

BOZZA DI RIFORMA DEL REGOLAMENTO N. 11522/1998

DOCUMENTO DI CONSULTAZIONE

Premessa

La riforma del regolamento n. 11522/1998 ("regolamento intermediari"), oggetto del presente documento, è in larga parte occasionata e necessitata dal recepimento degli *standards* comuni elaborati dal CESR (" *A European regime of investor protection - The harmonization of conduct of business rules*", documento dell'aprile 2002; " *A European regime of investor protection - The professional and the counterparty regimes*", documento del luglio 2002⁽¹⁾) in tema di regole di condotta degli intermediari

I citati documenti internazionali (già oggetto di autonome consultazioni con le Associazioni degli intermediari e dei consumatori) mirano al raggiungimento di un livello di armonizzazione ampio fra le discipline di settore dei diversi Stati membri dell'Unione Europea. L'armonizzazione delle norme "di dettaglio", dopo quella dei principi generali, realizzata dall'art. 11 della direttiva n. 93/22/CEE (c.d. direttiva ISD), è vista come momento imprescindibile della effettiva creazione di un mercato europeo unico dei servizi finanziari, in un contesto di tutela degli investitori e di incoraggiamento alla concorrenza degli operatori.

In tale prospettiva, le Autorità partecipanti al CESR (e la CONSOB fra esse) hanno sottoscritto i documenti comuni e si sono impegnate ad implementare gli *standards* e le *rules* nei rispettivi ordinamenti.

I principi e le regole armonizzate spesso riflettono disposizioni già presenti nell'ordinamento italiano (ed in particolare nel vigente reg. n. 11522/1998); purtroppo, residuano aree in cui per recepire pienamente le disposizioni elaborate dal CESR occorre aggiornare il regolamento intermediari al fine di tenere conto delle prescrizioni, a volte più analitiche, elaborate a livello internazionale. Nel realizzare l'aggiornamento si è cercato di mantenere, per quanto possibile, l'impianto e la struttura del regolamento vigente.

Contestualmente, l'esperienza di vigilanza, specie di questi ultimi anni, consiglia un aggiornamento delle regole finalizzato a richiamare gli intermediari ad un rispetto *sostanziale* degli interessi sottesi alla disciplina (interesse degli investitori; integrità dei mercati), evitando la possibilità di una adesione meramente formale alle regole di condotta.

Tale risultato è qui perseguito, in particolare, con una maggiore specificità della disciplina relativa ai profili "procedurali" dell'attività degli intermediari e una maggiore enfasi ad essa attribuita.

Nella versione attualmente vigente, il regolamento contiene, infatti, una pluralità di regole di comportamento (informazioni da rendere agli investitori; *know your customer*; *suitability*;...) "accompagnate" da un'unica disposizione generale in tema di "procedure" (art. 56).

Rimanendo in sostanza immutati nelle linee generali (anche se arricchiti nei loro effetti concreti) i *risultati* che gli intermediari devono garantire (adeguata informazione ai clienti sui rischi delle operazioni; opportuna conoscenza delle caratteristiche dell'investitore al fine di valutare l'adeguatezza dei relativi investimenti...) si è ritenuto utile assicurare una più puntuale precettività delle *vie* (le *procedure*) attraverso cui garantire il perseguimento di quei risultati. A tal fine, sono stati di volta in volta tratteggiati i presidi minimi e i "contenuti" che le procedure interne dell'intermediario devono prendere in considerazione (secondo modalità e termini concreti lasciati all'autonomia imprenditoriale ed alla concorrenza sulla qualità del servizio).

E' del tutto evidente infatti che il rispetto delle regole di condotta non può essere garantito se non in un contesto "sistematizzato" ed alla luce di un *modus operandi* prescritto e controllato dagli organi di vertice dell'intermediario. La procedura è allora la *formula* attraverso la quale è possibile predisporre al rispetto delle regole di comportamento: non elemento estraneo alla correttezza dei comportamenti, ma condizione e presupposto per una condotta in linea con gli interessi degli investitori e dell'integrità del mercato. Tale dato di fatto (che già si può leggere e derivare dalla regolamentazione vigente) viene ora, secondo la bozza in discussione, specificato ed ulteriormente enfatizzato.

Nella bozza di regolamento elaborata, in linea con la prospettiva appena tratteggiata, i richiami agli aspetti procedurali si trovano quindi collocati in una pluralità di norme fino ad oggi esclusivamente "comportamentali", lasciando all'art. 56, che pure viene conservato, funzione di clausola di chiusura. La scelta sottende l'esigenza di

specificare, in certe materie ed argomenti, le caratteristiche e gli oggetti minimi delle procedure, ed evita di appesantire eccessivamente l'art. 56, anche al fine di sottolineare la diretta derivazione dalle singole disposizioni "comportamentali" delle nuove disposizioni procedurali e l'enfasi ad essa attribuita (cfr. art. 28, comma 4; art. 28 bis, comma 6; art. 32 bis, commi 1 e 2).

L'esperienza di vigilanza, oltre ad avere ispirato l'approccio "procedurale" sopra tratteggiato, ha consigliato di porre particolare cura nel perseguimento dei seguenti principali obiettivi:

- **Effettività della disciplina del conflitto di interessi:** la trasparenza circa la situazione di conflitto non deve far venir meno il dovere, sempre sussistente, dell'intermediario di non pregiudicare l'interesse dell'investitore (art. 27);
- **Comprensibilità** e chiarezza delle **informazioni** da fornire agli investitori, specie sui **rischi** sottesi alle operazioni, anche con particolare riguardo **ai prodotti o servizi combinati o collegati**(art. 28, c. 1-4);
- **Effettività** dell'obbligo di acquisire comunque le informazioni sul cliente (**know your customer rule**) e di mantenerle aggiornate, contenendo le possibilità concrete per gli intermediari di sollecitare il cliente a rifiutare le stesse (art. 28 bis). Ne risulta di conseguenza rafforzata l'effettività del controllo di **adeguatezza**, rispetto al profilo dell'investitore, di ogni operazione disposta (art. 29);
- **Più ampio contenuto informativo** riconosciuto al **contratto**(art. 30; art. 31 bis; art. 32 ter; art. 37);
- Maggiore ambito di operatività della regola di **best execution**(art. 32 bis).
- Maggiore articolazione e tempestività dei doveri di **attestazione, registrazione e rendicontazione**(artt. 60-63) ²⁾

In tema di *asset management*, si intende completare il disegno di riforma, valorizzando le connotazioni tipiche della gestione individuale. Essa, infatti, si caratterizza per la natura individualizzata dell'attività gestoria, che dovrebbe trovare espressione nella massima ampiezza dello "spazio delle opportunità" a disposizione del cliente gestito. E', quindi, nel contratto di gestione individuale che devono manifestarsi tutte "le specifiche esigenze dei singoli investitori", definendo per tal via i limiti della discrezionalità attribuita al gestore. Non va, infatti, dimenticato che la gestione individuale non conosce nella disciplina normativa alcun limite operativo - diverso da quello prescritto dall'art. 24, comma 1, lett. c), TUF, a mente del quale il gestore non può "salvo specifica istruzione scritta, contrarre obbligazioni che lo impegnino oltre il patrimonio gestito" - tanto che è ad essa consentita la possibilità di ricorrere al *leverage*, allo *short selling* o all'operatività in derivati con finalità diverse da quelle *dihedging*.

Al contempo, si è intervenuti anche in tema di gestione collettiva, il cui assetto regolamentare necessita tuttavia di più limitate modifiche, in modo da uniformarne coerentemente la disciplina.

* * *

L'importanza che si attribuisce all'iniziativa di riforma del regolamento intermediari, il rilievo dei temi trattati, l'esistenza di altri tavoli di lavoro i cui progressi possono contribuire a meglio delineare la cornice di riferimento (si pensi in particolare ai lavori, in corso, di revisione della dir. ISD)⁽³⁾ pongono in luce, da un lato, l'assoluta centralità dei contributi che si intendono stimolare con la presente consultazione e, dall'altro, lasciano prospettare l'opportunità di un "secondo giro" di consultazione, sulla base di una nuova bozza che potrà beneficiare delle prime osservazioni pervenute.

REGOLAMENTO N. 11522/1998

Le parti nuove, rispetto al regolamento vigente, sono evidenziate in grassetto.
Quelle eliminate sono barrate.

In calce all'articolo viene riportato un breve commento sulle motivazioni della modifica proposta

Art. 11

(*Rinuncia alle autorizzazioni*)

1. Le SIM che intendono rinunciare all'autorizzazione all'esercizio di uno o più servizi di investimento, presentano apposita istanza di revoca alla Consob. La Consob, sentita la Banca d'Italia, delibera sulla domanda entro il termine massimo di centoventi giorni.

~~2. Si applica l'art. 9 commi 3 e 4.~~ **L'istanza è corredata da documentazione illustrativa circa:**

a) la posizione rispetto agli obblighi nei confronti del sistema di indennizzo di cui all'articolo 59 del Testo Unico;

b) il programma di definizione dei rapporti in essere con la clientela.

3. Si applicano gli articoli 7, commi 4 e 5 e 9, commi 3 e 4.

4. La Consob dispone d'ufficio la cancellazione dall'albo delle Sim quando:

a) ottenute le prescritte autorizzazioni, la società avvia la prestazione dei servizi di investimento in qualità di banca o di società di gestione del risparmio;

b) a seguito di fusione, la società risultante, ottenute le prescritte autorizzazioni, avvia la prestazione dei servizi di investimento;

c) a seguito di scissione mediante trasferimento dell'intero patrimonio, le società risultanti, ottenute le prescritte autorizzazioni, avviano la prestazione dei servizi di investimento.

5. La società interessata dà documentata notizia alla Consob del verificarsi delle condizioni indicate al comma 4.

[...O M I S S I S...]

COMMENTO

Le innovazioni proposte non sono riconducibili al recepimento dei principi del CESR, attenendo alla gestione dell'Albo SIM. Il comma 2 mira a prevedere, per regolamento, passaggi che la consolidata prassi di gestione dell'albo conosce e ritiene indefettibili. I commi 4 e 5 sono volti a semplificare i procedimenti di cancellazione dall'albo delle SIM, per alcune specifiche ipotesi nelle quali la procedura vigente appare eccessivamente onerosa. Al riguardo, la disposizione tratteggiata cerca anche di garantire la continuità dell'operatività dell'intermediario evitando interruzioni dovute al passaggio da una veste (SIM) ad un'altra (ad es. banca).

Art. 22 bis ***(Uffici di rappresentanza)***

1. Le imprese di investimento comunitarie ed extracomunitarie informano per iscritto la Banca d'Italia e la Consob in caso di apertura e di chiusura di uffici di rappresentanza sul territorio nazionale. Le imprese comunicano il recapito dell'ufficio e l'attività svolta dallo stesso.

(All'art. 3 "Definizioni"; andrebbe aggiunta la seguente disposizione:) **"ufficio di rappresentanza": una struttura utilizzata esclusivamente per svolgere attività di studio dei mercati nonché altre attività non ricomprese nella prestazione di servizi.**

[...O M I S S I S...]

COMMENTO

L'articolo proposto non è riconducibile al recepimento dei principi del CESR, ma risulta giustificato da esigenze di vigilanza. L'esperienza ha, infatti, posto in luce una possibile zona grigia nell'operatività di intermediari, pur autorizzati nel proprio Stato di origine UE, che, prima di attivare la procedura di notifica alle Autorità italiane circa l'intenzione di svolgere servizi di investimento nel nostro Paese avviano attività, formalmente non sensibili ai fini della direttiva n. 93/22/CEE, ma che si potrebbero porre ai confini delle fattispecie per le quali è invece richiesta una notifica, e di cui è in ogni caso opportuno avere adeguata informativa. Del resto la disciplina nazionale (Provvedimento Banca d'Italia del 4.08.2000, Tit. II; Cap. 4; Sez. II ; par. 3) prevede che le imprese di investimento italiane comunichino alla Banca d'Italia l'inizio dell'attività di propri uffici di rappresentanza stabiliti in altri Paesi dell'UE. Uniformità di trattamento richiede, a maggior ragione, l'applicazione di principi analoghi con riguardo agli intermediari extracomunitari.

LIBRO III
PRESTAZIONE DEI SERVIZI DI INVESTIMENTO E DEL SERVIZIO DI GESTIONE COLLETTIVA

PARTE I
DISPOSIZIONI PRELIMINARI

Art. 25
(Definizioni)

1. Nel presente Libro si intendono per:

a) «servizi di investimento»: i servizi di cui all'articolo 1, comma 5, del Testo Unico, nonché i servizi di cui alla sezione A della tabella allegata allo stesso Testo Unico;

b) «servizi accessori»: i servizi di cui all'articolo 1, comma 6, del Testo Unico, nonché i servizi di cui alla sezione C della tabella allegata allo stesso Testo Unico;

c) «agenti di cambio»: i soggetti iscritti nel ruolo di cui all'articolo 201, comma 7, del Testo Unico;

d) «intermediari autorizzati» o «intermediari»: le SIM, ivi comprese le società di cui all'articolo 60, comma 4, del decreto legislativo n. 415 del 1996, le banche italiane autorizzate alla prestazione di servizi di investimento, gli agenti di cambio, gli intermediari finanziari iscritti nell'elenco previsto dall'articolo 107 del decreto legislativo n. 385 del 1993 autorizzati alla prestazione di servizi di investimento, le società di gestione del risparmio nella prestazione del servizio di gestione su base individuale di portafogli di investimento per conto terzi, Poste Italiane s.p.a. autorizzata alla prestazione dei servizi di investimento ai sensi del decreto del Presidente della Repubblica 14 marzo 2001, n. 144, nonché le imprese di investimento e le banche comunitarie ed extracomunitarie comunque abilitate alla prestazione di servizi di investimento in Italia;

e) «sede» o «dipendenza»: una sede, diversa dalla sede legale dell'intermediario autorizzato, costituita da una stabile organizzazione di mezzi e di persone, aperta al pubblico, dotata di autonomia tecnica e decisionale, che presta in via continuativa servizi di investimento e, nel caso delle società di gestione del risparmio e delle SICAV, il servizio di gestione collettiva del risparmio;

~~f) «mercati di Stati appartenenti all'OCSE»: i mercati istituiti, organizzati e disciplinati da disposizioni adottate o approvate dalle autorità competenti in base alle leggi in vigore nello Stato appartenente all'OCSE in cui hanno sede;~~

~~g) «mercati regolamentati»: i mercati iscritti nell'elenco di cui all'articolo 63, comma 2, del Testo Unico, ivi inclusi quelli iscritti nella sezione di cui all'articolo 67, comma 1, del Testo Unico, e i mercati di Stati appartenenti all'OCSE;~~

~~h) «warrant»: gli strumenti finanziari, comunque denominati, che conferiscono la facoltà di acquistare e/o di vendere, alla o entro la data di scadenza, un certo quantitativo di strumenti finanziari, tassi di interesse, valute, merci e relativi indici (attività sottostante) ad un prezzo prestabilito ovvero, nel caso di contratti per i quali è prevista una liquidazione monetaria, di incassare una somma di denaro determinata come differenza tra il prezzo di liquidazione dell'attività sottostante e il prezzo di esercizio, ovvero come differenza tra il prezzo di esercizio e il prezzo di liquidazione dell'attività sottostante;~~

h) «investitore» o «cliente»: qualsiasi soggetto cui sia offerto o prestato un servizio di investimento o accessorio ovvero il servizio di gestione collettiva del risparmio;

i) «procedure»: le disposizioni interne e gli strumenti adottati per la prestazione dei servizi.

COMMENTO

La definizione di "**mercati regolamentati**" (**comma 1, lett. g**) rileva, a seguito degli interventi di modifica agli articoli 43 e 44, sostanzialmente, solo ai fini della disciplina della best execution (32 bis). La modifica proposta rende la definizione di mercato regolamentato pienamente conforme a quanto previsto nel "regolamento mercati" (n. 11768/1998: art. 6, comma 1, lett. c), e determina, a seguito di una "restrizione" del novero dei mercati regolamentati, una conseguente "restrizione" dell'ambito di operatività della c.d. presunzione di *best execution* (di cui all'art. 32 bis, comma 3). L'intervento rende maggiormente esplicito che la presunzione di *best execution* è un riflesso della prevista regola di concentrazione, nei mercati regolamentati,

degli scambi aventi ad oggetto titoli quotati. Si ritiene di intervenire comunque anche all'art. 39 (comma 2; lett. b), al fine di adeguare lo stesso a quanto previsto da Banca d'Italia nel Provvedimento del 20.09.1999, relativamente all'operatività delle SGR (Cap. II, Sez. 1, par. 3, lett. A). Nella citata fonte normativa sono posti sullo stesso piano dei mercati regolamentati, intesi in senso proprio, gli altri "mercati regolarmente funzionanti e riconosciuti per i quali siano stabiliti criteri di accesso e di funzionamento". Considerata la sempre più forte integrazione industriale fra gestione collettiva e gestione individuale, può risultare difficile prevedere discipline differenziate (che presuppongono quindi procedure e controlli diversi), salvo che queste non trovino piena giustificazione nei tratti caratterizzati e tipologici dei rispettivi servizi.

La nuova definizione di "**investitore/cliente**" risulta giustificata da esigenze di chiarezza (in senso analogo si muove la proposta di revisione della dir. ISD: cfr. art. 3, par. 1, n. 7). Secondo la bozza in commento viene spostata all'art. 25, a fini di chiarezza, la definizione di "**procedure**", che, secondo il regolamento attualmente vigente, è contenuta all'art. 56, comma 1.

PARTE II DISCIPLINA DELLA PRESTAZIONE DEI SERVIZI DI INVESTIMENTO E ACCESSORI E DEL SERVIZIO DI GESTIONE COLLETTIVA DEL RISPARMIO

Titolo I Servizi di investimento e accessori

Capo I Disposizioni di carattere generale

Art. 26 *(Regole generali di comportamento)*

1. Gli intermediari autorizzati, nell'interesse degli investitori e dell'integrità del mercato mobiliare:
 - a) operano in modo indipendente e coerente con i principi e le regole generali del Testo Unico;
 - b) rispettano le regole di funzionamento dei mercati in cui operano;
 - c) si astengono da ogni comportamento che possa avvantaggiare un investitore a danno di un altro;
 - d) eseguono con tempestività le disposizioni loro impartite dagli investitori;
 - e) acquisiscono una conoscenza degli strumenti finanziari, dei servizi nonché dei prodotti diversi dai servizi di investimento, propri o di terzi ~~da essi stessi offerti~~, adeguata al tipo di prestazione da fornire;
 - f) operano al fine di contenere i costi a carico degli investitori e di ottenere da ogni servizio d'investimento il miglior risultato possibile, anche in relazione al livello di rischio prescelto dall'investitore.

2. Fatte salve le riserve di attività previste dalla legge italiana, nella prestazione di servizi di investimento e accessori gli intermediari intrattengono rapporti d'affari riguardanti attività sottoposte a riserva, esclusivamente con soggetti cui le stesse siano consentite in base alla legislazione del Paese d'origine.

COMMENTO

L'introduzione del comma 2 è ispirata allo *standard* n. 3 del documento CESR "A European regime of investor protection – The harmonization of conduct of business rules" (a tale documento ci si riferisce quando, anche nel prosieguo, si fa riferimento a specifici numeri di *standards* e *rules*).

La disposizione mira, ferme restando le riserve previste dalla legislazione nazionale per le attività che si considerino svolte in Italia, a far sì che gli intermediari, nella prestazione dei propri servizi, intrattengano rapporti di affari con "corrispondenti" in possesso delle necessarie abilitazioni. Così, ad es., ai sensi del comma 2, un "raccolgitore ordini" può trasmettere gli ordini ad un negoziatore estero (per ipotesi inglese) solo se quest'ultimo, ai sensi della legislazione inglese, è opportunamente autorizzato a prestare l'attività nel proprio Paese (nel caso, infatti, l'attività del negoziatore inglese si intende svolta nel Paese di origine). La norma è finalizzata a sensibilizzare gli intermediari ad evitare qualsiasi forma di coinvolgimento, diretto o indiretto, in casi di "abusivismo", e ad esigere, per le proprie relazioni di affari, "corrispondenti" in possesso di un sufficientemente elevato *standing*.

Art. 26 bis
(Delega di servizi di investimento)

1. Fermo restando quanto previsto dagli articoli 30 e 37, gli intermediari possono delegare la prestazione di parte caratteristica del servizio di investimento ad intermediari autorizzati al medesimo servizio.

2. La delega può essere conferita a intermediari comunitari autorizzati nel proprio Stato d'origine al medesimo servizio. La delega può essere altresì conferita a intermediari extracomunitari autorizzati nel proprio Stato d'origine alla prestazione del medesimo servizio, a condizione che esistano apposite intese tra la Consob e le competenti autorità dello Stato in cui detti intermediari hanno sede.

3. In ogni caso la delega:

a) deve risultare da apposito contratto scritto;

b) non implica alcun esonero o limitazione di responsabilità dell'intermediario delegante che resta soggetto alle disposizioni di cui al presente regolamento anche con riferimento alle attività compiute dall'intermediario delegato;

c) deve avere una durata determinata e deve poter essere revocata con effetto immediato dall'intermediario delegante;

d) deve essere conforme alle indicazioni fornite dall'investitore nel contratto;

e) deve garantire il mantenimento di parte caratteristica del servizio in capo al delegante. Con riguardo al servizio di gestione su base individuale di portafogli di investimento, il contratto di delega deve contenere clausole che, ove l'esecuzione delle operazioni non sia subordinata al preventivo assenso del delegante, prevedano che il delegato debba attenersi, nelle scelte degli investimenti, alle indicazioni impartite periodicamente dall'intermediario delegante;

f) deve essere formulata in modo da assicurare il rispetto delle disposizioni in materia di conflitto di interessi con riferimento all'intermediario delegante e a quello delegato;

g) deve prevedere un flusso costante di informazioni che consenta un efficace monitoraggio dell'attività svolta dal delegato e l'esatta ricostruzione delle operazioni poste in essere per conto dei singoli investitori.

4. Ove non specificato nel contratto con i clienti e in ogni caso di successive variazioni, gli intermediari autorizzati comunicano prontamente per iscritto agli investitori gli estremi identificativi dell'intermediario delegato prima dell'inizio dell'operatività dello stesso

COMMENTO

L'articolo proposto non è riconducibile al recepimento dei principi del CESR, ma intende sistematizzare le soluzioni già prospettate (in via di interpretazione della disciplina vigente) dalla Commissione con Comunicazione n. 2073042 del 7.11.2002. Con la citata Comunicazione non si è escluso che l'istituto della delega, espressamente noto all'ordinamento di settore solo con riguardo al servizio di gestione individuale (e collettiva), possa trovare applicazione anche con riferimento agli altri servizi di investimento, sempreché siano rispettati condizioni e limiti tratti anch'essi, *mutatis mutandis*, dalla disciplina in tema di gestione. In materia, è anche utile rammentare che la proposta di revisione della dir. ISD, presentata il 19 novembre 2002 dalla Commissione UE (art. 12, par. 5) prevede che " *quando le imprese di investimento affidano ad un **terzo** l'esecuzione di compiti **essenziali** alla prestazione di un servizio continuo e soddisfacente ai clienti, adottano misure ragionevoli per evitare un indebito aggravamento del rischio operativo. L'affidamento a terzi di funzioni operative importanti non può mettere a repentaglio la qualità del controllo interno né impedire alle autorità di vigilanza di controllare che le imprese di investimento rispettino tutti i loro obblighi*". Il documento del CESR affronta esplicitamente il tema della "delega" con riguardo al servizio di gestione agli *standards* n. 117 e 126 - 128.

L'introduzione di un articolo "generale" in tema di delega consente di prospettare la cancellazione della disposizione speciale, in tema di gestione individuale, di cui all'art. 46, del regolamento attualmente vigente.

Art. 26-ter
(Affidamento a terzi di attività di supporto)

1. Gli intermediari possono affidare a soggetti terzi, anche non autorizzati, lo svolgimento di mere attività di supporto alla prestazione dei servizi di investimento.

2. In ogni caso l'affidamento a terzi di attività di supporto:

a) deve risultare da apposito contratto scritto che definisca condizioni, contenuti e limiti dell'affidamento;

b) deve assicurare un flusso costante di informazioni agli intermediari;

c) non implica alcun esonero o limitazione di responsabilità degli intermediari autorizzati che restano soggetti alle disposizioni di cui al presente regolamento anche con riferimento alle attività affidate a terzi;

d) deve assicurare il controllo da parte degli intermediari sulle attività esternalizzate;

e) deve garantire la pronta disponibilità presso gli intermediari delle informazioni e della documentazione inerenti alle attività affidate a terzi;

f) non può pregiudicare lo svolgimento delle funzioni di vigilanza delle autorità competenti.

COMMENTO

La disposizione proposta si inserisce nel quadro dello *standard* n. 4 CESR e tiene conto delle linee già tracciate in via interpretativa dalla Commissione con Comunicazione n. 2073042 del 7.11.2002.

Art. 27
(Conflitti di interesse)

~~1. Gli intermediari autorizzati vigilano per l'individuazione dei conflitti di interessi.~~

1. I conflitti di interesse fra diversi investitori, ovvero fra gli intermediari e gli investitori anche derivanti da rapporti di gruppo o da situazioni di direzione e coordinamento ai sensi dell'art. 2497 cod. civ., dalla prestazione congiunta di più servizi o da altri rapporti di affari propri o di società del gruppo, devono essere:

a) identificati;

b) evitati, e, ove non sia possibile evitarli, resi trasparenti e comunque gestiti in modo tale da escludere che rechino pregiudizio agli investitori.

2. Gli intermediari adottano e osservano apposite procedure interne che stabiliscono i criteri-guida necessari ai fini di cui al comma 1.

3. Gli intermediari adottano e osservano apposite procedure interne finalizzate ad assicurare che non si verifichino scambi di informazioni fra i settori dell'organizzazione aziendale che devono essere tenuti separati, secondo quanto disposto da Banca d'Italia, ai sensi dell'articolo 6, comma 1, lettera a), del Testo Unico⁽⁴⁾.

4. Gli intermediari autorizzati alla prestazione del servizio di gestione su base individuale di portafogli di investimento adottano e osservano procedure interne finalizzate ad assicurare che non si verifichino scambi di informazioni con altre società del gruppo che prestano servizi di negoziazione, ricezione e trasmissione di ordini, collocamento e servizi accessori di cui all'articolo 1, comma 6, lettere d) ed e), del Testo Unico⁽⁵⁾.

5. Al fine di garantire la trasparenza dei conflitti di interesse, gli intermediari informano l'investitore circa la natura e l'estensione di tali conflitti con il contratto di cui all'articolo 30, ovvero, ove ciò non sia possibile, informano l'investitore prima di ogni singola operazione:

a) per iscritto, ovvero,

b) mediante le medesime tecniche di comunicazione utilizzate dall'investitore per la trasmissione delle disposizioni, purché tali tecniche gli consentano di acquisire la disponibilità delle informazioni su supporto duraturo. Nel caso di ordini telefonici, l'informazione deve risultare da registrazione su nastro magnetico, o su altro supporto equivalente.

3. 6. Ove gli intermediari autorizzati, ~~al fine del~~ **per** l'assolvimento degli obblighi di cui al precedente comma **25**, utilizzino moduli o formulari prestampati, questi devono recare l'indicazione, graficamente evidenziata, che l'operazione è in conflitto di interessi.

2- 7. Ove non sia possibile evitare i conflitti di interesse ai sensi del comma 1, gli intermediari autorizzati non possono effettuare operazioni con o per conto della propria clientela se hanno direttamente o indirettamente un interesse in conflitto ~~, anche derivante da rapporti di gruppo, dalla prestazione congiunta di più servizi o da altri rapporti di affari propri o di società del gruppo, a meno che non abbiano preventivamente informato per iscritto l'investitore sulla natura e l'estensione del loro interesse nell'operazione e a meno che l'investitore non abbia acconsentito espressamente per iscritto all'effettuazione della operazione, secondo le medesime modalità di cui al comma 5.~~ Ove l'operazione sia conclusa telefonicamente, l'assolvimento dei citati obblighi informativi e il rilascio della relativa autorizzazione da parte dell'investitore devono risultare da registrazione su nastro magnetico o su altro supporto equivalente.

8. Gli intermediari possono offrire o ricevere, in connessione alla prestazione di un servizio di investimento, denaro, beni o servizi, diversi dalle normali commissioni e spese, solo se, e nella misura in cui questi possano ragionevolmente contribuire alla prestazione del servizio a favore degli investitori.

9. Gli intermediari che, nel rispetto di quanto previsto dal comma 8, ricevono denaro beni o servizi devono agire:

- in modo che l'investitore sia adeguatamente informato, con il contratto di cui all'articolo 30, sulle relative motivazioni, natura e caratteristiche essenziali, e sugli accorgimenti adottati dall'intermediario al riguardo;

- nel miglior interesse dell'investitore.

10. Gli intermediari informano per iscritto gli investitori, almeno una volta all'anno, circa il denaro, i beni e i servizi ricevuti nel rispetto di quanto previsto dal comma 8, e di ogni eventuale modifica o integrazione intervenuta nel periodo di riferimento ai relativi accordi.

COMMENTO

L'art. 27 intende dare recepimento ai principi CESR in tema di "*Conflicts of interest*" (n. 5 e 7) e "*inducements*" (n. 6 e 8).

In effetti, già a livello di documento CESR, gli *inducements* sono trattati in un unitario paragrafo dedicato ai conflitti di interesse, e, per quanto più rileva, la disciplina degli *inducements* si inserisce nella sequenza logica prevista per i conflitti di interesse, (del resto, la riconduzione all'istituto dei "conflitti di interesse" di alcune specifiche fattispecie di *inducements* è stata già effettuata, in via interpretativa, dalle Comunicazioni n. DAL/RM/97003202 del 7.4.1997; n. DAL/RM/97006009 dell'8.7.1997, e n. DAL/RM/97013087 del 18.12.1997).

Conflitti di interesse

La disciplina predisposta prevede una precisa sequenza di obblighi per l'intermediario in caso di situazioni di conflitto di interesse: 1) evitare i conflitti, ove ciò sia ragionevolmente possibile; 2) ove ciò non sia possibile, assicurare idonea trasparenza e comunque gestirli in modo da non recare pregiudizio all'investitore. La sequenza riprende quanto disposto a livello di principio dalla dir. n. 93/22/CEE (art. 11, 6E trattino: "*sforzarsi di evitare i conflitti di interessi e, qualora ciò non sia possibile, [a] provvedere che i clienti siano trattati in modo equo*"). La trasparenza va resa, normalmente, in via iniziale con il contratto quadro concluso con il risparmiatore, ovvero ove ciò non sia possibile, volta per volta, prima di ogni singola operazione. E' così estesa a tutti i servizi una modalità operativa di *disclosure* già conosciuta dalla disciplina vigente per la gestione individuale (art. 45). Ai sensi del comma 5, è consentito, in alternativa alla forma scritta, il ricorso a mezzi di informazione più snelli, purché comunque gli stessi garantiscano un sufficiente livello di consapevolezza in capo all'investitore e la possibilità di mantenere traccia dell'informazione ricevuta su supporto duraturo (in tal senso già Comunicazione n. 30396 del 21.04.2000)

Nel caso in cui, nonostante gli accorgimenti esigibili dall'intermediario il conflitto si manifesti, l'intermediario può compiere l'operazione solo con il consenso espresso del cliente.

Inducements

Gli *inducements* sono definiti dal CESR come " *any monies, goods or services (other than the normal commissions and fees for the service) received by an investment firm or any of its members of the board, directors, partners, employees and tied agents in relation to business for a customer with or through another person, whether on a prepaid, continuous or retrospective basis*".

L'articolato proposto, in linea con il documento CESR, disciplina in modo unitario ed indifferenziato la percezione di denaro nonché di altri beni e servizi (diversi dalle normali commissioni e spese), ammettendola solo se, e nella misura in cui, le utilità percepite " *possano ragionevolmente contribuire alla prestazione del servizio a favore degli investitori*".

La percezione di utilità da parte di un intermediario è, pertanto, compatibile con il richiamato generale dovere di gestire le situazioni di conflitto d'interesse, solo qualora gli *inducements* percepiti vengano di fatto utilizzati (sul presupposto della destinazione ad essi propria) nell'interesse degli investitori. Ne consegue necessariamente che la percezione di retrocessioni commissionali – considerata la tipica natura strumentale del denaro, idoneo all'acquisizione di qualsiasi altra utilità – può ritenersi ammissibile soltanto nell'ipotesi in cui, entro un ragionevole arco temporale, il denaro percepito venga effettivamente utilizzato per l'acquisto di beni e/o servizi tali da contribuire alla prestazione del servizio di gestione. In tale ipotesi, che a ben vedere costituisce una particolare fattispecie di *soft commissions*, il gestore dovrà peraltro adottare i presidi organizzativi opportuni (ad esempio, apposite delibere del C.d.A. in merito alla destinazione delle retrocessioni), nonché fornire adeguata *disclosure* nei confronti degli investitori e dell'autorità di vigilanza. Al contrario, qualora il denaro percepito venga utilizzato ad esclusivo vantaggio del gestore, la retrocessione commissionale (c.d. *hard commissions*) dovrà ritenersi vietata, in quanto nessun beneficio ne può derivare per gli investitori. Quanto agli esponenti aziendali, collaboratori, dipendenti, pure contemplati come soggetti passivi della disciplina CESR, il tema trova trattazione, nel senso di un naturale divieto di percezione, in sede di art. 58, comma 1, lett. d).

Art. 27 bis **(Messaggi pubblicitari)**

1. Ferma restando la disciplina in materia di annunci pubblicitari riguardanti sollecitazioni all'investimento, gli intermediari autorizzati, nel diffondere messaggi pubblicitari relativi a servizi di investimento o accessori, si attengono alle seguenti disposizioni:

1) i messaggi pubblicitari devono essere chiaramente riconoscibili come tali;

2) le informazioni devono essere chiare, corrette, e coerenti con le informazioni che l'intermediario fornisce nell'ambito della prestazione dei servizi di investimento;

3) i messaggi non devono essere tali da indurre in errore circa le caratteristiche, la natura ed i rischi dei servizi e degli strumenti finanziari oggetto degli stessi;

4) ogni messaggio deve contenere l'indicazione della denominazione, della sede, del numero telefonico, dell'eventuale gruppo di appartenenza, nonché degli estremi dell'autorizzazione dell'intermediario. I messaggi pubblicitari relativi ad imprese di investimento e banche comunitarie contengono, in aggiunta, l'avvertenza che le informazioni sull'intermediario possono essere ottenute anche tramite, rispettivamente, la Consob e la Banca d'Italia ;

5) non è possibile utilizzare il nome della competente autorità di vigilanza secondo modalità tali da lasciar presupporre un giudizio di quest'ultima sulla convenienza dei servizi oggetto del messaggio.

COMMENTO

L'articolo mira al recepimento dei principi da n. 29 a 34 CESR. La disposizione proposta, in stretta aderenza agli *standards* del CESR, non è peraltro del tutto nuova per l'ordinamento di settore ove era già contemplata (art. 14, del reg. CONSOB n. 5387/1991) una disciplina analoga. La disposizione è naturalmente da leggersi nel rispetto ed in subordine alle fonti di grado superiore vigenti (in particolare l. n. 287/1990)

Art. 28

(Informazioni ~~tra gli intermediari e~~ gli investitori)

1. Le informazioni dirette agli investitori devono essere fornite in modo tempestivo, chiaro, comprensibile, attribuendo adeguata evidenza agli elementi rilevanti e comunque nel rispetto dei criteri di cui all'Allegato 2bis. Esse devono essere tali da consentire al destinatario consapevoli scelte di investimento e disinvestimento, tenuto anche conto delle caratteristiche dell'investitore.

~~1~~ 2. Prima della stipulazione del ~~contratto di gestione e di consulenza in materia di investimenti e dell'inizio della prestazione dei~~ **contratti relativi alla prestazione dei** servizi di investimento e dei servizi accessori a questi collegati, gli intermediari autorizzati devono ~~÷~~

a) chiedere all'investitore notizie circa la sua esperienza in materia di investimenti in strumenti finanziari, la sua situazione finanziaria, i suoi obiettivi di investimento, nonché circa la sua propensione al rischio. L'eventuale rifiuto di fornire le notizie richieste deve risultare dal contratto di cui al successivo articolo 30, ovvero da apposita dichiarazione sottoscritta dall'investitore⁽⁶⁾;

b) consegnare agli investitori il **documento informativo** e il documento sui rischi generali degli investimenti in strumenti finanziari di cui ~~all'~~**agli Allegati in. 2ter e 3.**

~~2- 3.~~ Gli intermediari autorizzati non possono **prestare servizi di investimento nonché** effettuare o consigliare operazioni ~~o prestare il servizio di gestione se non dopo aver fornito all'investitore informazioni adeguate sulla natura, sui rischi e sulle implicazioni dello specifico servizio e della specifica operazione o del servizio, tenuto anche conto degli eventuali collegamenti o combinazioni con altri prodotti o servizi~~, la cui conoscenza sia necessaria per effettuare consapevoli scelte di investimento o disinvestimento.

4. Ai fini di cui al comma precedente, gli intermediari adottano ed osservano procedure interne finalizzate alla gestione, all'aggiornamento ed alla conservazione delle informazioni da fornire agli investitori. Le procedure, con riguardo ai prodotti finanziari ed alle tipologie di operazioni oggetto dei servizi diversi da quello di gestione su base individuale di portafogli di investimento, devono altresì:

- determinare gli elementi caratterizzanti da illustrare agli investitori;
- individuare criteri univoci e oggettivi di sintetica misurazione del rischio;
- disciplinare l'applicazione degli individuati criteri, con conseguente classificazione per natura e grado di rischio dei servizi e prodotti;
- indicare le forme di illustrazione agli investitori dell'applicazione degli individuati criteri;
- prestabilire la periodicità ordinaria di aggiornamento dei criteri e dell'applicazione degli stessi;
- individuare in presenza di quali eventi o circostanze straordinarie si procede ad un aggiornamento dei criteri e dell'applicazione degli stessi;
- in caso di prodotti composti o collegati, fornire gli elementi e i criteri sopra specificati con riguardo a ciascuna componente e all'operazione complessiva.

~~3.~~ Gli intermediari autorizzati informano prontamente e per iscritto l'investitore appena le operazioni in strumenti derivati e in warrant da lui disposte per finalità diverse da quelle di copertura abbiano generato una perdita, effettiva o potenziale, pari o superiore al 50% del valore dei mezzi costituiti a titolo di provvista e garanzia per l'esecuzione delle operazioni. Il valore di riferimento di tali mezzi si ridetermina in occasione della comunicazione all'investitore della perdita, nonché in caso di versamenti o prelievi. Il nuovo valore di riferimento è prontamente comunicato all'investitore. In caso di versamenti o prelievi è comunque comunicato all'investitore il risultato fino ad allora conseguito.

~~4- 5.~~ Gli intermediari autorizzati informano prontamente e per iscritto l'investitore **ove il patrimonio affidato nell'ambito di una gestione si sia ridotto per effetto di perdite, effettive o potenziali, in misura pari o superiore al** la percentuale, stabilita nel contratto, calcolata sul ~~30%~~ del controvalore totale del patrimonio a disposizione alla data di inizio di ciascun anno, ovvero, se successiva, a quella di inizio del rapporto, tenuto conto di eventuali conferimenti o prelievi. Analoga informativa dovrà essere effettuata in occasione di ogni ulteriore riduzione pari o superiore al 10% di tale controvalore. **La comunicazione può**

essere inviata al cliente anche mediante tecniche di comunicazione a distanza, purché tali tecniche gli consentano di acquisire disponibilità delle informazioni su supporto duraturo.

5- 6. Gli intermediari autorizzati mettono ~~solicitamente~~ **tempestivamente** a disposizione dell'investitore che ne faccia richiesta i documenti e le registrazioni in loro possesso che lo riguardano, contro rimborso delle spese effettivamente sostenute **nel rispetto di quanto disposto dall'art. 26, comma 1, lett. f), e documentate.**

COMMENTO

L'introduzione di un nuovo **comma 1**, mira al recepimento dei principi n. 25-28, 37 CESR. Si tratta di principi importanti e centrali nella prospettiva di una più sostanzialistica adesione delle condotte degli intermediari agli interessi dei clienti. La disposizione è completata dall' **Allegato n. 2 bis** (di nuova introduzione), attraverso il quale si dà recepimento alle *rules* da 38 a 50 del documento CESR.

L'innovazione di cui al **comma 2** pare opportuna al fine di "anticipare" ad un momento precedente la conclusione di qualsivoglia contratto di investimento (e non soltanto del contratto di gestione individuale, come previsto nel regolamento attualmente vigente) una rappresentazione generale dei rischi relativi al servizio. La soluzione presentata tiene conto dell'evoluzione del mercato con riguardo anche ai servizi di negoziazione, raccolta ordini e collocamento, rispetto ai quali vanno evidenziandosi "segmentazioni" e "specializzazioni" di servizio (così, un intermediario può indirizzarsi a fornire, secondo le richieste dell'investitore e tenuto conto delle caratteristiche dello stesso, accanto ad un servizio di negoziazione "tradizionale", una modalità di *trading on line*, e, per proseguire nell'esempio, nell'ambito della stessa distinguere fra clienti a cui indirizzare un *trading on line* evoluto e con forte assistenza tecnica, e altri a cui fornire un *trading on line* con minori dotazioni). È importante che l'investitore, fin da subito, sia posto nelle condizioni di ben intendere le caratteristiche, implicazioni e rischi diversi sottesi alle differenti modalità di un pur medesimo servizio. Gli ulteriori interventi al **comma 2, lett. a)**, sono di carattere redazionale, essendo la relativa parte qui cancellata, sostanzialmente trasfusa nel successivo art. 28 bis, dedicato in via specifica al *know your customer*.

I riferimenti agli **Allegati n. 2 ter** (di nuova introduzione) e n. 3 (ritoccato rispetto a quello vigente) danno attuazione ai principi n. 35 e 36 del CESR.

Le modifiche segnalate al nuovo **comma 3** non sono direttamente dovute al recepimento dei principi del CESR. L'esperienza di vigilanza degli ultimi anni ha dimostrato come una rappresentazione "anticipata" dei rischi sottesi ai prodotti ed alle operazioni oggetto dei servizi di investimento (ed in particolare del servizio di negoziazione per conto proprio) sia del tutto opportuna. Ancora, l'evoluzione dei mercati ha portato a dover misurare la regolamentazione con realtà vieppiù complesse, spesso caratterizzate da prodotti articolati ovvero risultato della combinazioni di una pluralità di strumenti o servizi. L'attenzione per i prodotti compositi deriva anche dagli *standards* del CESR ove il tema trova puntuali riferimenti (cfr. *standard* n. 43).

Con il **comma 4** si è inteso - fermo restando la necessità che adeguata informativa sui rischi e le caratteristiche dell'operazione siano fornite all'investitore (cfr. il comma 3 dell'art. 28) - fornire alcune prescrizioni di maggiore dettaglio sui mezzi attraverso cui gli intermediari possono raggiungere il risultato di una più effettiva rappresentazione degli effettivi rischi e caratteristiche degli investimenti. Tali mezzi sono costituiti dalla necessaria implementazione, da parte degli operatori, di apposite procedure che la norma richiede contemplino almeno alcuni indefettibili passaggi, taluni dei quali propriamente interni (ad es., l'individuazione e l'applicazione di univoci e oggettivi criteri di misurazione del rischio) ed altri che hanno riflessi esterni (quali la necessità di predeterminare le forme di illustrazione agli investitori dell'applicazione degli individuati criteri).

Art. 28 bis **(Informazioni dagli investitori)**

1. Prima della stipulazione de ~~il contratto di gestione e di consulenza in materia di investimenti e dell'inizio della prestazione dei~~ **contratti relativi alla prestazione dei** servizi di investimento e dei servizi accessori a questi collegati, gli intermediari autorizzati devono:

a) chiedere all'investitore notizie circa la sua esperienza in materia di investimenti in strumenti finanziari, la sua situazione finanziaria, i suoi obiettivi di investimento, ~~nonché circa~~ la sua propensione al rischio, **nonché le eventuali restrizioni operative**. ~~L'eventuale rifiuto di fornire le notizie richieste deve risultare dal contratto di cui al successivo articolo 30, ovvero da apposita dichiarazione sottoscritta dall'investitore;~~

b) avvisare il cliente che tali informazioni sono utili per curare al meglio l'interesse del cliente medesimo.

2. Le informazioni di cui al comma 1 devono essere richieste dall'intermediario che ha un rapporto diretto con il cliente. Nel caso in cui più intermediari siano interessati nella prestazione di un servizio di investimento e ciascuno di essi abbia una rapporto diretto con il cliente, un intermediario può fare affidamento sulle informazioni ricevute dall'altro.

3. Gli intermediari comunicano per iscritto ai clienti che hanno rifiutato di fornire le informazioni ovvero hanno fornito informazioni manifestamente imprecise che tali circostanze possono pregiudicare la capacità di agire nel loro migliore interesse. Gli intermediari sono comunque tenuti a valorizzare tutte le informazioni di cui dispongono sui clienti.

4. Gli intermediari mantengono aggiornate le informazioni acquisite sull'investitore, tenendo conto anche degli sviluppi della sua operatività. A tale scopo gli intermediari devono sollecitare l'investitore a rendere note eventuali modifiche su ogni elemento rilevante e, ove vengano a conoscenza di importanti modifiche rispetto alle notizie acquisite, richiedere tempestivamente all'investitore informazioni aggiornate.

5. Gli intermediari comunicano all'investitore il profilo al medesimo attribuito sulla base delle informazioni a disposizione.

6. Gli intermediari adottano ed osservano procedure interne finalizzate alla gestione, all'aggiornamento e alla conservazione dei dati e delle informazioni di cui al presente articolo.

7. Gli intermediari non possono in alcun modo sollecitare il rifiuto dell'investitore di fornire le informazioni di cui al presente articolo.

COMMENTO

L'articolo riprende i principi da n. 62 a 70 del CESR.

L'ultimo periodo del **comma 3** è in linea anche con la linea tracciata con Comunicazioni n. 95007939 del 15.09.1995, e n. 30396 del 21.04.2000.

Il complesso delle disposizioni, ed in modo più diretto il **comma 7** dell'articolo, mirano a contribuire al contenimento del fenomeno, ad oggi particolarmente diffuso, dei clienti indotti a non fornire le informazioni sulla propria situazione, obiettivi di investimento, esperienza e propensione al rischio. Deve risultare infatti evidente al cliente che il suo rifiuto, eccezionale, di fornire le informazioni pregiudica l'effettiva possibilità per l'intermediario di curarne al meglio gli interessi.

Art. 29

(Operazioni non adeguate)

1. Gli intermediari autorizzati si astengono **dal consigliare** e dall'effettuare, con o per conto degli investitori, operazioni non adeguate per tipologia, oggetto, frequenza o dimensione, **tenuto conto del profilo attribuito al cliente**.

~~1. Ai fini di cui al comma 1, gli intermediari autorizzati tengono conto delle informazioni di cui all'articolo 28 e di ogni altra informazione disponibile in relazione ai servizi prestati.~~

2. Gli intermediari autorizzati non possono procedere alla esecuzione dell'operazione se non dopo avere accertato che il cliente medesimo abbia sufficienti disponibilità finanziarie per garantire la copertura delle operazioni.

3. Gli intermediari autorizzati, quando ricevono da un investitore disposizioni relative ad una operazione non adeguata, lo informano di tale circostanza, **dei rischi** e delle ragioni per cui non è opportuno procedere alla sua esecuzione. Qualora l'investitore intenda comunque dare corso all'operazione, gli intermediari autorizzati possono eseguire l'operazione stessa solo sulla base di un ordine **di conferma** impartito per iscritto, **ovvero impartito mediante tecniche di comunicazione a distanza secondo modalità che consentano l'effettiva consapevolezza dell'investitore e la possibilità di conservazione da parte dell'intermediario dell'ordine stesso**, ovvero, nel caso di ordini telefonici, registrato su nastro magnetico o su altro supporto equivalente, ~~in cui sia fatto esplicito riferimento alle avvertenze ricevute.~~ **L'ordine di conferma deve fare espresso riferimento alle ragioni dell'inadeguatezza ed ai rischi ad essa relativi.**

4. Quando il servizio prestato si limiti alla mera esecuzione o trasmissione dell'ordine dell'investitore e non prevede che vengano fornite indicazioni circa le operazioni da effettuare, gli intermediari, sulla base delle informazioni acquisite, individuano e comunicano per iscritto al cliente prima dell'inizio della prestazione del servizio i limiti quantitativi nonché quelli inerenti le tipologie di strumenti finanziari, di operazioni e di ordini, entro i quali le operazioni richieste saranno considerate adeguate. Nel caso in cui l'ordine trasmesso dall'investitore non sia in linea con i limiti fissati, si applica il comma 3

COMMENTO

L'articolo tiene conto dei principi da n. 71 a 77 CESR.

L'innovazione di cui al **comma 3**, in particolare, si pone sulla linea tracciata con Comunicazione n. 30396 del 21.04.2000.

Il **comma 4** riconosce esplicitamente accesso, nel rispetto dei principi di cui alla dir. n. 93/22/CEE, del TUF, e della disciplina CESR, al servizio c.d. di "*execution only*", che non fa venir meno la necessità di conoscere il proprio cliente al fine di effettuare una "profilatura" idonea a individuarne a priori gli ambiti "adeguati" di operatività. Tale modalità di servizio si caratterizza, peculiarmente, per una strutturale assenza di forme di possibili "consulenze" (intese in senso lato) dall'intermediario al cliente.

Art. 30

(Contratti con gli investitori)

1. Gli intermediari autorizzati non possono fornire i propri servizi se non sulla base di un ~~apposito~~ contratto scritto, **coerente con le informazioni di cui all'articolo 28 bis, e redatto in modo chiaro e facilmente comprensibile dal cliente**; una copia di tale contratto è consegnata all'investitore.

2. Il contratto con l'investitore deve **almeno**:

a) riportare i dati identificativi, inclusi il recapito postale e telefonico, di ciascuna delle parti contraenti e degli eventuali rappresentanti dell'investitore;

~~a)~~ **b) specificare i servizi forniti e le loro caratteristiche, ivi comprese le tipologie di operazioni e le categorie di strumenti finanziari che possono formare oggetto della prestazione del servizio, specificando l'eventuale esistenza di collegamenti o combinazioni con altri servizi o prodotti e i relativi rischi sottesi;**

c) le modalità di deposito e subdeposito del denaro e degli strumenti finanziari di pertinenza della clientela;

d) stabilire il periodo di validità e le modalità di rinnovo del contratto;

e) stabilire ~~nonché~~ le modalità ~~da adottare~~ e i termini previsti per le modificazioni del contratto ~~stesse~~ e per l'esercizio del diritto di recesso;

f) indicare il foro competente in caso di controversia tra le parti e l'esistenza di eventuali procedure extragiudiziali;

g) prevedere il tipo di istruzioni che l'investitore può impartire all'intermediario, nonché indicare le modalità attraverso cui l'investitore può impartire ~~ordinari~~ istruzioni, specificando gli eventuali mezzi alternativi che possono essere utilizzati dall'investitore in caso di indisponibilità del mezzo prescelto;

h) prevedere la frequenza, il tipo e i contenuti della documentazione da fornire all'investitore a ~~rendiconto dell'attività svolta~~, nonché le relative modalità di invio;

i) determinare le commissioni spettanti all'intermediario o i criteri oggettivi per la loro determinazione, nonché ogni altro onere o spesa da addebitare al cliente, ivi comprese quelle di cui all'articolo 28 comma 5, e le modalità ed i tempi con cui i relativi pagamenti devono essere effettuati;

l) indicare l'autorità di vigilanza che ha autorizzato l'intermediario alla prestazione di servizi di investimento;

~~indicare e disciplinare, nei rapporti di negoziazione e ricezione e trasmissione di ordini, le modalità di costituzione e ricostituzione della provvista o garanzia delle operazioni disposte, specificando separatamente i mezzi costituiti per l'esecuzione delle operazioni aventi ad oggetto strumenti finanziari derivati e warrant⁽²⁾;~~

m) indicare le iniziative che l'intermediario può assumere nel caso in cui il cliente non adempia alle proprie obbligazioni, specificandone modalità e termini, con espressa indicazione delle informazioni da rendere all'investitore;

n) indicare le altre condizioni contrattuali eventualmente convenute con l'investitore per la prestazione del servizio;

o) indicare se l'intermediario è autorizzato a delegare a terzi l'esecuzione dell'incarico ricevuto, specificando, in ogni caso, gli eventuali limiti e condizioni dell'autorizzazione;

p) raccomandare all'investitore di comunicare ogni rilevante variazione delle informazioni fornite;

q) indicare la lingua con cui il cliente può comunicare con l'intermediario;

r) indicare la legge applicabile al contratto.

3. Le disposizioni di cui al presente articolo non si applicano alla prestazione dei servizi:

a) di collocamento, ivi compresi quelli di offerta fuori sede e di promozione e collocamento a distanza, **che non comporti un rapporto di durata con l'investitore;**

b) accessori, fatta eccezione per quelli di concessione di finanziamenti agli investitori, di custodia e amministrazione di strumenti finanziari e di consulenza in materia di investimenti in strumenti finanziari.

COMMENTO

L'articolo tiene conto dei principi da n. 78 a 83, e 95 CESR; la **lett. i) del comma 2** si pone in relazione al principio n. 124 CESR; la **lett. q) del comma 2** si pone in relazione al principio n. 36 CESR.

La modifica proposta al **comma 3** risulta consigliata dall'esperienza di vigilanza condotta. In effetti, a seguito di alcuni indici normativi già presenti nel regolamento in vigore (cfr. art. 36, c. 1, lett. d): "*nell'attività di offerta fuori sede... gli intermediari autorizzati si avvalgono dei promotori finanziari al fine di... ricevere dagli investitori disposizioni relative ai servizi di offerti*", l'offerta fuori sede in particolare (attività che ai sensi dell'art. 30 del TUF viene disegnata come *species* del *genus* collocamento), si è andata configurando, quando avente ad oggetto servizi di investimento altrui, ovvero quote di fondi, come attività potenzialmente continuativa e non necessariamente limitata alla fase di apertura del rapporto. Dinanzi a forme di "collocamento", che assumono carattere continuativo, la figura dell'intermediario distributore ha una rilevanza maggiore (del tutto paragonabile a quella che si registra nella prestazione degli altri servizi di investimento) rispetto a quanto accade nei cc.dd. collocamenti *una tantum* (come quelli connessi a i.p.o.); il che si ritiene giustifichi la necessità di un apposito contratto scritto fra collocatore e investitore posto che le esigenze di trasparenza e consapevolezza in capo al cliente potrebbero non essere pienamente soddisfatte dalla sola sottoscrizione del *prodotto* collocato.

Art. 31

(Rapporti tra intermediari e speciali categorie di investitori)

1. A eccezione di quanto previsto da specifiche disposizioni di legge e salvo diverso accordo tra le parti, nei rapporti tra intermediari autorizzati e operatori qualificati non si applicano le disposizioni di cui agli articoli 27 commi 5 e 9, 27 bis, 28 comma 1, 2, 3 e 4, 28 bis, comma 1 lettera b) e comma 3 primo periodo, 29, fermo restando l'obbligo di astensione dal consigliare operazioni non adeguate, 30 comma 2, fatta eccezione per la lettera o), 31 bis, 32 ter, 37, fatta eccezione del comma 1, lettera d, 38, 39, 40, 41, 42, 42 bis, 42 ter, 47 comma 1, 60, ad eccezione delle disposizioni in tema di ordini impartiti telefonicamente~~27, 28, 29, 30, comma 1, fatta eccezione per il servizio di gestione, e commi 2 e 3, 32, commi 3, 4 e 5, 37, fatta eccezione per il comma 1, lettera d), 38, 39, 40, 41, 42, 43, comma 5, lettera b), comma 6, primo periodo, e comma 7, lettere b) e c), 44, 45, 47, comma 1, 60, 61 e 62. Nei rapporti tra intermediari ed operatori qualificati, è fatta salva la possibilità di stabilire modalità e termini diversi da quelli di cui agli articoli 27, comma 10, 61 e 62 per gli adempimenti ivi previsti.~~

2. Per operatori qualificati si intendono:

- gli intermediari autorizzati e le altre banche italiane, le fondazioni bancarie, le società di gestione del risparmio, le SICAV, i fondi pensione, le compagnie di assicurazione ~~i soggetti esteri che svolgono in forza della normativa in vigore nel proprio Stato d'origine le attività svolte dai soggetti di cui sopra,~~ le società e gli enti emittenti strumenti finanziari negoziati in mercati regolamentati⁶⁹, le società iscritte negli elenchi di cui agli articoli 106, 107 e 113 del decreto legislativo 1^o settembre 1993, n. 385, i promotori finanziari, le persone fisiche che documentino il possesso dei requisiti di professionalità stabiliti dal Testo Unico per i soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo presso società di intermediazione mobiliare, le fondazioni bancarie ~~i soggetti esteri che svolgono in forza della normativa in vigore nel proprio Stato d'origine le attività svolte dai soggetti di cui sopra,~~ le società e gli enti emittenti strumenti finanziari negoziati in mercati regolamentati, i negozianti abilitati ad operare nei mercati di derivati su merci;

- **società e enti che soddisfino almeno due dei seguenti requisiti:**
 - totale di bilancio non inferiore a venti milioni di euro;**
 - fatturato netto non inferiore a quaranta milioni di euro;**
 - patrimonio netto non inferiore a due milioni di euro;**
- gli Stati, le banche centrali, le istituzioni internazionali e sovranazionali.

E' fatta salva la possibilità per gli operatori qualificati di richiedere l'applicazione della disciplina prevista per gli operatori non qualificati.

3. Gli intermediari autorizzati possono considerare operatori qualificati, anche in relazione a singoli servizi o specifiche operazioni, su esplicita richiesta dei clienti: ~~i promotori finanziari, le persone fisiche che documentino il possesso dei requisiti di professionalità stabiliti dal Testo Unico per i soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo presso società di intermediazione mobiliare, le fondazioni bancarie;~~

- le persone fisiche che documentino il possesso di quantomeno due dei seguenti requisiti:

- aver effettuato almeno dieci operazioni in ciascuno dei quattro trimestri precedenti, per un controvalore complessivo annuo non inferiore a un milione di euro;
- avere disponibilità liquide e strumenti finanziari per un ammontare complessivo non inferiore a 0,5 milioni di euro;
- avere un'esperienza lavorativa nel settore finanziario di almeno un anno, in posizioni che presuppongano il possesso di una specifica competenza ed esperienza in materia di operazioni in strumenti finanziari;

- le società o gli enti il cui rappresentante sia in possesso dei requisiti di cui al precedente trattino.

4. Gli intermediari possono continuare a considerare operatori qualificati i propri clienti già classificati come tali in conformità alle disposizioni previgenti.

5. Ai fini dell'applicazione ai soggetti di cui al comma 3 della disciplina propria degli operatori qualificati, gli intermediari devono acquisire una apposita richiesta scritta del cliente, in cui sia fatto esplicito riferimento all'avvertenza ricevuta sul minor livello di tutela che l'accettazione di tale richiesta comporta.

6. Ai fini del presente articolo, gli intermediari adottano ed osservano apposite procedure, anche al fine di definire eventuali requisiti aggiuntivi rispetto a quelli di cui al comma 3.

COMMENTO

L'articolo è ispirato al documento del CESR " *A European regime of investor protection – The professional and the counterparty regimes*", cercando di mantenere inalterata la struttura "per rinvii e deroghe" di cui all'attualmente vigente art. 31. Alla luce dei principi internazionali, pare necessario superare l'immediata ed assoluta riconduzione di certe categorie di persone fisiche (soggetti in possesso dei requisiti di professionalità richiesti per gli esponenti aziendali degli intermediari; promotori finanziari...) alla categoria degli investitori qualificati. Tuttavia, la esplicita previsione di uno specifico regime transitorio - **comma 4-** ,anch'esso in linea con le disposizioni CESR, pare consentire una gestione non traumatica del passaggio dalla disciplina vigente a quella prospettata.

Posto che la definizione di investitore qualificato rileva anche ai sensi e per gli effetti della disciplina della sollecitazione all'investimento (art. 100, comma 1, lett. a), del TUF) pare utile precisare, come desumibile dalla lettera del testo proposto, che "coloro che possono chiedere di essere trattati come professionali" (**comma 3**), non sono "per natura" tali, e di conseguenza un'offerta ad essi rivolta di prodotti finanziari non sarebbe, per ciò stesso, esente da prospetto.

Capo II
Norme per la prestazione dei singoli servizi

Sezione I
Negoziazione

Art. 31 bis
(*Contratti con gli investitori*)

1. In aggiunta a quanto stabilito dall'articolo 30, il contratto con l'investitore deve:

a) specificare se il servizio prevede la sola esecuzione dell'ordine senza alcun consiglio⁽⁹⁾ da parte dell'intermediario autorizzato;

b) prevedere il tipo di ordini che l'investitore può impartire all'intermediario, nonché indicare le modalità attraverso cui l'investitore può impartire tali ordini, specificando gli eventuali mezzi alternativi che possono essere utilizzati dall'investitore in caso di indisponibilità del mezzo prescelto, e precisando gli eventualmente diversi tempi di trattazione dell'ordine e le commissioni relative a ciascun mezzo di trasmissione⁽¹⁰⁾;

c) indicare i sistemi di esecuzione degli ordini cui l'intermediario aderisce;

d) indicare e disciplinare le modalità di costituzione e ricostituzione della provvista o garanzia delle operazioni disposte;

e) specificare le eventuali tipologie di informazioni che l'intermediario si impegna a fornire all'investitore per consentirgli consapevoli scelte di disinvestimento;

f) specificare che in caso di ordini impartiti telefonicamente la conversazione con il cliente sarà registrata.

2. Ove la prestazione del servizio preveda la possibilità che le operazioni abbiano ad oggetto anche strumenti finanziari derivati, warrant o titoli strutturati, il contratto deve altresì, laddove appropriato:

a) indicare che il valore di tali strumenti è soggetto a notevoli variazioni;

b) indicare il tipo di strumenti e di operazioni, specificandone il relativo mercato di trattazione;

c) evidenziare che le operazioni comportano un elevato grado di rischio e che le stesse possono determinare perdite anche eccedenti il patrimonio investito;

d) fornire informazioni sulla disciplina dei margini di garanzia, specificando che ogni modifica della disciplina dei margini deve essere tempestivamente comunicata al cliente.

COMMENTO

La specificità che vanno assumendo anche i servizi di negoziazione e ricezione ordini consiglia di valutare l'introduzione di disposizioni *ad hoc* sui contratti relativi a questi servizi (come già nella disciplina vigente con riferimento al servizio di gestione individuale). Il nuovo art. 31 bis proposto è in posizione di parallelismo con l'altrettanto nuovo articolo art. 32 ter (in tema di ricezione e trasmissione ordini). L'articolo qui in commento, in alcune sue parti, riprende principi già presenti nella disciplina vigente (si v. in particolare quanto prescritto dal **comma 1, lett. d**), ed è ispirato ai principi da n. 85 a 89 CESR.

Art. 32 (Negoziazione)

1. Nella prestazione dei servizi di negoziazione, gli intermediari autorizzati ~~eseguono gli ordini, rispettando la priorità di tempo nella loro ricezione.~~ **adottano e rispettano procedure che assicurano la tempestiva esecuzione degli ordini dei clienti nel rispetto della priorità di tempo della loro ricezione, tenuto conto delle caratteristiche tecniche delle diverse modalità concordate per la loro trasmissione.**

2. Il rifiuto di eseguire un ordine deve essere ~~prontamente~~ **immediatamente** comunicato all'investitore.

3. ~~Ferma restando la disciplina di cui al regolamento previsto dall'articolo 25, comma 2, del Testo Unico della Finanza, gli intermediari autorizzati eseguono in conto proprio o in conto terzi le negoziazioni alle migliori condizioni possibili con riferimento al momento, alle dimensioni e alla natura delle operazioni stesse. Nell'individuare le migliori condizioni possibili si ha riguardo ai prezzi pagati o ricevuti e agli altri oneri sostenuti direttamente o indirettamente dall'investitore.~~⁽¹¹⁾

4. ~~Le condizioni di cui al comma 3 si considerano soddisfatte nel caso in cui la negoziazione sia eseguita:~~

~~— durante l'orario ufficiale di negoziazione, come definito dal regolamento previsto dall'articolo 25, comma 2, del Testo Unico, in un mercato regolamentato;~~

~~— al di fuori dell'orario ufficiale di negoziazione, come definito dal regolamento previsto dall'articolo 25, comma 2, del Testo Unico, in un mercato regolamentato o in un sistema di scambi organizzati.⁽¹²⁾~~

3. Ferma restando la disciplina di cui al regolamento previsto dall'articolo 25, comma 2, del Testo Unico, gli intermediari autorizzati alla negoziazione per conto terzi possono compensare gli ordini di segno opposto dei clienti quando ciò risulti in linea con l'obbligo di eseguire le transazioni alle migliori condizioni possibili per gli investitori interessati.

4. Gli intermediari autorizzati alla negoziazione per conto terzi, possono raggruppare gli ordini di diversi clienti, purché ne mantengano separata evidenza e solo ove ciò risulti rispondente al miglior interesse per gli investitori. In caso di eseguito parziale, l'allocazione dell'operazione va effettuata proporzionalmente agli investitori interessati. Gli intermediari possono adottare criteri di ripartizione diversi, purché gli investitori siano stati adeguatamente informati al riguardo prima dell'esecuzione.

5. Gli intermediari autorizzati alla negoziazione per conto terzi, nell'eseguire gli ordini degli investitori, possono raggrupparli con quelli per proprio conto, solo ove risulti rispondente al miglior interesse per gli investitori. Se l'ordine raggruppato viene eseguito parzialmente, l'allocazione dell'operazione va effettuata, prioritariamente, a favore degli investitori.

6. Gli intermediari autorizzati attribuiscono immediatamente le operazioni eseguite al conto dell'investitore interessato.

~~5.~~ 7. Nella prestazione del servizio di negoziazione per conto proprio gli intermediari autorizzati comunicano all'investitore, all'atto della ricezione dell'ordine, il prezzo al quale sono disposti a comprare o a vendere gli strumenti finanziari ed eseguono la negoziazione contestualmente all'assenso dell'investitore; sul prezzo pattuito non possono applicare alcuna commissione.

~~6.~~ 8. Nella prestazione del servizio di negoziazione per conto terzi, ferma restando l'applicazione delle commissioni e delle spese, il prezzo praticato all'investitore è esclusivamente quello ricevuto o pagato dall'intermediario.

9. Gli intermediari autorizzati non possono posticipare l'esecuzione degli ordini ricevuti dagli investitori a vantaggio di un ordine immesso per conto proprio ovvero per conto dei componenti gli organi amministrativi o di controllo, dipendenti, promotori finanziari e collaboratori o di soggetti comunque interposti.

COMMENTO

L'articolo è ispirato ai principi da n. 102 a 109 CESR.

(comma 1) L'evoluzione delle modalità operative degli intermediari negozianti (e, per quanto è previsto all'art. 33, comma 2, degli intermediari "raccoltori di ordini") pone in evidenza il ricorso, spesso, da parte del medesimo intermediario, ad una pluralità di canali di contatto con la clientela per la ricezione dell'ordine: sportello; *call center*; rete *internet* (*trading on line*)... Fino ad oggi la regola della "priorità degli ordini" è piuttosto rigida ed univoca a prescindere dal tipo di canale utilizzato. Ne discende la necessità che le procedure aziendali si dotino di un "concentratore" degli ordini, che sia in grado di raccogliere gli ordini provenienti dai diversi canali e di ordinarli secondo una chiave univoca di priorità. In tal senso, a regolamentazione vigente, si è data risposta a specifico quesito con Comunicazione n. 25559 del 3.4.2000. Peraltro, il dato costituito dal fatto che i clienti del "*trading on line*" sono "collegati in interconnessione ai mercati" e le notevoli difficoltà tecniche fatte presenti dagli intermediari circa l'effettiva implementazione del principio come fino ad ora inteso, consigliano un approccio più pragmatico che renda possibile un adempimento dell'obbligo di priorità, ove effettivamente necessario, differenziato in ragione del diverso canale utilizzato (il che, naturalmente, non consente la soluzione per cui gli ordini di un certo canale "passino" sempre e soltanto dopo *tutti* gli ordini di altro canale), purché dei diversi tempi e costi connessi a ciascun canale sia data opportuna e consapevole informativa al cliente con il contratto.

Il **comma 2** si pone in relazione al principio n. 59 CESR; i **commi 4 e 5** si riferiscono ai principi n. 112 e 115 CESR; il **comma 6** al principio n. 114.

Il **comma 9** detta una norma in tema di c.d. *front running*, che si pone in relazione alla regola di cui all'art. 58, comma 1, lett. b), ai sensi del quale ultimo il codice interno di comportamento dell'intermediario deve determinare le procedure per il compimento in proprio, da parte degli esponenti aziendali, dipendenti, collaboratori..., di operazioni aventi a oggetto strumenti finanziari. Tali procedure dovranno in particolare

essere finalizzate a cercare di evitare il compimento di fattispecie quali quelle evocate al comma 9 dell'articolo 32.

Art. 32 bis
(Esecuzione alle migliori condizioni)

1. Ferma restando la disciplina di cui al regolamento previsto dall'articolo 25, comma 2, del Testo Unico della Finanza, gli intermediari autorizzati **adottano ed osservano procedure interne idonee ad assicurare la ricerca delle esecuzioni in conto proprio o in conto terzi le negoziazioni alle migliori condizioni complessive possibili per il cliente con riferimento al momento, alle dimensioni e alla natura delle operazioni in termini di prezzo, costi, rapidità e probabilità di esecuzione, tenendo conto delle dimensioni e della natura dell'ordine, nonché di tutte le istruzioni date dall'investitore. Nell'individuare le migliori condizioni possibili si ha riguardo alle caratteristiche ed alle esigenze specifiche dell'investitore.** ai prezzi pagati o ricevuti e agli altri oneri sostenuti direttamente o indirettamente dall'investitore.⁽¹³⁾

2. Ai fini di cui al comma 1, le procedure devono comunque essere idonee a:

- individuare, per i titoli trattati, i sistemi di esecuzione rilevanti in termini di trasparenza, liquidità e modalità di regolamento delle operazioni;

- selezionare, in base ai criteri di cui al comma 1, il sistema di esecuzione più conveniente per l'investitore.

3. Le condizioni di cui al comma 3 si considerano soddisfatte L'esecuzione alle migliori condizioni possibili si considera realizzata nel caso in cui la negoziazione sia eseguita in un mercato regolamentato.

~~durante l'orario ufficiale di negoziazione di operatività dei mercati regolamentati, come definito dal regolamento previsto dall'articolo 25, comma 2, del Testo Unico, in un mercato regolamentato;~~

~~al di fuori dell'orario ufficiale di negoziazione, come definito dal regolamento previsto dall'articolo 25, comma 2, del Testo Unico, in un mercato regolamentato o in un sistema di scambi organizzati.~~

4. Nella prestazione del servizio di negoziazione per conto proprio, gli intermediari autorizzati devono essere in condizione di giustificare il prezzo al quale l'operazione è eseguita, comparandolo con quello risultante dall'applicazione delle procedure di cui al comma 1.

COMMENTO

L'articolo è ispirato ai principi del CESR n. 102 e n. 104, e nello stesso tempo cerca di assicurare il coordinamento fra quanto disposto dalle regole internazionali e quanto attualmente previsto dalla disciplina vigente.

In questa prospettiva, è ulteriormente chiarito che la *best execution* è concetto multidimensionale, che non è solo "prezzo migliore", ma anche "costi di transazione", "velocità e possibilità di esecuzione". Inoltre, la *best execution*, quale regola di condotta degli intermediari, è, tipicamente, da relativizzarsi in ragione delle particolari caratteristiche del cliente: esemplificativamente, il cliente professionale potrebbe essere più interessato, di quello *retail*, alla rapidità di esecuzione dell'operazione.

D'altra parte, la regola non va vista quale impegno ad interrogare tutti i possibili sistemi di esecuzione (anche quelli più lontani e meno rilevanti) al fine della ponderazione di quello in assoluto più utile al cliente, volta per volta. La *best execution* (affinché la stessa abbia un contenuto definito e, come tale, effettivo) presuppone piuttosto la efficace predisposizione, funzionalità ed aggiornamento di procedure interne in grado di interrogare i sistemi di esecuzione più rilevanti per un dato titolo (mercati regolamentati e ATS tipicamente) e, ristretto alla luce dei menzionati criteri il novero dei sistemi da interrogare, individuare quello più utile per l'investitore. Il sistema è completato dall'opportuna consapevolezza, in capo al cliente, dei "mercati" ai quali l'intermediario aderisce, attraverso la specifica pattuizione in sede contrattuale (art. 31 bis, comma 1, lett. c). Tale ultima previsione mira anche a rendere fattore di concorrenza fra operatori il numero e le caratteristiche dei mercati di accesso, consentendo al cliente di poter orientare la propria preferenza per quell'intermediario che aderisce ai mercati più rilevanti ed idonei a soddisfare le esigenze di negoziazione del cliente medesimo.

Per coerenza con il regolamento mercati (n. 11768/1998) si è mantenuta la presunzione di *best execution* per le negoziazioni effettuate nei mercati regolamentati; sull'operatività della disciplina, peraltro, incide la rivisitazione della definizione di "mercato regolamentato" di cui all'art. 25, comma 1, lett. g), al cui commento si rinvia

Sezione II Ricezione e trasmissione di ordini, mediazione

Art. 32 ter (Contratti con gli investitori)

1. In aggiunta a quanto stabilito dall'articolo 30, il contratto con l'investitore deve:

- a) specificare se il servizio prevede la sola trasmissione dell'ordine senza alcun consiglio da parte dell'intermediario autorizzato;
- b) prevedere il tipo di ordini che l'investitore può impartire all'intermediario, nonché indicare le modalità attraverso cui l'investitore può impartire tali ordini, specificando gli eventuali mezzi alternativi che possono essere utilizzati dall'investitore in caso di indisponibilità del mezzo prescelto, e precisando gli eventualmente diversi tempi di trattazione dell'ordine e le commissioni relative a ciascun mezzo di trasmissione;
- c) indicare e disciplinare le modalità di costituzione e ricostituzione della provvista o garanzia delle operazioni disposte;
- d) specificare le eventuali tipologie di informazioni che l'intermediario si impegna a fornire all'investitore per consentirgli consapevoli scelte di disinvestimento;
- e) specificare che in caso di ordini impartiti telefonicamente la conversazione con il cliente sarà registrata.

2. Si applica il comma 2 dell'articolo 31 bis.

COMMENTO

La norma si pone in relazione ai principi n. 85-89 CESR. Si rinvia al commento all'art. 31 bis.

Art. 33 (Ricezione e trasmissione di ordini)

1. Nella prestazione del servizio di ricezione e trasmissione di ordini gli intermediari autorizzati trasmettono ~~tempestivamente~~ gli ordini ricevuti ad altri intermediari autorizzati alla negoziazione o al collocamento, nonché a intermediari comunitari ed extracomunitari autorizzati nei paesi d'origine alla prestazione dei servizi di negoziazione o collocamento, **in modo da facilitarne l'esecuzione alle migliori condizioni.**

2. ~~Gli ordini sono trasmessi nello stesso ordine con cui sono stati ricevuti; è in ogni caso fatto divieto di compensare ordini di segno opposto⁽¹⁴⁾ e, salvo quanto previsto al comma 3, di raggrupparli. ⁽¹⁵⁾~~ **Nella prestazione del servizio di ricezione e trasmissione ordini, gli intermediari autorizzati adottano e rispettano procedure che assicurano la tempestiva trasmissione degli ordini dei clienti nel rispetto della priorità di tempo della loro ricezione, tenuto conto delle caratteristiche tecniche delle diverse modalità concordate per la loro ricezione.**

2 bis E' in ogni caso fatto divieto di compensare ordini di segno opposto.

3. Nel caso di ordini di compravendita, gli intermediari autorizzati possono, nel trasmetterli all'intermediario negoziatore, raggruppare i singoli ordini ricevuti dagli investitori ~~quando ciò sia compatibile con la natura degli ordini stessi e le modalità di funzionamento del mercato su cui detti ordini devono essere eseguiti non comportino la formazione di prezzi riferiti a singole contrattazioni.~~ In nessun caso gli ordini rilasciati dagli intermediari per proprio conto possono essere raggruppati con quelli di pertinenza degli investitori **purché ne mantengano separata evidenza e solo ove ciò risulti rispondente al miglior interesse per gli investitori. In caso di eseguito parziale, l'allocazione dell'operazione va effettuata proporzionalmente agli investitori interessati. Gli intermediari possono adottare criteri di ripartizione diversi, purché gli investitori siano stati adeguatamente informati al riguardo prima dell'esecuzione** ⁽¹⁶⁾.

3. bis Gli intermediari autorizzati, nel trasmettere gli ordini degli investitori, possono raggrupparli con quelli per proprio conto, solo ove risulti rispondente al miglior interesse per gli investitori. Se

l'ordine raggruppato viene eseguito parzialmente, l'allocazione dell'operazione va effettuata, prioritariamente, a favore degli investitori.

3 . *ter* Gli intermediari autorizzati attribuiscono le operazioni al conto dell'investitore interessato non appena ne sia stata comunicata l'esecuzione⁽¹⁷⁾.

3. *quater* Gli intermediari autorizzati non possono posticipare la trasmissione degli ordini ricevuti dagli investitori a vantaggio di un ordine immesso per conto proprio, ovvero per conto dei componenti gli organi amministrativi o di controllo, dipendenti, promotori finanziari e collaboratori o di soggetti comunque interposti⁽¹⁸⁾.

4. Nel caso di ordini relativi a operazioni di collocamento, gli intermediari autorizzati possono trasmettere detti ordini agli intermediari collocatori a condizione che:

a) sia assicurata la consegna all'investitore della documentazione informativa prescritta;

b) siano adottate procedure che assicurino il rispetto da parte dell'intermediario collocatore dei criteri di riparto previsti per l'offerta.

5. Il rifiuto di trasmettere un ordine devono essere immediatamente comunicato all'investitore.

~~6. Le disposizioni del presente articolo non si applicano nel caso in cui l'intermediario autorizzato provveda direttamente all'esecuzione degli ordini.~~

COMMENTO

L'articolo si pone in relazione ai principi n. 91, 93, 96 e 99 CESR. Il riferimento alle "migliori condizioni" di cui al **comma 1**, deriva dal principio n. 97. Il proposto venir meno del riferimento alla tempestività della trasmissione, di cui al **comma 1**, è di carattere redazionale posto che il principio viene più estesamente riferito nel **comma 2**.

Art. 34

~~[...O M I S S I S...]~~

Sezione III Collocamento e offerta fuori sede

Art. 35

[...O M I S S I S...]

Art. 36
(Offerta fuori sede)

1. Nell'attività di offerta fuori sede di strumenti finanziari, di servizi di investimento e di prodotti finanziari disciplinati dall'articolo 30 del Testo Unico, gli intermediari autorizzati si avvalgono dei promotori finanziari al fine di:

a) acquisire e fornire le informazioni e consegnare copia dei documenti di cui agli articoli 28 , **28 bis** e 29, comma 3;

b) consegnare agli investitori, prima della sottoscrizione del documento di acquisto o di sottoscrizione degli strumenti finanziari e degli altri prodotti finanziari, copia del prospetto informativo o degli altri documenti informativi, ove prescritti, ovvero i documenti contrattuali per la fornitura dei servizi di investimento;

c) illustrare agli investitori:

- prima della sottoscrizione del documento di acquisto o sottoscrizione degli strumenti finanziari e degli altri prodotti finanziari ovvero dei documenti contrattuali per la fornitura dei servizi di investimento, gli elementi essenziali dell'operazione, del servizio o del prodotto, con particolare riguardo ai relativi costi e rischi patrimoniali;

- la facoltà prevista dall'articolo 30, comma 6, del Testo Unico;

d) ricevere dagli investitori:

- il documento di acquisto o di sottoscrizione degli strumenti finanziari e degli altri prodotti finanziari ovvero i documenti contrattuali da essi firmati;

- i relativi mezzi di pagamento, strumenti finanziari e altri prodotti finanziari nel rispetto delle disposizioni previste dal regolamento di cui all'articolo 31, comma 6, del Testo Unico;

- disposizioni relative ai servizi offerti;

- le eventuali richieste di disinvestimento relative agli strumenti finanziari e agli altri prodotti finanziari sottoscritti o acquistati ovvero le dichiarazioni di recesso dai contratti;

- le eventuali richieste di trasferimento o ritiro di strumenti finanziari e di altri prodotti finanziari o di somme di denaro.

2. Le disposizioni del comma 1 si applicano anche all'offerta fuori sede dei servizi accessori e dei fondi pensione aperti da parte delle imprese di investimento.

2 bis. Fermo restando quanto stabilito dall'articolo 30, comma 9, del Testo Unico, le imprese di investimento possono, altresì, procedere all'offerta fuori sede di prodotti bancari ed assicurativi.

3. Non costituisce offerta fuori sede quella effettuata nei confronti degli operatori qualificati di cui all'articolo 31, comma 2.

COMMENTO

Il **comma 2 bis** è finalizzato a chiarire che, pur non essendo necessario avvalersi di promotori finanziari per offrire fuori sede prodotti bancari ed assicurativi, è consentito alle imprese di investimento, in attuazione dell'art. 30, comma 5, del TUF, di collocare fuori sede anche prodotti assicurativi e bancari (anche quando non assumano la forma di strumento finanziario) come era già esplicitamente previsto dai regolamenti precedentemente in vigore.

Art. 36 bis **(Limiti all'attività di offerta fuori sede)**

1. I contatti con gli investitori potenziali, avviati su iniziativa degli intermediari, possono proseguire nei confronti di coloro i quali si dichiarino esplicitamente consenzienti.

2. Su richiesta degli investitori, gli intermediari interrompono immediatamente il contatto instaurato e si astengono dall'intraprendere ulteriori contatti.

3. I contatti con gli investitori potenziali, avviati su iniziativa degli intermediari, possono effettuarsi solo nei giorni non festivi tra le ore 9 e le ore 21.

COMMENTO

L'articolo deriva dai principi da n. 18 a 24 CESR in tema di *cold calling*.

Essendo il fenomeno definito nel documento come "*any unsolicited interactive communication with a potential customer, for example a personal visit or a telephone call...*", il relativo recepimento trova luogo sia nella presente sezione dedicata all'offerta fuori sede sia all'art. 74 in tema di promozione e collocamento a distanza.

Sezione IV Gestione di portafogli

Art. 37 (Contratti con gli investitori)

1. In aggiunta a quanto stabilito dall'articolo 30, il contratto con gli investitori deve:

a) ~~indicare le caratteristiche della gestione~~ **gli obiettivi di investimento, il parametro oggettivo di riferimento al quale commisurare i risultati della gestione, lo stile gestionale che si intende adottare, ed il grado di rischio correlato alla gestione;**

b) individuare espressamente le operazioni che l'intermediario non può compiere senza la preventiva autorizzazione dell'investitore; ove non siano previste restrizioni indicare espressamente tale circostanza;

c) con riguardo agli strumenti finanziari derivati, indicare se detti strumenti possono essere utilizzati per finalità diverse da quella di copertura dei rischi connessi alle posizioni detenute in gestione;

d) indicare se l'intermediario è autorizzato a delegare a terzi l'esecuzione dell'incarico ricevuto, specificando, nel caso in cui la delega non riguardi l'intero portafoglio, gli strumenti finanziari, i settori o i mercati di investimento con riferimento ai quali l'autorizzazione viene rilasciata e, in ogni caso, gli eventuali limiti e condizioni dell'autorizzazione;

e) specificare che l'investitore può recedere in qualsiasi momento dal contratto ovvero disporre, in tutto o in parte, il trasferimento o il ritiro dei propri valori, senza che a esso sia addebitata alcuna penalità;

f) stabilire il limite di perdite, effettive o potenziali, raggiunto o superato il quale gli intermediari autorizzati devono tempestivamente informare l'investitore;

g) prevedere il contenuto della documentazione da fornire all'investitore per la comunicazione delle perdite rilevanti, nonché le modalità di invio;

h) specificare se l'investitore ha optato, per il ricevimento per ogni operazione posta in essere dall'intermediario gestore, della nota informativa richiamata dall'articolo 61, comma 3 bis.

2. Il contratto con l'investitore deve altresì indicare se l'intermediario è autorizzato a fare uso, ~~in relazione alle caratteristiche della gestione prescelta,~~ della leva finanziaria e in che misura. In tale caso, il contratto deve indicare il limite massimo di perdite al raggiungimento delle quali l'intermediario è tenuto a riportare la leva finanziaria a un valore pari a uno, nonché l'avvertenza che l'uso di una misura della leva finanziaria superiore all'unità può provocare, in caso di risultati negativi della gestione, perdite anche eccedenti il patrimonio conferito in gestione e che, pertanto, l'investitore può trovarsi in una situazione di debito nei confronti dell'intermediario.

3. Dal momento del recesso, gli intermediari autorizzati non possono compiere atti di gestione sul patrimonio gestito salvo che detti atti si rendano necessari al fine di assicurare la conservazione del patrimonio stesso. Essi possono altresì eseguire le operazioni già disposte dall'investitore e non ancora eseguite salvo che le stesse non siano già state revocate.

COMMENTO

Le innovazioni proposte sono riconducibili, con riferimento al **comma 1, lett. a)**, al recepimento dei principi nn. 116-120 CESR e, relativamente al **comma 1, lett. f)**, al principio n. 123 CESR.

Le modifiche si propongono, nel contempo, di definire più compiutamente il perimetro operativo del mandato gestorio conferito all'intermediario, nel presupposto che l'ampiezza della discrezionalità affidata al gestore debba essere specificata concretamente in termini di profilo di rischio nei documenti contrattuali.

Nelle modifiche si è tenuto conto, sul piano concettuale e terminologico, del modello costituito dalla disciplina in tema di gestione collettiva e, in particolare, di quanto previsto nell'Allegato 1B, Parte Terza, Schema n. 8, del regolamento n. 11971/1999, laddove sono tratteggiati i connotati dello "stile gestionale" e del "grado di rischio". In tale ambito, considerando la centralità dell'autonomia negoziale nell'attività di gestione individuale,

è previsto che nel contratto con gli investitori siano indicati gli obiettivi d'investimento (art. 38) – alla cui definizione concorrono le categorie di strumenti finanziari (art. 39), le tipologie di operazioni che l'intermediario può effettuare (art. 40) e la misura massima della leva finanziaria utilizzabile (art. 41) - il parametro oggettivo di riferimento cui commisurare i risultati della gestione (art. 42), lo stile gestionale che si intende adottare (art. 42 *bis*) ed il grado di rischio correlato alla gestione (42^{ter}).

Art. 38

*(Caratteristiche della gestione **Obiettivi di investimento**)*

1. Nel contratto gli obiettivi di investimento sono indicati con riferimento a ~~Per caratteristiche della gestione si intendono:~~

- a) le categorie di strumenti finanziari nelle quali può essere investito il patrimonio gestito e i ~~gli~~ **eventuali relativi** limiti;
- b) la tipologia delle operazioni che l'intermediario può effettuare sui suddetti strumenti finanziari;
- c) la misura massima della leva finanziaria che l'intermediario può utilizzare;
- d) ~~il parametro oggettivo di riferimento al quale confrontare il rendimento della gestione.~~

COMMENTO

Con riguardo agli interventi di cui alla **lett. a**), le modifiche si rendono necessarie a seguito delle innovazioni introdotte dal novellato art. 39, laddove richiede che i limiti di investimento della gestione siano sempre indicati in termini di parametri "generali" e "specifici" di differenziazione degli strumenti finanziari.

Relativamente all'intervento di cui alla **lett. d**), il *benchmark* non è annoverato tra gli obiettivi di investimento - già delineati da altri elementi quali categorie di strumenti finanziari (lett. a), tipologia di operazioni (lett. b) e leva finanziaria (lett. c) - in quanto non è da considerarsi rappresentativo dell'impegno assunto dall'intermediario gestore a realizzare una determinata composizione del portafoglio e/o ad ottenere un dato risultato. Il *benchmark*, infatti, come riconosciuto anche in ambito internazionale, si limita a riflettere il profilo di rischio-rendimento neutrale della gestione (cfr. *sub* art. 42), concorrendo a determinare lo "stile gestionale" (cfr. *sub* art. 42 *bis*).

L'intervento regolamentare ripercorre nella gestione individuale la strada già seguita con riferimento alla gestione collettiva dall'art. 50 che, infatti, non contempla il *benchmark* tra gli obiettivi di investimento.

Art. 39

(Categorie di strumenti finanziari)

~~1. Ai fini della definizione delle caratteristiche della gestione, f~~ **F** ormano categorie distinte di strumenti finanziari:

- a) titoli di debito;
- b) titoli rappresentativi del capitale di rischio, o comunque convertibili in capitale di rischio;
- c) quote o azioni di organismi di investimento collettivo;
- d) strumenti finanziari derivati;
- e) titoli di debito con una componente derivativa (c.d. titoli strutturati).

2. Nell'ambito delle suddette categorie, costituiscono parametri generali di differenziazione degli strumenti finanziari:

- a) la valuta di denominazione;

b) la negoziazione in mercati regolamentati **nonché in altri mercati regolarmente funzionanti e riconosciuti per i quali siano stabiliti criteri di accesso e di funzionamento**⁽¹⁹⁾;

c) le aree geografiche di riferimento;

d) le categorie di emittenti (emittenti sovrani, Enti Sopranazionali, emittenti societari);

e) i settori industriali.

3. Costituiscono parametri specifici di differenziazione degli strumenti finanziari:

a) con riferimento ai titoli di debito:

1. la durata media finanziaria (*duration*);

2. il merito creditizio dell'emittente (*rating*) ottenuto da agenzie di valutazione indipendenti;

b) con riferimento ai titoli rappresentativi del capitale di rischio: il grado di capitalizzazione dell'emittente;

c) con riferimento alle quote o azioni emesse da organismi di investimento collettivo:

1. la conformità degli organismi stessi alle disposizioni dettate dalla normativa comunitaria;

2. la volatilità;

d) con riferimento agli strumenti finanziari derivati non utilizzati per finalità di copertura e ai titoli strutturati: il risultato finanziario a scadenza (c.d. *pay-off*).».

Art. 40

(Tipologia delle operazioni)

1. ~~Ai fini della definizione delle caratteristiche della gestione,~~ **F**ormano tipologie distinte di operazioni:

a) le compravendite a pronti;

b) le compravendite a termine;

c) le vendite allo scoperto;

d) le compravendite a premio;

e) le operazioni di prestito titoli e di riporto;

f) i pronti contro termine.

Art. 41

(Leva finanziaria)

1. L'intermediario contrae obbligazioni per conto dell'investitore che lo impegnano oltre il patrimonio gestito qualora la leva finanziaria utilizzata superi l'unità.

2. ~~Ai fini della definizione delle caratteristiche della gestione,~~ **P**er leva finanziaria si intende il rapporto fra il controvalore di mercato delle posizioni nette in strumenti finanziari e il controvalore del patrimonio affidato in gestione calcolato secondo i criteri previsti per i rendiconti trimestrali di cui all'Allegato n. 5.

Art. 42

(Parametro oggettivo di riferimento)

1. Ai fini della definizione delle caratteristiche della gestione **Nel contratto** l'intermediario deve indicare all'investitore un parametro oggettivo di riferimento coerente **con gli obiettivi di investimento**, i rischi a essa connessi al quale commisurare i risultati della gestione.

2. Tale parametro deve essere costruito facendo riferimento **a portafogli-indice replicabili** indicatori finanziari elaborati da soggetti terzi e di comune utilizzo.

3. Ove non sia possibile indicare un parametro oggettivo di riferimento, il contratto di gestione deve riportare un indicatore del livello di rischio del patrimonio gestito.

COMMENTO

La modifica è riconducibile, con particolare riferimento agli interventi di cui ai commi 1 e 3, al recepimento del principio n. 121 CESR.

Il *benchmark* costituisce un portafoglio virtuale di attività finanziarie rappresentativo per il gestore del rischio tipico dei mercati oggetto di investimento (e, quindi, delle attività finanziarie contemplate dal mandato gestorio) ma, nel contempo, deve essere accettato dallo stesso come posizione neutrale in relazione alle possibili strategie di investimento. Ne discende che il *benchmark* non rappresenta esclusivamente i rischi connessi alla gestione ma risulta una variabile dipendente dagli obiettivi di investimento, con i quali deve risultare "coerente" (**comma 1**).

In tale ambito è necessario che il portafoglio prescelto quale *benchmark*, oltre ad essere oggettivo, sia anche replicabile (**comma 2**): le attività finanziarie che lo compongono devono, cioè, essere acquistabili sul mercato a condizioni di costo e di tempo ragionevoli.

Il *benchmark* può esprimere *ex ante* il profilo della gestione nei casi in cui le scelte di investimento siano traducibili in una politica di *asset allocation*. In tali ipotesi è l'entità dello scostamento rispetto al *benchmark* (c.d. stile di gestione) a determinare il livello di rischio effettivamente sopportato dal portafoglio che viene, pertanto, definito in termini di rischiosità "relativa" rispetto al *benchmark*. Viceversa, nel caso di strategie gestionali che non contemplino un'*asset allocation* definita *ex ante*, quali ad esempio le strategie orientate al *market timing*- caratterizzate da processi di aggiustamento del portafoglio estremamente frequenti tali da rendere fortemente instabile la relazione tra fondo e portafoglio-indice – o basate su metodi quantitativi, il *benchmark* può non essere indicato in quanto privo di potere informativo. In tali casi, il livello di rischio del portafoglio in gestione non è dato dalla relazione con il *benchmark* ma è definito in termini "assoluti", tramite il ricorso a una misura della volatilità o ad altro parametro rappresentativo del rischio cui è esposto il patrimonio (comma 3) quale, ad esempio, la stima della massima perdita di valore potenziale attesa di un portafoglio in un dato orizzonte temporale (c.d. VAR). Ciò in quanto la maggiore discrezionalità di cui gode il gestore in assenza di un *benchmark* di riferimento richiede di delimitarne l'ampiezza in termini di profilo di rischio a tutela della posizione dell'investitore.

Art. 42 bis (Stile gestionale)

1. Lo stile gestionale deve essere definito avuto riguardo a:

- a) la relazione esistente fra parametro oggettivo di riferimento e scelte del gestore;
- b) gli eventuali elementi caratterizzanti il processo di selezione degli strumenti finanziari in portafoglio.

COMMENTO

L'introduzione dell'articolo non è direttamente riconducibile al recepimento dei principi del CESR ma si rende necessaria al fine di definire gli elementi caratterizzanti lo stile gestionale, la cui indicazione nel contratto è richiesta dal nuovo testo dell'art. 37.

Come già previsto dal Regolamento Emittenti per i prospetti informativi dei fondi comuni mobiliari aperti e Sicav, lo stile adottato dal gestore deve essere descritto in rapporto al parametro oggettivo di riferimento al fine di delineare l'ampiezza del profilo di rischio del portafoglio in gestione.

In particolare, posto che il *benchmark*- pur non integrando gli estremi degli obiettivi di investimento – rappresenta il rischio tipico del mercato in cui è investito il patrimonio, assume centrale rilevanza la posizione del gestore rispetto allo stesso (strategia passiva vs. strategia attiva). Ciò in quanto la possibilità di realizzare

extrarendimenti è connessa all'assunzione di rischi attivi in funzione del grado di differenziazione del portafoglio rispetto al *benchmark*.

Nel caso di stile di gestione "passivo", l'intermediario si limita a replicare la composizione del *benchmark* che, pertanto, definisce sinteticamente il livello di rischio-rendimento del portafoglio gestito.

Nel caso di stile di gestione "attivo", il *benchmark* non ha alcun effetto vincolante sull'operatività del gestore, costituendo tuttavia lo strumento primario per la valutazione *ex-post* dell'abilità del gestore, posto il vincolo di relazione necessaria con il portafoglio. Ai fini della definizione dello stile gestionale è necessario altresì esplicitare nel contratto, analogamente a quanto stabilito per i prospetti informativi dei fondi comuni, le variabili considerate rilevanti dal gestore per l'assunzione delle scelte di allocazione del portafoglio e/o le metodologie adottate.

La descrizione dello stile gestionale deve essere, come richiesto dal novellato art. 28, comma 1, chiara e comprensibile.

Art. 42 ter **(Grado di rischio)**

1. Il grado di rischio deve essere indicato in termini descrittivi, avendo anche presente la volatilità storica del parametro oggettivo di riferimento, ove individuato, e lo stile gestionale.

COMMENTO

La modifica in commento si rende necessaria al fine di specificare le modalità di rappresentazione del "grado di rischio correlato alla gestione" nel contratto con gli investitori, la cui esposizione è richiesta dal novellato articolo 37.

Il livello di rischio da indicare nel contratto è da definirsi avuto riguardo alla volatilità storica dei rendimenti (rendicontazione *ex post* del livello di rischio sopportato nel recente passato) opportunamente integrata con valutazioni in merito alle possibili evoluzioni dello scenario di riferimento (stima *ex ante* dei rischi sottesi). In caso di indisponibilità dei dati di rendimento si farà riferimento alla volatilità del *benchmark*, ove individuato. In tale ambito assume rilevanza lo stile gestionale adottato. In particolare, per le gestioni caratterizzate da un' *asset allocation* predefinita che prevedano un *benchmark* di riferimento, il livello di rischio della gestione sarà determinato anche considerando l'entità delle "scommesse" assunte (da intendersi quale grado di scostamento rispetto al *benchmark*) nelle scelte allocative e nella selezione dei singoli titoli da cui, infatti, deriva il livello di rischio "attivo" assunto dalla gestione. Nell'ipotesi di gestioni che non prevedano un parametro di riferimento, il livello di rischio sarà determinato con riguardo alle modalità di ancoraggio con l'indicatore di cui all'art. 42, comma 3.

Il grado di rischio deve essere indicato nel contratto in termini descrittivi: (basso, medio-basso, medio, medio-alto, alto e molto alto) conformemente a quanto previsto per i prospetti informativi degli OICR.

Art. 43 **(Prestazione del servizio)**

~~1. Gli intermediari autorizzati provvedono a formalizzare e conservare apposita documentazione da cui risultino:~~

~~a) le analisi e le previsioni sulla base delle quali vengono assunte le strategie generali di investimento;~~

~~b) la descrizione delle strategie deliberate.~~

Gli intermediari autorizzati, per la prestazione del servizio di gestione individuale, devono:

a) acquisire le informazioni necessarie per formulare previsioni economiche ed effettuare analisi di scenario;

b) definire le strategie generali di investimento, in conformità al contratto di gestione ed alle disposizioni particolari impartite dagli investitori;

c) disporre l'esecuzione delle operazioni sulla base delle strategie generali d'investimento preventivamente formalizzate;

d) monitorare la coerenza del portafoglio gestito con le strategie generali di investimento e i rischi a queste correlati.

2. Gli intermediari autorizzati dispongono l'esecuzione delle operazioni sulla base delle strategie generali di investimento preventivamente definite tenendo conto delle informazioni concernenti gli investitori di cui dispongono nonché delle disposizioni particolari impartite dai medesimi. **Gli intermediari autorizzati conservano la documentazione inerente alla prestazione del servizio di gestione individuale, da cui risultino almeno le analisi realizzate, le strategie deliberate e i controlli effettuati.**

2.bis Gli intermediari autorizzati adottano ed osservano procedure al fine di assicurare che la gestione sia svolta in conformità agli obiettivi di investimento, allo stile gestionale e al grado di rischio indicati nel contratto.

3. Gli intermediari autorizzati imputano gli ordini separatamente a ciascun investitore prima della loro trasmissione all'incaricato dell'esecuzione **e aggiornano immediatamente la composizione dei singoli portafogli gestiti.**

4. Gli intermediari autorizzati esigono che le operazioni da essi disposte per conto degli investitori siano eseguite alle migliori condizioni possibili con riferimento al momento, alla dimensione e alla natura delle operazioni stesse e vigilano affinché tali condizioni siano effettivamente conseguite. ~~Nell'individuare le migliori condizioni possibili si ha riguardo ai prezzi pagati o ricevuti e agli altri oneri sostenuti direttamente o indirettamente dagli investitori. Le condizioni di cui al presente comma si considerano soddisfatte nel caso in cui le operazioni siano eseguite in un mercato:~~

~~- durante l'orario ufficiale di negoziazione, come definito dal regolamento previsto dall'articolo 25, comma 2, del Testo Unico, in un mercato regolamentato;~~

~~- al di fuori dell'orario ufficiale di negoziazione, come definito dal regolamento previsto dall'articolo 25, comma 2, del Testo Unico, in un mercato regolamentato o in un sistema di scambi organizzati.~~

A tal fine, gli intermediari adottano ed osservano le procedure di cui all'articolo 32 bis, comma 1.

5. Gli intermediari autorizzati possono effettuare operazioni aventi a oggetto vendite allo scoperto, contratti a premio, e strumenti finanziari derivati, **nonché operazioni di riporto, di prestito titoli e di pronti contro termine** esclusivamente a condizione che:

~~a) le operazioni suddette siano concluse con intermediari mobiliari autorizzati e soggetti a vigilanza di stabilità;~~

~~b) i contratti a premio, gli strumenti finanziari derivati e quelli oggetto delle vendite allo scoperto siano negoziati in mercati regolamentati, salvo che i medesimi contratti non siano stipulati con finalità di copertura dei rischi connessi alle posizioni detenute in gestione.~~

~~6. Gli intermediari autorizzati possono concludere per finalità di impiego del patrimonio gestito operazioni di riporto e di prestito titoli aventi a oggetto esclusivamente strumenti finanziari negoziati in mercati regolamentati; dette operazioni sono concluse con intermediari mobiliari autorizzati, soggetti a vigilanza di stabilità.~~

~~7. Gli intermediari autorizzati possono effettuare operazioni di pronti contro termine per finalità di impiego del patrimonio gestito esclusivamente a condizione che:~~

~~a) dette operazioni siano concluse con intermediari mobiliari a ciò autorizzati e soggetti a vigilanza di stabilità;~~

~~b) dette operazioni abbiano a oggetto titoli emessi o garantiti da Stati appartenenti all'OCSE o da enti internazionali di carattere pubblico, ovvero titoli emessi nell'attività di raccolta del risparmio per l'esercizio del credito da banche di Stati appartenenti all'OCSE;~~

~~c) l'operazione a pronti sia effettuata al prezzo di mercato ovvero, ove trattasi di titoli non ammessi alle negoziazioni in mercati regolamentati a un prezzo pari a quello risultante dal prudente apprezzamento dell'intermediario.~~

COMMENTO

Le modifiche sono riconducibili ai principi nn. 136, 137, 139 e 140 CESR.

Con particolare riferimento alle previsioni di cui al **comma 1**, il *focus* della norma è stato spostato dalla mera formalizzazione e conservazione della documentazione alla definizione dei quattro fondamentali *step* che caratterizzano l'attività gestoria.

Peraltro, le modifiche consentono di recepire nel testo regolamentare quanto già delineato dalla Commissione in via interpretativa nella Comunicazione DIN/1056336 del 23 luglio 2001, rispetto alla quale è stato previsto uno specifico obbligo di monitoraggio nel continuo del portafoglio d'investimento.

Quanto all'obbligo di conservazione della documentazione essenziale per la prestazione dell'attività gestoria, esso è comunque prescritto nel proposto comma 2 dell'articolo. Rispetto all'attuale versione si è solo specificato il contenuto della documentazione di cui si impone la conservazione: da essa devono, infatti, risultare non solo le analisi realizzate e le strategie deliberate (come già previsto dall'attuale comma 1), ma anche i controlli effettuati in esecuzione dell'obbligo di monitoraggio.

E' stato inoltre introdotto un nuovo **comma 2-bis** che, raccordandosi con quanto previsto alla lettera d) del comma 1, attiene prima ancora che all'organizzazione aziendale alla corretta prestazione del servizio gestorio.

Relativamente al **comma 5**, l'eliminazione del riferimento all'obbligo di concludere le operazioni relative a contratti a premio, strumenti finanziari derivati, prestito titoli, riporto e pronti contro termini sui mercati regolamentati è conforme alla soluzione *sub artt.* 25 e 39 con riguardo ai mercati regolamentati.

Art. 44

(Strumenti finanziari non negoziati in mercati regolamentati)

~~1. Gli intermediari autorizzati possono inserire nei portafogli dei singoli investitori strumenti finanziari non negoziati in mercati regolamentati in misura non superiore al 25% del controvalore dei patrimoni stessi; le relative operazioni devono essere concluse con intermediari mobiliari a ciò autorizzati e soggetti a vigilanza di stabilità.~~

~~2. La percentuale di cui al comma 1 può essere superata a condizione che l'investitore abbia rilasciato a seguito della proposta dell'intermediario la propria preventiva e specifica autorizzazione scritta all'esecuzione di ogni singola operazione. Nel richiedere l'autorizzazione, gli intermediari autorizzati comunicano all'investitore almeno i seguenti elementi che devono essere riportati in premessa all'autorizzazione:~~

~~a) lo strumento finanziario oggetto dell'operazione, evidenziando che lo stesso non è negoziato in alcun mercato regolamentato;~~

~~b) la quantità e il prezzo prevedibilmente applicato all'operazione, nonché il suo prevedibile controvalore complessivo;~~

~~c) le ragioni per le quali ritengono opportuna o comunque utile per l'investitore l'operazione.~~

~~3. I singoli strumenti finanziari di cui al comma 1 non possono superare il limite del 10% del controvalore del patrimonio gestito per conto dell'investitore.~~

~~4. Nel caso di superamento dei limiti di cui ai commi 1, per cause diverse dagli acquisti effettuati sulla base delle autorizzazioni di cui al comma 2, e 3, la posizione deve essere riportata entro i limiti nel più breve tempo possibile tenendo conto dell'interesse dell'investitore.~~

~~5. Il presente articolo non si applica agli strumenti finanziari di cui all'articolo 45, comma 1.~~

~~6. Ai fini del presente articolo gli strumenti finanziari oggetto di collocamento finalizzato all'ammissione alle negoziazioni in mercati regolamentati sono trattati alla stessa stregua degli strumenti finanziari ammessi alle negoziazioni in detti mercati.~~

COMMENTO

L'attualmente vigente articolo 44, nel prevedere i limiti di investimento per gli strumenti finanziari non quotati in mercati regolamentati, circoscrive la discrezionalità del gestore in termini di rischiosità dell'investimento. Tale discrezionalità trova, tuttavia, già compiuta delimitazione in forza del complesso delle modifiche regolamentari proposte in tema di gestione individuale laddove si richiede di esplicitare nel contratto gli obiettivi di investimento della gestione, il parametro oggettivo di riferimento, lo stile gestionale ed il grado di rischio connesso (art. 37 e seguenti).

In particolare, il nuovo testo dell'art. 39, nell'innovare i criteri di classificazione degli strumenti finanziari oggetto del servizio di gestione individuale di portafogli, richiede di rendere espliciti nei contratti con gli

investitori i criteri di selezione degli strumenti finanziari oggetto di investimento ed i relativi indicatori di rischio. Ciò al fine di individuare in maniera dettagliata il sentiero di rischio nel cui ambito i gestori devono attuare il processo di allocazione degli asset gestiti. Ne discende l'opportunità di espungere l'articolo in commento.

Art. 45

(Conflitti di interessi nel servizio di gestione)

1. Le disposizioni di cui all'articolo 27 non si applicano alle operazioni in conflitto di interessi derivante da rapporti di gruppo, o dalla prestazione congiunta di più servizi quando tali operazioni hanno ad oggetto i seguenti strumenti finanziari, a condizione che la natura dei singoli conflitti sia descritta nel contratto e che l'investitore le abbia espressamente autorizzate nel contratto medesimo:-

a) titoli di debito emessi o garantiti da Stati appartenenti all'OCSE;

b) titoli di debito emessi da enti internazionali di carattere pubblico;

c) titoli di debito emessi da banche o altri emittenti con sede in uno Stato appartenente all'OCSE e negoziati in un mercato di uno Stato appartenente all'OCSE o aventi un rating massimo ottenuto da agenzie di valutazione indipendenti;

d) titoli di debito emessi o garantiti da Stati non appartenenti all'OCSE, da banche o da altri emittenti aventi sede in uno Stato non appartenente all'OCSE, ma negoziati in un mercato di uno Stato appartenente all'OCSE e aventi un rating massimo ottenuto da agenzie di valutazione indipendenti;

e) quote o azioni di organismi di investimento collettivo aventi sede in Stati appartenenti all'OCSE;

f) titoli di debito emessi o garantiti da Stati non appartenenti all'OCSE e negoziati in un mercato di uno Stato non appartenente all'OCSE;

g) titoli di debito emessi da banche o da altri emittenti con sede in Stati non appartenenti all'OCSE, negoziati in un mercato di uno Stato non appartenente all'OCSE e aventi un rating massimo ottenuto da agenzie di valutazione indipendenti;

h) azioni e altri titoli di capitale di emittenti aventi sede in uno Stato appartenente all'OCSE negoziati in un mercato di uno Stato appartenente all'OCSE;

i) quote o azioni di organismi di investimento collettivo con sede in Stati non appartenenti all'OCSE negoziate in un mercato di uno Stato appartenente all'OCSE.

2. Gli strumenti finanziari inseriti nel portafoglio di ogni singolo investitore per effetto delle operazioni di cui al comma 1, lettere f), g), h) ed i), non possono superare il 50% del suo controvalore. Le operazioni comportanti il superamento del predetto limite sono consentite nel rispetto, per ogni singola operazione, delle disposizioni di cui all'articolo 27.

3. Le disposizioni di cui all'articolo 27 non si applicano alle operazioni in conflitto di interessi derivante da rapporti di gruppo o dalla prestazione congiunta di più servizi quando tali operazioni hanno ad oggetto strumenti finanziari diversi da quelli di cui al comma 1, a condizione che la natura dei singoli conflitti sia descritta nel contratto e che l'investitore le abbia espressamente autorizzate nel contratto medesimo. Gli strumenti finanziari inseriti nel portafoglio di ogni singolo investitore, per effetto di tali operazioni, non possono superare il 25% del suo controvalore. Le operazioni comportanti il superamento del predetto limite sono consentite nel rispetto, per ogni singola operazione, delle disposizioni di cui all'articolo 27. Ogni singolo strumento finanziario inserito nel portafoglio di ogni singolo investitore in base alle disposizioni del presente comma non può comunque superare il 5% del suo controvalore.

4. Le disposizioni di cui all'articolo 27 non si applicano alle operazioni in conflitto di interessi derivante da rapporti di affari propri o di società del gruppo, a condizione che la natura dei singoli conflitti sia descritta nel contratto e che l'investitore le abbia espressamente autorizzate nel contratto medesimo.

5. Ai fini dell'applicazione dei limiti di cui al presente articolo, si considerano rilevanti i collocamenti conclusi o garantiti dall'intermediario o dai soggetti appartenenti al gruppo nei tre mesi precedenti la data di inserimento dei relativi strumenti finanziari nei portafogli degli investitori.

6. Ai fini dell'applicazione dei limiti di cui al presente articolo gli strumenti finanziari oggetto di collocamento finalizzato all'ammissione alle negoziazioni in mercati di Stati appartenenti all'OCSE sono trattati alla stessa stregua degli strumenti finanziari ammessi alle negoziazioni in detti mercati.

COMMENTO

Si rinvia al commento *sub art.* 27.

Art. 46 (Delega dell'attività di gestione)

~~1. Fermo restando quanto previsto dall'articolo 37, gli intermediari autorizzati possono conferire con apposito contratto scritto a intermediari autorizzati alla prestazione del servizio di gestione su base individuale di portafogli di investimento deleghe gestionali.~~

~~2. Le deleghe possono essere conferite a intermediari comunitari autorizzati nel proprio Stato d'origine alla prestazione del servizio di gestione su base individuale di portafogli di investimento; la delega può essere altresì conferita a intermediari extracomunitari autorizzati nel proprio Stato d'origine alla prestazione del medesimo servizio, a condizione che esistano apposite intese tra la Consob e le competenti autorità dello Stato in cui detti intermediari hanno sede.~~

~~3. In ogni caso, la delega:~~

~~a) non implica alcun esonero o limitazione di responsabilità dell'intermediario delegante che resta soggetto alle disposizioni di cui al presente regolamento anche con riferimento alle operazioni compiute dall'intermediario delegato;~~

~~b) deve avere una durata determinata e deve poter essere revocata con effetto immediato dall'intermediario delegante;~~

~~c) deve essere conforme alle indicazioni fornite dall'investitore nel contratto;~~

~~d) deve contenere clausole che, ove l'esecuzione delle operazioni non sia subordinata al preventivo assenso del delegante, prevedano che il delegato debba attenersi, nelle scelte degli investimenti, alle indicazioni impartite periodicamente dall'intermediario delegante;~~

~~e) deve essere formulata in modo da assicurare il rispetto delle disposizioni in materia di conflitto di interessi con riferimento all'intermediario delegante e a quello delegato;~~

~~f) deve prevedere un flusso costante di informazioni sulle operazioni effettuate dall'intermediario delegato al delegante che consenta l'esatta ricostruzione dei patrimoni gestiti di pertinenza dei singoli investitori.~~

~~4. Ove non specificato nel contratto e in ogni caso di successive variazioni, l'intermediario autorizzato comunica prontamente per iscritto all'investitore gli estremi identificativi dell'intermediario delegato prima dell'inizio dell'operatività dello stesso intermediario delegato.~~

COMMENTO

Si veda art. 26 bis che prevede una disciplina generale in tema di "delega di servizi"

Sezione V Concessione di finanziamenti

Art. 47 (Concessione di finanziamenti agli investitori)

1. In aggiunta a quanto previsto dall'articolo 30, il contratto con gli investitori deve indicare i tipi di finanziamento previsti, il tasso di interesse e ogni altro prezzo e condizione praticati o i criteri oggettivi per la loro determinazione, nonché gli eventuali maggiori oneri applicabili in caso di mora; la possibilità di variare in senso sfavorevole all'investitore il tasso di interesse e ogni altro prezzo e condizione deve essere espressamente indicata nel contratto con clausola specificamente approvata dall'investitore.

2. Configura concessione di finanziamenti l'effettuazione di operazioni ~~di pronti contro termine, di riporto, di prestito titoli e di ogni altra analoga operazione finalizzata~~ e all'acquisizione da parte dell'investitore a titolo di provvista di somme di denaro o strumenti finanziari contro pagamento di un interesse:

a) il cui ricavato sia destinato all'esecuzione di operazioni relative a strumenti finanziari nelle quali interviene l'intermediario;

b) in cui l'intermediario acquisisca dall'investitore, a fronte del finanziamento concesso, adeguate garanzie; ~~di regola, gli strumenti finanziari costituiti in garanzia sono gli stessi oggetto delle operazioni di cui alla lettera a).~~ Il valore degli strumenti finanziari acquisiti in garanzia deve risultare congruo, **prevedendo un idoneo scarto**, rispetto all'importo del finanziamento concesso.

3. Gli intermediari adottano e osservano apposite procedure per l'individuazione ed il monitoraggio della congruità delle garanzie, tenuto conto anche delle categorie di strumenti finanziari e del tipo di operazioni oggetto del finanziamento.

COMMENTO

Gli interventi al **comma 2, lett. b)**, sono finalizzati a chiarire la necessità, comunque, dinnanzi ad un finanziamento, di un idoneo scarto di garanzia. Al fine, è parso altresì utile ribadire in modo ancor più esplicito (**comma 3**) la necessità che tali profili siano opportunamente presidiati dalle idonee procedure di gestione e controllo.

Titolo II **Servizio di gestione collettiva del risparmio⁽²⁰⁾**

Art. 48 *(Regole generali di comportamento)*

1. Nello svolgimento del servizio di gestione collettiva del risparmio, le società di gestione del risparmio e le SICAV, nell'interesse dei partecipanti agli OICR e dell'integrità del mercato mobiliare:

a) operano in modo indipendente e coerente con i principi e le regole generali del Testo Unico;

b) operano nel rispetto degli obiettivi di investimento ~~indicati nel prospetto informativo degli OICR gestiti;~~

c) si astengono da ogni comportamento che possa avvantaggiare un patrimonio gestito, ivi inclusi quelli gestiti nell'ambito della prestazione del servizio di gestione individuale di portafogli per conto terzi, a danno di un altro;

d) acquisiscono una conoscenza adeguata degli strumenti finanziari, dei beni e degli altri valori in cui è possibile investire il patrimonio gestito;

e) operano al fine di contenere i costi a carico degli OICR gestiti e di ottenere dal servizio svolto il miglior risultato possibile, anche in relazione agli obiettivi di investimento degli stessi OICR.

2. Fatte salve le riserve di attività previste dalla legge italiana, nello svolgimento del servizio di gestione collettiva del risparmio, le società di gestione del risparmio e le SICAV, intrattengono rapporti d'affari, per attività sottoposte a riserva, esclusivamente con soggetti cui le stesse siano consentite in base alla legislazione del Paese d'origine

COMMENTO

Gli interventi di cui al **comma 1, lett. b)** si sono resi necessari al fine di evitare duplicazioni con le previsioni di cui al comma 50, comma 1.
Per gli interventi di cui al **comma 2** si rinvia al commento *sub art.* 26.

Art. 49
(*Conflitti di interest i e*)

1. Le società di gestione del risparmio e le SICAV devono:

a) identificare i conflitti di interesse fra patrimoni gestiti e fra la società ed i patrimoni medesimi, anche derivanti da rapporti di gruppo, dalla prestazione congiunta di più servizi o da altri rapporti di affari propri o di società del gruppo;

b) evitarli, e, ove non sia possibile evitarli, renderli trasparenti e comunque gestirli in modo tale da escludere che rechino pregiudizio agli OICR.

2. Le società di gestione del risparmio e le SICAV adottano e osservano apposite procedure interne che stabiliscono i criteri-guida necessari al fine di cui al comma 1.

3. Le società di gestione del risparmio e le SICAV adottano e osservano procedure interne finalizzate ad assicurare che non si verifichino scambi di informazioni con altre società del gruppo che prestano servizi di negoziazione, ricezione e trasmissione di ordini, collocamento e servizi accessori di cui all'articolo 1, comma 6, lettere d) ed e), del Testo Unico.

4. Le società di gestione del risparmio e le SICAV non possono effettuare operazioni in conflitto salvo che non abbiano illustrato tale conflitto nel prospetto informativo e purché non derivi un pregiudizio ai patrimoni gestiti.

5. Le società di gestione del risparmio e le SICAV possono offrire o ricevere denaro, beni o servizi non direttamente derivanti dagli OICR a titolo di commissioni gestionali solo se, e nella misura in cui, queste possano ragionevolmente contribuire alla prestazione del servizio a favore degli OICR.

6. Le società di gestione del risparmio e le SICAV che, nel rispetto di quanto previsto dal comma 4, ricevono denaro beni o servizi devono agire in modo che:

- l'investitore sia adeguatamente informato, con il prospetto informativo, sulle relative motivazioni, natura e caratteristiche essenziali, e sugli accorgimenti adottati dall'intermediario al riguardo;

- sia perseguito il migliore interesse degli OICR gestiti.

7. Le società di gestione del risparmio e le SICAV informano per iscritto gli investitori, almeno una volta all'anno, circa il denaro, i beni e i servizi ricevuti nel rispetto di quanto previsto dal comma 4, e di ogni eventuale modifica o integrazione intervenuta nel periodo di riferimento ai relativi accordi.

~~1. Le società di gestione del risparmio e le SICAV vigilano per l'individuazione dei conflitti d'interessi. Esse possono effettuare operazioni in cui hanno direttamente o indirettamente un interesse in conflitto, anche derivante da rapporti di gruppo o da rapporti di affari propri o di società del gruppo, a condizione che sia comunque assicurato un equo trattamento degli OICR avuto anche riguardo agli oneri connessi alle operazioni da eseguire.~~

~~2. Le società di gestione del risparmio e le SICAV individuano i casi in cui le condizioni contrattuali convenute con i soggetti che prestano servizi a favore di dette società confliggono con gli interessi degli OICR gestiti e assicurano:~~

~~a) che il patrimonio degli OICR non sia gravato da oneri altrimenti evitabili o escluso dalla percezione di utilità ad esso spettanti;~~

~~b) che vengano illustrate agli investitori nel prospetto informativo le fonti di reddito o le altre utilità percepite a fronte della prestazione del servizio di gestione collettiva dalla società di gestione del risparmio o dalla SICAV non direttamente derivanti dagli OICR a titolo di commissioni gestionali.~~

COMMENTO

Si rinvia al commento *sub art. 27*

Art. 50 (*Obiettivi di investimento*)

1. Nel prospetto informativo gli obiettivi di investimento sono indicati con riferimento:

- a) alle categorie di strumenti finanziari, beni e altri valori in cui il patrimonio dell'OICR è tipicamente investito e agli eventuali limiti;
- b) alle tipologie di operazioni che sono tipicamente effettuate nell'investimento del patrimonio dell'OICR;
- c) alle caratteristiche in termini di rischio rendimento cui è tipicamente improntata la gestione;

Gli obiettivi di investimento di ciascun OICR gestito sono indicati nel prospetto informativo.

2. Le società di gestione del risparmio e le SICAV indicano altresì un parametro oggettivo di riferimento, costruito facendo riferimento a indicatori finanziari **portafogli-indice replicabili** elaborati da soggetti terzi e di comune utilizzo, coerente con i rischi connessi **agli obiettivi di investimento** alla gestione dell'OICR **gestito**, al quale confrontare il rendimento dell'OICR stesso.

3. Ove non sia possibile indicare un parametro oggettivo di riferimento, le società di gestione del risparmio e le SICAV evidenziano espressamente nel prospetto un indicatore del livello di rischio dell'OICR gestito

COMMENTO

La modifica di cui al comma 1 rinvia al prospetto informativo per la individuazione degli obiettivi di investimento del singolo OICR.

Per le modifiche di cui ai commi 2 e 3, si rinvia al commento *sub art. 42*

Artt. 51 e ss.

[**...O M I S S I S...**]

Art. 54 (*Prestazione del servizio*)

1. Le società di gestione del risparmio e le SICAV provvedono a formalizzare e conservare apposita documentazione da cui risultino per ciascun OICR gestito:

- a) le analisi e le previsioni sulla base delle quali vengono assunte le strategie generali di investimento;
- b) la descrizione delle strategie deliberate.

Le Società di gestione del risparmio e le SICAV, per la prestazione del servizio di gestione collettiva, devono per ciascun OICR gestito:

- a) acquisire le informazioni necessarie per formulare previsioni economiche ed effettuare analisi di scenario;
- b) definire le conseguenti strategie generali di investimento, in conformità agli obiettivi dell'OICR;
- c) disporre l'esecuzione delle operazioni sulla base delle strategie generali d'investimento preventivamente formalizzate;

d) monitorare la coerenza del portafoglio gestito con le strategie generali di investimento e i rischi a queste correlati.

~~2 .Le società di gestione del risparmio e le SICAV dispongono l'esecuzione delle operazioni sulla base delle strategie generali di investimento preventivamente definite, tenendo conto degli obiettivi di investimento degli OICR gestiti.~~ **Le Società di gestione del risparmio e le SICAV conservano la documentazione inerente alla prestazione del servizio di gestione collettiva, da cui risultino le analisi realizzate, le strategie deliberate ed i controlli effettuati.**

2.bis Le Società di gestione del risparmio e le SICAV adottano ed osservano procedure al fine di assicurare che la gestione sia svolta in conformità agli obiettivi di investimento, allo stile gestionale e al grado di rischio indicati nel prospetto informativo.

3. Le società di gestione del risparmio e le SICAV imputano gli ordini separatamente a ciascun OICR o comparto gestito prima della loro trasmissione all'intermediario incaricato dell'esecuzione **e aggiornano immediatamente la composizione dei singoli OICR o comparti gestiti.**

~~4 . Le società di gestione del risparmio e le SICAV esigono che le operazioni da essi disposte per conto degli OICR gestiti siano eseguite alle migliori condizioni possibili con riferimento al momento, alla dimensione e alla natura delle operazioni stesse e vigilano affinché tali condizioni siano effettivamente conseguite. Nell'individuare le migliori condizioni possibili si ha riguardo ai prezzi pagati o ricevuti e agli altri oneri sostenuti direttamente o indirettamente dagli OICR. Le condizioni di cui al presente comma si considerano soddisfatte nel caso in cui le operazioni siano eseguite in un mercato:~~

~~- durante l'orario ufficiale di negoziazione, come definito dal regolamento previsto dall'articolo 25, comma 2, del Testo Unico, in un mercato regolamentato;~~

~~- al di fuori dell'orario ufficiale di negoziazione, come definito dal regolamento previsto dall'articolo 25, comma 2, del Testo Unico, in un mercato regolamentato o in un sistema di scambi organizzati. **A tal fine, le società di gestione del risparmio e le SICAV adottano ed osservano procedure interne idonee ad assicurare che le operazioni da esse disposte per conto degli OICR gestiti siano eseguite alle migliori condizioni possibili.**~~

5 . Le disposizioni di cui ~~agli~~ **all'** articoli ~~60, comma 5, 61, comma 4 e 62, comma 4,~~ **60, comma 5, 61, comma 4 e 62, comma 4,** non si applicano, **ad eccezione di quanto previsto in tema di ordini impartiti telefonicamente,** ~~salvo diverso accordo tra le parti,~~ nei rapporti intrattenuti da società di gestione del risparmio e da SICAV con gli operatori qualificati di cui all'articolo 31 ~~, comma 2.~~ **Nei rapporti intrattenuti da società di gestione del risparmio e da SICAV con gli operatori qualificati, è fatta salva la possibilità di stabilire modalità e termini diversi da quelli di cui agli articoli, 61, comma 4 e 62, comma 4, per gli adempimenti ivi previsti.**

COMMENTO

In linea generale si rinvia al commento sub art. 43.

Il comma 5 si pone in relazione all'art. 31, al cui commento si rinvia.

Art. 55

*(Collocamento diretto **Commercializzazione**)*

Alle società di gestione del risparmio che procedono al ~~al~~ **collocamento diretto commercializzazione,** anche fuori sede, di quote di fondi comuni di investimento di propria istituzione o di O ~~icr~~ **ICR** per i quali svolgono la gestione, si applicano le disposizioni di cui agli articoli 26, comma 1, lettere *a),c), d)* ed *e),* 28 commi ~~1, lettera a),2, e 5,~~ **3, 4, 6, 28 bis, commi 1, lettera a) e b), e 3, , 29, 31, 36 e 36 bis.** Le stesse disposizioni si applicano alle SICAV che procedono al ~~al~~ **collocamento diretto commercializzazione,** anche fuori sede, di azioni di propria emissione.

COMMENTO

Le modifiche sono finalizzate ad evitare la non corretta riconduzione al servizio d'investimento-collocamento dell'attività di commercializzazione delle quote di fondi comuni d'investimento di propria istituzione (o di OICR

per i quali viene svolta la gestione) effettuata da una Società di Gestione del Risparmio. L'attività di commercializzazione dei propri prodotti da parte della SGR non può in senso proprio essere qualificata in termini di collocamento, costituendo l'esito ultimo dell'attività di gestione collettiva del risparmio. Sul punto la direttiva 107/2001/CE espressamente ricomprende nel servizio di gestione collettiva, oltre alle attività di gestione degli investimenti e di amministrazione, quella di commercializzazione. Si ritiene, pertanto, utile modificare il testo dell'art. 55, per opportuna chiarezza.

PARTE III ORGANIZZAZIONE E PROCEDURE INTERNE

Art. 56⁽²¹⁾

(Procedure interne)

~~1. Ai fini del presente regolamento, per procedura si intende l'insieme delle disposizioni interne e degli strumenti adottati per la prestazione dei servizi.~~

~~2. 1. Gli intermediari autorizzati, le società di gestione del risparmio e le SICAV si dotano di~~ **adottano ed osservano** procedure idonee a:

a) assicurare l'ordinata e corretta prestazione dei servizi;

a2) garantire la prestazione dei servizi senza interruzioni;

a3) assicurare che i componenti gli organi amministrativi o di controllo, i dipendenti, i promotori, e i collaboratori, agiscano nell'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati;

b) ricostruire le modalità, i tempi e le caratteristiche dei comportamenti posti in essere nella prestazione dei servizi;

c) assicurare una adeguata vigilanza interna sulle attività svolte **nella prestazione dei servizi dal personale addetto e dai promotori finanziari.**

~~3. Gli intermediari autorizzati, anche al fine di ridurre al minimo il rischio di conflitti di interessi, adottano procedure interne finalizzate ad assicurare che non si verifichino scambi di informazioni fra i settori dell'organizzazione aziendale che devono essere tenuti separati secondo quanto disposto dalla Banca d'Italia ai sensi dell'articolo 6, comma 1, lettera a), del Testo Unico⁽²²⁾;~~

4. Gli intermediari autorizzati alla prestazione del servizio di gestione su base individuale di portafogli di investimento, le società di gestione del risparmio e le SICAV, anche al fine di ridurre al minimo il rischio di conflitti di interessi, adottano procedure interne finalizzate ad assicurare che non si verifichino scambi di informazioni con altre società del gruppo che prestano servizi di negoziazione, ricezione e trasmissione di ordini, collocamento e servizi accessori di cui all'articolo 1, comma 6, lettere d) ed e), del Testo Unico.⁽²³⁾

~~5. Per le negoziazioni su strumenti finanziari non negoziati nei mercati regolamentati, gli intermediari autorizzati alla prestazione del servizio di gestione su base individuale di portafogli di investimento, le società di gestione del risparmio e le SICAV adottano procedure idonee a consentire loro di ricercare le condizioni di cui agli articoli 43, comma 4, e 54, comma 4, e a documentare tale ricerca.⁽²⁴⁾~~

~~6-2.~~ Gli intermediari autorizzati, le società di gestione del risparmio e le SICAV adottano **ed osservano** procedure interne finalizzate alla ordinata e sollecita gestione e archiviazione della corrispondenza e della documentazione ricevuta e trasmessa, anche tramite i promotori finanziari, nell'ambito dei servizi prestati.

3. Gli intermediari autorizzati, le società di gestione del risparmio e le SICAV conservano la documentazione relativa alle procedure adottate ai sensi del presente regolamento.

~~7-4.~~ Gli intermediari autorizzati, le società di gestione del risparmio e le SICAV comunicano per iscritto al personale addetto e ai promotori finanziari le procedure concernenti le modalità di svolgimento delle attività agli stessi assegnate, precisando i connessi compiti, doveri e responsabilità

COMMENTO

Cfr. principio n. 9 CESR

Art. 57
(Controllo interno)

1. Gli intermediari autorizzati, le società di gestione del risparmio e le SICAV istituiscono una apposita funzione indipendente di controllo interno, dotata di attribuzioni e risorse adeguate per lo svolgimento dei propri compiti, anche sotto il profilo della professionalità.

1-bis Gli intermediari garantiscono alla funzione di controllo interno l'accesso a tutte le informazioni necessarie per lo svolgimento dei propri compiti.

2. La funzione di controllo interno è assegnata ad apposito responsabile svincolato da rapporti gerarchici rispetto ai responsabili dei settori di attività sottoposti al controllo. Egli svolge la propria attività in modo autonomo e indipendente e riferisce degli esiti dell'attività con obiettività e imparzialità.

3. La funzione di controllo interno:

a) verifica costantemente l'idoneità delle procedure ~~interne~~ ad assicurare il rispetto delle disposizioni di cui al Testo Unico e ai relativi regolamenti di attuazione;

b) vigila sul rispetto delle procedure ~~interne~~;

c) vigila sul rispetto del codice interno di comportamento di cui all'articolo 58;

d) gestisce il registro dei reclami di cui all'articolo 59;

e) svolge una attività di supporto consultivo ai settori dell'organizzazione aziendale con riferimento alle problematiche concernenti la prestazione dei servizi, i ~~conflitti di interessi~~ e i conseguenti comportamenti da tenere.

4. Per lo svolgimento dei compiti di cui al comma 3, il responsabile della funzione di controllo interno predispone un apposito registro in cui sono tempestivamente annotati il servizio interessato, l'oggetto delle verifiche effettuate, la loro durata, il periodo cui gli stessi si riferiscono, **i richiami alle carte di lavoro utilizzate**, i risultati emersi, le proposte formulate nonché le decisioni eventualmente assunte dai responsabili dei settori dell'organizzazione aziendale o dagli organi aziendali competenti.

5. Il responsabile della funzione di controllo interno riferisce dei risultati della propria attività al consiglio di amministrazione e, al collegio sindacale **ed alla società di revisione**. Nel caso in cui constati gravi irregolarità, il responsabile della funzione di controllo interno ne riferisce immediatamente al collegio sindacale il quale, a norma dell'articolo 8, comma 3, del Testo Unico, segnala senza indugio alla Consob e alla Banca d'Italia le irregolarità riscontrate. **Nella valutazione della gravità delle irregolarità, il responsabile della funzione di controllo interno tiene conto della natura, della diffusione della violazione, dell'impatto sulla correttezza e trasparenza dei servizi forniti, nonché del pregiudizio arrecato alla clientela.**

6. Il responsabile della funzione di controllo interno trasmette, in via ordinaria, almeno una volta l'anno, in occasione dell'esame del bilancio, al consiglio di amministrazione, e al collegio sindacale **ed alla società di revisione** un'apposita relazione concernente le verifiche effettuate nel corso dell'anno. La relazione riporta, in modo separato per ciascun servizio, l'oggetto delle verifiche effettuate, i risultati emersi, le proposte formulate nonché le decisioni eventualmente assunte dai responsabili dei settori dell'organizzazione aziendale o dagli organi aziendali competenti. La relazione riporta altresì, tenuto anche conto dei reclami ricevuti, una valutazione unitaria dei fenomeni riscontrati, nonché il piano delle verifiche programmate per l'anno successivo. Nell'ambito delle rispettive competenze, il consiglio di amministrazione e il collegio sindacale formulano le proprie osservazioni e determinazioni sulla relazione pervenuta, **indicando anche le iniziative assunte per il superamento delle anomalie eventualmente riscontrate.**

COMMENTO

Cfr. principi da n. 11 a 15 CESR.

Art. 58

(Codice interno di comportamento)

1. Gli intermediari autorizzati, le società di gestione del risparmio e le SICAV adottano e rispettano un codice interno di autodisciplina, anche rinviando a quelli adottati da associazioni di categoria in riferimento ai servizi esercitati. Detto codice, in linea con quanto previsto dal Testo Unico definisce le regole di comportamento dei componenti gli organi amministrativi e di controllo, dei dipendenti, dei promotori finanziari e dei collaboratori con riferimento, almeno:

a) all'obbligo di riservatezza sulle informazioni di carattere confidenziale acquisite dagli investitori o di cui comunque dispongano in ragione della propria funzione;

b) alle procedure stabilite per compiere per conto proprio operazioni aventi a oggetto strumenti finanziari, **avuto riguardo alla necessità di non utilizzare informazioni riferite dagli investitori a danno degli interessi degli investitori stessi;**

c) alle procedure concernenti i rapporti con gli investitori che intendano avvalersi di procuratori o incaricati ai fini della stipulazione dei contratti o dell'effettuazione di operazioni, se questi sono amministratori, sindaci, dipendenti, collaboratori e promotori finanziari degli intermediari stessi;

d) al divieto di ricevere utilità da terzi ~~che possano indurre a tenere comportamenti in contrasto con gli interessi degli investitori o del soggetto per conto del quale operano;~~

e) alle procedure relative ai conflitti di interesse.

2. Gli intermediari autorizzati, le società di gestione del risparmio e le SICAV rispettano i codici di autodisciplina adottati dalle associazioni di categoria alle quali aderiscono.

3. Gli intermediari autorizzati, le società di gestione del risparmio e le SICAV si astengono dal porre in essere e controllano che i propri dipendenti, collaboratori e promotori finanziari non pongano in essere comportamenti pericolosi, ritenuti pericolosi o indicativi di situazioni di pericolo per il pubblico risparmio e per il mercato.

COMMENTO

Cfr. principio n. 17 e n. 92 CESR.

Art. 59

(Reclami)

1. Gli intermediari autorizzati, le società di gestione del risparmio e le SICAV istituiscono un apposito registro, da tenere in forma elettronica, in cui sono tempestivamente annotati gli estremi essenziali dei reclami presentati per iscritto dagli investitori.

2. Il registro dei reclami, gestito dal responsabile della funzione di controllo interno, deve contenere almeno i seguenti elementi informativi:

a) l'identificazione dell'investitore che ha presentato il reclamo e del servizio al quale il reclamo si riferisce;

b) l'identificazione del dipendente, collaboratore o promotore finanziario, dell'unità organizzativa di appartenenza e del relativo responsabile, a cui è stato affidato l'investitore per la prestazione del servizio;

c) la data di presentazione e di ricevimento del reclamo;

d) le cause del reclamo;

e) le somme di denaro e il valore degli strumenti finanziari di pertinenza dell'investitore complessivamente detenuti dall'intermediario;

f) il pregiudizio economico lamentato dall'investitore o stimato in relazione a quanto esposto nel reclamo;

- g) la data dell'eventuale corrispondenza intercorsa prima dell'esito del reclamo;
- h) le valutazioni sintetiche del reclamo e il suo esito;
- i) la data di comunicazione dell'esito del reclamo.

3. Gli intermediari autorizzati, le società di gestione del risparmio e le SICAV trattano i reclami ricevuti in modo sollecito; l'esito finale del reclamo, contenente le determinazioni dell'intermediario, è comunicato per iscritto all'investitore, di regola, entro il termine di 90 giorni dal ricevimento.

4. Entro quaranta giorni dalla fine di ciascun semestre, il responsabile della funzione di controllo interno trasmette al consiglio di amministrazione e al collegio sindacale una apposita relazione che illustri, per ciascun servizio prestato, la situazione complessiva dei reclami ricevuti. Qualora dall'analisi e valutazione dei reclami ricevuti nel semestre dovesse emergere che le lamentele complessivamente ricevute sono state originate da carenze organizzative e/o procedurali, il responsabile della funzione di controllo interno descrive, in una apposita sezione della stessa relazione, le carenze riscontrate e le proposte per la loro rimozione. Nell'ambito delle rispettive competenze, il consiglio di amministrazione e il collegio sindacale formulano le proprie osservazioni e determinazioni sulla relazione pervenuta **indicando anche le iniziative assunte per il superamento delle anomalie eventualmente riscontrate.**

PARTE IV OBBLIGHI DI ATTESTAZIONE, RENDICONTAZIONE E REGISTRAZIONE

Art. 60 (Attestazione degli ordini)

1. Nella prestazione dei propri servizi, gli intermediari autorizzati rilasciano agli investitori, all'atto del ricevimento degli ordini presso la propria sede legale o le proprie dipendenze, una attestazione cartacea contenente:

a.1) la denominazione dell'intermediario;

a 2) il nome dell'investitore e gli estremi identificativi del conto;

b) l'orario, ~~qualora rilevante con riferimento alle modalità di esecuzione,~~ e la data di ricevimento dell'ordine;

c) gli elementi essenziali dell'ordine e le eventuali istruzioni accessorie.

2. Gli intermediari autorizzati registrano su nastro magnetico o su altro supporto equivalente gli ordini impartiti telefonicamente dagli investitori.

3. I promotori finanziari incaricati dagli intermediari autorizzati di ricevere ordini fuori dalla sede legale o dalle dipendenze rilasciano agli investitori, all'atto del ricevimento degli ordini, una attestazione cartacea contenente gli elementi di cui al comma 1. Qualora gli ordini siano ricevuti per via telefonica, i promotori finanziari sono tenuti alla registrazione di cui al comma 2.

4. Gli obblighi di cui ai commi 1, 2 e 3 si applicano anche alle revoche degli ordini disposte dagli investitori.

5. Le disposizioni di cui al presente articolo si applicano anche agli ordini ricevuti da società di gestione del risparmio nell'ambito del ~~l'allocazione diretta~~ **commercializzazione**, anche fuori sede, di quote di fondi comuni di investimento di propria istituzione o per i quali svolgono la gestione. Le medesime disposizioni si applicano agli ordini ricevuti da SICAV nell'ambito del ~~l'allocazione diretta~~ **commercializzazione**, anche fuori sede, di ~~ordinazioni~~ di propria emissione.

6. Le attestazioni di cui al presente articolo possono essere inviate mediante le medesime tecniche di comunicazione utilizzate dall'investitore per la trasmissione delle disposizioni, purché tali tecniche gli consentano di acquisirne la disponibilità su supporto duraturo.

COMMENTO

Cfr. principio n. 95 CESR. In effetti, il citato principio del CESR fa riferimento esclusivamente al dovere degli intermediari di mantenere opportune registrazioni, su nastro magnetico, degli ordini telefonici della clientela (comma 2 e parte del comma 3 dell'art. 60 vigente). Si ritiene peraltro utile mantenere in vigore anche l'obbligo di attestazione dell'ordine di cui al **comma 1**, che si è dimostrato valido mezzo di tutela dell'investitore e strumento importante anche ai fini del contenimento del contenzioso fra intermediari e clienti.

Art. 61
(Informazioni sulle operazioni eseguite)

1. Nella prestazione dei servizi di negoziazione, gli intermediari autorizzati inviano al domicilio dell'investitore per ogni operazione eseguita, entro il ~~settimo~~**primo** giorno lavorativo successivo a quello di esecuzione, una nota relativa all'operazione stessa in cui sono distintamente riportate le seguenti informazioni:

a) la denominazione dell'intermediario;

b) il nome dell'investitore e gli estremi identificativi del conto;

c) la data di esecuzione;

~~ad) l'orario di esecuzione, qualora rilevante con riferimento alle modalità di esecuzione, e la data di esecuzione dell'operazione~~ **ovvero, nel caso in cui questo non fosse immediatamente disponibile, l'avvertenza che lo stesso potrà essere indicato a richiesta del cliente;**

~~be)~~ il tipo di operazione;

~~ef)~~ il mercato regolamentato in cui l'operazione è stata eseguita ovvero se la stessa è stata eseguita fuori mercato;

~~eg)~~ lo strumento finanziario e le quantità oggetto dell'operazione;

~~eh)~~ il prezzo praticato, unitario e totale; **nel caso in cui l'ordine abbia dato luogo a più eseguiti dovrà essere indicato il singolo prezzo unitario a condizione che il cliente non abbia richiesto l'indicazione del prezzo medio ponderato relativo all'insieme degli eseguiti parziali;**

~~fi)~~ se la controparte dell'investitore è costituita dall'intermediario;

l) se l'operazione è realizzata in conflitto di interessi;

~~gm)~~ le commissioni e le spese addebitate;

~~h)~~ gli eventuali effetti fiscali;

~~in)~~ il termine e le modalità di liquidazione dell'operazione.

2. Nella prestazione del servizio di ricezione e trasmissione di ordini, gli intermediari autorizzati provvedono all'invio della nota di cui al comma 1, entro il ~~settimo~~**primo** giorno lavorativo successivo a quello in cui si è avuta conferma dell'esecuzione dell'ordine trasmesso. ~~La presente disposizione non si applica nel caso di ordini relativi a operazioni di collocamento.~~

3. Salvo il caso di cui al comma 4, nella prestazione del servizio di collocamento, ivi inclusa l'attività di offerta fuori sede di strumenti finanziari, gli intermediari autorizzati provvedono all'invio della nota di cui al comma 1 entro il ~~settimo~~**primo** giorno lavorativo successivo a quello di conclusione dell'operazione di collocamento. Nel caso si verificino le condizioni per un riparto degli strumenti finanziari, da cui consegue una esecuzione parziale dell'ordine ricevuto, la nota deve indicare esplicitamente tali condizioni.

3 bis. Nella prestazione del servizio di gestione individuale, ove pattuito nel contratto di cui all'articolo 37, gli intermediari autorizzati provvedono all'invio della nota di cui al comma 1, entro il primo giorno lavorativo successivo a quello in cui si è avuta conferma dell'esecuzione dell'ordine trasmesso.

3 ter. Le note di cui ai commi 1, 2, 3 e 3 bis contengono, nel caso di prestazione connessa del servizio di finanziamento, anche informazioni sulle relative condizioni praticate e sul piano di rientro del finanziamento.

4. Nella prestazione del servizio di gestione collettiva del risparmio, le società di gestione del risparmio e le SICAV provvedono all'invio della nota di cui al comma 1 entro il settimo giorno lavorativo successivo a quello di esecuzione delle operazioni di sottoscrizione e disinvestimento disposte dagli investitori. La nota contiene informazioni circa la data di ricevimento della domanda di sottoscrizione e del mezzo di pagamento, l'importo lordo versato e quello netto investito, la valuta riconosciuta al mezzo di pagamento, il numero delle quote o azioni attribuite, il valore unitario al quale le medesime sono state sottoscritte nonché il giorno cui tale valore si riferisce; in caso di sottoscrizione attraverso piani di accumulazione, può essere inviata una nota riassuntiva con cadenza trimestrale o semestrale. Analoghe informazioni sono contenute nella nota concernente le operazioni di disinvestimento.

5. Gli intermediari autorizzati, le società di gestione del risparmio e le SICAV, comunicano tempestivamente la mancata esecuzione delle disposizioni impartite dagli investitori, ovvero la sopravvenienza di condizioni di mercato o altri impedimenti che non consentano di eseguire l'ordine secondo le istruzioni impartite.

6. Le note di cui al presente articolo possono essere inviate mediante le medesime tecniche di comunicazione utilizzate dall'investitore per la trasmissione delle disposizioni, purché tali tecniche gli consentano di acquisire disponibilità delle informazioni su supporto duraturo.

COMMENTO

Cfr. principi n. 58, 93 CESR. In particolare, l'innovazione di cui al **comma 1, lett. h)**, è da porre in relazione al principio n. 115 CESR.

Il **comma 3 ter** assolve alla finalità di opportunamente rappresentare al cliente gli elementi rilevanti dei finanziamenti concessi in connessione alla prestazione dei servizi di investimento, posta la centralità della effettiva consapevolezza, in capo al cliente, dei complessivi termini di un'operazione realizzata.

Il **comma 5** è ispirato al principio n. 110 CESR.

Art. 62

(Rendicontazioni periodiche)

1. Il contratto relativo alla prestazione dei servizi di negoziazione e di ricezione e trasmissione di ordini può prevedere, **con riguardo alle operazioni diverse da quelle allo scoperto e da quelle aventi ad oggetto strumenti finanziari derivati, warrant e titoli strutturati**, l'invio agli investitori, in alternativa a quanto previsto dall'articolo 61, commi 1 e 2, di un rendiconto mensile redatto secondo lo schema di cui all'Allegato n. 4. Il rendiconto è inviato entro ~~quindici~~ **cinque** giorni lavorativi dalla data di chiusura del periodo di riferimento. **Nel caso di prestazione connessa del servizio di finanziamento il rendiconto contiene anche informazioni sulle relative condizioni praticate e sul piano di rientro del finanziamento.**

1 bis. Gli intermediari autorizzati inviano in ogni caso al domicilio dell'investitore un rendiconto mensile redatto secondo lo schema di cui all'Allegato 4 bis con riferimento alle operazioni allo scoperto ovvero aventi ad oggetto warrant, titoli strutturati, strumenti finanziari derivati per finalità diverse da quelle di copertura. Il rendiconto è inviato entro cinque giorni lavorativi dalla data di chiusura del periodo di riferimento.

1 ter. Gli intermediari inviano al domicilio dell'investitore con cadenza almeno semestrale un rendiconto avente ad oggetto gli strumenti finanziari ed il denaro di pertinenza del cliente, redatto secondo lo schema di cui all'Allegato 4 ter. Il rendiconto è inviato entro quindici giorni lavorativi dalla data di chiusura del periodo di riferimento. Con riguardo agli intermediari che prestano il servizio di gestione individuale si applica il comma 2.

2. Nella prestazione del servizio di gestione su base individuale di portafogli di investimento, gli intermediari autorizzati inviano al domicilio dell'investitore almeno con cadenza trimestrale il rendiconto relativo al periodo di riferimento, redatto secondo lo schema di cui all'Allegato n. 5. **Se l'investitore ha scelto di ricevere la nota informativa di cui all'articolo 61, comma 3 bis, il rendiconto può essere inviato con cadenza semestrale.** Il rendiconto è **comunque** inviato entro quindici giorni lavorativi dalla data di chiusura del periodo di riferimento.

2 bis. Il rendiconto di cui al comma 2, almeno una volta l'anno, deve contenere una descrizione riassuntiva delle strategie generali di investimento definite dall'intermediario nel periodo di riferimento nonché indicazioni sulle eventuali somme di denaro, beni o servizi di cui all'art. 27, comma 8, ricevuti in connessione alla prestazione del servizio.

2 ter. Qualora il contratto preveda l'utilizzo di una leva finanziaria superiore all'unità, gli intermediari inviano al domicilio dell'investitore il rendiconto di cui al comma 2, contenente anche una valutazione dei rischi connessi all'effettiva misura di leva finanziaria utilizzata.

3. Nella prestazione del servizio accessorio di finanziamento di cui all'articolo 1, comma 6, lettera c), del Testo Unico, gli intermediari autorizzati inviano al domicilio dell'investitore il rendiconto relativo ai finanziamenti concessi redatto secondo lo schema di cui all'Allegato n. 6. La cadenza del rendiconto e il termine massimo di invio sono definiti, in ragione del servizio di investimento prestato, secondo quanto previsto dai commi 1, e 2.

4. Nella prestazione del servizio di gestione collettiva del risparmio, le società di gestione del risparmio e le SICAV:

a) mettono a disposizione degli investitori, nei luoghi e con le modalità indicate nel prospetto informativo, i prospetti periodici dell'OICR ed i dati sul suo rendimento percentuale nel periodo di riferimento. Della disponibilità del prospetto periodico è dato avviso su almeno un quotidiano a diffusione nazionale; l'avviso riporta i dati sul rendimento percentuale dell'OICR nel periodo di riferimento;

b) con periodicità semestrale, su richiesta degli investitori che non abbiano ritirato i certificati, inviano al domicilio degli stessi un prospetto riassuntivo indicante il numero delle quote o azioni di OICR di pertinenza e il loro valore all'inizio ed al termine del periodo di riferimento, nonché le sottoscrizioni e i disinvestimenti.

c) con periodicità annuale informano gli investitori sulle modalità di esercizio dei diritti di intervento e di voto in assemblea relativi agli strumenti finanziari di pertinenza degli OICR gestiti.

5. I dati sul rendimento percentuale dell'OICR comunque diffusi dalle società di gestione del risparmio e dalle SICAV sono sempre confrontati con quelli del parametro oggettivo di riferimento.

COMMENTO

L'articolo è ispirato ai principi n. 129, 130, 132, 133 e 134 CESR.

Il comma 1 bis tiene conto dei principi n. 57 e 61 CESR; il comma 1 ter ai principi n. 56 e n. 60.

Con riguardo alle innovazioni al **comma 4**, l'esercizio del diritto di voto da parte dei gestori collettivi, in considerazione dell'importante funzione che tali investitori istituzionali svolgono, costituisce una componente essenziale per la *governance* delle imprese partecipate. Il ruolo degli investitori istituzionali è infatti teso a supplire all'"assenteismo" dell'azionariato risparmiatore, così garantendo una vigilanza professionale sull'operato degli amministratori delle società alle quali fanno affluire capitale di rischio. L'introduzione del comma 4 è finalizzata a rendere pubbliche *ex post* le modalità attraverso cui si è data attuazione agli indirizzi strategici disposti dalla SGR. Ciò permette agli investitori di verificare la coerenza delle scelte effettuate nelle assemblee delle società partecipate, così fornendo la possibilità di valutare il grado di diligenza prestato dal gestore nell'adempimento del mandato anche con riguardo all'esercizio del diritto di voto

Art. 63

(Registrazione degli ordini e delle operazioni)

1. Gli intermediari autorizzati registrano in forma elettronica **immediatamente**, ~~entro il giorno successivo a quello di ricezione~~, gli elementi essenziali degli ordini impartiti dagli investitori. Nell'ambito del servizio di gestione su base individuale di portafogli di investimento, gli intermediari registrano in forma elettronica, all'atto della loro trasmissione, gli elementi essenziali degli ordini impartiti per conto degli investitori. Gli intermediari registrano altresì, con le stesse modalità e negli stessi tempi, le disposizioni di revoca degli ordini precedentemente impartiti

2. Gli intermediari autorizzati registrano in forma elettronica, **immediatamente** ~~entro il giorno successivo a quello di esecuzione~~, gli elementi essenziali delle operazioni eseguite, ivi comprese quelle eseguite per proprio conto.

3. Analoghe registrazioni sono effettuate dagli intermediari per gli ordini impartiti e per le operazioni eseguite al fine di fare fronte a eventuali errori di registrazione, trasmissione od esecuzione di ordini.

4. Le procedure di registrazione devono consentire in ogni momento di effettuare ricerche ed estrazioni per strumento finanziario, tipologia di operazione, investitore, controparte, promotore finanziario, dipendente, data e orario, mercato di esecuzione, e servizio di investimento, **operazioni in conflitto di interesse, non adeguate e operazioni a fronte di ordini raggruppati**.

5. Le società di gestione del risparmio e le SICAV registrano in forma elettronica:

a) entro il giorno lavorativo successivo a quello di ricezione, gli elementi essenziali degli ordini di sottoscrizione e di disinvestimento ricevuti dagli investitori, nonché entro il giorno successivo a quello di esecuzione, le condizioni alle quali detti ordini sono stati eseguiti. Le procedure di registrazione devono consentire in ogni momento di effettuare ricerche ed estrazioni per ogni singolo OICR o comparto, tipologia di operazione, investitore, intermediario che ha trasmesso l'ordine, promotore finanziario, data e orario, **operazioni in conflitto di interesse e a fronte di ordini raggruppati**;

b) all'atto della trasmissione, gli elementi essenziali degli ordini disposti per conto degli OICR gestiti e, ~~entro il giorno successivo a quello di esecuzione,~~ **immediatamente**, gli elementi essenziali delle operazioni eseguite. Le procedure di registrazione devono consentire in ogni momento di effettuare ricerche ed estrazioni per strumento finanziario, tipologia di operazione, OICR o comparto gestito, controparte, dipendente, data e orario, e mercato di esecuzione, **operazioni in conflitto di interesse e a fronte di ordini raggruppati**.

6. Le procedure devono assicurare l'immodificabilità delle registrazioni effettuate; eventuali correzioni devono essere adeguatamente evidenziate.

COMMENTO

I **commi 1 e 2** si pongono in relazione ai principi n. 94, 113 e 140 CESR.

Le innovazioni proposte al **comma 4**, pur non direttamente riconducibili al recepimento dei principi del CESR, paiono particolarmente utili poiché fornirebbero alla vigilanza, innanzitutto interna dell'intermediario, strumenti di migliore e più rapida attività di verifica, al fine di individuare più prontamente possibili situazioni di anomalia, su temi particolarmente delicati ed importanti, quali quelli enucleati nel comma citato. Sulla stessa linea si pongono le modifiche al **comma 5, lett. a e b**).

PARTE V AGENTI DI CAMBIO

Titolo I
Disposizioni general

Art. 64
(Agenti di cambio)

1. Gli agenti di cambio sono tenuti all'osservanza del presente regolamento.

2. Per quanto riguarda l'organizzazione e le procedure interne, gli agenti di cambio, nel rispetto dei principi generali previsti nella parte III, adottano **e osservano** procedure che tengono conto delle attività svolte, del volume d'affari e del numero dei dipendenti e collaboratori utilizzati.

Titolo II Controllo contabile

Art. 65 e ss

[...OMISSIS...]

PARTE VI INTERMEDIARI COMUNITARI ED EXTRACOMUNITARI

Art. 68
(Intermediari comunitari ed extracomunitari)

[...OMISSIS...]

PARTE VII
DISPOSIZIONI FINALI E TRANSITORIE

Art. 69
(Conservazione dei registri e della documentazione)

1. Fatte salve le disposizioni di legge in materia di conservazione di libri e documenti:
 - a) le registrazioni di cui al presente regolamento sono conservate per almeno ~~otto anni~~ **cinque anni**;
 - b) le attestazioni e le registrazioni magnetiche degli ordini e delle autorizzazioni telefoniche di cui al presente regolamento sono conservate per almeno due anni;
 - c) i contratti, la corrispondenza e la documentazione di cui al presente regolamento sono conservati per almeno un quinquennio dalla cessazione dei rapporti con gli investitori cui sono riferiti.
2. I contratti, la corrispondenza e la documentazione di cui al presente regolamento possono essere conservati mediante supporti magnetici, microfilmature, supporti ottici o digitali, ovvero in altra forma tecnica equivalente.

3. Gli intermediari autorizzati, le società di gestione del risparmio e le SICAV adottano soluzioni idonee a garantire la conservazione dei registri e della documentazione per il periodo previsto al comma 1 anche dopo la cancellazione dai rispettivi albi.

COMMENTO

La modifica di cui al **comma 1, lett. a)**, tiene conto del principio del CESR n. 15. Si ritiene allo stato non possibile recepire quanto suggerito dal CESR in tema di conservazione delle registrazioni magnetiche degli ordini telefonici (riduzione da due anni ad un anno: **comma 1, lett. b)**, vista anche la rilevanza delle menzionate registrazioni, oltre che per esigenze di vigilanza sul rispetto delle regole di condotta da parte degli intermediari, per le istruttorie in tema di abusi di mercato. Quanto alle innovazioni prospettate al **comma 3**, si osserva che l'obbligo di conservazione delle registrazioni e della documentazione, essendo prolungato nel tempo, potrebbe giungere a compimento in un periodo in cui l'intermediario non è più tale (ed in ipotesi neppure più esiste come soggetto). Pare opportuno allora che nel periodo in cui le imprese sono iscritte nei rispettivi albi adottino misure per la conservazione degli elementi richiesti anche dopo la cancellazione. Le registrazioni e la documentazione in parola potrebbero infatti essere utili alla clientela rispetto a rapporti avviati e chiusi quando l'intermediario era soggetto debitamente iscritto, ma con riguardo ai quali si manifestino successivamente esigenze di chiarimento e di contenzioso.

Art. 70
(Entrata in vigore e disposizioni transitorie)

[...OMISSIS...]

LIBRO IV
PROMOZIONE E COLLOCAMENTO A DISTANZA DI SERVIZI DI INVESTIMENTO
E DI PRODOTTI FINANZIARI

Art. 71 e ss.

[...OMISSIS...]

Art. 74
(Limiti all'impiego di tecniche di comunicazione a distanza)

~~1. La promozione e il collocamento mediante tecniche di comunicazione a distanza non possono effettuarsi e, qualora intrapresi, devono essere immediatamente interrotti, nei confronti degli investitori che si dichiarino esplicitamente contrari al loro svolgimento o alla loro prosecuzione.~~

1. I soggetti abilitati, nei contatti realizzati su propria iniziativa, mediante tecniche di comunicazione a distanza con possibilità di dialogo o altre forme di interazione rapida, devono osservare le disposizioni di cui all'articolo 36 bis.

COMMENTO

Si rinvia al commento sub art. 36 bis.

Art. 75 e ss

[...OMISSIS...]

[ALLEGATI AL REGOLAMENTO](#)

NOTE ALL'ARTICOLATO

1 I documenti del CESR, già FESCO, sono disponibili sul sito internet www.europefesco.org

2 Per una più ampia illustrazione dei profili qui sinteticamente rappresentati si rinvia ai commenti relativi ai singoli articoli della bozza di nuovo regolamento citati.

3 Si intende anche aggiornare, nel prosieguo dei lavori di consultazione, il regolamento intermediari al fine di tenere pienamente conto della "riforma del diritto societario" che entrerà in vigore il prossimo 1° gennaio 2004.

4 Già comma 3 dell'articolo 56.

5 Già comma 4 dell'articolo 56.

6 Parte confluita nell'art. 28 bis.

7 Cfr. articolo 31 bis, comma 1 e 32 ter, comma 1.

8 Le categorie che risultano qui eliminate sono "recuperate" nel prosieguo del testo.

9 La norma si pone in relazione a quanto previsto all'art. 29, comma 4.

10 Sulla materia si veda anche il successivo art. 32, comma 1.

11 Cfr. art. 32 bis.

12 Cfr. art. 32 bis

13 L'evidenziazione delle modifiche si riferisce al vigente comma 3 dell'art. 32.

14 Questa parte è confluita nel successivo comma 2 bis.

15 Cfr. principio n. 112 CESR.

16 Cfr. principio n. 100 e 115 CESR.

17 Cfr. principio n. 114 CESR.

18 Cfr. principio n. 98 CESR.

19 L'inserimento è connesso alla soluzione adottata *sub* art. 25 in tema di mercati regolamentati, a cui si rinvia per il relativo commento.

20 Le modifiche proposte sono volte a garantire l'opportuna uniformità con le innovazioni apportate in tema di gestione individuale.

21 Cfr. principio n. 9 CESR.

22 Questo comma è confluito nell'articolo 27, comma 2.

23 Questo comma è confluito nell'articolo 27, comma 2 bis.

24 Cfr. artt. 43 e 54.