

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

Luglio 2004

PREMESSA

Le modifiche al Regolamento n. 11768/98 in materia di mercati, di seguito illustrate, sono connesse:

1. al regime di trasparenza delle operazioni su titoli obbligazionari quotati effettuate fuori mercato e soggette ad obblighi di comunicazione da parte degli intermediari autorizzati;
2. alla tempistica degli obblighi di comunicazione delle operazioni aventi ad oggetto blocchi di azioni, qualora riconducibili e successivi ad operazioni di *private placement* di ammontare significativo;
3. alle condizioni di esecuzione delle operazioni fuori mercato;
4. alle attività connesse e strumentali che possono essere esercitate dalle società di gestione dei mercati, al fine di considerare la possibilità per le stesse di gestire un circuito informativo nel quale acquisire informazioni circa il nominativo dell'intermediario che negozia strumenti finanziari e le indicazioni sulle condizioni di negoziazione (quantità e prezzi);
5. all'esercizio del diritto di intervento in assemblea, in relazione alle novità introdotte dal D. Lgs. 17 gennaio 2003 n. 6 (legge Vietti) nell'art. 2370, comma 2, c.c.

Regolamento Consob del 23 dicembre 1998, n.11768 - *Regolamento recante norme di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n.58 e del decreto legislativo 24 giugno 1998, n.213 in materia di mercati.*

(...omissis...)

Art. 3
(Definizioni)

1. Nel presente Capo si intendono per:

(?omissis...)

c) "intermediari": gli agenti di cambio, le imprese di investimento e le banche autorizzati a prestare in Italia i servizi di:

- **negoziazione, per conto proprio o per conto terzi, di strumenti finanziari;**
- **ricezione e trasmissione di ordini nonché mediazione relativi a strumenti finanziari.**

Art. 5
(Attività connesse e strumentali)

1. Le società di gestione possono svolgere le seguenti attività connesse e strumentali a quelle di organizzazione e gestione dei mercati:

(?omissis...)

h) gestione di circuiti informativi per la visualizzazione da parte degli intermediari di condizioni di negoziazione (quantità e prezzi) di strumenti finanziari che non consentono la conclusione del contratto per il tramite del circuito stesso.

(?omissis...)

COMMENTO

La proposta di modifica dell'art. 5 è volta a consentire alle società di gestione dei mercati regolamentati di attivare, nell'ambito delle attività connesse e strumentali a quelle di organizzazione e gestione mercati, circuiti informativi dai quali acquisire informazioni circa il nominativo dell'intermediario che negozia strumenti finanziari e le condizioni di negoziazione (quantità e prezzi). Trattandosi di mera "pagina informativa", la conclusione dei contratti viene realizzata al di fuori di tale sistema mediante l'intervento dell'intermediario.

Tale possibilità anticipa nei fatti i futuri sviluppi in merito ai meccanismi utilizzabili dagli intermediari internalizzatori per rispettare gli obblighi di trasparenza informativa *pre-trade*, in linea con quanto previsto dalle disposizioni della nuova Direttiva 2004/39/EC sui mercati di strumenti finanziari.

La modifica dell'art. 3 si è resa opportuna al fine di includervi la definizione di intermediari applicabile alle norme del Capo I.

Art. 8

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

(?omissis...)

2. Le disposizioni di cui al comma 1, lettera b) non si applicano alle operazioni di compravendita eseguite al di fuori dei mercati regolamentati ad un prezzo risultante dai diversi prezzi di esecuzione dell'ordine ovvero ad un prezzo derivante da criteri oggettivamente definiti all'atto del conferimento dell'ordine stesso.

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

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

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

COMMENTO

Come noto, l'attuale disciplina prevede che le negoziazioni di strumenti finanziari possono essere eseguite o fatte eseguire dagli intermediari autorizzati al di fuori dei mercati regolamentati a condizione che il cliente abbia preventivamente autorizzato l'intermediario ad eseguire o a far eseguire le negoziazioni al di fuori dei mercati regolamentati e l'esecuzione delle negoziazioni al di fuori dei mercati regolamentati consenta di realizzare un miglior prezzo per il cliente.

La modifica della norma prende spunto dalle segnalazioni pervenute in merito alle difficoltà incontrate nel rispetto della disposizione di cui all'art. 8, comma 1, lettera b) da parte degli intermediari in presenza di operatività più complesse nell'ambito delle quali gli ordini trasmessi dal e concordati con il cliente prevedono un'operatività dell'intermediario in conto proprio cui segue la negoziazione al di fuori dei mercati regolamentati con il cliente stesso. Tali operazioni concluse fuori mercato con il cliente, per quantitativi superiori al blocco, avvengono ad un prezzo non identificabile anticipatamente al momento del conferimento dell'ordine da parte del cliente stesso ma successivamente all'effettuazione delle operazioni in conto proprio da parte dell'intermediario e comunque sulla base di criteri oggettivamente individuati all'atto del conferimento dell'ordine del cliente.

In particolare, due tipologie di operatività sono state individuate dagli intermediari, tali da porsi in contrasto con quanto richiesto dall'art. 8, comma 1, lettera b):

- negoziazioni richieste e concordate da clientela che prevedono un'operatività dell'intermediario in conto proprio e la successiva effettuazione di un fuori mercato con il cliente ad un prezzo pari al prezzo ufficiale della giornata;
- negoziazioni richieste e concordate dalla clientela che prevedono un'operatività dell'intermediario in conto proprio e la successiva effettuazione di un fuori mercato con il cliente ad un prezzo pari al prezzo

medio ponderato (per i volumi negoziati) delle singole transazioni effettuate dall'intermediario per conto del cliente.

Ciò premesso, si è ritenuto opportuno prevedere una deroga all'attuale regime laddove tale operatività venga preventivamente autorizzata dal cliente, faccia riferimento a criteri di determinazione del prezzo oggettivi identificati anticipatamente all'atto del conferimento dell'ordine e conduca poi ad un prezzo per l'operazione fuori mercato in questione che sia il risultato di diversi prezzi di esecuzione dell'ordine comunque riconducibili ad operazioni effettuate sui mercati regolamentati ovvero al di fuori degli stessi nel rispetto della *best execution*.

Art. 11

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

1. Per ogni singola negoziazione avente ad oggetto strumenti finanziari, **diversi dalle obbligazioni**, ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato eseguita fuori da tale mercato, gli intermediari autorizzati alla prestazione dei servizi di negoziazione comunicano, entro il termine di quindici minuti dal momento dell'esecuzione, i seguenti elementi informativi:

(?omissis...)

2. Per le negoziazioni aventi ad oggetto obbligazioni, la comunicazione degli elementi informativi di cui al comma 1 è effettuata:

a) entro le ore 13.00 per le operazioni eseguite entro le 12.30;

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

Si applica il disposto del primo periodo dei commi 3 e 4.

3. La comunicazione ~~di cui al comma 1~~ è effettuata alla società di gestione di uno dei mercati regolamentati italiani nei quali lo strumento finanziario è negoziato. *(?omissis...)*

4. *(?omissis...)*

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

~~5.6.~~ Le comunicazioni sono effettuate con i mezzi e le modalità tecniche stabilite dalle società di gestione con il regolamento previsto dall'articolo 62 del Testo Unico.

~~6.7.~~ Le disposizioni di cui al presente articolo si applicano agli intermediari esteri comunque autorizzati alla prestazione in Italia dei servizi di negoziazione limitatamente alle negoziazioni effettuate con o per conto di investitori residenti in Italia.

~~7.8.~~ Le disposizioni di cui al presente articolo non si applicano alle negoziazioni aventi ad oggetto:

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

COMMENTO

L'attuale disciplina prevede un obbligo di comunicazione delle operazioni aventi ad oggetto strumenti finanziari ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato eseguite fuori da tale mercato. In particolare, l'art. 11 prevede che, per ogni singola negoziazione avente ad oggetto strumenti finanziari ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato eseguita fuori da tale mercato, gli intermediari autorizzati alla prestazione dei servizi

di negoziazione comunicativo, entro il termine di 15 minuti dal momento dell'esecuzione, un serie di elementi informativi.

La modifica della norma prende spunto dalle segnalazioni pervenute in merito alle difficoltà e ai costi connessi agli obblighi di comunicazione di cui all'art. 11 nel caso specifico delle transazioni aventi ad oggetto titoli obbligazionari quotati. Ciò tenuto conto della prevalenza delle transazioni fuori mercato rispetto a quelle effettuate sui mercati regolamentati sui titoli obbligazionari.

Si è, quindi, ritenuto opportuno proporre una modifica dell'art. 11 per introdurre un regime meno stringente di comunicazione delle operazioni fuori mercato su titoli obbligazionari quotati basato su comunicazioni cumulative del dettaglio delle singole negoziazioni avvenute fuori mercato, secondo quanto specificato nel nuovo comma 2, ovvero:

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

In conseguenza del nuovo regime temporale delle comunicazioni relative alle operazioni su titoli obbligazionari, nel comma 2 è stato possibile il richiamo dell'applicazione del solo primo periodo, rispettivamente, dei commi 3 e 4.

Per ragioni di coerenza espositiva della disciplina, il comma 2 della vigente disciplina è stato spostato dopo i commi 3 e 4 in quanto riferito a tutte le operazioni fuori mercato, indipendente dalla natura dello strumento finanziario che ne è l'oggetto.

Art. 12

(Messa a disposizione del mercato delle informazioni concernenti le operazioni aventi ad oggetto strumenti finanziari ammessi alla negoziazione eseguite fuori da tale mercato)

(?omissis...)

2. Gli elementi informativi di cui al comma 1 sono messi a disposizione del mercato decorsi 60 minuti dall'ora di esecuzione dell'operazione. **Per le operazioni aventi ad oggetto blocchi di azioni conseguenti a collocamenti nei quali l'intermediario ha assunto un rischio di posizione, i termini di messa a disposizione dei dati sono stabiliti dalla Consob, con successiva comunicazione, in funzione delle dimensioni delle operazioni e comunque nel limite massimo di 5/8 giorni.**

(?omissis...)

COMMENTO

L'attuale disciplina prevede che le società di gestione, per ogni singola negoziazione fuori mercato ad esse comunicata, mettono a disposizione del mercato, decorsi 60 minuti dall'ora di esecuzione dell'operazione, una serie di elementi informativi (strumento finanziario oggetto dell'operazione, quantità scambiata, prezzo unitario al netto delle eventuali commissioni e data e ora di esecuzione dell'operazione).

In occasione di *private placement* di ammontare significativo ed aventi ad oggetto azioni sono emersi due ordini di problemi. In primo luogo, il rilevante costo implicito associato all'attività di vendita di quantitativi elevati di azioni effettuata attraverso diverse operazioni sul mercato dei blocchi, a causa del *market impact* di tali operazioni ovvero dell'impatto che i segnali di prezzo e quantità trasmessi al mercato, attraverso l'effettuazione delle comunicazioni, possono avere sull'attività di negoziazione dell'intermediario coinvolto. In secondo luogo, la disparità di trattamento fra intermediari esteri ed italiani in merito agli obblighi di comunicazione, laddove l'applicazione agli intermediari esteri dell'art.11 è limitata alle negoziazioni effettuate con e per conto di investitori residenti in Italia.

In relazione a ciò si è ritenuto opportuno proporre una modifica del comma 2 al fine di prevedere una deroga all'attuale regime temporale di segnalazione al mercato (e non a quello di comunicazione alla società di gestione previsto dall'art. 11) qualora ricorrano le due seguenti condizioni: (a) le operazioni implicano un rischio di posizione per l'intermediario collocatore del *private placement*; (b) le operazioni risultano di ammontare significativo.

In considerazione della rilevanza della scelta in merito alle soglie dimensionali delle operazioni cui ricollegare il regime temporale di segnalazione al mercato, si è ritenuto opportuno rinviare ad una successiva comunicazione la definizione puntuale dei termini temporali entro i quali effettuare la comunicazione, in funzione delle dimensioni delle operazioni e comunque con un limite massimo da individuarsi in un *range* da 5 a 8 giorni.

Art 33
(Richiesta di certificazione)

1. Ai fini del rilascio della certificazione di cui agli articoli 85, comma 4, del Testo Unico e 31, comma 1, lettera b), del decreto euro, **o dell'effettuazione della comunicazione prevista dall'articolo 2370, comma 2, del codice civile**, i soggetti legittimati devono avanzare all'intermediario richiesta contenente:

- a) il nominativo del richiedente;
- b) la quantità degli strumenti finanziari per i quali si richiede la certificazione **o la comunicazione**;
- c) l'indicazione del diritto che si intende esercitare;
- d) ove trattasi di diritto esercitabile in assemblea, la data e il tipo di detta assemblea;
- e) ~~l'eventuale~~ **il** termine di efficacia della certificazione **o della comunicazione**;
- f) il luogo e la data della richiesta;
- g) la firma del richiedente.

(?omissis...)

4. **Nel i case i** di sequestro **e di pignoramento**, legittimato ad avanzare la richiesta per l'esercizio dei diritti previsti dal comma 3, e dagli articoli 2367, 2377, 2379, 2395, 2408, 2409, 2416, 2419, 2422 e 2437 del codice civile, nonché ad ottenere la relativa certificazione, è la persona a tal fine designata dall'Autorità giudiziaria.

COMMENTO

L'attuale disciplina dell'art. 33, comma 1, si limita a prevedere la richiesta di certificazione. Una prima modifica riguarda, dunque, l'aggiunta della richiesta di comunicazione ex art. 2370, comma 2, c.c. In secondo luogo, a prescindere dall'attuazione della riforma Vietti, sembra opportuno eliminare dall'art. 33, comma 1, e dallo schema di certificazione contenuto nell'Allegato 3 al Regolamento Mercati, la possibilità di richiedere certificazioni aventi durata illimitata. L'attuale disciplina dell'art. 33, comma 1, lett. e), infatti, include tra gli elementi che deve avere la richiesta di certificazioni "l'eventuale termine di efficacia della certificazione", implicitamente ammettendo che la certificazione possa avere durata illimitata. In senso analogo, lo schema di certificazione contenuto nell'Allegato 3 al regolamento mercati prevede esplicitamente che si indichi se la certificazione abbia efficacia "fino a ... (data certa)" ..., ovvero "illimitata". Infine, nel comma 4 è stata uniformata la disciplina del pignoramento a quella del sequestro, prevedendo in entrambi i casi che il soggetto legittimato ad ottenere la certificazione sia la persona designata dall'Autorità giudiziaria.

Art 34
(Rilascio delle certificazioni)

1. Entro il ~~terzo~~ **secondo** giorno lavorativo successivo alla data di ricevimento della richiesta avanzata ai sensi dell'articolo 33, previa verifica della regolarità della richiesta stessa, l'intermediario rilascia in conformità alle proprie scritture contabili le certificazioni attestanti la partecipazione al sistema e rende indisponibili le corrispondenti quantità di strumenti finanziari **fino a quando la certificazione non gli sia restituita o non sia più idonea a produrre effetti**.

2. Le certificazioni ~~devono essere redatte~~ **sono redatte** in conformità all'Allegato 3 del presente regolamento.

~~3. Nel caso di richiesta di certificazioni per l'esercizio dei diritti inerenti o conseguenti a deliberazioni assembleari, l'intermediario deve accertare che da almeno cinque giorni antecedenti la data dell'assemblea esista una posizione in strumenti finanziari corrispondente a quella certificata.~~

~~4 3.~~ In caso di denuncia di smarrimento, distruzione o sottrazione delle certificazioni, su istanza dei soggetti legittimati alla richiesta delle certificazioni, l'intermediario ~~è tenuto a consegnarne~~ **consegna** una copia recante la dizione «duplicato» e ~~ad informarne~~ **ne informa** senza indugio l'emittente.

~~5. 4.~~ Gli intermediari ~~sono tenuti a conservare~~ **conservano**, in ordine progressivo annuo di missione, copia delle certificazioni ~~rilasciate ai sensi del comma 1,~~ unitamente al duplicato eventualmente rilasciato ai sensi del comma ~~4 3.~~

COMMENTO

Oltre ad alcune modifiche di carattere formale, l'art. 34 è stato modificato, nel comma 1, anzitutto per abbreviare a due giorni lavorativi il termine per il rilascio della certificazione e, in secondo luogo, per prevedere espressamente sul piano regolamentare quanto sancito dall'art. 86, comma 1, del Testo Unico della Finanza e cioè che il vincolo d'indisponibilità permane fino a quando la certificazione non sia restituita all'intermediario o non sia più idonea a produrre effetti. Inoltre, il comma 3 è stato eliminato per adeguare l'art. 34 alla riforma Vietti che, ai fini dell'intervento in assemblea, esclude che il deposito preventivo della certificazione possa superare i due giorni antecedenti l'assemblea ed esclude *tout cour* detto deposito preventivo ai fini dell'impugnazione delle delibere assembleari

Art 34-bis **(Diritto d'intervento in assemblea)**

1. Ai fini dell'esercizio del diritto d'intervento in assemblea, se lo statuto dell'emittente non richiede il preventivo deposito della certificazione l'intermediario rilascia la certificazione ai sensi dell'articolo 34 del presente regolamento. In caso contrario, l'intermediario effettua la comunicazione prevista dall'articolo 2370, comma 2, del codice civile, secondo le modalità e i termini stabiliti nei seguenti commi.

2. La comunicazione deve contenere le informazioni indicate nell'Allegato 3 del presente regolamento e sostituisce a tutti gli effetti la certificazione per la partecipazione in assemblea. Essa è effettuata dall'intermediario in conformità alle proprie scritture contabili non oltre il termine previsto dallo statuto dell'emittente per il deposito della certificazione.

3. L'intermediario comunica senza indugio all'emittente l'eventuale trasferimento dei corrispondenti strumenti finanziari disposto prima che l'assemblea abbia avuto luogo. Se lo statuto dell'emittente vieta di ritirare le azioni prima che l'assemblea abbia avuto luogo l'intermediario rende indisponibili le corrispondenti quantità di strumenti finanziari fino all'avvenuto svolgimento dell'assemblea.

4. L'intermediario conserva, in ordine progressivo annuo di emissione, copia delle comunicazioni effettuate e su istanza del soggetto legittimato alla relativa richiesta consegna senza indugio una copia dell'ultima comunicazione effettuata.

5. Ai fini dell'adempimento degli obblighi previsti dal presente articolo l'intermediario è tenuto ad acquisire le necessarie informazioni sulle disposizioni dello statuto dell'emittente.

6. A partire dall'1 gennaio 2005 la comunicazione è trasmessa all'emittente mediante appositi collegamenti informatici.

COMMENTO

L'art. 34-bis è stato introdotto per regolamentare specificamente la materia dell'intervento in assemblea. Nel primo comma si contempla l'ipotesi in cui lo statuto dell'emittente non preveda il preventivo deposito della certificazione. In tal caso l'intermediario è tenuto a rilasciare la certificazione cartacea ai sensi dell'art. 34, di guisa che il soggetto legittimato possa presentarla all'emittente all'atto dell'intervento in assemblea. Nei commi successivi si disciplina la comunicazione all'emittente prevista dall'art. 2370, comma 2, c.c., che sostituisce a tutti gli effetti la certificazione qualora lo statuto dell'emittente disponga il preventivo deposito della certificazione per la partecipazione in assemblea. In linea con quanto già indicato dalla Commissione nella propria comunicazione interpretativa n. DME/4050274 del 24 maggio c.a., attinente al regime transitorio, la

comunicazione effettuata dall'intermediario all'emittente deve contenere le informazioni indicate nell'Allegato 3 del presente regolamento. Essa, inoltre, va effettuata "non oltre il termine previsto dallo statuto dell'emittente per il deposito della certificazione" (comma 2), così da consentire all'intermediario di raggruppare le richieste formulate dai soggetti legittimati e di effettuare le comunicazioni anche tutte in una volta. Questa facoltà si ricollega all'obbligo sancito dal comma 6 di effettuare le comunicazioni, a partire dal 1° gennaio 2005, mediante appositi collegamenti informatici, che si ritiene possano rendere più agevole e meno costosa la trasmissione di elevate quantità di dati. Si potrebbe inoltre ritenere che, effettuata la comunicazione prevista dall'art. 2370 c.c., l'intermediario non sia poi tenuto ad effettuare la comunicazione all'emittente sancita dalla prima parte dell'art. 35, comma 1, del regolamento mercati e cioè a comunicare, entro tre giorni lavorativi, i nominativi dei soggetti che l'hanno richiesta.

I commi 3 e 4 stabiliscono gli obblighi dell'intermediario successivi all'effettuazione della comunicazione. In particolare, il comma 3 distingue l'ipotesi in cui lo statuto dell'emittente si limita a prevedere il necessario deposito preventivo della certificazione dall'ipotesi in cui preveda anche il divieto di ritirare le azioni (e quindi di disporne) prima che l'assemblea abbia avuto luogo. Tale distinzione ricalca quella effettuata dalla riforma Vietti nel nuovo art. 2370, comma 2, c.c., là dove si prevede che l'azionista può ritirare le azioni anche prima della conclusione dell'assemblea salvo che l'emittente, avendo optato per il deposito, abbia altresì stabilito che le azioni debbano rimanere "ferme" fino alla conclusione della stessa. Nella prima ipotesi, l'art. 34-bis, comma 3, non impone all'intermediario di rendere indisponibili gli strumenti finanziari, bensì di comunicare senza indugio all'emittente il loro eventuale trasferimento ove lo stesso sia disposto prima che l'assemblea abbia avuto luogo; nella seconda ipotesi, invece, è fatto obbligo all'intermediario di rendere indisponibili gli strumenti finanziari fino all'avvenuto svolgimento dell'assemblea.

Infine, il comma 5 pone a carico dell'intermediario l'onere di acquisire le necessarie informazioni sulle disposizioni dello statuto dell'emittente ai fini dell'adempimento degli obblighi previsti dall'art. 34-bis e cioè per valutare se rilasciare la certificazione o effettuare la comunicazione, per individuare il termine entro il quale effettuare quest'ultima, nonché per valutare se rendere indisponibile o meno gli strumenti finanziari fino all'avvenuto svolgimento dell'assemblea o limitarsi a comunicare senza indugio all'emittente il loro eventuale trasferimento disposto prima che l'assemblea abbia avuto luogo.