

**MODIFICHE AL REGOLAMENTO N. 11768/98
IN MATERIA DI MERCATI**

DOCUMENTO DI CONSULTAZIONE

27 luglio 2006

Le osservazioni al presente documento di consultazione dovranno pervenire entro il 7 agosto 2006 al seguente indirizzo:

C O N S O B
Divisione Mercati e Consulenza Economica
Via G. B. Martini, n. 3
00198 ROMA

oppure all'indirizzo di posta elettronica: consob@consob.it

PREMESSA

Le modifiche al Regolamento n. 11768/1998 in materia di mercati, di seguito illustrate, sono connesse alle condizioni di esclusione dell'obbligo di esecuzione delle negoziazioni nei mercati regolamentati e al regime di comunicazione delle operazioni aventi ad oggetto azioni già negoziate in altri mercati regolamentati comunitari e ammesse a negoziazione su un mercato regolamentato italiano, ai sensi dell'art. 57, comma 1, lettera h) del regolamento Consob in materia di emittenti.

* * *

Art. 8

(Condizioni di esclusione dell'obbligo di esecuzione delle negoziazioni nei mercati regolamentati)

1. Le negoziazioni di strumenti finanziari possono essere eseguite o fatte eseguire dagli intermediari autorizzati al di fuori dei mercati regolamentati a condizione che:

a) il cliente abbia preventivamente autorizzato l'intermediario ad eseguire o a far eseguire le negoziazioni al di fuori dei mercati regolamentati;

b) l'esecuzione delle negoziazioni al di fuori dei mercati regolamentati consenta di realizzare un miglior prezzo per il cliente.

1-bis. La disposizione di cui al comma 1, lettera b) non si applica alle operazioni di compravendita eseguite su richiesta del cliente al di fuori dei mercati regolamentati al prezzo medio ponderato risultante dai diversi prezzi di esecuzione dell'ordine sul mercato regolamentato effettuate in conto proprio dall'intermediario, ovvero, nel caso di ordini conferiti da operatori qualificati, ad un prezzo derivante da criteri oggettivamente definiti all'atto del conferimento dell'ordine.

1-ter. Fermo restando quanto previsto dall'articolo 32, comma 3 del regolamento Consob n. 11522 in materia di intermediari, la disposizione di cui al comma 1 del presente articolo non si applica alle operazioni aventi ad oggetto azioni già negoziate in altri mercati regolamentati comunitari e ammesse alla negoziazione su un mercato regolamentato italiano ai sensi dell'articolo 57, comma 1, lettera h) del regolamento Consob n. 11971 in materia di emittenti.

2. Nel caso di ordine telefonico, l'autorizzazione prevista dal comma 1, lettera a), può essere rilasciata oralmente, a condizione che l'intermediario ne mantenga idonea prova nell'ambito delle proprie procedure.

3. L'autorizzazione prevista dal comma 1, lettera a), deve essere conferita con riguardo a singole operazioni.

4. Le negoziazioni di strumenti finanziari possono essere eseguite o fatte eseguire dagli intermediari autorizzati nei sistemi di scambi organizzati previsti ai sensi dell'articolo 78 del Testo Unico, fuori dell'orario di operatività dei mercati regolamentati, anche in assenza delle condizioni indicate dai commi 1, 2 e 3.

COMMENTO

Come noto, il regolamento Consob n. 11768 in materia di mercati prevede allo stato attuale:

- i.
- ii. un obbligo di esecuzione delle negoziazioni nei mercati regolamentati(art. 7).

Gli intermediari autorizzati eseguono o fanno eseguire le negoziazioni di strumenti finanziari, diversi dai contratti a premio e da ogni altro strumento finanziario derivato, esclusivamente nei mercati regolamentati, fatto salvo quanto espressamente previsto ai successivi articoli 8 e 9;

- iii. condizioni di esclusione dell'obbligo di esecuzione delle negoziazioni nei mercati regolamentati (art. 8).

In via generale, le negoziazioni di strumenti finanziari possono essere eseguite o fatte eseguire dagli intermediari autorizzati al di fuori dei mercati regolamentati a condizione che: *a)* il cliente abbia preventivamente autorizzato l'intermediario ad eseguire o a far eseguire le negoziazioni al di fuori dei mercati regolamentati; *b)* l'esecuzione delle negoziazioni al di fuori dei mercati regolamentati consenta di realizzare un miglior prezzo per il cliente¹;

- iv. casi di inapplicabilità dell'obbligo di esecuzione delle negoziazioni nei mercati regolamentati (art. 9).

L'obbligo di esecuzione delle negoziazioni di strumenti finanziari esclusivamente nei mercati regolamentati non si applica: *a)* alle negoziazioni disposte da investitori non residenti o non aventi sede in Italia; *b)* alle negoziazioni aventi ad oggetto titoli di Stato o garantiti dallo Stato, italiani ed esteri, nonché titoli emessi da organismi internazionali partecipati da Stati; *c)* alle negoziazioni aventi ad oggetto «blocchi» di strumenti finanziari; *d)* alle negoziazioni aventi ad oggetto «spezzature» salvo che il regolamento del mercato ne consenta la negoziazione;

- v. un obbligo di comunicazione delle operazioni aventi ad oggetto strumenti finanziari ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato eseguite fuori da tale mercato.

La modifica della norma prende spunto dalle segnalazioni pervenute in merito alle difficoltà incontrate dagli intermediari nel rispetto della disposizione di cui all'art. 8 e, in particolare, le difficoltà e i costi connessi agli obblighi derivanti dalla *best execution* nel caso specifico delle transazioni aventi ad oggetto titoli azionari già negoziati in altri mercati regolamentati comunitari e ammessi a negoziazione su un mercato regolamentato italiano ai sensi dell'art. 57, comma 1, lettera *h)* del regolamento Consob in materia di emittenti.

Tale eccessiva onerosità trae origine dal fatto che il fenomeno delle ammissioni alle negoziazioni di azioni, ai sensi dell'art. 57, comma 1, lettera *h)* del regolamento Consob in materia di emittenti, rappresenta una novità per il nostro sistema finanziario che, se da un lato, recepisce e da attuazione alle possibilità concesse dalla direttiva 2003/71/CE (art. 4, par. 2, lettera *h)* in materia di prospetto, dall'altro si inserisce in un contesto regolamentare di disciplina dei mercati che non ha ancora visto il recepimento della direttiva 2004/39/CE sui mercati di strumenti finanziari (MiFiD) e, quindi, poggia su un assetto dei mercati che si sta rapidamente evolvendo.

In tale quadro, si ritiene possibile l'esonero dagli obblighi stabiliti dall'art. 8, comma 1 per gli scambi su azioni già negoziate in altri mercati regolamentati comunitari e ammesse a negoziazione su un mercato regolamentato italiano ai sensi dell'art. 57, comma 1, lettera *h)* del regolamento Consob in materia di emittenti. Tale esonero vuole nella sostanza eliminare la condizione relativa all'autorizzazione del cliente e al prezzo per l'esecuzione di operazioni fuori mercato pur mantenendo fermi gli obblighi previsti dall'art. 32, comma 3 del regolamento Consob in materia di intermediari.

L'introduzione di tale deroga al regime applicabile si ritiene possibile in quanto, in presenza di un mercato estero di quotazione e un mercato italiano di negoziazione, pare inappropriato vincolare il prezzo di esecuzione di un ordine di compravendita ai prezzi *bid-ask* espressi da un mercato di negoziazione e non di prima quotazione.

* * *

CAPO III

OBBLIGHI DI REGISTRAZIONE E COMUNICAZIONE DELLE OPERAZIONI EFFETTUATE NEI MERCATI REGOLAMENTATI

Art. 11

(Obblighi di comunicazione delle operazioni aventi ad oggetto strumenti finanziari ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato eseguite fuori da tale mercato)

1. Per ogni singola negoziazione, ivi compresa ogni operazione di collocamento eseguita esclusivamente con investitori istituzionali, avente ad oggetto strumenti finanziari ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato eseguita fuori da tale mercato, gli intermediari comunicano i seguenti elementi informativi:

- a) strumento finanziario oggetto dell'operazione;
- b) data e ora di esecuzione dell'operazione;
- c) tipo di operazione;
- d) prezzo unitario al netto delle eventuali commissioni;
- e) quantità;
- f) controparte;
- g) indicazione se l'operazione è stata conclusa per conto proprio o per conto terzi.

2. Nel caso in cui l'operazione sia conclusa tra intermediari autorizzati alla prestazione del servizio di negoziazione, gli obblighi di comunicazione sono assolti dal solo venditore.

2-bis. La comunicazione è effettuata entro il termine di 15 minuti dal momento dell'esecuzione delle singole negoziazioni. Per le negoziazioni aventi ad oggetto obbligazioni, diverse dalle obbligazioni convertibili, la comunicazione è effettuata:

- a) entro le ore 13.00 per le operazioni eseguite entro le 12.30;
- b) entro il successivo inizio dell'orario giornaliero di funzionamento dei mercati, ovvero dell'orario di funzionamento del mercato nel quale l'intermediario è ammesso, per le operazioni eseguite dopo le 12.30.

Per le negoziazioni aventi ad oggetto azioni già negoziate in altri mercati regolamentati comunitari e ammesse alla negoziazione su un mercato regolamentato italiano ai sensi dell'articolo 57, comma 1, lettera h) del regolamento Consob n. 11971 in materia di emittenti, la comunicazione è effettuata entro il successivo inizio dell'orario giornaliero di funzionamento dei mercati, ovvero dell'orario di funzionamento del mercato nel quale l'intermediario è ammesso.

La comunicazione è effettuata alla società di gestione di uno dei mercati regolamentati italiani nei quali lo strumento finanziario è negoziato.

2-ter. Nei casi di collocamento nei quali l'intermediario assume un rischio di posizione o esegue una procedura accelerata di raccolta delle adesioni, la comunicazione delle informazioni di cui al comma 1 è effettuata al completamento del collocamento. Qualora il collocamento non si concluda entro il quinto giorno dalla data di assunzione del rischio di posizione da parte dell'intermediario, lo stesso comunica le operazioni concluse fino a quel momento; le negoziazioni successive sono comunicate nei termini previsti al precedente comma *2-bis*.

3. La comunicazione di cui al comma 1 è effettuata alla società di gestione di uno dei mercati regolamentati italiani nei quali lo strumento finanziario è negoziato. Per le operazioni concluse fuori dell'orario di operatività dei mercati regolamentati, gli obblighi di comunicazione sono assolti dagli intermediari entro il successivo inizio dell'orario giornaliero di funzionamento degli stessi.

4. Gli intermediari ammessi alle negoziazioni in uno dei mercati di cui al comma 3 effettuano la comunicazione alla società di gestione del mercato nel quale sono ammessi. Per le operazioni concluse fuori dell'orario giornaliero di funzionamento di detto mercato, gli obblighi di comunicazione sono assolti dagli intermediari ammessi alle negoziazioni entro il successivo inizio dell'orario giornaliero di funzionamento dello stesso mercato.

5. Le comunicazioni sono effettuate con i mezzi e le modalità tecniche stabilite dalle società di gestione con il regolamento previsto dall'articolo 62 del Testo Unico.

6. Le disposizioni di cui al presente articolo si applicano agli intermediari esteri comunque autorizzati alla prestazione in Italia dei servizi di negoziazione limitatamente alle negoziazioni effettuate con o per conto di investitori residenti in Italia.

7. Le disposizioni di cui al presente articolo non si applicano alle negoziazioni aventi ad oggetto:

- titoli di Stato o garantiti dallo Stato, italiani ed esteri;
- titoli emessi da organismi internazionali partecipati da Stati;
- spezzature;
- contratti a premio e ogni altro strumento finanziario derivato.

COMMENTO

La modifica della norma prende spunto dalle segnalazioni pervenute in merito alle difficoltà incontrate nel rispetto della disposizione di cui all'art. 11 da parte degli intermediari e, in particolare, alle difficoltà e ai costi connessi agli obblighi di comunicazione di cui sopra nel caso specifico delle transazioni aventi ad oggetto azioni già negoziate in altri mercati regolamentati comunitari e ammesse a negoziazione su un mercato regolamentato italiano, ai sensi dell'art. 57, comma 1, lettera *h*) del regolamento Consob in materia di emittenti.

Come noto, l'art. 11 prevede un obbligo di comunicazione delle operazioni aventi ad oggetto strumenti finanziari ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato eseguite fuori da tale mercato. In particolare, viene previsto che, per ogni singola negoziazione avente ad oggetto strumenti finanziari ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato eseguita fuori da tale mercato, gli intermediari autorizzati alla prestazione dei servizi di negoziazione comunicano, entro il termine di 15 minuti² dal momento dell'esecuzione, un serie di elementi informativi (strumento finanziario oggetto della transazione, data e ora dell'esecuzione, tipo di operazione, prezzo unitario al netto delle eventuali commissioni, quantità, controparte e indicazione del conto terzi ovvero conto proprio).

Ferme restando le valutazioni effettuate in merito alla possibilità di accettare un minor grado di informativa post-negoziazione al fine di venire incontro alle esigenze degli operatori, non appare ipotizzabile l'esonero per gli strumenti finanziari in parola dal regime di trasparenza previsto attualmente. Ciò in quanto le disposizioni contenute nel regolamento Consob in materia di mercati recepiscono quanto previsto dalla direttiva 93/22/CEE ancora in vigore, in attesa del prossimo recepimento della direttiva 2004/39 (MiFiD) e della successiva abrogazione della direttiva 93/22/CEE. Come noto, le norme contenute nella direttiva 93/22/CEE prevedono, agli articoli 20 e 21, un regime di trasparenza e di *reporting* alle autorità competenti nel caso di strumenti finanziari ammessi a negoziazione sui mercati regolamentati. Gli articoli della direttiva citati, attualmente in vigore, non appaiono consentire l'esclusione dal regime di trasparenza e *reporting* delle transazioni concluse su azioni già negoziate in altri mercati regolamentati comunitari e ammesse a negoziazione su un mercato regolamentato italiano, ai sensi dell'art. 57, comma 1, lettera *h*) del regolamento Consob in materia di emittenti. Ciò anche in considerazione del fatto che tale direttiva richiede:

- i. che le imprese di investimento dichiarino all'autorità competente dello Stato membro d'origine tutte le transazioni da esse effettuate su strumenti negoziati su un mercato regolamentato, a prescindere che esse abbiano avuto luogo o meno su un mercato regolamentato;
- ii. che le dichiarazioni siano a disposizione dell'autorità entro il termine più breve possibile, fissato dall'autorità stessa e che, per motivi operativi e pratici, può essere prorogato fino alla giornata lavorativa successiva ma che non può in nessun caso superare la fine di tale giornata.

Nella sostanza, le disposizioni comunitarie citate, da un lato, richiedono che la Consob riceva le informazioni in parola e, dall'altro, fissano un termine entro il quale tali informazioni devono pervenire alla Consob. Si ricorda, al riguardo, che la Consob ha accesso alle informazioni sulle transazioni concluse fuori mercato su titoli soggetti alla regola di concentrazione attraverso i mercati regolamentati stessi e, quindi, l'eventuale esclusione dei titoli in parola dal regime di segnalazione al momento previsto nel regolamento mercati porterebbe con sé non solo la mancanza di trasparenza post-negoziazione sulle operazioni concluse fuori dai mercati regolamentati ma anche l'indisponibilità delle stesse informazioni per la Consob (a meno dell'introduzione di un obbligo di *reporting* diretto alla Consob da parte degli intermediari).

Con riferimento alla tempistica delle segnalazioni, considerazioni legate anche al perseguimento degli obiettivi di trasparenza, ordinato svolgimento delle negoziazioni e tutela degli investitori portano a ritenere opportuno il

mantenimento del regime attuale. Tuttavia, si ritiene possibile l'introduzione di un diverso regime temporale delle comunicazioni quando riguardano le azioni già negoziate in altri mercati regolamentati comunitari e ammesse a negoziazione su un mercato regolamentato italiano ai sensi dell'art. 57, comma 1, lettera h) del regolamento Consob in materia di emittenti.

Pertanto, la modifica in questione comporta, per titoli azionari già negoziati in altri mercati regolamentati comunitari e ammessi a negoziazione su un mercato regolamentato italiano ai sensi dell'art. 57, comma 1, lettera h) del regolamento Consob in materia di emittenti, un obbligo di comunicazione "riepilogativa", da parte degli intermediari autorizzati alla società di gestione, delle operazioni eseguite fuori mercato. In particolare, la comunicazione delle operazioni eseguite fuori mercato nella giornata dovrebbe avvenire entro il successivo inizio dell'orario giornaliero di funzionamento dei mercati regolamentati

1. L'art. 8, comma 1-bis poi stabilisce che la disposizione di cui al comma 1, lettera b) non si applica alle operazioni di compravendita eseguite su richiesta del cliente al di fuori dei mercati regolamentati al prezzo medio ponderato risultante dai diversi prezzi di esecuzione dell'ordine sul mercato regolamentato effettuate in conto proprio dall'intermediario, ovvero, nel caso di ordini conferiti da operatori qualificati, ad un prezzo derivante da criteri oggettivamente definiti all'atto del conferimento dell'ordine.

2. Fatto salvo quanto previsto per le obbligazioni, diverse dalle obbligazioni convertibili, e casi di collocamento nei quali l'intermediario assume un rischio di posizione o esegue una procedura accelerata di raccolta delle adesioni (cfr. art. 11, comma 2-bis e 2-ter).