

Comunicazione n. DIN/11021354 del 23-3-2011

Inviata alla ASSOSIM

OGGETTO: Quesiti in materia di ambito di applicazione della disciplina sulle operazioni personali

Si fa riferimento alla nota ... con cui codesta Associazione ha formulato, integrando e modificando la precedente nota ... taluni quesiti.

Le questioni sottoposte all'attenzione della Commissione risultano connesse all'interpretazione di disposizioni concernenti l'istituto delle "operazioni personali" (intendendosi per tali le operazioni poste in essere in qualità di investitori da soggetti che, in virtù della propria partecipazione societaria o del proprio ruolo direzionale o operativo, assumono una posizione di "rilevanza"¹ per l'intermediario).

Al riguardo, la disciplina prevede (art. 18 del Regolamento Congiunto Banca d'Italia-Consob) che i "soggetti rilevanti" di ogni intermediario siano oggetto di monitoraggio da parte dell'intermediario medesimo in relazione alle operazioni personali effettuate e non possano compiere le operazioni qualificate espressamente come vietate.

Più nel dettaglio, gli intermediari devono adottare procedure idonee a:

- informare i soggetti rilevanti "*delle restrizioni sulle operazioni personali e delle misure adottate dall'intermediario in materia di operazioni personali e di divulgazione di informazioni*";
- garantire la notifica all'intermediario e la successiva registrazione di ogni operazione personale realizzata dai soggetti rilevanti;
- impedire che i soggetti rilevanti possano compiere "attività" (eseguire operazioni personali, consigliare o sollecitare altre persone ad effettuare operazioni personali, comunicare a terzi informazioni o pareri) connotate in modo espresso come vietate alla luce della disciplina in materia di *market abuse* e di doveri di correttezza nei confronti dei clienti.

In particolare, i quesiti formulati da codesta Associazione attengono a due macro aree relative, rispettivamente, alla nozione di "**soggetto rilevante**" funzionale alla definizione dell'ambito di applicazione soggettivo della disciplina sulle operazioni personali (A) e alla definizione di "**operazione personale**", volta all'individuazione oggettiva delle tipologie di transazioni sottoposte agli obblighi in esame (B).

A. I quesiti inerenti alla nozione di "soggetto rilevante".

A.1. Un primo tema, relativo alla definizione dell'**ambito di applicazione soggettivo** della disciplina in oggetto, attiene all'interpretazione della nozione di "**socio**" espressa dalla medesima. Le operazioni personali sono infatti esclusivamente quelle riconducibili ai "*soggetti rilevanti*" dell'azienda tra i quali sono ricompresi, nella versione italiana della Direttiva n. 2006/73/CE (c.d. direttiva di "livello 2"), appunto "i soci" dell'intermediario. Al riguardo, codesta Associazione evidenzia che nella versione inglese della direttiva il riferimento alla nozione di socio è reso

¹ La disciplina parla infatti al riguardo di "*soggetti rilevanti*" (art. 2, comma 1, lett. p, del Regolamento Congiunto Banca d'Italia-Consob).

mediante l'utilizzo dell'espressione "*partner or equivalent*". "*Con tale termine nel diritto anglosassone si indica esclusivamente il socio (persona fisica) di una c.d. partnership, ossia di una società di persone assimilabile ad una società in accomandita semplice*". La figura del *partner* si caratterizzerebbe "*ulteriormente per il fatto che questi partecipa direttamente alla direzione/amministrazione della partnership, in analogia alla figura del socio accomandatario di diritto italiano*".

L'utilizzo del termine *partner*, secondo quanto tratteggiato nell'ambito del quesito, risulterebbe coerente con la volontà della disciplina comunitaria di circoscrivere l'ambito applicativo della disciplina alle sole operazioni personali poste in essere da soggetti che prendono parte all'amministrazione/direzione dell'intermediario ovvero a coloro che prendono parte alla prestazione dei servizi di investimento. In considerazione di tali osservazioni, codesta Associazione ritiene che il termine "socio" di cui al Regolamento congiunto debba essere circoscritto in via interpretativa alle seguenti figure:

- soci (persone giuridiche) che, in funzione della rilevanza della propria partecipazione, siano coinvolti in attività poste in essere dall'intermediario che possono dar luogo a conflitti di interesse o abuso di informazioni privilegiate o altre informazioni confidenziali riguardanti clienti o loro posizioni;
- soci (persone fisiche) con incarichi operativi nell'amministrazione dell'intermediario.

A.2. Ancora, con riferimento alla categoria "socio", secondo codesta Associazione, nell'ipotesi particolare in cui soggetto rilevante sia "*una Banca o un Intermediario Finanziario che per attività istituzionale compie quotidianamente numerose operazioni in strumenti finanziari*", "*non è chiaro se le operazioni da segnalare siano: (i) le operazioni proprietarie; (ii) le operazioni eseguite per conto dei clienti; (iii) le operazioni compiute dagli amministratori*". In merito viene peraltro rilevata l'opportunità, in considerazione della circostanza che le informazioni sulle operazioni svolte sarebbero comunque "*trattenute alla fonte*" dallo stesso soggetto rilevante che compie attività di investimento, di escludere l'applicabilità della disciplina in materia di operazioni personali, data la possibilità di realizzare in ogni caso un adeguato controllo *ex post* delle operazioni.

A.3. Per quanto riguarda le operazioni personali poste in essere da "**amministratori non operativi**" dell'intermediario, codesta Associazione ritiene che i soggetti in esame sarebbero esclusi *ab origine* dal coinvolgimento in attività che possono dare origine a conflitti di interessi ovvero che diano accesso a informazioni privilegiate, o ad altre informazioni confidenziali, riguardanti i clienti o operazioni poste in essere dall'intermediario per conto dei clienti, e siano quindi da escludere dal novero dei "soggetti rilevanti".

B. Richiesta di chiarimenti in tema di "operazioni personali".

Quando soggetto rilevante è una persona fisica e le operazioni personali hanno ad oggetto strumenti finanziari rientranti in **ordinaria attività di investimento di profilo conservativo**, esse ben difficilmente, secondo quanto delineato nel quesito, darebbero luogo ad ipotesi di abusi di mercato o di conflitto di interessi. Si fa riferimento in particolare agli acquisti di titoli di Stato o di obbligazioni emesse da enti sovranazionali. La comunicazione sistematica di tali operazioni viene ritenuta ultronea rispetto al fine perseguito dalla norma, venendo a costituire un ingiustificato onere sia per l'intermediario sia per il soggetto rilevante. Codesta Associazione chiede quindi conferma dell'orientamento per il quale sarebbero escluse dal novero delle "operazioni personali" (e quindi anche dal dovere di comunicazione all'intermediario di appartenenza e dal relativo monitoraggio) le transazioni aventi ad oggetto titoli di Stato od obbligazioni emesse da enti sovranazionali.

Le richieste di chiarimenti sopra illustrate hanno ad oggetto una materia - le operazioni personali - disciplinata dal Regolamento Congiunto Banca d'Italia-Consob dell'ottobre 2007. Le previsioni in esame, contenute nel predetto Regolamento Congiunto, recepiscono quanto disposto dall'articolo 12 della direttiva di secondo livello n. 2006/73/CE², adottata dalla Commissione UE e recante misure di esecuzione della direttiva 2004/39/CE (MiFID).

La normativa in esame, ispirata a finalità di prevenzione di fenomeni di mancata cura dell'interesse dei clienti o di abuso di informazioni privilegiate, introduce, dal lato della disciplina degli intermediari, cautele e restrizioni per lo svolgimento di operazioni personali da parte di determinati soggetti (c.d. "rilevanti") che rivestono un ruolo particolare per l'intermediario.

I quesiti formulati muovono tutti dalla considerazione circa la potenziale ampiezza dell'ambito di applicazione della disciplina e si focalizzano sull'esigenza di definire criteri interpretativi volti a circoscrivere le informazioni funzionali al raggiungimento degli obiettivi sottesi alla normativa.

Ciò considerato, le linee di riscontro, di seguito tratteggiate, sono fomite nella prospettiva di definire criteri guida "sostenibili" per gli operatori, in grado:

- da un lato, di garantire pieno rispetto della *ratio* della disciplina (attivazione piena degli intermediari per contenere fenomeni di abusi di mercato o di violazione dell'interesse del cliente da parte dei propri soggetti rilevanti);
- dall'altro, di chiarire i principi chiave cui gli operatori possono ispirare – in omaggio anche al principio di proporzionalità - le proprie *policy* interne in materia³.

Rimane comunque ferma la necessità del rispetto da parte degli operatori degli obblighi previsti, fra l'altro, da:

- art. 187-*nonies* del TUF, che dispone che gli intermediari debbano segnalare senza indugio alla Consob le operazioni che, in base a ragionevoli motivi, possano configurare un abuso di mercato;
- art. 115-*bis* del TUF relativo ai "*registri delle persone che hanno accesso ad informazioni privilegiate*", che gli intermediari quotati ovvero gli intermediari che agiscono in nome o per conto di emittenti quotati devono istituire e mantenere regolarmente aggiornati.

A. I quesiti inerenti alla nozione di "soggetto rilevante".

A1. La precisa definizione, da parte di ciascun intermediario, dei propri "soggetti rilevanti", in relazione alle operazioni di investimento effettuate in qualità di investitori, deve essere compiuta alla luce degli interessi che la normativa mira a tutelare e in considerazione della specifica struttura organizzativa del singolo intermediario.

L'attività di concreta definizione dei "soggetti rilevanti" da parte del singolo intermediario, con riguardo alla nozione di "socio", è particolarmente delicata.

² Le previsioni in questione presentano, inoltre, aspetti di stretta connessione con la disciplina comunitaria degli abusi di mercato (Direttiva n. 2003/6/CE e Direttive di secondo livello nn. 2003/124/CE e 2003/125/CE) così come recepita nel nostro ordinamento dal TUF, Parte IV, Titolo III e Parte V, Titolo I-*bis*, Capi II e III.

³ Anche in argomento, infatti la disciplina di riferimento individua gli obiettivi delle condotte richieste agli operatori lasciando all'organizzazione degli stessi la necessaria responsabilizzazione e "soggettivizzazione" delle modalità di perseguimento degli obiettivi normativamente previsti.

L'art. 2 del testo della direttiva 2006/73 CE nella versione in italiano, prevede che "*ai fini della presente direttiva si applicano le seguenti definizioni: ... 3) <oggetto rilevante> in relazione all'impresa di investimento: uno qualsiasi dei seguenti soggetti: a) amministratore, socio o equivalente, dirigente o agente collegato dell'impresa*".

All'ampia nozione di **socio**, fatta propria dalla versione italiana della direttiva di secondo livello 2006/73/CE, risultano *prima facie* riconducibili, non solo le persone fisiche, ma anche le persone giuridiche.

Peraltro, l'art. 2, comma 1, lett. p), del Regolamento Congiunto, al punto i), in recepimento della normativa comunitaria, include tra i "soggetti rilevanti" non i soci *tout court*, ma esclusivamente i "*soci che in funzione dell'entità della partecipazione detenuta possono trovarsi in una situazione di conflitto di interessi*". La disciplina secondaria nazionale di attuazione della normativa comunitaria quindi, pur con una formulazione letteralmente ampia della categoria di "socio" (in luogo di quella di *partner* inglese), segue un'impostazione non dissimile dalla versione inglese della direttiva nel prevedere una delimitazione della categoria medesima. Risultano così esclusi a priori quei soggetti (quali ad esempio i piccoli soci di una banca quotata) che non sono nelle condizioni di trovarsi in situazione di conflitto in ragione della propria (delimitata) partecipazione.

In altri termini, pare si possa arrivare a soluzioni non divergenti dal testo in inglese della direttiva, valorizzando il fatto che il riferimento nelle fonti in italiano al "socio" è funzionalmente delimitato al caso di un soggetto che "*in funzione dell'entità della partecipazione detenuta poss[a] ... trovarsi in una situazione di conflitto di interessi*". L'effettivo contenimento, sulla base di quanto tratteggiato, della portata apparentemente estensiva della categoria di "socio", rispetto alla corrispondente nozione della versione inglese della direttiva, potrà essere realizzato in concreto attraverso il processo di preselezione dell'intermediario, impegnato nell'individuazione dei "propri" soggetti rilevanti.

La disciplina in materia di operazioni personali, attribuendo all'intermediario obblighi di controllo dei fenomeni di *market abuse* e di violazioni degli interessi della clientela, determina infatti una responsabilizzazione dell'operatore medesimo in relazione ai predetti fenomeni, circoscrivendo il novero dei soggetti rilevanti, anche quando "soci", a coloro che nei fatti si possano trovare nelle condizioni di mettere in pericolo i valori tutelati dalla disciplina di riferimento.

Facendo leva sulla *ratio* della normativa, che è appunto quella di contenere i rischi di abusi e di violazioni, gli intermediari saranno quindi nelle condizioni di adottare criteri di delimitazione del perimetro dei "propri soggetti rilevanti". E in particolare, innanzitutto con riguardo ai soci persone fisiche, gli intermediari saranno tenuti a conferire la qualifica di "soggetto rilevante" a coloro la cui "entità" della partecipazione possa generare il rischio di lesioni ai beni tutelati dalle disposizioni in materia di operazioni personali.

In tale prospettiva, il processo di preselezione degli intermediari, potrà dispiegare effetti di delimitazione del novero dei "soggetti rilevanti" anche con riferimento ai **soci persone giuridiche** (ivi incluse le **società autorizzate alla prestazione di servizi di investimento**). Nell'ambito delle proprie *policy* interne l'ambito dei "soggetti rilevanti" dovrà essere quindi circoscritto a quelle persone giuridiche che si possono trovare in una situazione di conflitto o nella possibilità di abusare di informazioni privilegiate "*in funzione dell'entità della partecipazione detenuta*".

A tal fine l'introduzione di meccanismi *ad hoc*, volti ad escludere la possibilità per i soci di venire a conoscenza delle operazioni e delle posizioni dei clienti dell'intermediario partecipato, potrà garantire una corretta esclusione delle situazioni di conflitto o di abuso e così di evitare di ricomprendere tali soci nel novero dei soggetti rilevanti. Nel caso di imprese di investimento e banche socie, ricomprese nel novero dei soggetti rilevanti esisterebbe infatti il fondato pericolo che, dalla *disclosure* interna delle relative transazioni (derivante appunto dall'applicazione della disciplina sulle operazioni personali) - invece di un contenimento dei fenomeni considerati dalla

disciplina -, possano determinarsi, per l'intermediario partecipato e per i soggetti che presso il medesimo operano, occasioni di *market abuse* o di violazioni degli interessi della clientela.

A.2. Con riferimento invece all'ipotesi, che potrebbe risultare residuale in forza di quanto indicato al punto che precede, in cui nel novero dei soggetti rilevanti l'intermediario riconduca una società partecipante, a sua volta autorizzata alla prestazione dei servizi di investimento (e quindi sottoposta alla disciplina sulle operazioni personali dei "propri" soggetti rilevanti), si evidenzia che le **operazioni** oggetto di monitoraggio e divieto dovranno considerarsi esclusivamente quelle **effettuate dalla società per il suo patrimonio**.

Si esclude che ricadano negli obblighi di cui alla disciplina sulle operazioni personali le transazioni poste in essere dal socio per conto dei propri clienti; l'alterità soggettiva tra clienti dell'intermediario e intermediario medesimo impedisce infatti l'estensione della disciplina alle operazioni svolte per conto dei clienti.

A.3. Si ritiene che non possa essere escluso sempre e "necessariamente" che gli **amministratori senza cariche operative** siano ricondotti nell'ambito dei "soggetti rilevanti". In tale prospettiva si deve infatti considerare che i componenti del Consiglio di Amministrazione, se pure privi di deleghe, potrebbero, in ragione della specifica articolazione organizzativa di ciascun intermediario, venire a conoscenza di informazioni privilegiate o suscettibili di determinare conflitti di interessi, in ragione della sola partecipazione alle riunioni del Consiglio medesimo.

Tale circostanza dovrà essere attentamente valutata dagli intermediari che procedono con riferimento agli "amministratori", e più in generale ai "componenti degli organi aziendali", alla concreta definizione del perimetro dei propri soggetti rilevanti.

In particolare, nel processo di individuazione dei soggetti rilevanti ciascun intermediario dovrà tener conto della propria articolazione gestionale e organizzativa al fine di comprendere se - sul piano del fatto - l'amministratore non delegato possa comunque trovarsi nelle condizioni di "pericolo" per i valori tutelati dalla disciplina, tali quindi da giustificare l'inclusione nel novero dei "soggetti rilevanti".

B. Richiesta di chiarimenti in tema di "operazioni personali".

L'ulteriore quesito posto riguarda la possibilità di escludere dalle "operazioni personali", oggetto della disciplina in esame, le negoziazioni su titoli di debito emessi da Stati o da istituti sovranazionali.

Al riguardo, occorre premettere che le disposizioni in materia di operazioni personali sono espressamente non applicabili, ai sensi del comma 3, dell'art. 18 del Regolamento Congiunto Banca d'Italia-Consob, alle transazioni "*effettuate nell'ambito di un servizio di gestione di portafogli*" e a quelle "*aventi ad oggetto quote o azioni di OICR armonizzati o comunque soggetti a vigilanza in base alla legislazione di uno Stato membro che garantisca un livello di ripartizione del rischio delle loro attività equivalente a quello previsto per gli OICR armonizzati*". L'ambito di applicazione oggettivo delle disposizioni in materia di operazioni personali, seppure particolarmente esteso, prevede quindi talune ipotesi di esenzione ricollegate all'inedoneità delle operazioni escluse a generare situazioni di conflitto di interesse o a comportare abuso di informazioni privilegiate o comunque confidenziali. Ulteriori ipotesi di esclusione potranno poi essere individuate nelle *policy* interne, adeguatamente motivate, degli intermediari ove, sulla base della situazione di fatto, venga rilevato che determinate categorie di operazioni su strumenti finanziari non risultino idonee a ledere gli interessi tutelati dalla disciplina in esame, determinando situazioni di pericolo di *market abuse* o di conflitto di interessi.

In particolare, si ritiene possa essere esclusa dalle limitazioni operative della disciplina in tema di operazioni personali la sottoscrizione sul mercato primario dei titoli di Stato italiani per i quali la



fase di collocamento risulta regolata da meccanismi idonei a escludere il rischio di abusi di mercato o di conflitti di interessi.

IL PRESIDENTE
Giuseppe Vegas