

# **REVISIONE DELLA DIRETTIVA RELATIVA AI SERVIZI DI INVESTIMENTO (93/22/CEE):**

## **- SECONDA CONSULTAZIONE -**

### **- DOCUMENTO DI SINTESI -**

#### **- Invito a presentare osservazioni -**

Gli orientamenti rivisti contenuti nel presente documento costituiscono la base per un round finale di consultazioni e non pregiudicano la decisione finale che sarà adottata dalla Commissione. Il termine per la presentazione delle risposte a questa seconda consultazione è il 31.5.02. I contributi che perverranno oltre questo termine non potranno che essere oggetto di un esame limitato, considerato che la Commissione intende presentare formalmente una proposta entro la fine del 2002. Gli interessati sono invitati a prendere posizione in particolare sui punti seguenti:

- struttura globale e coerenza delle soluzioni legislative previste;
- efficacia e proporzionalità delle soluzioni proposte al fine di promuovere il duplice obiettivo dell'efficienza dei mercati e della protezione degli investitori;
- modalità di applicazione dei meccanismi e delle definizioni proposte e formulazione, se possibile, di proposte concrete di sistemi alternativi che consentano di raggiungere lo stesso obiettivo. Nel presente documento sono segnalati alcuni punti specifici in merito ai quali i servizi della Commissione invitano in particolare a prendere posizione.

## - SINTESI -

Le 77 risposte ai documenti di consultazione pubblicati nel luglio 2001 hanno confermato ampiamente la natura dei principali problemi di regolamentazione che dovrebbero essere affrontati con la revisione della DSI. In particolare è emerso un ampio consenso sulla necessità di porre rimedio alle attuali lacune della regolamentazione e di risolvere il problema dell'arbitraggio normativo nel settore dell'esecuzione degli ordini. Tuttavia sono state espresse ampie e concrete preoccupazioni per quanto concerne:

- l'adeguatezza e la praticabilità delle modifiche proposte, in particolare per quanto concerne la classificazione a fini normativi operata dalla DSI;
- l'opportunità di estendere il campo di applicazione della DSI a determinati servizi o strumenti;
- la praticabilità, sotto certi aspetti, di taluni adeguamenti proposti ai diritti e alle obbligazioni previsti dalla DSI.

Alla luce di queste reazioni i servizi della Commissione hanno elaborato nuovi orientamenti per la revisione della DSI, denominati in appresso "orientamenti rivisti", che sono esposti nel presente documento e riportati integralmente nell'allegato 1. Questi orientamenti prevedono la riorganizzazione e riformulazione sistematica della direttiva attuale in modo tale da raggiungere un triplice obiettivo che consiste nel garantire la tutela degli investitori, la creazione di un mercato finanziario unico e l'efficienza dei mercati. A tal fine gli orientamenti rivisti:

- chiariscono quali obbligazioni si applicano alle diverse infrastrutture di negoziazione o funzioni di intermediazione;
- fissano essenzialmente dei principi generali ed evitano di introdurre obblighi eccessivamente prescrittivi nella legislazione primaria;
- prevedono l'adozione di decisioni complementari che consentano l'applicazione di questi principi generali in funzione dell'evoluzione delle condizioni del mercato e delle pratiche di vigilanza. I principi che richiedono misure di attuazione complementari vengono chiaramente identificati.

### ***1. Classificazione a fini normativi***

La classificazione a fini normativi è un elemento fondamentale per far fronte all'impatto potenziale che l'esecuzione degli ordini fuori borsa può avere in termini di efficienza del mercato e protezione degli investitori. L'obiettivo perseguito è quello di istituire obblighi comparabili per le diverse strutture di esecuzione degli ordini che utilizzano metodologie di negoziazione analoghe, senza tuttavia impedire l'evoluzione delle infrastrutture di negoziazione.

Il nuovo approccio proposto non comporta un rimaneggiamento radicale dell'architettura attuale della DSI e preserva la dualità tra “mercati regolamentati” e intermediari autorizzati. I soggetti attivi nell'esecuzione degli ordini avranno la facoltà di scegliere tra l'autorizzazione in qualità di “mercati regolamentati” e quella in qualità di imprese di investimento vere e proprie. Gli intermediari autorizzati che tentano di promuovere attivamente l'esecuzione degli ordini al di fuori delle regole e del quadro propri ad un mercato regolamentato debbono essere soggetti a discipline aggiuntive in materia di:

- (1) internalizzazione sistematica: quando gli intermediari autorizzati internalizzano sistematicamente flussi rilevanti di ordini, è indispensabile far rispettare rigorosamente alcune garanzie fondamentali per la tutela degli investitori (“migliore esecuzione”, controllo sulla gestione degli ordini (order-handling), gestione dei conflitti di interesse). Gli intermediari autorizzati devono inoltre essere soggetti ad obblighi di trasparenza per garantire che l'internalizzazione degli ordini non comprometta l'efficienza del mercato. Sotto questo profilo i servizi della Commissione si chiedono in che misura il formato degli ordini dei clienti incrociati dai grandi intermediari e le procedure di gestione degli ordini si prestino all'effettiva applicazione degli obblighi di trasparenza pre-negoziazione.
- (2) sistemi di negoziazione alternativi (ATS): si propone di far rientrare nel campo della DSI una nuova attività di base (core activity) ovvero la pubblicazione e l'esecuzione multilaterale di ordini (“multilateral order disclosure and execution”), in modo da consentire un'autorizzazione e una vigilanza adeguate dei soggetti che gestiscono libri di ordini privati o sistemi di incrocio (crossing system). Gli obblighi previsti per i gestori di questi sistemi sono allineati a quelli applicati ai “mercati regolamentati”.

## **2. Obblighi di trasparenza**

Gli orientamenti rivisti si occupano del rischio che la frammentazione o l'interconnessione insufficiente delle strutture di esecuzione degli ordini mettano a repentaglio il processo di formazione dei prezzi e riducano l'efficienza complessiva del mercato. Attualmente questi rischi riguardano soprattutto gli strumenti patrimoniali (equity instruments). Gli orientamenti rivisti puntano all'introduzione di obblighi effettivi di trasparenza per gestire gli eventuali effetti negativi dell'esecuzione degli ordini fuori borsa per l'efficienza complessiva del mercato azionario.

I principi guida in materia di obblighi di trasparenza sono intesi a consentire agli investitori di avere accesso alle informazioni sulle offerte commerciali esistenti (pre-negoziazione) e sulle transazioni completate di recente (post-negoziazione) in tempi rapidi. Questi principi e le relative misure di attuazione dovrebbero applicarsi in modo analogo a tutti i tipi di entità che praticano l'esecuzione organizzata o sistematica degli ordini utilizzando metodologie di contrattazione simili. I requisiti di trasparenza imposti ai “mercati regolamentati” serviranno come riferimento per le strutture che eseguono gli ordini fuori borsa con metodi di contrattazione comparabili. Occorre anche tener conto della segnalazione differita di contrattazioni riguardanti blocchi consistenti di titoli o titoli non liquidi.

Le informazioni post-negoziazione relative a tutte le operazioni fuori borsa, comprese quelle eseguite da intermediari autorizzati con controparti o internalizzate a titolo accessorio, dovrebbero essere messe a disposizione dell'insieme del mercato. L'obbligo di segnalazione proposto si limita alle operazioni fuori borsa su strumenti ammessi alle contrattazioni in un

“mercato regolamentato” di cui è membro l'intermediario autorizzato interessato. Si eviterà così di imporre l'obbligo di creare nuovi canali per informare i mercati dei quali l'intermediario non è membro.

Gli orientamenti rivisti non chiedono un intervento top down o di regolamentazione in materia di consolidamento dei dati. Il presupposto da cui si parte è che i soggetti indipendenti che consolidano o vendono dati o altre entità sfrutteranno i recenti progressi delle TI per fornire soluzioni commerciali al problema del consolidamento dei dati. Tuttavia i servizi della Commissione chiedono se questo approccio sia sufficiente a consentire la raccolta delle informazioni sulle quotazioni di tutte le principali piazze di negoziazione ai fini del raffronto dei prezzi dei diversi mercati. Affidarsi esclusivamente a soluzioni commerciali indipendenti sarà sufficiente a garantire accesso ad informazioni comparabili su transazioni e quotazioni a livello comunitario? O si dovrebbe valutare se conferire alle autorità pubbliche un ruolo più attivo nel sostenere l'integrazione effettiva delle informazioni pre- e post-negoziazione sui titoli (ad esempio tramite la designazione a livello nazionale di soggetti incaricati di consolidare transazioni e offerte ai quali i sistemi rilevanti dovrebbero mettere a disposizione le informazioni su base commerciale ragionevole)?

### ***3. Portata delle attività esercitate dagli intermediari autorizzati***

Gli orientamenti rivisti propongono:

- di non includere le attività di arranging (messa in contatto)/facilitazione tra i servizi di base (core services) della DSI. Le attività di messaggistica o di diffusione delle informazioni non danno origine a rischi particolari per gli utenti né a preoccupazioni prudenziali che giustificano l'applicazione delle discipline della DSI;
- di includere la consulenza in materia di investimenti tra i servizi di base della DSI e di allargare la definizione di questa attività in modo tale da non coprire esclusivamente i consulenti remunerati con commissioni. Occorre inoltre fare attenzione che il trattamento di adeguatezza patrimoniale sia commisurato al profilo di rischio dei prestatori di consulenza in materia di investimenti;
- di chiarire esattamente quali siano le attività che rientrino nel servizio di “ricezione e trasmissione degli ordini degli investitori” previsto attualmente. Sarebbe così possibile esercitare una vigilanza adeguata sui nuovi tipi di distributori e collettori di ordini che si interpongono tra l'investitore e l'impresa che fornisce realmente il servizio;
- di includere i derivati su merci nella categoria degli strumenti finanziari coperti dalla DSI. I mercati nei quali ha luogo la negoziazione organizzata di questi strumenti potrebbero così essere autorizzati come “mercati regolamentati” e gli intermediari autorizzati potrebbero fornire servizi transfrontalieri inerenti a questi strumenti. I negozianti per conto proprio (dealer) specializzati in derivati su merci, la cui occupazione regolare/principale è trattare questi strumenti, dovrebbero pertanto richiedere un'autorizzazione a norma della DSI. I soggetti che trattano in questi strumenti solo accessoriamente alla loro attività principale non avrebbero bisogno di ottenere tale autorizzazione.

Gli orientamenti rivisti distinguono tra gli obblighi che si applicano quando un intermediario autorizzato esegue gli ordini dei clienti e quelli che vigono invece quando egli tratta (con controparti ammissibili) per proprio conto. Quando esegue gli ordini dei clienti, l'intermediario autorizzato agisce per conto del cliente e ha nei suoi confronti doveri di cura. Quando negozia per conto proprio, l'intermediario autorizzato si limita a comprare o a vendere una posizione alle sue controparti e non ha alcun obbligo di cura nei loro confronti - oltre a quello di confermare per iscritto che si tratta di una transazione tra controparti. La definizione di "controparte ammissibile" e pertanto i criteri per distinguere tra i soggetti per i quali la negoziazione di strumenti costituisce l'attività principale e le altre controparti per le quali si tratta di un'attività accessoria saranno esaminati ulteriormente dopo questa consultazione e una volta completati i lavori collegati del CAERVM (Comitato delle autorità europee di regolamentazione dei valori mobiliari).

#### ***4. Regime applicabile alle imprese di investimento***

I requisiti iniziali e continuativi che gli intermediari debbono rispettare per ottenere l'autorizzazione saranno razionalizzati. È prevista l'applicazione graduata delle singole disposizioni in funzione dei rischi che diverse attività riservate pongono per gli investitori o l'efficienza dei mercati. In particolare saranno chiaramente identificati gli obblighi generali e quelli che si applicano specificamente a taluni ambiti (esecuzione degli ordini dei clienti, negoziazione con le controparti o gestione di sistemi di pubblicazione/esecuzione multilaterale degli ordini. Oltre a queste modifiche strutturali sono previste le innovazioni seguenti:

- i requisiti in materia di organizzazione saranno elaborati in modo meno prescrittivo;
- saranno introdotte disposizioni distinte per quanto riguarda la gestione dei conflitti di interesse, data la grande e crescente importanza che esse rivestono ai fini della salvaguardia degli interessi dei clienti - in particolare quando gli intermediari autorizzati svolgono più attività di base come la negoziazione per conto proprio e l'esecuzione degli ordini dei clienti;
- le norme di comportamento saranno incentrate sugli elementi essenziali e i principi guida, come la necessità di una differenziazione appropriata tra investitori al dettaglio e investitori professionali. Misure di attuazione dettagliate saranno adottate al livello 2. Gli standard in materia di protezione degli investitori che stanno prendendo corpo a livello di CAERVM danno un'indicazione circa i tipi di misure che potrebbero essere emanate ai livelli 2 e 3 e offrono una base per l'elaborazione di definizioni operative fondamentali (ad esempio quella di "investitore professionale");
- gli obblighi che incombono alle imprese di investimento quando utilizzano agenti vincolati a fini di rappresentanza e raccolta degli ordini saranno chiariti e allineati ai requisiti imposti ad entità comparabili dalla direttiva sugli intermediari assicurativi;
- l'idea della pubblicazione regolare delle strutture di esecuzione degli ordini come mezzo per verificare ex post l'osservanza dell'obbligo di "esecuzione migliore" verrà abbandonata e verrà invece introdotta una politica di vigilanza più "pro-attiva";
- per quanto concerne la dichiarazione delle transazioni effettuate fuori borsa, sarà applicato un requisito di base meno oneroso, corrispondente ad un approccio più pragmatico.

## ***5. Principi generali per i “mercati regolamentati”***

Saranno introdotti requisiti comuni per quanto concerne la gestione dei “mercati regolamentati” e il possesso di risorse finanziarie adeguate. Il ruolo delle autorità di vigilanza nell'applicazione di queste discipline sarà definito con maggiore chiarezza. La responsabilità di autoregolamentazione potrà essere delegata ai gestori dei mercati, purché la responsabilità prudenziale finale continui ad essere di un'autorità pubblica.

I gestori dei mercati, anziché verificare l'esistenza di un “mercato adeguato” (proper market) prima di ammettere uno strumento alla negoziazione su un “mercato regolamentato”, dovranno applicare requisiti trasparenti e generici di ammissione approvati dall'autorità pubblica competente. Inoltre il gestore del mercato (market operator) sarà tenuto a verificare (con la rilevante autorità competente) che gli emittenti di titoli offerti al pubblico abbiano adottato le misure necessarie per adempiere ai loro obblighi per quanto riguarda l'informativa iniziale e continuativa.

## ***6. Compensazione e regolamento***

Nei prossimi mesi sarà pubblicata una comunicazione della Commissione in materia di compensazione e regolamento che servirà come base per una consultazione. Quest'ultima sarà intesa a valutare la necessità ed eventualmente gli accenti di un'azione politica coordinata a livello UE volta a migliorare la finalizzazione delle operazioni transfrontaliere e a promuovere l'introduzione di infrastrutture di compensazione e regolamento accessibili, integrate e solide sotto il profilo prudenziale. Un principio guida di questa azione sarà di estendere le opzioni offerte ai partecipanti al mercato e agli altri operatori, fatti salvi i controlli prudenziali e tecnici necessari per preservare l'integrità dei diversi stadi della catena di compensazione e regolamento. Nell'ambito di questa strategia, gli orientamenti rivisti per la DSI prevedono di consentire ai partecipanti al mercato di designare il luogo di regolamento preferito e prevedono di permettere ai “mercati regolamentati” di avvalersi di una controparte centrale di compensazione in un'altra giurisdizione, previa l'osservanza di taluni vincoli prudenziali, tecnici e commerciali.

## **- PANORAMICA DEGLI ORIENTAMENTI RIVISTI PER LA REVISIONE DELLA DSI -**

### **INTRODUZIONE**

Il presente documento fornisce una panoramica degli elementi salienti degli orientamenti rivisti riportati nell'allegato 1. I cambiamenti più significativi rispetto agli orientamenti preliminari sono commentati brevemente.

La sezione 1 presenta le modifiche più importanti alle proposte iniziali per quanto riguarda la classificazione a fini normativi. Queste proposte erano considerate una parte essenziale del dispositivo normativo volto a rispondere al fenomeno dell'esecuzione degli ordini fuori borsa. Il processo di consultazione ha confermato che rispondere a queste sfide garantendo la protezione degli investitori e l'efficienza del mercato dovrebbe restare un obiettivo prioritario nella revisione della DSI. Tuttavia sono stati chiesti adeguamenti importanti alle proposte concrete riguardanti la classificazione a fini normativi. La sezione 2 presenta una nuova impostazione per quanto concerne gli obblighi che la DSI potrebbe imporre in materia di trasparenza pre- e post-negoziazione. Gli obblighi di trasparenza sono infatti considerati fondamentali per garantire che una maggiore frammentazione del processo di esecuzione degli ordini non vada a discapito dell'efficienza globale del mercato. La sezione 3 presenta gli orientamenti rivisti per quanto concerne la modifica del campo delle attività coperte dalla DSI. La sezione 4 è dedicata ai possibili adeguamenti alle disposizioni della DSI che si applicano alle imprese di investimento. La sezione 5 delinea i possibili contorni del regime applicabile ai "mercati regolamentati". La sezione 6 tratta dell'estensione dei diritti degli intermediari autorizzati e dei "mercati regolamentati" per quanto riguarda l'accesso ai sistemi di compensazione e regolamento nonché la scelta di tali infrastrutture. Queste questioni verranno esaminate in modo più approfondito nella prossima comunicazione della Commissione relativa a compensazione e regolamento.

L'allegato 2 contiene una sintesi delle 69 risposte ricevute dai servizi della Commissione europea in merito agli orientamenti preliminari pubblicati il 24.7.2001<sup>1</sup>.

### **SEZIONE 1.: CLASSIFICAZIONE A FINI NORMATIVI**

#### ***Orientamenti del luglio 2001 per quanto riguarda la classificazione a fini normativi***

Dagli orientamenti preliminari risultava che l'ampio fenomeno dell'esecuzione degli ordini al di fuori delle regole e dei sistemi dei "mercati regolamentati", per quanto riguarda gli strumenti ammessi alla negoziazione su un "mercato regolamentato", costituisce uno sviluppo strutturale che giustifica

<sup>1</sup> Una sintesi delle 69 risposte ricevute entro l'8.1.02 è annessa all'allegato 2. Altri 8 contributi sono pervenuti dopo l'8.1.02. Queste risposte sono state analizzate e considerate dai servizi della Commissione, ma non sono state calcolate ai fini della relazione di sintesi di cui all'allegato 2.

una maggiore attenzione da parte della vigilanza. In particolare gli orientamenti preliminari tentavano di chiarire quale fosse il trattamento normativo da riservare ai sistemi di esecuzione degli ordini fuori borsa operati da ATS e all'internalizzazione sistematica del flusso di ordini da parte degli intermediari autorizzati. La principale preoccupazione normativa era preservare la qualità globale del mercato e l'efficienza nel processo di formazione dei prezzi. La diffusione dell'order-matching fuori borsa potrebbe infatti ridurre l'interazione tra interessi di acquisto e di vendita, il che renderebbe così il processo di formazione dei prezzi meno efficace, accentuando spread ed effetti negativi sui prezzi.

A seconda che questa attività si aggiunga o meno ad altri servizi di investimento, gli orientamenti preliminari ritenevano necessario rafforzare l'applicazione dei meccanismi di protezione degli investitori offerti ai clienti e agli utenti delle strutture di esecuzione degli ordini fuori borsa. In particolare essi ritenevano importante verificare che gli investitori finali beneficino della migliore esecuzione quando i loro ordini sono compensati con gli interessi di negoziazione privati dell'impresa che agisce per loro conto. Infine, considerato che l'order-matching fuori borsa può essere un canale di pratiche abusive così come le negoziazioni di borsa, essi proponevano che gli operatori di sistemi di negoziazione fuori borsa attuassero sistemi di monitoraggio e di vigilanza appropriati.

La classificazione proposta a fini normativi era basata su un insieme di definizioni normative/istituzionali fisse. Queste ultime dovevano consentire di determinare se le entità considerate dovessero essere classificate come “borse/mercati regolamentati” o “imprese di investimento” ai fini della DSI. Una definizione di “mercato organizzato” doveva pertanto servire a distinguere tra:

- le strutture di esecuzione degli ordini che possono essere autorizzate solo come “mercato regolamentato/altro mercato organizzato” in quanto contribuiscono in modo significativo alla formazione dei prezzi degli strumenti finanziari;
- le strutture che possono eseguire gli ordini sulla base di un'autorizzazione in qualità di impresa di investimento in quanto, essendo sistemi "price-taking", non assicurano una vera funzionalità di mercato.

Sulla base di questa classificazione a fini normativi, dovevano applicarsi diverse discipline che specificassero le condizioni alle quali un'entità regolamentata può eseguire gli ordini. I “mercati organizzati” aspiranti ad eseguire gli ordini relativi a strumenti ammessi alla negoziazione su un “mercato regolamentato” sarebbero stati obbligati ad ottenere un'autorizzazione in qualità di “mercato regolamentato”. Gli operatori autorizzati in qualità di imprese di investimento sarebbero autorizzati a praticare l'order-matching sulla base di tale autorizzazione, ma quando esercitano tale attività sarebbero soggetti ad obblighi più severi nei confronti degli investitori (esecuzione migliore, pubblicazione dell'order routing) e a nuovi obblighi nei confronti del mercato (segnalazione delle transazioni/trasparenza, vigilanza del sistema).

#### *Principali reazioni alla consultazione:*

Gli orientamenti preliminari sono stati contestati per le ragioni seguenti:

- (1) la difficoltà di elaborare una definizione chiara ed operativa del termine “mercato organizzato”, che consenta di operare una distinzione tra le strutture di esecuzione degli ordini che possono essere autorizzate e vigilate come imprese di investimento e quelle che sarebbero classificate come “mercati organizzati” e sarebbero tenute potenzialmente

ad ottenere un'autorizzazione in qualità di “mercato regolamentato” (a seconda degli strumenti ammessi alla negoziazione);

- (2) la mancanza di chiarezza per quanto riguarda il trattamento di taluni soggetti ai fini della DSI (“mercati organizzati” non regolamentati dalla DSI);
- (3) i rischi che una classificazione istituzionale complessa possa frapporre ostacoli normativi alla concorrenza tra le infrastrutture di negoziazione ed inibire l'innovazione (si pensi in particolare alla disposizione che gli strumenti ammessi alla negoziazione in un “mercato regolamentato” non dovrebbero più essere ammissibili alla negoziazione in “mercati organizzati” che non siano regolamentati ai sensi della DSI);
- (4) l'inadeguatezza della classificazione normativa proposta a garantire condizioni eque di concorrenza tra i “mercati regolamentati” e le entità che eseguono gli ordini sulla base di un'autorizzazione in qualità di impresa di investimento/banca (ad esempio il fatto di porre esclusivamente l'accento sulla trasparenza post-negoziazione è stato considerato inopportuno);
- (5) la mancanza di una giustificazione economica o normativa all'imposizione di un dispositivo (ad esempio obblighi di trasparenza) per far fronte alle conseguenze potenziali dell'esecuzione degli ordini fuori borsa per strumenti finanziari diversi dai fondi propri (equity).

*Orientamenti rivisti per quanto riguarda la classificazione a fini normativi:*

Alla luce di quanto precede la classificazione normativa proposta negli orientamenti del luglio 2001 è stata ampiamente rivista. Il nuovo approccio persegue gli obiettivi seguenti:

- dare una risposta normativa proporzionata, coerente e coordinata alle possibili implicazioni dell'order-matching fuori borsa per l'efficienza del mercato e la protezione degli investitori. Le proposte preliminari sono state criticate in quanto mancava una logica economica o normativa che giustificasse l'estensione delle discipline proposte per l'esecuzione degli ordini fuori borsa a strumenti diversi dai fondi propri. In particolare si è ritenuto che la pubblicazione continua e tempestiva dei potenziali interessi di negoziazione e delle informazioni riguardanti le transazioni concluse si limiterebbe a migliorare il processo di formazione dei prezzi degli strumenti patrimoniali<sup>2</sup>. Di conseguenza gli orientamenti rivisti propongono di limitare, in primis, gli obblighi di trasparenza pre- e post-negoziazione agli strumenti patrimoniali. Tali obblighi potrebbero essere successivamente estesi ad altre classi di attività, qualora le pratiche di negoziazione e le condizioni prevalenti su tali mercati si evolvano a tal punto che la disponibilità di informazioni relative alle opportunità di negoziazione e alle transazioni completate diventi importante per il buon funzionamento dei mercati di tali attività;

---

<sup>2</sup> La valutazione di altri strumenti non dipende così chiaramente dalla disponibilità di informazioni tempestive per quanto riguarda i prezzi ai quali altri partecipanti al mercato (potenzialmente informati) sarebbero disposti a negoziare. Sovente il loro valore può essere stabilito sulla base di valori di riferimento fissi o del valore di un attivo sottostante (anche azioni).

- predisporre discipline che prescrivano obblighi comparabili per le strutture di esecuzione degli ordini che utilizzano metodologie di contrattazione analoghe. Vi dovrebbero essere infatti condizioni eque di concorrenza tra "mercati regolamentati" ed altri sistemi di negoziazione quando concorrono tra loro per l'esecuzione degli ordini. Indipendentemente dalle modalità di autorizzazione, tutti dovrebbero essere soggetti a requisiti comparabili per quanto concerne il processo di order-matching, per via dell'impatto che questi processi hanno sulle condizioni prevalenti nell'insieme del mercato. In particolare sia i "mercati regolamentati" che i sistemi di esecuzione degli ordini gestiti dagli intermediari autorizzati dovrebbero essere soggetti ad obblighi comparabili per quanto riguarda l'approvazione preliminare, da parte di un'autorità pubblica, dei processi e delle regole di contrattazione nonché la trasparenza pre- e post-negoziazione;
- evitare di prescrivere in che veste una determinata entità che gestisce una struttura organizzata di esecuzione degli ordini debba essere autorizzata e vigilata.

Gli orientamenti rivisti tentano di dare una risposta normativa proporzionata alle diverse questioni sollevate dalle due forme principali in cui si presenta attualmente l'esecuzione degli ordini fuori borsa<sup>3</sup> nel mercato finanziario europeo - ovvero l'internalizzazione degli ordini dei clienti e la gestione dei sistemi che consentono la pubblicazione ed esecuzione multilaterale degli ordini.

*(a). Internalizzazione degli ordini dei clienti (rispetto sia ad ordini contrapposti di clienti che a posizioni di negoziazione private del sistema (proprietary trading positions)):*

Questa attività è stata tradizionalmente considerata come un complemento naturale all'esecuzione degli ordini dei clienti. Se esercitata in modo accessorio e su piccola scala, è improbabile che essa abbia implicazioni per l'efficienza del processo di formazione dei prezzi degli strumenti per i quali avviene questo tipo di order-matching. Questa attività non è pertanto oggetto di disposizioni specifiche volte a neutralizzare le potenziali conseguenze negative per l'efficienza del mercato. Si applicherà tuttavia l'obbligo generale di segnalare le operazioni fuori borsa ad un "mercato regolamentato" di cui l'intermediario autorizzato è membro (cfr. anche sezione 2).

L'internalizzazione degli ordini dei clienti su base accessoria può dare origine a netti conflitti di interesse, in particolare quando vi è la possibilità che gli ordini del cliente siano eseguiti in compensazione con gli interessi di negoziazione privati dell'impresa che agisce per conto del cliente. Si propone di tenere conto di questo aspetto imponendo alle imprese di investimento di poter dimostrare che l'internalizzazione degli ordini ha consentito al cliente di beneficiare della "migliore esecuzione". Le imprese che cumulano l'attività di esecuzione degli ordini dei clienti e l'attività di negoziazione per conto proprio dovrebbero inoltre essere tenute ad applicare procedure rigorose per la gestione dei conflitti di interesse.

---

<sup>3</sup> Per esecuzione degli ordini fuori borsa si intende la conclusione di ordini di terzi al di fuori delle regole e dei sistemi di un "mercato regolamentato" di cui all'allegato 2. L'autorizzazione e la gestione di un "mercato regolamentato" è riservata alle entità che soddisfano i requisiti previsti.

Internalizzazione sistematica<sup>4</sup>: la tecnologia consente attualmente ad alcuni intermediari autorizzati con un'ampia base di clientela ed un agency order flow elevato di internalizzare questi ordini su larga scala<sup>5</sup>. Di conseguenza questi soggetti attuano sovente una strategia commerciale attiva che consiste nel porre in atto dispositivi, capacità e sistemi per supportare il matching (ed eventualmente il regolamento) di elevati volumi di ordini di clienti.

I servizi della Commissione hanno esaminato con attenzione se l'internalizzazione sistematica su tale scala sia preoccupante per l'efficienza del mercato e richieda pertanto l'introduzione di nuove discipline oltre a quelle che già si applicano quando un'impresa internalizza gli ordini dei clienti su base accessoria. Questa attività non è basata su un libro di ordini aperto, tramite il quale potenziali interessi di negoziazione vengono divulgati ad altri utenti. Il carattere chiuso di questo sistema fa sì che le informazioni inerenti agli ordini trasmessi all'entità "internalizzante" non sono visibili ad altri clienti/utenti e pertanto non possono influenzare né le aspettative in materia di prezzi né le informazioni di cui dispongono gli altri partecipanti al mercato. Di conseguenza è probabile che questa attività sia poco esposta al rischio di abuso di mercato da parte dei clienti dell'entità che la esercita.

In che misura potrebbero applicarsi obblighi di trasparenza pre-contrattazione è un punto sul quale i servizi della Commissione sollecitano delle osservazioni nel quadro di quest'ultima consultazione. Posto che si tratti essenzialmente di ordini di mercato (market order), gli ordini di clienti oggetto di internalizzazione non possono incorporare informazioni su possibili opportunità di negoziazione.<sup>6</sup> Se tuttavia gli ordini internalizzati da intermediari autorizzati costituiscono l'espressione di interessi di acquisto o di vendita potenziali (in una determinata forcella di prezzi), vi può essere un interesse generale a garantire che le informazioni ad essi relative siano largamente divulgate, nelle medesime condizioni delle informazioni pre-transazione gestite dai mercati regolamentati e dagli ATS. Domanda: occorre prendere in considerazione la possibilità

---

<sup>4</sup> L'internalizzazione sistematica del flusso degli ordini dei clienti può essere distinta dall'order-matching esercitato su base accessoria grazie all'applicazione di una soglia quantitativa. Ad esempio si potrebbe stabilire che in caso di internalizzazione di oltre il 10% del flusso degli ordini dei clienti (calcolato come flusso trimestrale medio degli ultimi 4 trimestri) si ha internalizzazione sistematica, il che determina una maggiore attenzione per i sistemi di gestione degli ordini dei clienti. Per stabilire in che misura un'impresa di investimento/banca tenti di effettuare il matching o l'esecuzione degli ordini dei clienti su base sistematica, si può anche tener conto della funzionalità e della capacità del sistema applicato dall'impresa a supporto dell'internalizzazione.

<sup>5</sup> *"Banks that have taken the lead are already capable of internalising about a third of their transaction volumes"* (Alcune banche che sono all'avanguardia sono già in grado di internalizzare circa un terzo del loro volume di transazioni). (Euromoney, Nov. 2001 pag. 78).

<sup>6</sup> Questa conclusione non significa che per i servizi della Commissione l'internalizzazione degli ordini di mercato dei clienti non abbia implicazioni per la formazione dei prezzi in un determinato mercato. Nella misura in cui l'internalizzazione degli ordini di mercato dirotta il flusso degli ordini dei clienti da una determinata piazza di negoziazione, essa influenza, dal punto di vista ristretto di tale mercato, l'ampiezza e la profondità della sua liquidità nonché la sua resilienza (velocità nel raggiungere il nuovo equilibrio dei prezzi). Tuttavia in una prospettiva più ampia ci si potrebbe chiedere se assoggettare i mercati principali ad una vigilanza sull'esecuzione degli ordini al meglio e la gestione dei conflitti di interesse, combinata ad obblighi di trasparenza, possa far sì che il flusso degli ordini dei clienti reagisca immediatamente alle differenze dei prezzi dei diversi sistemi in modo tale da assicurare che l'ampiezza, la profondità e la resilienza di questi mercati siano nuovamente garantite ad un livello globale.

di imporre agli intermediari autorizzati (nell'esercizio di un'attività di negoziazione per conto proprio) regole per la gestione degli ordini a prezzo limite (limit order), in modo da garantire che qualunque ordine che costituisca un miglioramento rispetto alla migliore offerta di acquisto o di vendita sia divulgato al mercato nel suo insieme? I servizi della Commissione accoglieranno con favore qualunque chiarimento aggiuntivo o osservazione empirica che verranno loro forniti su questo aspetto della loro analisi e qualunque altro contributo sull'opportunità di estendere gli obblighi di trasparenza pre-negoziazione all'internalizzazione sistematica degli ordini effettuata da intermediari autorizzati.

Gli intermediari autorizzati che praticano l'internalizzazione sistematica degli ordini saranno tenuti alla pubblicazione post-negoziazione di tutte le transazioni internalizzate. Qualora questi soggetti non dispongano di sistemi autonomi per rendere pubblici i dati sulle transazioni eseguite internamente dovrebbero essere tenuti a segnalare queste transazioni al "mercato regolamentato" principale o più liquido che tratti tale strumento. Questo requisito è più oneroso di quello imposto a chi pratica l'order-matching su base accessoria, in quanto non prescrive semplicemente di segnalare ad un "mercato regolamentato" di cui l'intermediario è membro e nel quale lo strumento è ammesso a negoziazione. Il contenuto delle informazioni da segnalare ed i tempi entro i quali la segnalazione deve avvenire debbono essere gli stessi prescritti per transazioni simili in un "mercato regolamentato".

*Problemi inerenti alla protezione degli investitori derivanti dall'internalizzazione sistematica degli ordini:* Occorre prestare particolare attenzione ai rischi che l'internalizzazione sistematica può determinare sul piano della protezione degli investitori. Giacché le infrastrutture che praticano l'internalizzazione sistematica eseguono anche ordini per conto dei clienti, esse restano soggette all'obbligo incombente alle imprese di investimento di servire al meglio gli interessi dei clienti. Le norme di comportamento che prescrivono di eseguire al meglio gli ordini dei clienti e l'obbligo di instaurare sistemi per la gestione dei potenziali conflitti di interesse dovrebbero essere pienamente applicabili alle strutture di esecuzione degli ordini che praticano il matching degli ordini dei clienti anche con posizioni di negoziazioni proprie o che hanno una politica attiva di matching di questi ordini con ordini di clienti contrapposti. Un'impresa di investimento che pratica l'order-matching sistematico dovrebbe essere sempre in grado di dimostrare di aver rispettato le istruzioni date dai clienti relativamente ai loro ordini e di poter adempiere ai propri obblighi di cura nei confronti dei clienti per conto dei quali esegue gli ordini. Gli assetti organizzativi di queste imprese, in particolare le loro procedure di gestione degli ordini dei clienti, devono inoltre essere oggetto di particolare attenzione al momento dell'autorizzazione iniziale e su base continuativa.

Questa analisi permette di concludere che alcune discipline della DSI dovranno essere applicate in modo più severo in caso di internalizzazione sistematica degli ordini, ma non evidenzia obblighi aggiuntivi ai quali sottoporre questa attività. Gli orientamenti rivisti prevedono pertanto che l'osservanza dei requisiti previsti per l'autorizzazione, degli obblighi di condotta operativa e delle norme di comportamento da parte degli intermediari autorizzati che esercitano l'internalizzazione sistematica sia controllata con maggiore attenzione. Questi obblighi potranno essere adeguati con misure complementari adottate nell'ambito di una procedura di comitatologia.

(b). Sistemi di negoziazione alternativi (ATS)

La gestione di un sistema di negoziazione alternativo, inteso come infrastruttura organizzata per la pubblicazione e l'esecuzione multilaterali degli ordini tra gli utenti del sistema stesso, viene riconosciuta come attività di base coperta dalla DSI. Richiederà di conseguenza un'autorizzazione specifica che sarà subordinata all'osservanza dei requisiti aggiuntivi previsti. In questo modo l'attività è riservata agli intermediari autorizzati. Essa può essere cumulata con altri servizi di base ed ausiliari nel rispetto di disposizioni organizzative adeguate.

Questa attività può essere definita come la gestione di un “sistema multilaterale che ravvicina - nel suo seno ed in base a regole non discrezionali stabilite dal gestore del sistema - interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari in modo tale da costituire o dare luogo ad un contratto”<sup>7</sup>.

Questa attività comprende sia i sistemi di incrocio che i libri di ordini a prezzo limite che gli utenti possono utilizzare per indicare ad altri utenti, in parte o integralmente, le condizioni alle quali sono disponibili a trattare ai fini della conclusione di transazioni nel sistema.

*Considerazioni in materia di efficienza del mercato:* Gli orientamenti rivisti propongono di introdurre discipline specifiche per garantire che i sistemi multilaterali di pubblicazione ed esecuzione degli ordini siano integrati adeguatamente nel funzionamento globale del mercato. Queste disposizioni specifiche relative all'efficienza e all'integrità dei mercati saranno comparabili a quelle che si applicano alle procedure di pubblicazione degli ordini e di order-matching dei “mercati regolamentati”. In particolare gli ATS saranno soggetti ad obblighi aggiuntivi per quanto concerne le loro procedure di negoziazione nonché ad una vigilanza/monitoraggio complementare. Essi saranno inoltre tenuti a rendere pubbliche le informazioni sulle transazioni completate tramite sistemi di pubblicazione indipendenti (su base commerciale ragionevole). In caso di libri di ordini privati, saranno inoltre tenuti a pubblicare informazioni sulle quotazioni (offerte di acquisto e di vendita, profondità) comparabili a quelle richieste ai “mercati regolamentati”.

*Considerazioni inerenti alla protezione degli investitori:* Gli ATS si indirizzano spesso ad entità che desiderano comprare e vendere posizioni senza pagare la protezione di un agente. In quanto tali essi costituiscono strutture organizzate in cui interagiscono coloro che negoziano per conto proprio. Di conseguenza non è necessario che si applichino le norme di comportamento quando l'accesso è limitato a controparti a fini di negoziazione per conto proprio.

Tuttavia quando gli ATS sono accessibili agli utenti che chiedono all'impresa di agire per loro conto e nel loro interesse in modo da garantire l'esecuzione degli ordini, l'impresa deve farsi carico nei confronti dei clienti dei medesimi obblighi che si applicano ad un broker che fornisce un servizio comparabile. Gli “utenti” in questo caso devono essere considerati come “clienti che affidano l'esecuzione all'impresa”. Giacché gli ATS non praticano il matching degli ordini dei

---

<sup>7</sup> Definizione di “sistemi di negoziazione alternativi” data dal CAERVM, ottobre 2001.

clienti con posizioni di negoziazione private del sistema, vi sono scarse possibilità di un conflitto tra gli interessi di negoziazione del gestore del sistema e quelli dei suoi utenti<sup>8</sup>.

In caso di libera prestazione di servizi da parte di un sistema di matching/pubblicazione degli ordini multilaterale debitamente autorizzato in un altro Stato membro, la responsabilità di vigilare su tale sistema spetta all'autorità competente del paese in cui il sistema è stato autorizzato inizialmente. Tutti gli ordini eseguiti da tale sistema devono essere disciplinati dalla legge del paese in cui è domiciliata la struttura di order-matching gestita dall'impresa di investimento.

### ***Conclusioni sulla classificazione a fini normativi***

Alla luce dell'analisi precedente gli orientamenti rivisti:

- abbandonano l'approccio istituzionale proposto in origine che prevedeva la suddivisione delle infrastrutture di negoziazione in "mercati organizzati" (price-making) o sistemi di tipo price-taking, in base ad una valutazione della vigilanza;
- prevedono che i concetti attuali di "mercato regolamentato" e "impresa di investimento" restino i pilastri della nuova DSI;
- riconoscono che gli ordini dei clienti possono essere eseguiti al di fuori delle regole e dei sistemi propri alle piazze borsistiche e con una gamma di formati (internalizzazione su base accessoria, internalizzazione sistematica, ATS);
- prevedono garanzie supplementari in funzione del rischio che ciascuna delle varie forme di esecuzione degli ordini fuori borsa presenta sia per l'efficienza del mercato che per la protezione degli investitori;
- consentono ai sistemi di cui sopra di essere autorizzati come imprese di investimento, qualora lo richiedano;
- fanno entrare "la gestione di sistemi di negoziazione alternativi" nella categoria delle attività di base coperte dalla DSI, cosicché i sistemi che consentono la pubblicazione e l'esecuzione multilaterale degli ordini e che riproducono le caratteristiche principali dei libri di ordini della borsa siano soggetti a discipline comparabili.

---

<sup>8</sup> La gestione dei conflitti di interesse diventerebbe importante qualora il gestore di un libro di ordini privato desiderasse essere autorizzato a negoziare a titolo principale.

## SEZIONE 2.: OBBLIGHI DI TRASPARENZA<sup>9</sup>

### *Orientamenti del luglio 2001 riguardanti gli obblighi di trasparenza*

Per quanto riguarda i “mercati regolamentati”<sup>10</sup> gli orientamenti preliminari auspicavano l'applicazione delle regole seguenti:

- informazioni post-negoziazione: presunzione generale a favore della pubblicazione in tempo reale dei dettagli (prezzo/volume) delle transazioni completate da parte dei “mercati regolamentati” per quanto riguarda tutti gli strumenti ammessi alla negoziazione in tali mercati. Nessun differimento per la pubblicazione di grosse transazioni o di transazioni relative a strumenti non liquidi;
- informazioni pre-negoziazione: obbligo generico di rendere pubbliche le migliori offerte di acquisto e di vendita in condizioni commerciali ragionevoli. Le diverse modalità di applicazione di questo principio fondamentale alle diverse microstrutture del mercato e il contenuto preciso delle informazioni da pubblicare (numero delle quotazioni, profondità) da definirsi successivamente al livello 2.

Per quanto concerne gli intermediari autorizzati (compresi i sistemi di negoziazione “price-taking”) si era proposto in origine di imporre l’obbligo di segnalare i dati riguardanti tutte le transazioni concluse fuori borsa al “mercato regolamentato” principale per la negoziazione dello strumento di cui trattasi.

Anche gli orientamenti rivisti pongono in primo piano l’applicazione di obblighi di trasparenza pre- e post-negoziazione efficaci, che vengono considerati come un mezzo proporzionato e pro-concorrenziale per garantire un’interazione efficace tra liquidità e flusso di ordini in un contesto caratterizzato dalla molteplicità delle strutture di esecuzione degli ordini. Gli orientamenti rivisti prevedono che gli obblighi di trasparenza applicabili “fuori borsa” prevedano la pubblicazione non solo delle informazioni riguardanti le transazioni completate di recente ma anche delle informazioni pre-negoziazione.

Gli obblighi di trasparenza proposti dovrebbero applicarsi alla negoziazione di strumenti per i quali la pubblicazione continua e tempestiva di informazioni sulle opportunità di negoziazione esistenti (pre-negoziazione) e sulle transazioni completate (post-negoziazione) è importante per una definizione efficace del prezzo. Come spiegato in precedenza, questa analisi porta i servizi

---

<sup>9</sup> “L’ampia disponibilità di informazioni sulle offerte di acquisto e di vendita (trasparenza pre-negoziazione) è un fattore centrale per garantire la formazione efficace dei prezzi in un mercato e per rafforzare la fiducia degli utenti nella loro possibilità di trattare a prezzi buoni. Questa fiducia dovrebbe a sua volta incentivare la partecipazione al mercato, accrescere ulteriormente la liquidità e favorire la concorrenza sui prezzi. Le informazioni sui volumi e i prezzi delle transazioni completate (trasparenza post-negoziazione) consentono ai partecipanti al mercato e ai loro clienti non soltanto di beneficiare delle informazioni più recenti sui volumi e i prezzi ma anche di monitorare la qualità dell’esecuzione di cui hanno fruito rispetto a quella offerta agli altri utenti del mercato.” (IOSCO 2001)

<sup>10</sup> Il termine include qualunque sistema di negoziazione classificabile tra i mercati organizzati che desideri negoziare strumenti ammessi ad un “mercato regolamentato”.

della Commissione a concludere che gli obblighi di trasparenza pre- e post-negoziazione dovrebbero essere limitati in una prima fase alle transazioni relative agli strumenti patrimoniali.

Gli orientamenti rivisti tentano di conferire efficacia al principio che a transazioni simili relative ad uno stesso strumento dovrebbero applicarsi obblighi di trasparenza comparabili, indipendentemente dal sistema di negoziazione utilizzato per eseguire la transazione. Il termine di riferimento per la trasparenza pre- e post-negoziazione saranno gli obblighi fissati per la negoziazione nei “mercati regolamentati”. I principi fondamentali del regime di trasparenza pre- e post-negoziazione per i “mercati regolamentati” sono esposti nelle sezioni rilevanti dell’allegato 2 e prenderanno corpo in seguito in una legislazione complementare adottata con procedura di comitatologia.

Gli orientamenti rivisti tengono inoltre conto dei prestatori di liquidità le cui posizioni “a rischio” potrebbero essere compromesse dall’impossibilità di differire la segnalazione delle relative transazioni fino a quando queste posizioni siano state regolate. Di conseguenza si propone di autorizzare il rinvio della segnalazione delle informazioni sulle transazioni di grande entità e/o sulle transazioni non liquide relative a strumenti patrimoniali, come è attualmente pratica diffusa. Le condizioni alle quali la segnalazione può essere posposta saranno specificate nel dettaglio al livello 2. La possibilità di segnalazione differita si applicherebbe anche alle transazioni concluse in mercati regolamentati e tramite altri sistemi di esecuzione degli ordini.

Queste disposizioni tentano di garantire che le informazioni rilevanti per la fissazione dei prezzi dei fondi propri (equity) siano rese di dominio pubblico. Quando gli intermediari autorizzati che gestiscono un ATS o praticano l’internalizzazione sistematica degli ordini applicano dispositivi autonomi per rendere pubbliche queste informazioni (in condizioni commerciali ragionevoli), esse potrebbero giungere al mercato tramite una serie di canali non consolidati. Quanto precede già si verifica con i meccanismi indipendenti di aggregazione dei prezzi (price-feed) gestiti dai diversi “mercati regolamentati”. In materia di consolidamento dei dati gli orientamenti rivisti non chiedono un approccio top-down né un intervento di regolamentazione. Al contrario, si parte dall’ipotesi che saranno i consolidatori/venditori di dati indipendenti o altre entità a fornire soluzioni commerciali appropriate a questo problema. Una prima generazione di prodotti ad hoc è già disponibile sul mercato.

Tuttavia i servizi della Commissione tengono conto del rischio che questo approccio non sia sufficiente a garantire un consolidamento efficace delle informazioni pubblicate sui prezzi e sulle transazioni, conformemente agli obblighi di trasparenza applicabili, per ottenere valori di riferimento sulla base di più mercati. La creazione di un sistema di quotazione e di negoziazione consolidato a livello paneuropeo comporterebbe notevoli difficoltà ed è probabile che esistano metodi meno "interventisti" e meno rischiosi per raggiungere lo stesso obiettivo. Un’alternativa potrebbe essere che le autorità competenti designino, in applicazione di procedure e di criteri oggettivi, talune parti incaricate di consolidare i dati che dovrebbero essere loro trasmessi, su "base commerciale ragionevole", dai mercati e dagli intermediari autorizzati assoggettati agli obblighi di trasparenza proposti<sup>11</sup>. Di conseguenza i servizi della Commissione sollecitano ad

---

<sup>11</sup> Giacché queste parti sarebbero incaricate dalle autorità nazionali competenti in materia di trasparenza pre- e post-negoziazione nei limiti del loro territorio nazionale, resterebbe il problema del raggruppamento dei dati su scala europea. Tuttavia questo problema sembra poter essere risolto una

esprimersi sulla questione se la DSI rivista debba assegnare alle autorità competenti il ruolo di promuovere il consolidamento dei dati sui prezzi e sulle transazioni incaricando a tal fine, conformemente a criteri obiettivi, organi privati o pubblici o se sia più opportuno affidarsi ad una soluzione puramente commerciale (ovvero sviluppata dal mercato).

In aggiunta a queste considerazioni generali, occorre sottolineare alcuni aspetti concreti degli orientamenti rivisti.

### *Trasparenza pre-negoziazione*

Gli obblighi proposti in materia di trasparenza pre-negoziazione sembrano essere pertinenti in misura maggiore per la pubblicazione degli ordini con prezzo limite o altri tipi di ordini che incorporano informazioni sulle condizioni alle quali i partecipanti al mercato o gli investitori sembrano pronti a negoziare. Di conseguenza la trasparenza pre-negoziazione riguarderà solo i sistemi che comportano l'indicazione attiva degli ordini con prezzo limite su un libro di ordini - che si tratti del libro di ordini centralizzato di un mercato regolamentato o di un libro di ordini privato. Una questione centrale, nel quadro di quest'ultima consultazione, è in che misura queste discipline possano essere estese agli intermediari autorizzati che procedono all'internalizzazione sistematica degli ordini. Esse non saranno comunque trasferibili né ai sistemi d'incrocio né ai sistemi che gestiscono ordini di mercato, né ai sistemi "quote-driven". L'obiettivo ultimo è garantire l'equità di trattamento dei sistemi che utilizzano metodologie di negoziazione simili. La Commissione invita a prendere posizione sul fatto se i suoi orientamenti in questo ambito siano sufficienti.

Le posizioni assunte ai fini di negoziazione per conto proprio (dealing) (a differenza dell'esecuzione degli ordini dei clienti in rapporto a posizioni di negoziazione private del sistema) non saranno soggette ad obblighi di trasparenza pre-negoziazione, in modo tale da evitare di esporre le posizioni "a rischio" di banche ed imprese di investimento e facilitare così la fornitura di liquidità al mercato. I sistemi multilaterali utilizzati dai negoziatori per conto proprio per comunicare i propri interessi di negoziazione ad altri negoziatori per conto proprio saranno tuttavia coperti dagli obblighi di trasparenza pre-negoziazione.

### *Obblighi di trasparenza post-negoziazione*

L'obbligo generale di comunicare informazioni dettagliate sulle transazioni completate è previsto per tutti gli intermediari autorizzati, indipendentemente dalla veste in cui hanno operato o dai sistemi di negoziazione utilizzati per la loro esecuzione. Questo obbligo generale a segnalare i dati post-negoziazione (prezzo e volume) delle transazioni completate si applicherà anche alle imprese di investimento che trattano per conto proprio o internalizzano gli ordini dei clienti su base accessoria.

---

volta che saranno stati posti in atto dispositivi nazionali di consolidamento. Peraltro i servizi della Commissione non hanno alcuna posizione pregiudiziale sulla questione se occorra designare uno o più consolidatori di dati, in concorrenza, per ciascuno Stato membro, né sul tipo di entità che potrebbero essere ammesse a svolgere questa funzione. Quest'ultima potrebbe essere esercitata da aggregatori/distributori di dati specializzati ma anche da altri operatori, come ad esempio i "mercati regolamentati".

Le transazioni svolte da intermediari autorizzati nell'ambito delle regole e dei sistemi di un "mercato regolamentato" saranno coperte dal dispositivo di pubblicazione utilizzato da tale "mercato regolamentato" in adempimento degli obblighi ad esso imposti dalla DSI.

Per quanto concerne le transazioni "fuori borsa", il requisito di base sarà che tutti gli intermediari autorizzati segnalino le transazioni di questo tipo da loro svolte ad un "mercato regolamentato" di cui sono membri e nel quale tale strumento è ammesso alla negoziazione. Quando un'impresa di investimento non è membro di un "mercato regolamentato" dove tale strumento è ammesso alla negoziazione (doppia condizione), l'obbligo di segnalazione decade<sup>12</sup>. Questa disposizione rappresenta una semplificazione rispetto agli orientamenti preliminari in quanto prescrive la segnalazione delle transazioni fuori borsa ad un "mercato regolamentato" del quale l'intermediario è già membro. Questa semplificazione evita la creazione di canali aggiuntivi di dati e l'obbligo per i mercati di trattare i dati di intermediari che non rientrano tra i loro membri. Il prezzo da pagare è una certa perdita di informazioni sulle transazioni fuori borsa<sup>13</sup>.

Questo requisito di base potrà essere rafforzato in caso di intermediari autorizzati che praticano l'internalizzazione sistematica degli ordini o che gestiscono un ATS in modo tale da garantire la divulgazione completa delle informazioni relative a tutte le transazioni concluse tramite le loro infrastrutture. I soggetti che praticano l'internalizzazione sistematica degli ordini avranno la facoltà di istituire dispositivi autonomi di pubblicazione post-negoziazione come alternativa alla segnalazione al "mercato regolamentato" più liquido che ammetta lo strumento finanziario in oggetto alla negoziazione (indipendentemente dal fatto che l'impresa sia o meno membro di tale mercato). Gli ATS saranno tenuti ad istituire tali dispositivi.

Gli obblighi di trasparenza proposti per i vari metodi di negoziazione possono essere riassunti come segue:

---

<sup>12</sup> L'obbligo di segnalazione delle transazioni fuori borsa è pertanto limitato agli strumenti ammessi alla negoziazione in un "mercato regolamentato" di cui l'impresa di investimento è direttamente o indirettamente membro. Quest'obbligo non si applica alle transazioni in strumenti ammessi alla negoziazione in "mercati regolamentati" di cui l'impresa non è membro. Ciò implica che alcune transazioni fuori borsa potranno non essere direttamente segnalate al "mercato regolamentato" nel quale ha luogo la maggior parte dell'attività di negoziazione. Tuttavia le risposte alla consultazione preliminare suggerivano che prescrivere alle imprese di investimento di segnalare le transazioni fuori borsa al mercato regolamentato più liquido o attivo avrebbe comportato costi proibitivi per gli intermediari e che tali costi avrebbero superato i benefici marginali derivanti dalla copertura assoluta di tutte le transazioni fuori borsa.

<sup>13</sup> La perdita di informazioni riguarda le transazioni effettuate dalle imprese che non sono membri di un "mercato regolamentato" o le transazioni relative a strumenti che non sono ammessi alla negoziazione in mercati di cui l'impresa è membro.

**Obblighi di trasparenza pre e post-negoziazione applicabili agli strumenti patrimoniali (equity instruments)**

	<i>Post-negoziazione</i>		<i>Pre-negoziazione (pubblicazione degli ordini a prezzo limite)</i>	
		<i>Commento</i>		<i>Commento</i>
<i>Mercato regolamentato (MR)</i>	X	Segnalazione differita Sistemi propri per rendere pubbliche le informazioni	X	Sistemi propri per rendere pubbliche le informazioni
<i>Libro privato di ordini a prezzo limite (utenti multipli)</i>	X	Segnalazione differita Sistemi propri per rendere pubbliche le informazioni	X	Sistemi propri per rendere pubbliche le informazioni
<i>Internalizzazione sistematica degli ordini</i>	X	Segnalazione differita Sistemi propri per rendere pubbliche le informazioni o segnalazione tramite MR		Gli obblighi si applicano nella misura in cui gli ordini a prezzo limite sono ricevuti e conservati dal gestore del sistema
<i>Sistemi d'incrocio (crossing systems)</i>	X	Segnalazione differita Sistemi propri per rendere pubbliche le informazioni o segnalazione tramite MR	n. d.	
<i>Negoziazione per conto proprio (con controparti)</i>	X	Segnalazione differita: tramite MR di cui è membro l'intermediario e nel quale lo strumento patrimoniale è ammesso alla negoziazione	n. d.	
<i>Matching degli ordini dei clienti su base accessoria</i>	X	Segnalazione differita: tramite MR di cui è membro l'intermediario e nel quale lo strumento patrimoniale è ammesso alla negoziazione	n. d.	

**SEZIONE 3: ATTIVITÀ DI INVESTIMENTO COPERTE DALLA DSI**

***Orientamenti del luglio 2001 riguardanti la portata delle attività coperte dalla DSI***

Gli orientamenti preliminari proponevano di estendere il campo di applicazione della DSI alle attività diffuse dall'entrata in vigore della DSI che danno origine a rischi simili a quelli connessi ai servizi di base già coperti. Si prevedeva in particolare:

- di includere attività di "arranging"/facilitazione nella categoria dei servizi di base;
- di includere anche la consulenza in materia di investimenti tra i servizi di base;

- di estendere l'elenco degli strumenti finanziari soggetti alla DSI (includendovi in particolare i derivati su merci) in modo tale da consentire alle imprese di investimento e ai mercati regolamentati di concludere transazioni su questi strumenti sulla base della loro autorizzazione a titolo della DSI.

**“Arranging”/facilitazione:** Gli orientamenti preliminari consideravano la possibilità di includere un gruppo eterogeneo di attività di informazione e di gestione degli ordini nella categoria dei servizi di base. Questa proposta era motivata dal desiderio di consentire ai prestatori di questi servizi di operare su base transfrontaliera in virtù della loro autorizzazione a titolo della DSI. Tuttavia da un esame più approfondito è emerso che i servizi di info-mediazione e di puro order-routing non danno luogo a problemi per la protezione degli investitori, l'efficienza o l'integrità del mercato, ai quali le discipline della DSI potrebbero dare una risposta adeguata. Le strutture per la diffusione delle informazioni o i sistemi di pura messaggeria/consolidamento dati non determinano, nei confronti dei clienti, gli obblighi propri agli agenti né provocano minacce significative per il buon funzionamento del mercato. Di conseguenza non si dovrebbe instaurare un regime separato di autorizzazione o vigilanza per questi soggetti nel quadro della DSI. Ciò non sarebbe peraltro neppure necessario nella misura in cui le loro attività, che generano pochi rischi per i clienti, dovrebbero poter essere svolte a livello transfrontaliero sulla base delle libertà previste dai trattati. Pertanto la proposta iniziale di includere queste attività tra i servizi di base è stata abbandonata.

**Ricezione e trasmissione di ordini per conto degli investitori.** Attualmente la portata delle attività autorizzate a questa voce non è chiara<sup>14</sup>. La soluzione di questo problema costituisce una parte dello sforzo concertato intrapreso nel quadro della revisione della DSI, ai fini di una copertura coerente e sistematica dei rischi che ciascuno dei canali di distribuzione dei prodotti e dei servizi di investimento soggetti alla DSI determinano per gli investitori. Il chiarimento della portata dell'attività detta di “ricezione e trasmissione di ordini” dovrebbe essere visto pertanto in combinazione con l'introduzione di disposizioni riguardanti l'uso di agenti vincolati da parte delle imprese di investimento e l'inclusione della consulenza in materia di investimenti tra i servizi di base.

**Consulenza in materia di investimenti:** Il servizio che consiste nel dare ai clienti raccomandazioni personalizzate in materia di investimenti espone gli investitori che vi fanno ricorso a taluni rischi. Di conseguenza si impone la necessità di un'applicazione appropriata, tra l'altro, di norme di comportamento simili a quelle imposte, per gli stessi rischi, ai broker che forniscono un servizio di assistenza o ad altre imprese che hanno nei confronti dei loro clienti obblighi comparabili. La crescita esponenziale della consulenza in materia di investimenti ed il potenziale latente costituito dalla prestazione di questi servizi su base transfrontaliera depongono a favore dell'assoggettamento di questa attività agli obblighi armonizzati della DSI, in modo tale da garantire una protezione equivalente agli utenti di questi servizi in tutta l'Unione europea.

---

<sup>14</sup> In particolare alla luce dell'esclusione di cui all'articolo 2, paragrafo 2, lettera g) della DSI per funzioni simili.

Gli orientamenti rivisti propongono di non restringere la portata di questa attività alla consulenza remunerata esclusivamente dai clienti, come proposto in origine. L'imparzialità e l'obiettività della consulenza debbono essere garantite tramite l'effettiva pubblicità degli incentivi/delle commissioni relativi ai servizi resi e delle disposizioni organizzative adottate per la gestione dei conflitti di interesse nelle imprese multifunzione.

Gli orientamenti rivisti consentono inoltre alle autorità competenti di tenere conto di eventuali autorizzazioni che permettono ad un soggetto di prestare servizi equivalenti (ovvero di consulenza rispetto a più prodotti) nei settori connessi dei prodotti assicurativi (vita) e dei prodotti collegati a fondi di investimento a titolo della direttiva relativa agli intermediari assicurativi.

Infine, una considerazione sulla necessità di prevedere, per i consulenti in materia di investimenti, un regime di adeguatezza patrimoniale appropriato commisurato ai rischi ai quali sono esposti i loro clienti<sup>15</sup>. Questi aspetti saranno oggetto di particolare considerazione nel contesto della revisione dei requisiti patrimoniali per le banche e le imprese di investimento attualmente in corso. Uno dei grandi obiettivi di questa revisione è infatti quello di creare le condizioni per l'introduzione di requisiti patrimoniali che riflettano meglio i profili di rischio degli istituti soggetti agli obblighi della CAD (capital adequacy directive). I servizi della Commissione riconoscono che sarà necessario far chiarezza sulle modalità con le quali verrà raggiunto questo obiettivo nel caso della consulenza in materia di investimenti, se questa attività verrà inclusa tra i servizi di base della DSI. In questo contesto i servizi della Commissione invitano ad indicare i rischi rispetto ai quali le imprese di investimento dovrebbero detenere un cuscinetto patrimoniale.

### ***Esecuzione di ordini di clienti***

Gli orientamenti rivisti propongono di chiarire l'attuale definizione del termine "esecuzione", in modo tale da precisare che questo servizio comprende qualunque transazione intrapresa per conto di un cliente, indipendentemente dal fatto che la transazione venga conclusa con un terzo o con le posizioni di negoziazione private dell'impresa. In entrambi i casi l'impresa di investimento che si impegna ad eseguire l'ordine di un cliente agisce in primo luogo e soprattutto per conto del cliente e deve pertanto adempiere ai doveri di cura nei suoi confronti. Questo chiarimento, unitamente agli adeguamenti proposti all'attività di negoziazione per conto proprio, è importante ai fini della definizione del campo di applicazione degli obblighi fondamentali previsti dalla DSI.

### ***Negoziazione con controparti***

Si propone di modificare lo status accordato all'attività di negoziazione per conto proprio in modo tale da farne un'attività di base della DSI – e non un servizio – nel senso che il soggetto in questione agisce esclusivamente come controparte senza essere incaricato dall'altra parte della transazione di agire per suo conto. Nella sua attività di negoziazione per conto proprio il soggetto in questione non presta alcun servizio alle sue controparti nel senso che non agisce per

---

<sup>15</sup> Il rischio principale che la consulenza in materia di investimenti può determinare per i clienti consiste nel danno che può essere loro arrecato da raccomandazioni personalizzate inadeguate o scorrette.

loro conto. Di conseguenza non ha alcun obbligo di cura nei loro confronti. Al contrario, è autorizzato a fungere come potenziale controparte per entrambi i lati del mercato e, come corollario, a presentare quotazioni inerenti alle transazioni di acquisto/di vendita proposte su uno o più strumenti finanziari.

Le entità la cui attività professionale consiste nel fissare quotazioni proposte attivamente a controparti potenziali multiple o nel negoziare per conto proprio sulla base di quotazioni offerte bilateralmente a singole potenziali controparti debbono essere considerate come entità che richiedono un'autorizzazione in qualità di imprese di investimento abilitate a negoziare per conto proprio.

Tuttavia l'obbligo di ottenere un'autorizzazione come intermediario autorizzato a titolo della DSI non verrebbe esteso alle entità la cui attività di negoziazione per conto proprio è accessoria alla loro attività principale/sottostante che non consiste nella negoziazione di strumenti finanziari. Si propone di escludere esplicitamente tali entità dal campo di applicazione della DSI. Questa esclusione non sarebbe limitata alla negoziazione per conto proprio, a titolo accessorio, di merci e derivati su merci come avviene attualmente, bensì sarebbe estesa a tutti gli strumenti finanziari. I servizi della Commissione invitano a prendere posizione sui criteri che potrebbero essere utilizzati per distinguere tra l'attività di negoziazione per conto proprio esercitata come attività principale e l'attività di negoziazione per conto proprio svolta accessoriamente all'attività principale.

Secondo gli orientamenti rivisti, il fatto di accordare un trattamento distinto alla negoziazione per conto proprio con controparti avrà due conseguenze principali:

- sarà chiarito il campo di applicazione delle norme di comportamento, volte a garantire la protezione degli investitori, e di altri obblighi delle imprese di investimento. Le disposizioni volte a salvaguardare gli interessi dei clienti che chiedono ad un'impresa di investimento di agire per loro conto non si applicheranno all'attività di negoziazione per conto proprio. Tuttavia la disattivazione delle norme di comportamento scatterà solo se il negoziatore per conto proprio ottiene un accordo scritto dalla sua potenziale controparte con il quale quest'ultima conferma di voler negoziare come controparte alle condizioni offerte dal dealer e di non richiedere a quest'ultimo di agire nel suo interesse. Per impedire che la disattivazione delle norme di comportamento pregiudichi gli interessi degli investitori che non negoziano attivamente per proprio conto su base regolare, si propone di introdurre un concetto di "controparte ammissibile" che sia definito in modo chiaro e restrittivo. Questo concetto di "controparte ammissibile" potrebbe includere gli intermediari finanziari autorizzati conformemente alla legislazione comunitaria che desiderino agire come controparti (ovvero non solo altri dealer) ed alcune grandi imprese che esercitano l'attività di negoziazione per conto proprio a complemento della loro attività principale. La definizione di questo concetto sarà ultimata alla luce dei risultati dei lavori del CAERVM sugli standard per la protezione degli investitori<sup>16</sup>. Infine, la classificazione di un'entità come "controparte ammissibile" a fini

---

<sup>16</sup> La definizione del termine "controparte" ai fini del regime applicabile alla negoziazione per conto proprio dovrebbe essere considerata come un esercizio separato dalla distinzione tra investitori professionali/al

di negoziazione non pregiudicherà il diritto della medesima di essere trattata come cliente quando decida di ricorrere ai servizi di un intermediario autorizzato;

- gli obblighi di trasparenza pre-negoziazione non saranno estesi all'attività di negoziazione per conto proprio esercitata da intermediari autorizzati. Non è appropriato imporre tali obblighi a questa attività in quanto ciò penalizzerebbe indebitamente i fornitori di liquidità. Tuttavia l'obbligo di segnalare le transazioni "fuori borsa" ad un "mercato regolamentato" di cui l'impresa che negozia è membro si applicherà allo stesso modo come per gli altri metodi di negoziazione.

### ***Sistemi multilaterali di pubblicazione e di esecuzione degli ordini (sistemi di negoziazione alternativi (ATS))***

La gestione di un ATS definito come "sistema multilaterale che ravvicina - nel suo seno ed in base a regole non discrezionali stabilite dal gestore del sistema - interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari, in modo tale da costituire o dare luogo ad un contratto" è riconosciuta come attività di base riservata alle imprese di investimento. Il regime applicabile è stato discusso diffusamente nelle sezioni 1 e 2.

### ***Strumenti finanziari/Derivati su merci***

La definizione di strumenti finanziari di cui alla sezione B dell'allegato alla DSI è stata adeguata in modo da garantire su base continuativa una copertura più completa di questi strumenti, la cui tipologia è in continua evoluzione.

La modifica principale riguarda l'inclusione dei derivati su merci nell'elenco degli strumenti finanziari. Le transazioni spot e le transazioni a termine su merci resteranno al di fuori del campo di applicazione della DSI. Ne deriva quanto segue:

- le imprese di investimento autorizzate potranno prestare su base transfrontaliera servizi e attività di investimento di base e accessori relativi a derivati su merci previa l'osservanza degli obblighi pertinenti della DSI;
- i negozianti specializzati in derivati su merci, ovvero la cui occupazione regolare/principale è la negoziazione per conto proprio di questi strumenti, dovranno ottenere un'autorizzazione a titolo della DSI;
- i "mercati regolamentati" potranno ammettere i derivati su merci alla negoziazione, sotto la loro responsabilità e fatto salvo il rispetto dei principi generali volti a garantire l'integrità del mercato e lo svolgimento ordinato delle negoziazioni. Essi potranno inoltre ammettere membri a distanza senza ulteriori formalità e piazzare schermi a loro servizio.

Le entità che trattano posizioni relative a merci e a derivati su merci accessoriamente alla loro attività principale potranno continuare questa attività accessoria senza dover ottenere

---

dettaglio volta a determinare le norme di comportamento da applicarsi in caso di prestazione di servizi di investimento.

un'autorizzazione a titolo della DSI. La concessione, alle entità che esercitano la negoziazione per conto proprio a titolo accessorio, di questa deroga ai diritti e agli obblighi della DSI, avverrà tramite l'esclusione generale di tale attività, rispetto a tutti gli strumenti finanziari, dal campo di applicazione della direttiva. Queste entità potranno essere considerate dagli intermediari autorizzati come "controparti ammissibili" alle quali in caso di pura e semplice contrattazione non è necessario applicare le protezioni previste dalle norme di comportamento.

Infine le imprese di investimento devono avere la facoltà di regolare transazioni in merci fisiche qualora ciò sia necessario per chiudere una transazione relativa a derivati su merci (anche se si tratta di uno scenario improbabile considerato che tali transazioni sono in genere regolate in contanti). La negoziazione di merci volta a consentire il regolamento finale di transazioni intraprese nel quadro di un'attività di base ai sensi della DSI (ad esempio transazioni riguardanti i derivati su merci) deve pertanto essere inclusa nell'elenco dei servizi accessori della DSI.

#### **SEZIONE 4: REGIME RELATIVO ALLE IMPRESE DI INVESTIMENTO**

##### ***Orientamenti del luglio 2001 riguardanti il regime delle imprese di investimento***

Gli orientamenti preliminari proponevano un ampio aggiornamento delle disposizioni della DSI applicabili alle imprese di investimento. Le modifiche principali previste riguardavano:

- norme di comportamento: i principi dell'articolo 11 riguardanti gli obblighi nei confronti dei clienti derivanti dalla prestazione di servizi di investimento dovevano essere rafforzati sia nella direttiva che al livello 2. Questa maggiore armonizzazione era volta ad offrire un livello elevato di protezione agli investitori in tutto il mercato unico e pertanto a preparare le condizioni per la prestazione di servizi di investimento, in tutta l'Unione, ai clienti sia professionali che al dettaglio, sulla base della vigilanza del paese di origine. Questo codice di norme di comportamento armonizzato modulava i requisiti applicabili in funzione dei diversi servizi di investimento;
- agenti vincolati: gli orientamenti preliminari proponevano di chiarire gli obblighi che incombono alle imprese di investimento quando utilizzano agenti vincolati a fini di rappresentanza e di raccolta degli ordini;
- dichiarazione (trimestrale) dell'order-routing: alla luce della gamma crescente di strutture che consentono l'esecuzione degli ordini e della sempre maggiore difficoltà di definire ex ante un mercato di riferimento ai fini della migliore esecuzione, gli orientamenti preliminari proponevano che le imprese di investimento segnalassero periodicamente le strutture da loro utilizzate per eseguire gli ordini dei clienti. Questa misura doveva consentire alle autorità competenti di controllare ex post l'osservanza dell'obbligo di esecuzione al meglio verificando che le strutture di esecuzione utilizzate regolarmente da un'impresa fossero in effetti quelle che offrivano i prezzi migliori per il tipo di ordine in questione;
- obbligo delle imprese di investimento di agire in modo da rispettare l'integrità del mercato: gli orientamenti preliminari proponevano l'introduzione di una disposizione che specificasse gli obblighi particolari incombenti alle imprese di investimento in modo da preservare l'integrità del mercato;

- obbligo delle imprese di investimento di segnalare le loro transazioni all'autorità competente: si proponeva di estendere i requisiti di cui all'attuale articolo 20 relativi alla segnalazione delle transazioni a tutti gli strumenti ammessi alla negoziazione su un "mercato regolamentato";
- obbligo delle imprese di investimento di segnalare, post-negoziazione, i dati delle loro transazioni fuori borsa al "mercato regolamentato principale/al mercato di prima quotazione" degli strumenti in oggetto.

Gli orientamenti rivisti propongono la ristrutturazione delle disposizioni della DSI relative alle imprese di investimento in modo da chiarire i requisiti applicabili a tali imprese nell'esercizio di ciascuna delle varie attività previste dalla direttiva. In particolare gli orientamenti rivisti specificano: 1) i requisiti per l'autorizzazione iniziale e 2) gli obblighi generali che si applicano continuativamente alle imprese di investimento indipendentemente dalle attività che esercitano. Essi indicano inoltre gli obblighi che si applicano ad un'impresa di investimento quando 3) fornisce servizi di investimento ad un cliente/agisce per conto di un cliente; 4) negozia per conto proprio; 5) esegue gli ordini (dei clienti) in modo organizzato. Aggiornano inoltre 6) i diritti conferiti alle imprese di investimento dall'autorizzazione accordata sulla base della DSI. I punti 4 e 5 sono stati trattati ampiamente in precedenza. I commenti che seguono evidenziano le modifiche principali apportate agli orientamenti preliminari sui punti 1-3 e 6.

### ***Autorizzazione iniziale***

Le disposizioni proposte si basano ampiamente sulle disposizioni attuali della DSI, che vengono aggiornate alla luce dei principi di base della IOSCO e delle pratiche consolidate negli Stati membri. I punti degni di nota sono i seguenti: le autorità competenti dovranno verificare il rispetto di talune condizioni di organizzazione prima della concessione dell'autorizzazione iniziale; le autorità competenti avranno il potere (dove appropriato) di ritirare l'autorizzazione; infine le disposizioni applicabili alle imprese di investimento dei paesi terzi saranno semplificate.

### ***Condizioni generali di autorizzazione***

Rispetto agli orientamenti preliminari gli orientamenti rivisti contengono alcune modifiche sostanziali per quanto concerne gli obblighi generali operativi e organizzativi che si applicheranno alle imprese di investimento su base continuativa. Le modifiche principali sono riportate in appresso:

- pubblicità dell'order-routing: la proposta di introdurre un obbligo di segnalazione trimestrale delle strutture di esecuzione degli ordini utilizzate dall'impresa di investimento è stata ritirata. Questa misura è stata considerata come un mezzo costoso e poco efficace per rafforzare l'osservanza degli obblighi di esecuzione al meglio da parte delle imprese di investimento. Queste ultime saranno invece tenute a dimostrare alle autorità competenti di applicare metodologie sistematiche e reiterabili per garantire ai clienti la migliore esecuzione;
- segnalazione degli ordini eseguiti fuori borsa: l'obbligo generale per gli intermediari autorizzati di segnalare, ex post, talune informazioni (prezzo e volume) relative alle transazioni fuori borsa è presentato alla sezione 2;

- obbligo di preservare l'integrità del mercato: gli orientamenti rivisti contengono una disposizione generale che si limita a ricordare i principi riguardanti l'integrità del mercato di cui all'articolo 11 dell'attuale DSI e i divieti fondamentali contenuti nella proposta di direttiva relativa agli abusi di mercato. L'obbligo specifico prescritto alle imprese di investimento che procedono ad un'attività sistematica di order matching di porre in atto sistemi di vigilanza e di monitoraggio su richiesta di un'autorità competente è oggetto delle disposizioni specifiche che disciplinano questa attività.

### ***Obblighi applicabili quando si agisce per conto dei clienti/si prestano servizi ai clienti***

Norme di comportamento: Gli orientamenti rivisti semplificano le proposte originarie pur restando fedeli agli obiettivi generali. Questa semplificazione è stata facilitata dal consolidamento degli standard in materia di protezione degli investitori intrapreso in parallelo dal CAERVM; da tale lavoro possono essere tratte indicazioni operative quanto al modo di conferire effetto, in sede di livelli 2 e 3, ai principi generali indicati negli orientamenti rivisti. In questo ambito gli elementi principali degli orientamenti rivisti sono:

- (1) l'impegno a garantire ai clienti un livello elevato ed uniforme di protezione così da consentire la libera prestazione dei servizi di investimento a tutti i clienti (indipendentemente dal fatto che si tratti di professionisti o di clienti al dettaglio) sulla base dell'autorizzazione del paese d'origine;
- (2) l'applicazione rigorosa delle norme di comportamento quando il servizio è fornito ad un investitore al dettaglio e la possibilità di operare con un grado minore di protezione se il cliente è un investitore professionale. La definizione di "investitore professionale" sarà definita alla luce dei lavori in corso in sede di CAERVM sugli standard di tutela degli investitori;
- (3) la proposta originaria di introdurre una deroga per le contrattazioni tra negozianti per conto proprio è sostituita dall'adozione di un regime separato riguardante "la negoziazione per conto proprio con controparti";
- (4) la differenziazione delle norme di comportamento in funzione del servizio prestato al cliente e del danno al quale il cliente è esposto in caso di défaillance dell'impresa;
- (5) per quanto concerne le operazioni delle succursali, l'applicazione delle norme di comportamento è soggetta al controllo dell'autorità competente del paese in cui la succursale è ubicata;
- (6) chiarimento degli obblighi di ciascuna delle imprese di investimento che intervengono in una transazione a catena. Questa assegnazione di responsabilità nei confronti del cliente sostituirà l'obbligo di "look through" dell'attuale direttiva, non operativo.

Obblighi delle imprese di investimento che utilizzano agenti vincolati: Gli orientamenti rivisti propongono di chiarire gli obblighi delle imprese di investimento che utilizzano agenti vincolati nelle loro negoziazioni con clienti effettivi o potenziali. Le proposte sono state semplificate e sottolineano la responsabilità finale dell'impresa di investimento per quanto concerne il rispetto degli obblighi e dei doveri nei confronti del cliente effettivo o potenziale, conformemente alle

norme di comportamento applicabili. L'impresa di investimento è tenuta a verificare che l'agente soddisfi alcuni requisiti generali suggeriti dalla posizione comune sulla direttiva relativa agli intermediari assicurativi. L'agente vincolato non viene considerato come soggetto autorizzato ai sensi della DSI e non è soggetto ai diritti e agli obblighi da essa previsti.

### ***Libertà delle imprese di investimento***

Vengono rafforzati i diritti delle imprese di investimento a prestare servizi o istituire succursali. In caso di libera prestazione di servizi, non è previsto l'intervento delle autorità del paese ospitante né l'applicazione dei requisiti di tale paese una volta raggiunto il forte livello di armonizzazione previsto dalla direttiva. In caso di creazione di una succursale si prevede che il paese ospitante controlli l'applicazione delle norme di comportamento riguardanti le relazioni con i clienti, dei requisiti organizzativi relativi al maneggio (handling) del denaro e delle attività dei clienti nonché degli obblighi di contabilità relativi alle transazioni svolte per conto dei clienti della succursale. I requisiti di notifica (triangolare) dell'attuale DSI sono stati confermati per quanto riguarda l'inizio di un'attività in regime di libera prestazione di servizi in un altro Stato membro e l'istituzione di una succursale. Questi meccanismi non sono stati contestati da coloro che sono intervenuti nella consultazione e l'intervento delle autorità del paese di origine è stato preferito ad una relazione diretta tra l'impresa richiedente e l'autorità del paese ospitante.

Diritto a designare la località del regolamento: vedi sezione 6.

È stato rafforzato il diritto di un'impresa di investimento debitamente autorizzata ad essere considerata controparte ammissibile nelle transazioni effettuate da organismi monetari nazionali nel quadro delle politiche monetarie, di cambio, del debito pubblico e della gestione delle riserve. Viene confermata la possibilità per autorità o organismi monetari pubblici di imporre luogo di stabilimento e autorizzazione come criteri per la selezione delle controparti ammissibili in talune transazioni di interesse pubblico. Tuttavia l'onere della prova è stato invertito ed è l'organismo pubblico a dover dimostrare che tali restrizioni sono necessarie e proporzionate per lo svolgimento dell'attività della controparte in questione.

## **SEZIONE 5: PRINCIPI GENERALI PER I MERCATI REGOLAMENTATI**

### ***Orientamenti del luglio 2001 riguardanti i "mercati regolamentati"***

Gli orientamenti preliminari prevedevano l'introduzione di un'ampia serie di requisiti relativi all'autorizzazione e alla gestione dei "mercati regolamentati". Questi requisiti determinavano un'ampia estensione del dispositivo snello della DSI applicabile ai "mercati regolamentati". Essi erano intesi a fornire un corpus comune di principi applicabili a tutti i "mercati regolamentati" in modo da rafforzare la qualità e l'affidabilità generale di questi ultimi in un contesto di competizione per la liquidità.

Questi principi erano per lo più derivati dalle norme della FESCO/del CAERVM relative ai mercati regolamentati e dai principi di base della IOSCO. Gli orientamenti preliminari comprendevano in particolare requisiti riguardanti:

- le procedure relative all'autorizzazione e all'accesso all'attività dei “mercati regolamentati”, compreso l'obbligo di disporre di risorse finanziarie sufficienti;
- il management e i proprietari del mercato;
- le regole, le procedure e i processi che disciplinano l'esecuzione degli ordini;
- la pubblicazione di informazioni pre-negoziato e post-negoziato;
- l'ammissione di strumenti alla negoziazione sul mercato, compreso l'obbligo per il gestore del mercato di accertarsi che sia possibile l'esistenza di un “mercato adeguato” per lo strumento prima della sua ammissione alla negoziazione;
- l'ammissione dei partecipanti al mercato;
- i diritti dei gestori dei mercati.

Le proposte iniziali riguardanti i “mercati regolamentati” sono state ampiamente snellite a seguito delle critiche secondo cui esse erano eccessivamente prescrittive e rischiavano di aggravare i costi di adeguamento alle normative dei “mercati regolamentati” in un momento in cui cresce la concorrenza tra di essi nel settore dell'order-matching.

Gli orientamenti rivisti preservano il ruolo del “mercato regolamentato” come struttura particolare per l'esecuzione degli ordini, organizzata e gestita conformemente alle regole e alle procedure volte a garantire livelli elevati di trasparenza, efficienza e disciplina. L'attività di gestione di un “mercato regolamentato” è un'attività riservata, che presuppone l'ottenimento di un'autorizzazione specifica subordinata all'osservanza di alcuni obblighi volti a garantire che le transazioni saranno eseguite conformemente a regole di gestione degli ordini chiare e approvate da un'entità pubblica. Queste regole assicurano ai partecipanti al mercato e ai loro clienti una piattaforma dove le transazioni possono essere effettuate senza timore di un conflitto di interesse rispetto alle posizioni private del gestore del mercato.

Autorizzazione del gestore del mercato: Un mercato regolamentato è composto da una piattaforma di negoziazione dove gli strumenti sono negoziati secondo le regole stabilite dal gestore del mercato. Quest'ultimo è la persona giuridica (società con finalità di lucro o mutua) che è proprietaria della piattaforma e la gestisce. Il gestore del mercato deve soddisfare talune condizioni per ottenere l'autorizzazione - in particolare per quanto riguarda la competenza e l'onorabilità, la pubblicità degli assetti di proprietà e di controllo e la disponibilità di risorse adeguate. Quest'ultimo requisito comprende in particolare il possesso di risorse finanziarie sufficienti ad assicurare la chiusura regolare del mercato.

Gestione del mercato: La direttiva proposta stabilisce i principi fondamentali che dovrebbero disciplinare la gestione del mercato. Come abbiamo detto all'inizio di questa sezione, l'obiettivo di questi principi è garantire, grazie ad una combinazione di discipline pubbliche e di autoregolamentazione, il funzionamento ordinato dei mercati e la fiducia degli investitori.

Quanto precede vale in particolare per i requisiti riguardanti l'ammissione alla negoziazione degli strumenti (ed in particolare dei titoli offerti al pubblico). I "mercati regolamentati" hanno svolto tradizionalmente un ruolo prezioso nel selezionare e favorire lo sviluppo di quegli strumenti che possono essere oggetto di ampie negoziazioni nel mercato secondario e nel renderli accessibili ad un ampio numero di investitori in una struttura ordinata. Gli orientamenti preliminari insistevano fortemente su questa funzione di interesse generale esercitata dai "mercati regolamentati" e proponevano che i gestori di "mercati regolamentati" fossero tenuti ad accertarsi che esistesse, per qualunque strumento ammissibile alla negoziazione, un "mercato adeguato" prima di deciderne l'ammissione. Tuttavia questo approccio è stato contestato in quanto lo si è considerato eccessivamente restrittivo, impraticabile, seppure in gradi diversi, per diverse categorie di strumenti e fonte di grande incertezza giuridica per i gestori dei mercati. Gli orientamenti rivisti attenuano pertanto notevolmente l'importanza dell'esistenza di un mercato adeguato come condizione per l'ammissione di uno strumento alla negoziazione in un "mercato regolamentato".

Si propone invece che le autorità competenti garantiscano che i gestori dei mercati pongano in essere requisiti di ammissione trasparenti e verificati in precedenza, che siano volti a salvaguardare la liquidità e la regolarità delle contrattazioni secondarie su strumenti ammessi alla negoziazione nel "mercato regolamentato". Una volta che l'autorità competente si è accertata dell'esistenza di questi requisiti, i "mercati regolamentati" decideranno in autonomia se ammettere o meno uno strumento alla negoziazione. L'unica restrizione giuridica applicabile riguarderà l'ammissione alla negoziazione in un "mercato regolamentato" di titoli offerti al pubblico, i quali sono soggetti ad obblighi di pubblicità armonizzati dalla legislazione comunitaria (direttiva sui prospetti, segnalazione periodica). Si propone che il gestore del "mercato regolamentato" sia tenuto a verificare che l'emittente del titolo abbia adottato le misure necessarie per conformarsi ai requisiti in materia di prospetti e di segnalazione periodica presso l'autorità competente responsabile di vigilare sull'osservanza degli obblighi di informativa da parte dell'emittente. Il gestore dovrebbe inoltre informare i partecipanti al mercato e gli investitori su come ottenere queste informazioni o prendere disposizioni per la loro diffusione.

Questo approccio non pregiudica la possibilità del gestore del mercato di creare diversi compartimenti di negoziazione per le diverse categorie di titoli. Quando il gestore del mercato intende creare un segmento di mercato "ufficiale", si applicano gli obblighi di cui alla direttiva 79/279/CEE. I requisiti relativi all'ammissione di strumenti alla negoziazione in un mercato regolamentato non pregiudicano la facoltà del gestore di ammettere gli strumenti che non sono in grado di soddisfare i requisiti di ammissione rigorosi del "mercato regolamentato" in un segmento non regolamentato del mercato, dove non si applicano le regole, i sistemi e l'autorizzazione previsti nella direttiva.

Un altro aspetto importante riguarda le disposizioni che garantiscono la pubblicità degli interessi di negoziazione dei partecipanti nonché delle transazioni concluse nel sistema. Come spiegato nelle sezioni 1 e 2, i requisiti di trasparenza pre- e post-negoziazione applicabili ai mercati regolamentati costituiscono il riferimento normativo al quale dovrebbero essere allineate tutte le altre strutture di esecuzione degli ordini che applicano metodologie di negoziazione simili. Gli orientamenti rivisti propongono alcuni elementi da includere nella DSI, che occorrerà completare in seguito con decisioni adottate nel quadro di procedure di comitatologia.

La proposta chiarisce che la legge applicabile alla gestione dei mercati regolamentati e alle attività svolte in tali mercati è quella del paese in cui il mercato è situato.

## SEZIONE 6: COMPENSAZIONE E REGOLAMENTO

### **Orientamenti preliminari riguardanti compensazione e regolamento**

Gli orientamenti preliminari proponevano di estendere i diritti di accesso a distanza ai sistemi di compensazione e regolamento dei paesi partner offerti attualmente ai partecipanti al mercato (di cui all'articolo 15, paragrafo 1) introducendo le seguenti opzioni aggiuntive per i partecipanti ai mercati e i mercati regolamentati:

- (1) possibilità per i partecipanti al mercato di avvalersi delle strutture di compensazione/controparte centrale dei paesi partner per le posizioni “fuori borsa”;
- (2) possibilità per i partecipanti al mercato di richiedere che una posizione sia regolata tramite il sistema di regolamento di loro scelta, purché il mercato e/o la controparte centrale abbiano un link con il sistema di regolamento designato (anziché essere obbligati ad utilizzare i sistemi di regolamento “per default” imposti dal mercato);
- (3) possibilità per un “mercato regolamentato” di convogliare alcune o tutte le transazioni confermate verso una controparte centrale di compensazione in un altro Stato membro, previa l’approvazione dell’autorità competente responsabile della vigilanza di tale mercato.

Per via delle funzioni esercitate e dei rischi incorsi, le controparti centrali di compensazione e i sistemi di regolamento titoli sono molto distanti dalle preoccupazioni che sono al centro dell’impianto normativo della DSI. Alla luce dei profili di rischio particolari di queste entità e in assenza di un consenso sufficiente in merito all’introduzione di norme prudenziali comuni ad esse applicabili, si proponeva che queste attività non venissero regolamentate dalla DSI.

Le disposizioni che conferiscono ai partecipanti al mercato il diritto di designare il luogo di regolamento di loro scelta e ai “mercati regolamentati” il diritto di avvalersi di strutture di compensazione e controparti centrali di altri paesi vengono mantenute, senza modifiche sostanziali rispetto agli orientamenti preliminari. Questi ultimi riconoscevano inoltre la possibilità di addurre fattori prudenziali, tecnici e commerciali per respingere la richiesta di creazione di link intesi a consentire l'esercizio dei predetti diritti. Nel corso delle consultazioni si è discusso ampiamente se e in che misura i fattori prudenziali e tecnici identificati potessero ostacolare l'esercizio di questi diritti. Si propone tuttavia di mantenere queste "clausole di salvaguardia" che potrebbero essere necessarie per preservare la solidità prudenziale, l'integrità tecnica e i vincoli commerciali delle strutture di post-negoziazione. La futura comunicazione della Commissione relativa a compensazione e regolamento stimolerà la discussione in merito alle modalità per evitare la restrizione arbitraria della scelta/dell’accesso e rendere questi diritti pienamente operativi.

Viene invece scartata la proposta di riconoscere esplicitamente, ai fini della definizione dell’attività accessoria di depositario (custodian), la possibilità per il depositario appunto di

effettuare un regolamento tra i conti dei clienti. È necessario rivedere completamente il trattamento, sul piano normativo e della concorrenza, della custodia (accessibile alle banche/impresе di investimento) e delle forme tradizionali di regolamento (CSD), attività tra loro sempre più connesse. Anche in questo caso la comunicazione relativa a compensazione e regolamento porrà in evidenza le questioni attorno alle quali si potrà organizzare tale dibattito. In vista delle discussioni future appare pertanto prematuro modificare in questa fase la definizione di custodia (custodianship).