

*Rimanendo in sostanza immutati nelle linee generali i risultati che gli intermediari devono garantire, si è ritenuto utile assicurare una più puntuale precettività delle procedure attraverso cui realizzare il perseguimento di quei risultati. A tal fine, sono stati di volta in volta tratteggiati i presidi minimi e i contenuti che le procedure interne dell'intermediario devono prendere in considerazione (secondo modalità e termini concreti lasciati all'autonomia imprenditoriale e alla concorrenza sulla qualità del servizio). L'esperienza di vigilanza, oltre ad avere ispirato l'approccio "procedurale" sopra tratteggiato, ha consigliato di porre particolare cura nel perseguimento dei seguenti principali obiettivi: l'effettività della disciplina del conflitto di interessi, nel senso che la trasparenza circa la situazione di conflitto non deve far venir meno il dovere dell'intermediario di non pregiudicare l'interesse dell'investitore; la comprensibilità e chiarezza delle informazioni da fornire agli investitori, specie sui rischi sottesi alle operazioni, con particolare riguardo ai prodotti o servizi combinati o collegati; l'effettività dell'obbligo di acquisire comunque le informazioni sul cliente (know your customer rule) e di mantenerle aggiornate.*

*Tali modifiche tendono a rafforzare l'effettività del controllo di adeguatezza, rispetto al profilo dell'investitore, di ogni operazione disposta. Sempre in questa prospettiva, è stato, inoltre, riconosciuto un più ampio contenuto informativo al contratto con il cliente e si è dato un maggiore ambito di operatività della regola di best execution. Infine, è stata data una maggiore articolazione e tempestività ai doveri di attestazione, registrazione e rendicontazione.*

Nel corso del 2003, terminato il processo di consultazione con le associazioni di categoria, la Commissione ha emanato la delibera 14015 che ha operato la revisione delle "Disposizioni concernenti gli obblighi di comunicazione di dati e notizie e la trasmissione di atti e documenti da parte dei soggetti abilitati e degli agenti di cambio", semplificando le incombenze gravanti sugli intermediari anche mediante l'implementazione di un sistema di trasmissione elettronica delle informazioni che consente di eliminare, una volta a regime, l'utilizzo di supporti cartacei nel flusso documentale obbligatorio.

In tema di risparmio gestito, sono da segnalare le modificazioni apportate al Tuf in recepimento della direttiva 2001/107/CE che introducono il cosiddetto "passaporto europeo", ovvero la possibilità per le società che gestiscono (anche) gli Oicr armonizzati di prestare la propria attività in ciascun paese comunitario sulla base dell'autorizzazione ricevuta nel paese d'origine.

A seguito di tale innovazione, analoga a quella introdotta per le imprese d'investimento in attuazione della Isd, alle società di gestione italiane si affiancano le società di gestione cosiddette armonizzate, le quali possono operare in Italia sia tramite lo stabilimento di succursali, sia in regime di libera prestazione del servizio. Analogamente, la licenza unica è fruibile alle medesime condizioni dalle Sgr nazionali che vogliono accedere a mercati esteri.

*Seppure il riconoscimento dell'autorizzazione rilasciata nell'home country rappresenti un passaggio necessario nell'ambito del processo di integrazione dei mercati, esso non è però da solo sufficiente a garantire una completa omogeneità sul territorio comunitario, così da neutralizzare i possibili tentativi di arbitraggio normativo. Un simile obiettivo può raggiungersi soltanto compiendo l'ulteriore passaggio consistente nell'armonizzazione delle regole di condotta. In questo senso sono infatti diretti i principi fissati*

dal Cesr in materia di servizi d'investimento (inclusa la gestione individuale) e recepiti nella proposta di modifica del Regolamento Intermediari attualmente in fase di consultazione.

Ancora da venire è invece l'armonizzazione delle norme comportamentali nella prestazione del servizio di gestione collettiva, sebbene il tema sia tra quelli che il Cesr si è prefisso di affrontare prossimamente. Resta quindi da valutare il rischio che la licenza unica possa indurre fenomeni di concentrazione degli operatori nei paesi con gli standard di regolamentazione e vigilanza comportamentale più bassi, a discapito di paesi in cui l'attenzione delle Autorità sul rispetto delle regole di condotta è più forte. Al riguardo, deve rilevarsi come il legislatore italiano abbia optato per l'assoluta equiparazione tra le Sgr nazionali e le società comunitarie: queste ultime, sia nel caso di stabilimento in Italia di succursali che in quello di libera prestazione del servizio, sono infatti tenute al rispetto delle regole di condotta fissate dall'art. 40 del Tuf. Di contro, rimangono ancora da verificare le determinazioni degli altri Paesi europei in punto di estensione delle norme di condotta nazionali, ancora non armonizzate tra i vari paesi, agli operatori esteri.

Le differenze negli standard di disclosure derivanti dalla disomogeneità delle regole di redazione del prospetto informativo verranno presto superate con il recepimento della nuova disciplina comunitaria sul prospetto. Al riguardo, il legislatore comunitario ha dimostrato di tenere in conto la multiforme composizione della domanda, costituita da investitori con diversi gradi di competenza tecnica, nonché degli effetti negativi derivanti dal fenomeno di cosiddetto *overflow of information*. Sono stati infatti distinti due prospetti informativi, il *simplified* e il *full prospectus*, allo scopo di calibrare il tipo, la quantità e la tecnica di comunicazione delle informazioni rispetto al tipo di investitore cui sono rivolte.

I limitati contenuti informativi del *simplified prospectus* sono specificamente identificati nella direttiva (Allegato C) e per tale documento il grado di armonizzazione è totale; non è consentito introdurre informazioni ulteriori o diverse rispetto a quelle fissate dal legislatore comunitario. Un approccio opposto è invece adottato con riguardo al *full prospectus*: le informazioni che esso dovrà contenere potranno essere implementate dai legislatori nazionali, in aggiunta a quelle fissate dalla direttiva. Un'ulteriore differenza tra i due documenti informativi è rinvenibile nella circostanza, non di poco conto, che la consegna del prospetto semplificato, al quale non devono essere allegati altri documenti, è obbligatoria; mentre il prospetto completo è consegnato solo su richiesta dell'investitore e deve essere accompagnato dal regolamento di gestione o dai documenti costitutivi dell'Oicvm.

In conclusione, il *simplified prospectus*, autorizzato dalle competenti Autorità nazionali, costituirà uno strumento di commercializzazione unico ed esclusivo in tutto l'ambito comunitario, così eliminando in radice la possibilità, già concretamente verificatasi, di concentrazione dell'offerta nei paesi con regole di disclosure meno stringenti.

Sul fronte della normativa secondaria domestica, assumono particolare rilievo alcune novità in tema di gestione del risparmio contenute nelle proposte di modifica del Regolamento Intermediari.

*In particolare, è stata prevista una più dettagliata definizione della prestazione richiesta al gestore, cioè l'esplicitazione degli obiettivi d'investimento, del parametro oggettivo di riferimento (benchmark), dello stile di gestione e del grado di rischio. Con ciò si è inteso individuare in maniera dettagliata il perimetro operativo entro il quale i gestori devono attuare il processo di allocazione degli assets gestiti, nel presupposto che gli spazi di discrezionalità connaturati al mandato gestorio debbano essere vincolati agli impegni assunti nei documenti contrattuali o d'offerta. Sono state esplicitate le "fasi" essenziali in cui si estrinseca l'attività di asset management, quali la ricerca ed elaborazione delle informazioni micro e macro economiche, la definizione delle strategie generali di investimento e la traduzione di tali strategie in conseguenti scelte operative. In sostanza, si è voluto affermare con chiarezza come ogni decisione d'investimento debba essere assunta nell'ambito di una strategia previamente deliberata dagli organi della società di gestione del risparmio a ciò preposti e in conformità a un processo decisionale preventivamente definito. Si è altresì introdotto l'obbligo di monitorare ex post gli investimenti effettuati mediante una procedura idonea a valutare su base continuativa il rischio delle singole posizioni e la coerenza di queste al profilo di rischio/rendimento dell'intera gestione, così da assicurare la rispondenza alle specifiche esigenze dei singoli investitori, nel caso di gestione su base individuale, e agli obiettivi d'investimento dell'Oicr, nel caso di gestione collettiva.*

*In relazione alla problematica dei conflitti d'interesse, è stato introdotto l'obbligo di gestire le situazioni di conflitto, previamente identificate, in modo tale da non recare danno agli investitori. Particolare attenzione è stata posta sui compensation del gestore, considerati una particolare manifestazione di potenziali conflitti d'interesse; al riguardo è stata introdotta una differenziazione tra quei meccanismi retributivi dai quali possa derivare un vantaggio per gli investitori (cosiddette soft commissions) e quelli che, invece, risultano a esclusivo beneficio del gestore (cosiddette hard commissions). Mentre i primi sono generalmente ammissibili purché sia rispettato l'obbligo di disclosure, i secondi richiedono un atteggiamento più severo, tale da incidere direttamente sulla correttezza comportamentale, ovvero un divieto alle retrocessioni commissionali da cui non derivi beneficio alcuno per il patrimonio in gestione.*

## IX. LE RELAZIONI INTERNAZIONALI

### *La cooperazione internazionale*

Nel 2003 la Commissione ha proseguito l'intensa attività di collaborazione con Autorità di vigilanza estere, alle quali ha inoltrato 51 richieste; l'Istituto ha inoltre ricevuto richieste di cooperazione in relazione a 94 indagini (Tav. IX.1). Per quanto riguarda l'attività internazionale relativa a sospetti casi di *insider trading*, si rileva una diminuzione delle richieste inoltrate dall'Istituto (passate da 24 nel 2002 a 11 nel 2003) e una lieve crescita del numero delle richieste da parte di Autorità estere (da 13 a 17). Le 6 richieste di cooperazione inoltrate dalla Consob relativamente all'informativa societaria sono collegate ai casi Cirio e Parmalat, in relazione ai quali la Commissione è stata fortemente impegnata nell'ultima parte del 2003. Sempre elevato si mantiene il numero di richieste relative allo scambio di informazioni tra l'Istituto e le Autorità estere relativamente ai requisiti di professionalità e onorabilità dei dirigenti delle imprese di investimento (21 richieste formulate e 70 ricevute).

L'analisi della distribuzione regionale delle richieste di cooperazione inoltrate dalla Consob ad Autorità estere rivela come tali richieste siano indirizzate in prevalenza ad Autorità dei paesi dell'Unione Europea (40 richieste su 51; Tav. aIX.1). Un fenomeno analogo si riscontra, peraltro, per ciò che riguarda le richieste di cooperazione ricevute dalla Commissione (provenienti in 81 casi su 94 da Autorità di paesi dell'Unione Europea).

L'attività internazionale dell'Istituto è coincisa, nel secondo semestre del 2003, con la presidenza di turno italiana del Consiglio dell'Unione Europea. Per il settore dei servizi finanziari, il calendario includeva una serie di interventi di particolare rilevanza concernenti le offerte pubbliche di acquisto, la trasparenza degli emittenti quotati, i servizi di investimento e i mercati regolamentati sui quali si sono registrati progressi significativi.

*In particolare, è stato adottato un orientamento generale sulla proposta di direttiva in materia di trasparenza degli emittenti quotati (25 novembre 2003); il Consiglio è pervenuto a una posizione comune sulla proposta di direttiva sui mercati di strumenti finanziari (8 dicembre 2003); è stato raggiunto, infine, l'accordo politico sulla proposta di direttiva concernente le offerte pubbliche di acquisto (22 dicembre 2003).*

Le iniziative normative indicate si iscrivono nel quadro di completamento del programma contenuto nella Comunicazione della Commissione Europea per il Piano d'Azione per i servizi finanziari.

TAV. IX.1

**COOPERAZIONE INTERNAZIONALE**  
(RICHIESTE DI COLLABORAZIONE)

OGGETTO	1998	1999	2000	2001	2002	2003
<b>DALLA CONSOB AD AUTORITÀ ESTERE</b>						
INSIDER TRADING	17	43	32	24	24	11
MANIPOLAZIONE DEI PREZZI DI VALORI MOBILIARI	2	--	1	4	--	4
SOLLECITAZIONE E ATTIVITÀ DI INTERMEDIAZIONE ABUSIVE	7	4	3	10	9	5
TRASPARENZA E INFORMATIVA SOCIETARIA	--	--	1	--	--	6
PARTECIPAZIONI RILEVANTI AL CAPITALE DI SOCIETÀ QUOTATE E DI INTERMEDIARI AUTORIZZATI	--	--	--	1	1	3
REQUISITI DI ONORABILITÀ E PROFESSIONALITÀ	12	10	19	14	34	21
VIOLAZIONE REGOLE DI CONDOTTA	--	--	2	--	--	1
<i>TOTALE</i>	<i>38</i>	<i>57</i>	<i>58</i>	<i>53</i>	<i>68</i>	<i>51</i>
<b>DA AUTORITÀ ESTERE ALLA CONSOB</b>						
INSIDER TRADING	2	3	5	20	13	17
MANIPOLAZIONE DEI PREZZI DI VALORI MOBILIARI	1	3	--	1	1	2
SOLLECITAZIONE E ATTIVITÀ DI INTERMEDIAZIONE ABUSIVE	3	3	1	2	7	4
TRASPARENZA E INFORMATIVA SOCIETARIA	1	--	2	--	--	--
PARTECIPAZIONI RILEVANTI AL CAPITALE DI SOCIETÀ QUOTATE E DI INTERMEDIARI AUTORIZZATI	--	--	--	--	2	1
REQUISITI DI ONORABILITÀ E PROFESSIONALITÀ	30	44	53	49	80	70
VIOLAZIONE REGOLE DI CONDOTTA	--	--	--	--	--	--
<i>TOTALE</i>	<i>37</i>	<i>53</i>	<i>61</i>	<i>72</i>	<i>103</i>	<i>94</i>

*L'obiettivo del Piano d'Azione è quello di favorire la creazione di un mercato interno pienamente integrato fondato sul principio del controllo del paese di origine; uno dei presupposti è l'esistenza di Autorità di controllo in grado di assicurare, da parte dei soggetti vigilati, il rispetto della normativa nonché di fornire la cooperazione alle controparti degli altri Stati membri.*

Nel quadro delle direttive redatte secondo il modello *Lamfalussy*, e in particolare delle iniziative normative portate a conclusione nel semestre di Presidenza italiana, assume notevole rilievo la tematica dei poteri delle Autorità competenti.

In particolare, la direttiva sugli abusi di mercato 2003/6/CE, già in vigore e da recepirsi entro ottobre 2004, prevede una lista di poteri minimi di cui le Autorità competenti devono essere dotate dagli Stati membri.

La posizione comune sulla proposta di direttiva concernente i mercati di strumenti finanziari si allinea alla direttiva 2003/6/CE, stabilendo una lista dei poteri minimi da attribuirsi all'Autorità amministrativa.

*Nel dettaglio, con riferimento all'abusivismo nella prestazione di servizi di investimento, si prevede che l'Autorità competente sia dotata di penetranti poteri di indagine nonché di attivazione di misure cautelari sia nei confronti dei soggetti vigilati sia nei confronti dei soggetti non sottoposti a vigilanza. Le innovazioni rispetto ai poteri conferiti alla Consob dall'ordinamento vigente sono significative. Si fa riferimento, in particolare, al potere di acquisire qualsiasi documento e riceverne copia, di chiedere informazioni a chiunque prevedendo, se necessario, convocazioni e specifiche audizioni, di eseguire ispezioni, di chiedere le registrazioni riguardanti le comunicazioni telefoniche e la documentazione relativa ai dati scambiati per via telematica. Si definiscono anche i poteri di natura inibitoria, cautelare e ingiuntiva, con particolare riguardo al potere di far cessare qualsiasi pratica contraria alle disposizioni adottate in attuazione della direttiva, di richiedere il blocco e/o il sequestro dei beni e, infine, di richiedere la temporanea interdizione dall'esercizio dell'attività professionale.*

Il tema dei poteri delle Autorità competenti è stato, altresì, affrontato anche nel più ampio contesto delle relazioni multilaterali. Al riguardo, assume importanza l'Accordo di Cooperazione Multilaterale in ambito Iosco, soprattutto per le previsioni relative ai poteri di vigilanza e di indagine che devono essere attivati a fronte di richiesta di cooperazione delle Autorità, e al regime di utilizzo delle informazioni e di riservatezza al quale le predette informazioni scambiate devono essere soggette.

*Il contenuto dell'Accordo si discosta dai testi normalmente utilizzati nel caso di accordi bilaterali, in quanto prevede una valutazione sui poteri di cooperazione e pone l'accento sulle informazioni necessarie all'identificazione del beneficiario finale nelle transazioni finanziarie o nelle partecipazioni in società ed enti. Detto Accordo è stato utilizzato in occasione delle indagini relative al caso Parmalat.*

*L'ambito di applicabilità dell'Accordo include l'enforcement riguardante l'insider dealing e la manipolazione, l'omissione o non esatta indicazione di informazioni rilevanti e tutte le altre pratiche fraudolente relative a valori mobiliari o prodotti derivati, la registrazione, l'emissione, l'offerta o la vendita di valori mobiliari o prodotti derivati e gli obblighi di informazione a essi connessi, gli intermediari, gli organismi di investimento collettivo del risparmio, i mediatori, i raccoglitori di ordini, i mercati, le borse valori e gli organismi di clearing e settlement.*

Con l'Accordo viene stabilito il contenuto minimo degli obblighi di cooperazione per i firmatari e viene introdotto, per la prima volta, un meccanismo di controllo sulla capacità degli aderenti di far fronte agli adempimenti assunti. Si passa, in sostanza, da mere dichiarazioni di intenti a un vero e proprio impegno a prestare un'effettiva cooperazione. Questo aspetto assume particolare

rilevanza in quanto, per corrispondere pienamente alle previsioni dell'Accordo, i poteri attribuiti alla Commissione dalla legislazione vigente devono essere incrementati.

*L'obiettivo di dotare la Consob di maggiori poteri di indagine potrebbe essere raggiunto non solo in sede di recepimento della direttiva sugli abusi di mercato, che attribuisce alle Autorità competenti penetranti poteri di indagine nonché stringenti obblighi di cooperazione, ma anche in sede di recepimento delle altre iniziative normative comunitarie che sanciscono poteri minimi di intervento da parte delle Autorità competenti.*

È proseguita nel corso del 2003 l'attività dell'Istituto tesa ad ampliare i contatti a livello bilaterale con altre Autorità di vigilanza. In particolare, sono stati stipulati i *Memoranda of Understanding (MoU)* con le Autorità di Jersey, della Malesia, del Principato di Monaco, della Repubblica di San Marino, della Repubblica Slovacca e della Romania.

*A tutt'oggi la Consob ha sottoscritto trenta accordi bilaterali di cooperazione e un'intesa per il mantenimento della confidenzialità delle informazioni scambiate, oltre al Memorandum multilaterale tra i paesi dello Spazio Economico Europeo che aderiscono al Csr e al MoU siglato in sede Iosco. Sono in corso, peraltro, trattative con le Autorità di altri Stati per addivenire alla stipula di analoghi accordi.*

È proseguita anche l'attività di cooperazione fornita dalla Commissione nell'ambito dei programmi di gemellaggio *Phare*. Il 25 novembre si è concluso, in particolare, il programma di gemellaggio con la Commissione Nazionale di Valori Mobiliari rumena (Cnvm).

*La suddetta iniziativa, che si è svolta con la collaborazione della Banca d'Italia, della Borsa Italiana spa e della Montetitol spa, è stata realizzata nel quadro dei programmi previsti dall'Unione Europea al fine di fornire supporto ai paesi candidati all'ingresso nell'Unione Europea. Il gemellaggio ha avuto come finalità quella di favorire il recepimento nella normativa rumena dell'acquis comunitario in materia di valori mobiliari, il rafforzamento delle capacità amministrative della Commissione di valori rumena, la predisposizione di un piano d'azione a medio termine per lo sviluppo dei mercati finanziari rumeni e il controllo in tempo reale dei mercati. Un funzionario della Consob è stato distaccato per un periodo di un anno presso la Commissione rumena e numerose attività seminari e di formazione, sia in Romania che in Italia, sono state svolte da un consistente numero di funzionari della Consob.*

*Il gemellaggio ha raggiunto gli obiettivi prefissati nel programma, ossia la predisposizione di un progetto di legge sul mercato mobiliare, in linea con l'acquis comunitario e attualmente all'esame del Parlamento rumeno, nonché la costituzione di un sistema elettronico di monitoraggio delle transazioni sui mercati di borsa rumeni.*

A partire dal mese di settembre, l'Istituto ha cominciato a prestare la propria cooperazione in un analogo programma di gemellaggio tra la Commissione di Valori della Repubblica Ceca e il Ministero dell'economia e delle finanze.

*Anche in questo caso gli obiettivi del progetto sono il pieno recepimento dell'acquis comunitario in materia di mercati di capitali e il rafforzamento delle capacità amministrative delle Autorità ceche coinvolte (Commissione di vigilanza sul mercato di valori mobiliari e Ministero delle finanze). La cooperazione della*

*Consob si sta realizzando mediante l'invio di funzionari nella Repubblica Ceca al fine di svolgere attività seminari e/o di formazione e mediante l'accoglimento di funzionari della Commissione di valori ceca per brevi stages presso la Consob.*

### **L'attività dell'Unione Europea**

Nel 2003 è proseguita l'attività della Commissione Europea, del Consiglio Europeo e del Parlamento Europeo volta a dare attuazione agli obiettivi indicati nel Piano d'Azione relativi alla realizzazione di un mercato di servizi finanziari pienamente integrato entro il 2005.

Tra le iniziative normative oggetto dell'attività dell'Unione Europea si segnala la direttiva sul prospetto di offerta che introduce il passaporto europeo per gli emittenti. È previsto un meccanismo per il quale il prospetto, approvato dall'Autorità dello Stato membro di origine, è valido per l'offerta al pubblico e/o l'ammissione alle negoziazioni su mercati regolamentati in tutto il territorio dell'Unione Europea.

*Il passaporto europeo per gli emittenti accentuerà verosimilmente la delocalizzazione delle emissioni di titoli diversi dai titoli partecipativi (non-equity securities) di valore nominale superiore ai 1000 euro nei paesi con minori controlli. Questo sarà possibile dal momento che la direttiva consente all'emittente di scegliere il paese di origine tra quello in cui l'emittente ha la propria sede sociale e il paese in cui il titolo viene offerto al pubblico e/o ammesso alle negoziazioni su mercati regolamentati. Una volta ottenuta l'approvazione del prospetto da parte dell'Autorità del paese prescelto, i titoli potranno essere collocati su tutto il territorio dell'Unione senza che l'Autorità del paese ospitante possa chiedere ulteriori informazioni o imporre condizioni specifiche. La direttiva, diversamente dal passato, prevede l'obbligo di pubblicazione del prospetto da parte degli emittenti creditizi nell'effettuazione delle operazioni di raccolta; l'obbligo del prospetto vige per tutti i tipi di offerta di titoli di capitale e/o di debito collocati presso il pubblico dei risparmiatori, con l'eccezione di quelli emessi da Stati sovrani e dalle banche centrali. Il collocamento presso investitori istituzionali o investitori qualificati come professionali non è soggetto agli obblighi di predisposizione del prospetto. Tuttavia, in casi di rivendita a investitori diversi da quelli qualificati (in particolare ai clienti degli intermediari), è richiesta la predisposizione del prospetto.*

Il Cesr ha fornito, nel corso dell'anno, un parere alla Commissione Europea sugli schemi (semplificati per ciò che riguarda le emissioni da parte di istituti di credito di strumenti finanziari non di capitale) e i meccanismi di pubblicità del prospetto. Sulla base di detto parere, la Commissione Europea ha predisposto una bozza di regolamento attualmente oggetto di consultazione; una volta adottato, esso diventerà immediatamente applicabile senza necessità di recepimento sostituendo la disciplina regolamentare della Consob attualmente in vigore.

La direttiva sul prospetto va considerata congiuntamente a quella sulla trasparenza che prevede obblighi di informativa continua. La proposta di direttiva sulla trasparenza degli emittenti quotati ha come obiettivo la modernizzazione della disciplina vigente per le società quotate sui