

ESITO DELLE CONSULTAZIONI
MODIFICHE
AL REGOLAMENTO N. 11768/98 IN MATERIA DI MERCATI

agosto 2006

Nel luglio 2006 la Consob ha diffuso un documento di consultazione riguardante alcune modifiche da apportare al regolamento mercati. Tali modifiche erano connesse a:

1. le condizioni di esclusione dell'obbligo di esecuzione delle negoziazioni nei mercati regolamentati (art. 8);
2. il regime di trasparenza delle operazioni fuori mercato (art. 11).

Con riferimento al menzionato documento di consultazione sono pervenute le osservazioni di Abi, di Assiom, di Assonime, di Assosim, di Borsa Italiana SpA e di TLX SpA.

Nella trattazione che segue si dà conto di tali osservazioni e delle conseguenti determinazioni assunte dalla Commissione. Il documento riproduce il testo delle norme rese note per la consultazione, le osservazioni pervenute, le considerazioni svolte in proposito e, se del caso, il nuovo testo adottato.

* * *

CAPO II
OBBLIGHI DI ESECUZIONE DELLE NEGOZIAZIONI NEI MERCATI
REGOLAMENTATI

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.

OSSERVAZIONI

Nel complesso viene condiviso l'obiettivo della proposta, ovvero quello di rispondere, nel rispetto dei principi regolamentari di fondo, a nuove esigenze operative. Tuttavia, in termini generali, viene osservato come la formulazione del nuovo comma 1-ter dell'art. 8 possa prestarsi ad incertezze interpretative. Infatti, nonostante il commento alla modifica dell'art. 8 riportato nel documento di consultazione chiarisca come la volontà della modifica sia quella di non dare applicazione alle sole condizioni di esclusione dall'obbligo di esecuzione delle negoziazioni nei mercati regolamentati – ovvero le lettere a) e b) del comma 1, la preventiva autorizzazione del cliente e la realizzazione del miglior prezzo per il cliente – un'interpretazione strettamente letterale potrebbe far ritenere inderogabile l'obbligo di concentrazione sul mercato regolamentato nel caso delle azioni in oggetto. Nella sostanza, il mancato specifico riferimento alle lett. a) e b) del comma 1 nell'attuale formulazione del nuovo comma 1-ter potrebbe implicare l'obbligo di concentrazione sul mercato regolamentato di tutte le negoziazioni aventi ad oggetto le azioni estere, a differenza di quanto avviene per le azioni italiane, per le quali l'obbligo di concentrazione potrebbe essere derogato qualora vengano rispettate le condizioni di cui alla lett. a) e b) (preventiva autorizzazione del cliente e miglior prezzo).

La proposta è, pertanto, quella di formulare in maniera leggermente diversa il nuovo comma 1-ter facendo esplicito riferimento al fatto che 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 non si applicano le condizioni di cui alle lettere a) e b) del comma 1 dell'art. 8.

E' stato, inoltre, sottolineato come le modifiche proposte (art. 8 e art. 11) richiedano attenta considerazione a motivo anche delle novità introdotte dalla MiFiD. In particolare, vengono evidenziati due aspetti:

- (i) la MiFiD promuove il rafforzamento dell'obbligo di esecuzione alle migliori condizioni possibili per il cliente;

- (ii) la MiFiD, in considerazione dell'abolizione dell'obbligo di concentrazione delle operazioni sui mercati regolamentati, amplia la portata del regime di trasparenza e, quindi, anche dell'informativa post-negoziazione.

Quale alternativa alla modifica dell'art. 8, viene suggerito di modificare la definizione di "strumenti finanziari" di cui all'art. 6, comma 1, lett.b) del Regolamento. Come noto tale definizione prevede che sono strumenti finanziari quelli indicati all'art. 1, comma 2 del TUF "trattati" nei mercati regolamentati italiani. La proposta vede il chiarimento che gli "strumenti finanziari trattati" sui mercati regolamentati italiani sono solo quelli, anche esteri, ammessi a quotazione su richiesta dell'emittente escludendo quelli ammessi alle negoziazioni successivamente anche senza il consenso dell'emittente.

Infine, viene sottolineato come la mera applicazione del concetto di *best execution* derivante dall'applicazione dell'art. 32 richiamato indebolisca il processo di *price discovery* e come la maggiore flessibilità operativa, che la proposta di consultazione lascia agli intermediari nel raggiungere la migliore esecuzione per il cliente, determinerebbe come conseguenza un maggiore opacità dei prezzi delle transazioni.

CONSIDERAZIONI

Avuto riguardo alla modifica dell'art. 8, si ricorda come essa abbia ad oggetto 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 è stata ritenuta 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.

In merito ai commenti pervenuti si osserva quanto segue.

Si ritiene condivisibile l'osservazione formulata in merito all'incertezza interpretativa che potrebbe derivare dalla mancata indicazione, in maniera esplicita, delle condizioni previste alle lett. a) e b). Pertanto, si ritiene di poter accogliere il suggerimento delle associazioni di categoria.

Avuto riguardo al rilievo di cui al punto sub (i) nel paragrafo precedente, si ricorda come la proposta di modifica dell'art. 8 preveda esplicitamente il mantenimento in capo agli intermediari degli obblighi previsti all'art. 32, comma 3 del Regolamento Consob n. 11522 in materia di intermediari. La modifica proposta vede piuttosto un avvicinamento alle disposizioni previste nella MiFiD in quanto richiede all'intermediario la ricerca delle migliori condizioni per il cliente eliminando la presunzione che i prezzi sul mercato regolamentato siano i migliori.

Con riferimento al rilievo di cui al punto sub (ii) nel paragrafo precedente, si rinvia al commento del successivo art. 11.

Avuto riguardo alla proposta di modifica dell'art. 6, comma 1, lett. b) – quale alternativa all'introduzione all'art. 8 del comma 1-ter – la scrivente non ritiene condivisibile la soluzione prospettata. Ciò in considerazione dei seguenti elementi:

- (a) il riferimento all'ammissione a quotazione piuttosto che all'ammissione alla negoziazione, oltre a quello del consenso o meno dell'emittente, crea disomogeneità e difficoltà interpretative del complesso di norme previste nel TUF e nei Regolamenti Consob. Va, infatti, tenuto presente il complesso ed incompiuto processo di modifica delle disposizioni ivi contenute a seguito dell'emanazione di molteplici direttive comunitarie, alcune di esse recepite nella regolamentazione italiana e alcune in corso di recepimento. Tale situazione porta a ritenere utile l'adozione di un approccio il meno invasivo possibile, in attesa di completare il recepimento delle diverse direttive e, quindi, l'analisi della coerenza delle diverse norme contenute nel TUF e nei Regolamenti Consob;
- (b) la modifica della definizione di strumenti finanziari porterebbe con sé il fatto che l'art. 7 (obbligo di concentrazione) si applicherebbe solo agli strumenti finanziari quotati su domanda dell'emittente. Questo implicherebbe che:
- alcuni strumenti finanziari negoziati sui mercati regolamentati sarebbero soggetti all'obbligo di concentrazione ed altri no. Infatti, l'ammissione alle negoziazioni sui mercati regolamentati può avvenire su domanda dell'emittente, su domanda di un operatore di mercato e su iniziativa della società di gestione del mercato. D'altronde, l'esplicito riferimento - nella proposta di introduzione del comma 1-ter all'art. 8 – alla disposizione contenuta nel Regolamento Consob n. 11971 in materia di emittenti (art. 57, comma 1, lett.h) ha l'obiettivo proprio di evitare ogni riferimento alla presenza o meno di domanda da parte dell'emittente;
 - la presenza o meno di domanda dell'emittente per l'ammissione alle negoziazioni non rappresenta, a parere della scrivente, una discriminante o un fattore del quale tenere conto ai fini della decisione di escludere dall'applicazione delle condizioni previste dall'art. 8, comma 1, lett.a) e b) per l'esecuzione delle negoziazioni al di fuori dei mercati regolamentati;
 - la sottrazione degli strumenti finanziari ammessi alle negoziazioni in assenza di domanda dell'emittente dall'applicazione della regola di concentrazione porterebbe anche alla non applicazione degli obblighi di comunicazione di cui all'art. 11 del Regolamento. Pur rinviando alla successiva sezione di commenti, si sottolinea come gli obblighi di trasparenza post-negoziazione previsti all'art. 11 consentono alla regolamentazione italiana di essere in linea con la direttiva 93/22/CE (ISD1) ancora in vigore per quanto riguarda la necessità a che le autorità competenti ricevano le informazioni sulle transazioni effettuate dalle imprese di investimento sugli strumenti finanziari ammessi a negoziazione sui mercati regolamentati. La Consob, come noto, acquisisce tali informazioni attraverso Borsa Italiana, cui le imprese di investimento sono chiamate a comunicare, ai sensi dell'art. 11, le operazioni fuori mercato concluse su strumenti finanziari ammessi a negoziazione sui mercati regolamentati.

Infine, con riferimento alle osservazioni in merito al legame stretto fra gli obblighi di “*best execution*” e il “*price discovery process*”, fermo restando il legame presente fra la trasparenza e le norme di comportamento degli intermediari laddove la prima risulta funzionale all'assolvimento degli obblighi derivanti dalle seconde, si ritiene di dover sottolineare, ai fini delle presenti modifiche, come il processo di formazione del prezzo risulti assicurato dal regime di trasparenza pre e post negoziazione e la tutela dell'investitore dagli obblighi stabiliti dall'art. 32 del regolamento Consob n. 11522 in materia di intermediari. Avuto riguardo alle esigenze di trasparenza si rinvia al commento delle modifiche all'art. 11.

Ciò posto, è stata adottata la seguente versione dell'art. 8:

Art. 8

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

(...)

1-ter. Fermo restando quanto previsto dall'articolo 32, comma 3 del regolamento Consob n. 11522 in materia di intermediari, le condizioni di cui alle lettere a) e b) del comma 1 del presente articolo non si applicano 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.

(...)

* * *

**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.

OSSERVAZIONI

In merito alla modifica dell'art. 11 proposta in consultazione, è stato evidenziato come la MiFiD, in considerazione dell'abolizione dell'obbligo di concentrazione delle operazioni sui mercati regolamentati, ampli la portata del regime di trasparenza e, quindi, anche dell'informativa post-negoziazione.

Come sopra cennato, viene proposta una modifica della definizione di "strumenti finanziari" di cui all'art. 6, comma 1, lett.b) del Regolamento. La proposta porta con sé anche l'applicazione del nuovo paragrafo introdotto all'art. 11 ai soli strumenti finanziari considerati nella proposta di modifica di tale definizione. Rimarrebbero fuori, quindi, dagli obblighi di segnalazione gli strumenti finanziari ammessi a negoziazione in assenza di domanda dell'emittente.

Nell'ambito del complesso delle norme che discendono dall'applicazione della regola di concentrazione, viene sottolineato come l'applicazione della norma relativa al *reporting* alle società di gestione dei mercati regolamentati (art. 11) porti ad un incremento dei costi di negoziazione e alla decisione dell'investitore *retail* a rivolgersi ad intermediari esteri al fine di evitare l'incremento di detti costi. Ciò avrebbe quale conseguenza una minore tutela per l'investitore italiano, il quale non verrebbe garantito dalle regole di condotta italiane ma da quelle applicate all'estero agli intermediari esteri, diseguate per un investitore *retail* che non prende esso stesso le decisioni di investimento ma bensì affida i propri risparmi ad investitori istituzionali.

Infine, viene sottolineato come la previsione di un terzo regime temporale – che si aggiunge a quello previsto per tutti gli altri strumenti finanziari soggetti all'obbligo di concentrazione e diversi dalle azioni ammesse a negoziazione su un mercato regolamentato italiano, ai sensi dell'art. 57, comma 1, lett.h) e a quello stabilito per le obbligazioni - per l'effettuazione delle segnalazioni sulle azioni in oggetto possa rappresentare un elemento di complicazione. Inoltre, viene ricordata l'importanza della informativa pre e post-negoziazione ai fini dell'individuazione del *fair value* degli strumenti finanziari. Viene, pertanto, richiesto di considerare l'ipotesi di prevedere anche per le azioni in oggetto una tempistica per le segnalazioni delle operazioni fuori mercato analoga a quella attualmente in vigore per le obbligazioni nel Regolamento Consob in materia di mercati.

CONSIDERAZIONI

Avuto riguardo alla modifica dell'art. 11, si ricorda come essa abbia ad oggetto 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 i cennati titoli, 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 italiani.

In merito ai commenti pervenuti si osserva quanto segue.

Si concorda sul fatto che la MiFiD preveda obblighi di trasparenza pre e post-negoziazione più stringenti, anche in considerazione dell'abolizione della regola di concentrazione. Tuttavia, come evidenziato anche nel documento di consultazione, le valutazioni effettuate in merito alla possibilità di accettare un minor grado di informativa post-negoziazione traggono origine dalle esigenze degli operatori e dal mantenimento comunque di un regime di trasparenza che vede la sola introduzione di un diverso regime temporale delle comunicazioni, così come avvenuto in passato in occasione delle analoghe modifiche regolamentari introdotte per le obbligazioni. In attesa del recepimento della MiFiD ed in presenza allo stato attuale di un obbligo di concentrazione delle transazioni sui mercati regolamentati, si ritiene possibile accettare un minor grado di informativa post-negoziazione nella forma di diverso timing di segnalazione delle operazioni alla società di gestione del mercato.

In merito alla suggerita modifica della definizione di "strumenti finanziari" e, quindi, all'applicazione del nuovo paragrafo introdotto all'art. 11 ai soli strumenti finanziari ammessi a negoziazione in presenza di domanda dell'emittente, non appare ipotizzabile l'esonero per gli strumenti finanziari ammessi a negoziazione in presenza di domanda dell'emittente dal regime di

trasparenza previsto attualmente. Ciò in quanto, come sottolineato anche nel documento di consultazione, le disposizioni contenute nel regolamento Consob in materia di mercati recepiscono quanto previsto dalla direttiva 93/22/CEE ancora in vigore e, in particolare, gli articoli 20 e 21 (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.

Infine, non può che condividersi l'osservazione sopra esposta relativa all'importanza della trasparenza pre e post-negoziazione. Tuttavia, le esigenze poste dagli intermediari, unitamente alla sostenibile riduzione dell'obbligo di segnalazione – che peraltro non coinvolge l'ammontare delle informazioni da comunicare – portano a ritenere possibile una modifica nella tempistica e nelle modalità di comunicazione (intese come segnalazione “riepilogativa” ma transazione per transazione) delle operazioni fuori mercato.

Avuto riguardo alla proposta di applicare alle azioni in parola la stessa tempistica di segnalazione delle operazioni fuori mercato prevista per le obbligazioni, la scrivente ritiene opportuno il mantenimento del regime prospettato nel documento di consultazione in considerazione del positivo riscontro avuto in merito dai soggetti consultati e della impossibilità di accogliere le richieste relative alla esclusione delle transazioni sulle azioni in parola dall'obbligo di concentrazione e, quindi, da quelli di segnalazione delle operazioni fuori mercato.

Da ultimo, si osserva come:

- (a) l'obbligo di concentrazione faccia riferimento ai mercati regolamentati, definiti all'art. 6, comma 1, lett.c) del Regolamento in oggetto come “*i mercati iscritti nell'elenco previsto dall'art. 63, comma 2 del TUF e nella sezione speciale dello stesso elenco, come previsto dall'art. 67, comma 1 del TUF*”. Pertanto, un intermediario che effettua una transazione su un mercato regolamentato comunitario di fatto sta rispettando la regola di concentrazione e, quindi, non è soggetto all'obbligo di comunicazione delle operazioni aventi ad oggetto strumenti finanziari ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato eseguite fuori da tale mercato;
- (b) le osservazioni formulate e, segnatamente, le esigenze operative dell'industria ed i costi associati all'adempimento di obblighi finora inesistenti hanno costituito il presupposto delle presenti modifiche regolamentari. D'altronde, la possibilità per l'investitore italiano di rivolgersi ad un intermediario estero per l'attuazione delle proprie strategie di investimento, usufruendo di un grado di tutela diverso rispetto alle norme di comportamento previste a carico degli intermediari italiani, risulta già presente. Certamente permane in Europa una diversità di approcci regolamentari e di vigilanza derivanti dal mancato recepimento della Direttiva MiFiD, nell'ambito della quale le questioni in parola vengono affrontate in maniera sistematica tenendo conto dell'evoluzione dei mercati. Allo stato attuale, le esigenze di *compliance* alla Direttiva 93/22/CE unitamente a quella di non operare, anteriormente al recepimento della MiFiD, interventi regolamentari invasivi e tali da scardinare l'impianto normativo attualmente in vigore, portano a ritenere opportuno il mantenimento delle previsioni contenute nel regolamento mercati, seppure adattate alle mutate esigenze dell'industria e del mercato in generale. Di tutta evidenza il carattere “provvisorio” delle norme contenute nel regolamento in oggetto stante la radicale rivisitazione della regolamentazione sui mercati – e, in particolare, delle materie connesse al regime delle segnalazioni da parte delle imprese di investimento e della trasparenza pre e

post-negoziazione – nell’ambito della MiFiD e del conseguente prossimo recepimento delle relative disposizioni nell’impianto normativo e regolamentare italiano.

Ciò posto, viene adottata la seguente versione dell’art. 11:

Art. 11

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

(...)

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.

(...)