su tali mercati.

La *Task Force on Short Sales* ha esaminato le misure adottate dai propri membri in materia di vendite allo scoperto a seguito della crisi dei mutui *subprime*, con particolare riguardo al contenuto degli obblighi di trasparenza e agli obblighi di consegna dei titoli. Nel giugno 2009 il Comitato Tecnico ha pubblicato il rapporto finale in cui si elaborano principi generali comuni sulla trasparenza e la disciplina delle vendite allo scoperto.

La *Task Force on Unregulated Financial Markets and Products* è stata costituita allo scopo di elaborare un approccio comune per quei settori del sistema finanziario ancora scarsamente vigilati e regolati, come il mercato *over the counter* dei derivati e dei prodotti strutturati. Nel settembre 2009 il Comitato Tecnico ha pubblicato il rapporto finale della *Task Force* dove si raccomanda l'introduzione di misure regolamentari nell'area delle cartolarizzazioni dei crediti e delle negoziazioni in *credit default swaps* (Cds).

La Consob ha contribuito, inoltre, alle iniziative della *Task Force on Credit Rating Agencies*, che ha l'obiettivo di migliorare e coordinare la vigilanza internazionale sulle agenzie di rating e favorire l'osservanza del Codice di Condotta Iosco. Nel 2009 la *Task Force* è stata trasformata in un comitato permanente (*Standing Committee 6*), che si occuperà di favorire la convergenza regolamentare in materia di società che stimano il merito di credito.

La *Task Force* ha verificato il grado di adesione al nuovo Codice di Condotta da parte delle agenzie di rating, pubblicandone gli esiti nel rapporto di marzo 2009 e informandone contestualmente il G-20 e il *Financial Stability Forum* (ora *Financial Stability Board*). I lavori della *Task Force* continueranno per migliorare la vigilanza sulle agenzie attive a livello internazionale.

Nel corso dell'anno è proseguita la partecipazione dell'Istituto ai gruppi di lavoro permanenti del Comitato Tecnico della Iosco in tema di trasparenza e profili contabili (*Standing Committee 1*), mercati secondari (*Standing Committee 2*), intermediari (*Standing Committee 3*), problematiche di cooperazione (*Standing Committee 4*) e organismi di investimento collettivo del risparmio (*Standing Committee 5*).

Lo *Standing Committee 1* ha predisposto un documento di consultazione sui principi di informativa periodica per gli emittenti quotati, ove si affronta, tra l'altro, il problema dell'informativa sull'esposizione ai rischi di mercato in relazione all'attività in derivati o altri strumenti finanziari. È stato inoltre pubblicato un rapporto sugli obblighi di trasparenza delle partecipazioni nel capitale delle società



quotate e sui giudizi delle società di revisione. Sono stati posti in consultazione anche nuovi principi in materia di trasparenza in occasione di offerte pubbliche di prodotti finanziari provenienti da operazioni di cartolarizzazione dei crediti.

In tema di mercati lo *Standing Committee 2* ha redatto un documento di consultazione in cui si esaminano i temi relativi alla trasparenza delle negoziazioni su strumenti finanziari complessi, quali i prodotti strutturati. Il Gruppo sui mercati ha pubblicato, congiuntamente con il Gruppo sugli intermediari, un documento di consultazione in cui si analizzano le problematiche derivanti dall'accesso diretto al mercato, per via telematica, di soggetti diversi da intermediari vigilati e si stabiliscono raccomandazioni al fine di garantire la correttezza e l'integrità degli scambi.

Lo *Standing Committee 3* sugli intermediari ha completato, insieme al gruppo sugli organismi di investimento collettivo, un documento di consultazione relativamente agli obblighi di trasparenza nell'offerta di prodotti assimilabili ai fondi comuni di investimento. Tra le iniziative in corso, si segnala l'analisi degli obblighi di adeguatezza nella distribuzione di prodotti complessi e uno studio sulla tutela dei beni degli investitori in occasione di crisi e di insolvenza degli intermediari.

In materia di cooperazione internazionale, le iniziative dello *Standing Committee 4* sono dirette a favorire il dialogo, in occasione di indagini su abusi di mercato o altre violazioni della normativa di settore, con le giurisdizioni che pongono ostacoli allo scambio di informazioni tra le Autorità competenti.

Lo *Standing Committee 5*, sugli organismi di investimento collettivo del risparmio, ha concluso i lavori sul processo di *due diligence* utilizzati dall'industria del risparmio gestito con particolare riferimento al caso di investimenti in prodotti finanziari strutturati e/o complessi e illiquidi (Abs, Cdo, Cds, e altri) e ha formulato specifiche raccomandazioni in materia. Il Gruppo, inoltre, ha pubblicato principi internazionali per la tutela degli investitori in fondi di fondi speculativi e un documento di consultazione in cui si propongono raccomandazioni per la gestione dei conflitti di interesse da parte dei fondi di *private equity*.

La Consob partecipa allo *Screening Group* della Iosco, preposto alla valutazione delle istanze presentate dalle Autorità di vigilanza per divenire firmatarie dell'accordo multilaterale in tema di cooperazione e scambio di informazioni.

Nel corso del 2009 lo *Screening Group* ha esaminato 48 richieste di adesione all'accordo di cooperazione, intervenute a seguito della risoluzione del Comitato dei Presidenti (aprile 2005), che ha richiesto a tutte le Autorità di vigilanza dei mercati finanziari dei paesi membri della Iosco di sottoscrivere od ottenere la facoltà di sottoscrivere lo Iosco MMoU (*Multilateral Memorandum of Understanding*) il 1° gennaio 2010. La scadenza è stata rispettata.

L'Istituto ha partecipato ai lavori dell'*Implementation Task Force* (ITF), che valuta lo stato di attuazione dei Principi Iosco sulla *Regolamentazione dei Mercati Mobiliari (Iosco Objectives and Principles on Securities Regulation)* del 1998.

Nel corso dell'anno è stato avviato il processo di aggiornamento dei Principi Iosco alla luce degli standard e delle raccomandazioni emanati successivamente al 1998. L'ITF ha inoltre tenuto conto delle problematiche evidenziate nei rapporti delle altre *Task Force*. I lavori di revisione dei Principi dovrebbero concludersi nel 2010.

La Consob ha attivamente partecipato ai lavori del *Joint Forum*, Gruppo composto da rappresentanti delle Autorità di vigilanza del settore bancario, finanziario e assicurativo per l'approfondimento di tematiche di comune interesse.

Il *Joint Forum* ha ricevuto mandato dal *Financial Stability Forum* (ora *Financial Stability Board*) di analizzare le aree nelle quali la regolamentazione finanziaria è apparsa più fragile e dove sono emerse significative differenze tra gli approcci di vigilanza nei 3 settori. Il *Joint Forum* ha emesso raccomandazioni in materia di requisiti prudenziali dei fondi speculativi, vigilanza sui gruppi finanziari, regolamentazione delle società finanziarie che svolgono attività creditizia e strumenti per il trasferimento del rischio di credito, inclusi i *credit default swap*.

Nel marzo 2009, è stato ufficialmente avviato il Progetto di collaborazione istituzionale tra le Autorità di vigilanza del settore finanziario delle due "sponde" del Mediterraneo (*Mediterranean Partnership*), al quale la Consob aderisce. Il Gruppo (composto dalle Autorità di Algeria, Egitto, Francia, Italia, Marocco, Portogallo, Spagna e Tunisia) ha il compito di stabilire metodi di lavoro armonizzati e di adottare procedure operative comuni al fine di facilitare la cooperazione transfrontaliera e la conclusione di accordi di mutuo riconoscimento tra le autorità firmatarie.

Il lavoro del Gruppo si affianca a quello svolto dalle organizzazioni internazionali di settore (Comitato Regionale per il Medio Oriente della Iosco e Istituto francofono di regolamentazione finanziaria) e dal Cesr. Nel corso del 2009 sono stati avviati i primi lavori di analisi dei mercati e della regolamentazione per meglio comprendere le differenze nelle competenze e negli approcci di vigilanza delle autorità coinvolte.

L'Istituto ha partecipato attivamente all'Ifiar (*International Forum of Independent Audit Regulators*), gruppo diretto ad agevolare la cooperazione tra le Autorità di vigilanza competenti in materia di revisione contabile.

La Consob presiede lo *Steering Group on Corporate Governance*, che coordina e guida i lavori dell'Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico (*Organisation for Economic Co-operation and Development - OECD*) in materia di *corporate governance*, incluse le problematiche connesse alla privatizzazione e alle procedure di insolvenza.

Il Gruppo ha esaminato le criticità emerse a seguito della crisi finanziaria nei modelli di governo societario, con particolare riguardo alle tematiche delle remunerazioni, gestione dei rischi, ruolo del consiglio di amministrazione e tutela degli azionisti. Lo *Steering Committee* sta avviando iniziative che supporteranno il

*Financial Stability Board* nello svolgimento di *peer review* in materia di *corporate governance*.

L'Istituto partecipa inoltre ai lavori della neo-istituita *Task Force* dell'Ocse in tema di parti correlate, che ha l'obiettivo di esaminare i sistemi normativi vigenti in materia e proporre opzioni di *policy* per migliorare il controllo e la trasparenza delle operazioni con parti correlate.

In particolare, nel 2009 l'Ocse ha pubblicato un rapporto sugli strumenti utili a contrastare il ricorso abusivo alle operazioni con parti correlate nell'ambito dei regimi di governo societario delle società asiatiche.

## 7 I controlli giurisdizionali sull'attività della Consob

### 1 Il contenzioso sui provvedimenti in materia di vigilanza

Nel 2009 il contenzioso avanti al giudice amministrativo non ha registrato significative variazioni rispetto all'anno precedente, mentre si segnala un netto aumento del numero di ricorsi presentati dinanzi al giudice ordinario, attesa l'attribuzione alle Corti d'Appello delle controversie concernenti gli atti sanzionatori adottati dalla Consob (Tav. 39).

Tav. 39 Ricorsi contro atti adottati o proposti dall'Istituto<sup>1</sup>  
(esiti al 31 dicembre 2009)

	Giudice amministrativo <sup>2</sup>					Giudice ordinario <sup>3</sup>						
	Accolti <sup>4</sup>	Respinti <sup>4</sup>	In corso	di cui:		Totale ricorsi	Accolti <sup>4</sup>	Respinti <sup>4</sup>	In corso	di cui:		Totale ricorsi <sup>5</sup>
				accolta sospensiva	respinta sospensiva					accolta sospensiva	respinta sospensiva	
2006	1	1	9	--	3	11	3	26	1	--	--	30
2007	--	7	2	--	1	9	6	54	15	--	--	75
2008	2	3	6	--	4	11	1	23	24	--	4	48
2009	--	1	5	--	2	6	4	6	42	2	1	52

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

Le Sezioni Unite della Corte di Cassazione, in 11 sentenze depositate il 30 settembre 2009, hanno chiarito numerosi temi di frequente dibattito nei giudizi di opposizione aventi ad oggetto delibere sanzionatorie adottate dalla Consob ai sensi dell'artt. 187-*septies* e 195 del Tuf.

In tali decisioni, le Sezioni Unite hanno abbandonato l'indirizzo di precedenza e univocamente espresso dalla Corte di Cassazione circa il difetto di

legittimazione all'opposizione ex art. 195 del Tuf delle persone fisiche non ingiunte del pagamento della sanzione. Nelle sentenze, la legittimazione della persona fisica, destinataria della sanzione ma non dell'ingiunzione di pagamento a partecipare al giudizio di opposizione, è stata riconosciuta in ragione della peculiare previsione normativa dell'obbligo di regresso di cui all'art. 195 comma 9, del Tuf. Tale previsione è ritenuta idonea a far insorgere, in capo alla medesima persona fisica, un "interesse effettivo e attuale, giuridicamente rilevante, all'accertamento negativo dei presupposti degli illeciti a lui addebitati nell'ambito procedimentale sanzionatorio che precede il giudizio di opposizione"; e tale interesse "ne legittima tanto un'autonoma e originaria facoltà di proporre opposizione, quanto un successivo intervento in giudizio – ove l'opposizione stessa sia stata già proposta dalla persona giuridica". Le Sezioni Unite hanno, poi, definitivamente chiarito che il superamento dei termini previsti per la conclusione del procedimento sanzionatorio non comporta l'invalidità dell'atto finale. Il tema è stato risolto, "al di là e a prescindere dalla questione della natura perentoria, ordinatoria, acceleratoria (Cass. 369/02) ovvero sollecitatoria (CdS 2533/03)" dei termini in parola, alla luce del disposto dell'art. 21-octies l. 241/1990, laddove prevede che "Non è annullabile il provvedimento adottato in violazione di norme sul procedimento o sulla forma degli atti qualora, per la natura vincolata del provvedimento, sia palese che il suo contenuto dispositivo non avrebbe potuto essere diverso da quello in concreto adottato" (comma 2, primo periodo).

Sulla base delle medesima disposizione, pienamente applicabile secondo la Suprema Corte ai procedimenti sanzionatori della Consob, attesa la natura vincolata e non discrezionale dell'atto in cui si esplica la potestà "punitiva" dell'Amministrazione, le Sezioni Unite hanno, altresì, negato la rilevabilità di vizi inerenti alla sola motivazione dei provvedimenti sanzionatori *de quibus*; ciò anche in considerazione della natura e dell'oggetto del giudizio di opposizione, in seno al quale il sindacato del Giudice, destinato a estendersi all'intero rapporto sanzionatorio, abbraccia la stessa validità sostanziale del provvedimento impugnato attraverso un autonomo esame dei presupposti di fatto e di diritto dell'illecito contestato. In punto di onere della prova degli illeciti sanzionabili ai sensi dell'art. 195 del Tuf, i Supremi Giudici hanno rimarcato che spetta all'Amministrazione provare i fatti costitutivi della fattispecie di illecito ascritta, gravando in capo al sanzionato la prova dei fatti impeditivi o estintivi della pretesa sanzionatoria.

Con riguardo all'elemento oggettivo dell'illecito, la Corte ha evidenziato come, ai sensi dell'art. 23 della legge n. 689/1981, spetti all'Autorità sanzionante l'onere di dimostrare la responsabilità del trasgressore. In particolare, secondo la Cassazione "tre risultano i presupposti costitutivi della sanzione: la sussistenza della norma sanzionatoria, la sua violazione per effetto di una condotta responsabile, l'atto applicativo", mentre "gli argomenti enunciati dall'opponente sono i fatti contrari (...), l'inapplicabilità della norma, l'insussistenza della condotta o della colpa, i vizi del provvedimento". Quanto all'elemento soggettivo dell'illecito, una volta "integrata e provata la fattispecie tipica dell'illecito", si legge nelle pronunce in rassegna, "il trasgressore viene gravato dell'onere di avere agito in assenza di colpevolezza". Sussiste, infatti, "una presunzione *iuris tantum* di colpa" in capo "a quei soggetti che il testo unico individua come potenziali responsabili delle violazioni" (art. 190 del

Tuf): presunzione relativa di colpevolezza "che essi hanno l'onere di superare apportando deduzioni e prove atte a dimostrare la propria estraneità ai fatti, o l'impossibilità di evitarli tramite un diligente espletamento dei compiti connessi alle cariche ricoperte".

Con specifico riferimento agli illeciti omissivi (omessa adozione di idonee procedure, omessa acquisizione delle informazioni relative agli strumenti finanziari "offerta" agli investitori, e altro), una volta acclarata "la sicura esistenza di una prova presuntiva" della omissione, grava sull'esponente aziendale "l'onere di provare la condotta attiva tenuta"; e ciò in ossequio al principio di cosiddetta "vicinanza della prova", a mente del quale il relativo onere va posto a carico del soggetto nella cui "sfera di controllo" si è prodotto (ovvero si presume si sia prodotto) l'inadempimento.

La Corte ha pertanto concluso affermando che "il giudizio di colpevolezza è un giudizio 'normativo', inteso sia come verifica della mancanza di elementi di inesigibilità, sia come valutazione legale del processo motivazionale, così che per autori 'normali' che agiscono in situazioni 'normali' si può supporre la rimproverabilità della condotta, una volta constatata con certezza la *suitas*, qualora possa specularmente escludersi l'esistenza di circostanze anomale che abbiano reso incolpevole il comportamento trasgressivo e, dunque, inesigibile quello osservante. Il giudizio di 'colpevolezza colposa' è ancorato, dunque, a parametri normativi, esterni al dato puramente psicologico", pertanto, sarà lo stesso autore 'normale' a dover provare la sussistenza di quelle circostanze 'anomale' che possono aver escluso la rimproverabilità della sua condotta.

La Corte di Cassazione ha ribadito la legittimità delle disposizioni regolamentari con le quali la Consob detta "*principi generali e di massima*" ai quali l'assetto organizzativo e l'attività dell'intermediario deve uniformarsi come, ad esempio, la nozione di idoneità delle procedure ad assicurare un "ordinato e corretto" svolgimento dei servizi di investimento.

Tali disposizioni sono state ritenute, innanzitutto, rispettose del principio di legalità. La Cassazione, premessa la "non riconducibilità delle sanzioni amministrative alle norme di cui agli artt. 25 e 27 Cost., afferenti alle sanzioni penali, quanto piuttosto a quelle di cui agli artt. 23 e 97 Carta fondamentale", ha osservato che la tipicità dei procedimenti amministrativi sanzionatori, derivante dalla legge n. 689/1981, è legittimamente derogabile in presenza di disposizioni aventi pari forza e grado, quali le norme dettate in tema di intermediazione finanziaria, creditizia e bancaria, e l'art. 190 del Tuf che contiene "una evidente (sia pur parziale), legittima, motivata deroga alla *lex generalis* di cui all'art. 1 della normativa del 1981", in quanto attribuisce "all'autorità di vigilanza la facoltà di integrare la disciplina sanzionatoria legale con l'adozione di provvedimenti di natura regolamentare".

Le disposizioni regolamentari in oggetto non presentano profili di contrasto con il principio di tassatività e determinatezza. Tale principio, hanno osservato i Supremi Giudici, "non è destinato ad operare con la medesima intensità nella sfera dell'illecito amministrativo e in quella del reato penale, specie in una materia contraddistinta da specifiche e per certi versi uniche peculiarità quale

l'intermediazione finanziaria, ove si configurano condotte e comportamenti in ipotesi contrarie all'interesse dei risparmiatori e del mercato, di talché in alcun modo e sotto alcun profilo è lecito discorrere di norma sanzionatorie "in bianco", essendo i poteri regolamentari della Consob rigorosamente individuati *ex ante* secondo principi e direttive contenute in fonti primarie". In ogni caso, "la genericità della previsione normativa risult[a] (...) legittimamente integrata dalla motivazione rigorosa, specifica, esauriente del provvedimento irrogativo della sanzione non meno che dalla motivazione del decreto del giudice dell'opposizione (restando in tal modo del tutto assicurato e garantito all'inculpato il più ampio e incondizionato diritto di difesa ex art. 24 Cost.)".

Ha formato oggetto di scrutinio la questione dell'idoneità del procedimento sanzionatorio della Consob a garantire il rispetto del principio del contraddittorio richiamato dagli artt. 195 e 187-*septies* del Tuf.

La Suprema Corte ha innanzitutto rilevato, in linea generale, che gli elementi essenziali della contestazione dell'illecito sono "l'indicazione dei fatti rilevati, la loro qualificazione in termini di illecito, l'imputazione dell'illecito integrato da tali fatti al responsabile" ed è su tali circostanze che può e deve esplicarsi il diritto di difesa dell'inculpato; e ciò in ossequio ai principi "a mente dei quali il contraddittorio - e il diritto di difesa - nella fase amministrativa prodromica all'emanazione dell'ordinanza-ingiunzione resta incentrata sul fatto, individuato in tutte le circostanze concrete che valgono a caratterizzarlo e siano rilevanti ai fini della pronuncia del provvedimento finale". Ne consegue l'inesistenza di un autonomo diritto dell'inculpato all'interlocuzione con la Commissione, in composizione collegiale, nella fase decisoria del procedimento sanzionatorio, con specifico riguardo ai criteri di determinazione, nel *quantum*, della sanzione.

Alla luce dei suddetti principi, la Corte di Cassazione ha statuito l'assoluta legittimità dell'intero procedimento sanzionatorio disciplinato dalla delibera Consob n. 15086" in quanto "pienamente idoneo ad assicurare l'invocato contraddittorio"; e ciò "proprio in conseguenza della distinzione in due parti della fase istruttoria e dello svolgimento di una seconda fase 'di confronto' dinanzi all'Ufficio sanzioni dell'Autorità di vigilanza, ove all'interessato viene riconosciuta piena facoltà di difesa in merito ai fatti contestati".

In materia di sanzioni per abusi di mercato, le Sezioni Unite hanno ritenuto legittima la scelta del legislatore nazionale di punire la condotta di manipolazione del mercato ovvero *insider trading* con l'irrogazione di sanzioni amministrative e penali.

La Cassazione ha escluso ogni ipotesi di specialità ovvero di concorso apparente tra fattispecie sanzionatorie, "alla stregua del tenore letterale della norma ex 187 e delle origini storiche dell'intero *corpus* legislativo di cui al c.d. Tuf, attuativo, come noto, della Direttiva 2003/6/CE la quale, nel prevedere l'obbligo di sanzionare in via amministrativa gli abusi *de quibus*, lascerà poi libero il legislatore nazionale di prevedere, in via cumulativa e non alternativo/sostitutivo, l'irrogazione (anche) di sanzioni penali, scelta, quest'ultima, concretamente attuata da parte del legislatore

italiano, onde rafforzare la tutela del bene protetto attraverso il sistema del doppio binario, con conseguente, legittima cumulabilità di fattispecie ex art. 185 e 187 *ter*".

La Suprema Corte si è espressa sul tema della responsabilità degli amministratori e sindaci degli intermediari mobiliari.

La Cassazione ha ribadito il principio secondo cui "in tema di obbligo di vigilanza sul generale andamento della gestione di una società di capitali", gravante in capo agli amministratori, "questo non viene meno neppure nell'ipotesi di attribuzioni assegnate espressamente al comitato esecutivo o a uno (ovvero ad alcuni soltanto) dei componenti del consiglio di amministrazione, poiché la L. 24 novembre 1981, n. 689, art. 6, prevede la responsabilità solidale di chi viola il dovere di vigilanza, salvo che non provi di non aver potuto impedire il fatto, il componente del consiglio di amministrazione di una società di capitali, chiamato a rispondere come coobbligato solidale per omissione di vigilanza, non può sottrarsi alla responsabilità adducendo che le operazioni integranti l'illecito sono state poste in essere, con ampia autonomia, da altro soggetto che aveva agito per conto della società". Ad analoga soluzione si deve pervenire con riguardo alla responsabilità dei sindaci, in capo ai quali si è sottolineata l'esistenza "di un obbligo di vigilanza in funzione non soltanto della salvaguardia degli interessi degli azionisti contro eventuali atti di abuso di gestione da parte degli amministratori - come di norma nelle ordinarie vicende societarie: Cass. 16608/03 -, ma anche di controllo del corretto operato (secondo parametri procedurali dettati dalla normativa regolamentare Consob) dell'intermediatrice - attesa la peculiarità dell'attività economica svolta - a garanzia degli investitori".

In materia di giudizi amministrativi sugli emittenti, particolare rilievo assume la sentenza con cui il Consiglio di Stato ha ribaltato la decisione del Tar del Lazio che aveva annullato l'accertamento della Consob sul patto parasociale occulto su azioni S.S. Lazio Spa stipulato, nel 2005, tra il dott. Lotito e l'arch. Mezzaroma.

Il Consiglio di Stato ha ritenuto l'accertamento compiuto dalla Consob "pienamente corretto sotto il profilo della sussistenza del patto parasociale e della violazione degli obblighi di comunicazione del patto e di promozione dell'Opa", riconoscendo la "presenza [...] di una rilevante quantità di elementi precisi e concordanti nel dimostrare l'esistenza di un patto tra Lotito e Mezzaroma finalizzato all'acquisto da parte del secondo delle azioni della Lazio per conto del primo". Inoltre, il Collegio ha reputato "non corrette" le argomentazioni del Tar, incentrate sul sistema di *corporate governance* dualistico adottato dalla società, relative alla presunta assenza della funzione "parasociale" del patto. Il Consiglio di Stato ha, d'altra parte, annullato la parte della delibera Consob che, nel descrivere le conseguenze dell'accertamento, affermava la permanenza, fino all'alienazione di una partecipazione di poco superiore al 14 per cento, di un divieto di esercizio del voto da parte di Lotito; ha ritenuto, al contrario, che "in caso di patto parasociale, la norma non impone la vendita esterna al patto" e che, pertanto, l'intervenuta alienazione delle azioni da Mezzaroma a Lotito, con conseguente promozione di un'Opa da parte di quest'ultimo, fosse stata sufficiente a riacquistare il diritto di voto.