CONSOB

Comunicazione n. DME/10080554 del 30-9-2010

Inviata all'Assosim

OGGETTO: **Quesito in merito all'interpretazione delle disposizioni della Direttiva 2004/39/CE (MIFID) e delle relative misure di livello 2 in tema di trasparenza post-negoziazione e *transaction reporting* delle operazioni a valere sul "conto errori" derivanti dall'errata esecuzione di ordini di clienti**

Si fa riferimento alla quesito trasmesso da codesta Associazione in data 27 luglio 2010 (Prot. n. 45/10/MFE/lm) relativo all'interpretazione delle disposizioni della Direttiva 2004/39/CE (MIFID) e delle relative misure di livello 2 in tema di trasparenza post-negoziazione e *transaction reporting* delle operazioni a valere sul "conto errori" derivanti dall'errata esecuzione di ordini di clienti.

In particolare, vengono presentate due specifiche ipotesi in relazione alle quali non risulta chiara la disciplina comunitaria:

1) Ipotesi 1: un cliente invia ad un intermediario un ordine di acquisto (per una quantità A al prezzo X) su uno strumento finanziario quotato su un mercato regolamentato. A causa di un errore da parte del negoziatore, l'ordine viene eseguito al prezzo X ma in quantità inferiore (ad esempio B = A-C) rispetto a quanto richiesto dal cliente. Pertanto, in un momento successivo, l'intermediario – al fine di soddisfare la richiesta originale del cliente – conclude un'ulteriore operazione sul mercato regolamentato (per una quantità C al prezzo (X+1)) e la registra in contropartita del conto errori: tali strumenti finanziari acquistati dall'intermediario vengono successivamente trasferiti al cliente (attraverso un'operazione fuori mercato per una quantità C al prezzo X) per integrare la quantità dell'ordine originario. La questione sta nel prezzo dell'operazione di rettifica effettuata sul mercato regolamentato da parte dell'intermediario: qualora il prezzo della seconda negoziazione sia superiore al prezzo della prima, sarà l'intermediario a farsi carico della differenza di prezzo (contabilizzata nel conto errori);

2) Ipotesi 2: un cliente invia ad un intermediario un ordine di acquisto (per una quantità A) su uno strumento finanziario quotato su un mercato regolamentato con l'indicazione di un prezzo limite X. A causa di un errore del negoziatore l'ordine viene eseguito per la quantità A ma ad un prezzo differente (X+1). Successivamente, l'intermediario – al fine di soddisfare correttamente la richiesta originale del cliente – attribuisce l'operazione effettuata sul mercato regolamentato al conto errori e inserisce un'operazione di vendita (fuori mercato) dal conto errori al cliente: l'intermediario sostiene la perdita derivante dalla conclusione dell'operazione ad un prezzo maggiore (X+1) rispetto a quello indicato dal cliente (X) e assegna a quest'ultimo l'eseguito al prezzo originariamente specificato

Al riguardo, si osserva quanto segue.

La necessità o meno di procedere alla segnalazione delle operazioni alla Consob ovvero alla pubblicazione delle informazioni *post-trade* (nel caso delle operazioni OTC effettuate dall'intermediario a rettifica di errori commessi nella negoziazione sul mercato di ordini di clienti, secondo quanto indicato nelle Ipotesi 1 e 2) richiede di essere analizzata avendo riguardo:

a) alle informazioni già pubblicate (trasparenza) ovvero trasmesse alla Consob (*transaction reporting*) dal mercato regolamentato;

b) al contributo fornito al processo di formazione dei prezzi (trasparenza) ovvero all'affidabilità delle informazioni di *transaction reporting* a disposizione della Consob;

Avuto riguardo al punto sub a), le informazioni relative alle operazioni concluse sul mercato regolamentato sono già pubblicate dal mercato regolamentato stesso e trasmesse alla Consob per il *transaction reporting* da quest'ultimo. Ciò in quanto la disciplina comunitaria (e nazionale di recepimento della MiFID) prevede che:

- i soggetti abilitati rendono pubbliche le informazioni di cui all'articolo 27 del Regolamento n. 1287/2006/CE limitatamente alle operazioni su azioni ammesse alla negoziazione nei mercati regolamentati e concluse al di fuori di un mercato regolamentato o di un sistema multilaterale di negoziazione (art. 29, comma 3 del Regolamento Consob n. 16191 in materia di mercati);

- i soggetti abilitati sono esentati dagli obblighi di *transaction reporting* per le operazioni su strumenti finanziari ammessi alle negoziazioni nei mercati regolamentati italiani e ivi concluse (art. 23, comma 4 del Regolamento Consob n. 16191 in materia di mercati).

Con riferimento al punto sub b), occorre evidenziare come gli elementi distintivi (prezzo e quantità) delle operazioni concluse OTC (sia nell'Ipotesi 1 che nell'Ipotesi 2), risultino diversi da quelli relativi alle operazioni concluse sul mercato regolamentato. Tale diversità di elementi assume, tuttavia, un'importanza diversa a seconda si guardi alla trasparenza ovvero al *transaction reporting*. In particolare:

i) nel caso degli obblighi di trasparenza, l'operazione conclusa OTC dall'intermediario non rappresenta altro che il trasferimento al cliente di titoli acquistati dall'intermediario sul mercato regolamentato, laddove quest'ultimo ha già provveduto alla pubblicazione delle informazioni rilevanti. Dal punto di vista del processo di formazione del prezzo, il pubblico è già messo a conoscenza dal mercato regolamentato dell'avvenuto acquisto di una determinata quantità (A = B+C) dello strumento finanziario alle condizioni di prezzo presenti sul mercato al momento dell'esecuzione dell'operazione. L'operazione OTC serve ad integrare la quantità dell'ordine originario del cliente, con la contabilizzazione del differenziale di prezzo nel conto errori dell'intermediario. Peraltro, la pubblicazione dell'operazione OTC implicherebbe una duplicazione delle informazioni già trasmesse al mercato;

ii) nel caso degli obblighi di *transaction reporting*, valgono considerazioni diverse rispetto a quanto indicato sub i) a motivo delle diverse finalità di vigilanza dell'informazione trasmessa alla Consob. In particolare, il set informativo racchiuso nel sistema di *transaction reporting* viene utilizzato dalla Consob a fini di vigilanza sull'ordinato svolgimento delle negoziazioni e sulle condotte riconducibili a *market abuse*. In tal caso, la mancata comunicazione alla Consob dell'informazione relativa all'operazione OTC (sia nell'Ipotesi 1 che nell'Ipotesi 2) non consentirebbe alla Consob di avere un quadro completo del *beneficial owner* né un'informativa corretta e completa sull'attività di negoziazione posta in essere dall'intermediario per conto del cliente. Infatti, in mancanza della segnalazione relativa all'operazione conclusa OTC, la Consob avrebbe le seguenti informazioni:

    - nell'Ipotesi 1: un acquisto sul mercato regolamentato, effettuato in conto terzi dall'intermediario, per una quantità B al prezzo X ed un acquisto, effettuato in conto proprio dall'intermediario, per una quantità C al prezzo (X+1); alla Consob mancherebbe in tal caso l'informazione del trasferimento al cliente della quantità C dei titoli acquistati dall'intermediario;

- nell'Ipotesi 2: un acquisto sul mercato regolamentato, effettuato in conto terzi dall'intermediario, per una quantità A al prezzo (X+1); alla Consob mancherebbe in tal caso l'informazione dell'aggiustamento di prezzo a favore del cliente.

Ciò detto, il CESR ha di recente affrontato il tema degli standard per la *post-trade transparency*, in quanto:

- tale materia ha evidentemente impatto sul consolidamento delle informazioni e coinvolge le disposizioni volte ad assicurare l'affidabilità e l'accessibilità dei dati pubblicati, a facilitare la comparabilità dei prezzi registrati nelle diverse sedi di negoziazione, a rimuovere i fattori potenzialmente in grado di ostacolare eventuali iniziative di aggregazione delle informazioni;
- finora non è stato indicato il formato/*flag* per l'individuazione delle operazioni concluse a condizioni diverse dal prezzo corrente di mercato.

Al riguardo, le analisi condotte dal CESR in tema di standard per la trasparenza *post-trade* indicano l'opportunità di distinguere con diversi *flag* i casi in cui il prezzo dell'operazione OTC è determinato da fattori diversi dalle condizioni sul mercato. Tuttavia, le transazioni individuate (a titolo esemplificativo e non esaustivo) che richiedono una specifica evidenziazione fanno riferimento alle operazioni il cui prezzo è legato ad un *benchmark* in un determinato periodo di tempo (ad esempio, le operazioni di VWAP – *Volume Weighted Average Price*), alle operazioni per le quali l'intermediario incrocia un ordine in acquisto ed un ordine in vendita di due clienti ovvero alle operazioni che non contribuiscono al processo di formazione del prezzo (ad esempio, *OTC hedge of derivative*, *inter-fund transfer*).

Per quanto sopra rappresentato, salvo ulteriori elementi di novità a livello di disciplina comunitaria nel contesto della revisione della MiFID attualmente allo studio della Commissione Europea, si ritiene di poter concludere quanto segue:

- le operazioni OTC effettuate dall'intermediario utilizzando il proprio conto errori e derivanti dall'errata esecuzione di ordini di clienti non devono essere oggetto di trasparenza *post-trade*, in quanto ne costituirebbero una duplicazione;
- le operazioni OTC effettuate dall'intermediario utilizzando il proprio conto errori e derivanti dall'errata esecuzione di ordini di clienti devono essere comunicate alla Consob attraverso il sistema di *transaction reporting*, in quanto i dati (di prezzo e/o quantità) di esecuzione dell'ordine del cliente comportano una modifica del flusso informativo già inviato alla Consob.

IL PRESIDENTE VICARIO
Vittorio Conti