

**Risposta ABI alla consultazione  
CONSOB sugli aumenti di  
capitale con rilevante effetto  
diluitivo**

30 settembre 2014

## Premessa

L'Associazione Bancaria Italiana, fin dalla prima fase di consultazione nel 2010, ha auspicato che la soluzione al problema degli aumenti di capitale con rilevante effetto diluitivo, trattandosi di un fenomeno che pur manifestandosi negli anni presentava tuttavia una ridotta frequenza rispetto al numero annuale delle operazioni di aumento di capitale, contemperasse le esigenze delle banche di non appesantire eccessivamente l'operatività e la gestione di tali operazioni e di contenere i costi per il sistema di una eventuale modifica del modello di gestione degli aumenti di capitale.

Infatti, la complessità e la costosità sono senza dubbio tra i motivi per cui l'Associazione ha da sempre manifestato profonda preoccupazione per l'individuazione nel modello di regolamento dei diritti di opzione c.d. "rolling" della soluzione al fenomeno delle anomalie di prezzo che si verificano nei primi giorni di un aumento di capitale fortemente diluitivo.

Preme segnalare che tra i vari elementi di criticità che l'industria ha segnalato, particolare preoccupazione risiede nel disallineamento che il modello rolling comporterebbe rispetto agli standard europei sulle *corporate action*, ed in particolare sia rispetto ai "*Market Standards for Corporate Actions Processing*" redatti dal *Corporate Actions Joint Working Group* (CAJWG) sia rispetto agli standard predisposti dal T2S *Corporate Actions Sub-Group* (CASG) per la gestione delle *corporate actions on flows* nell'ambito di T2S. Come noto gli standard del CAJWG sono parte integrante delle cosiddette "regole di T2S" in quanto sono stati recepiti come tali nel 2009 dell'*Advisory Group* di T2S.

Come noto, tali standard sono stati infatti acquisiti come regole per la gestione in T2S delle operazioni societarie e l'adesione a tali regole, e ai requisiti che conseguentemente sono imposti, rappresentano una condizione necessaria perché il sistema italiano sia giudicato dalle competenti autorità italiane ed europee conforme e pronto per la partenza di T2S prevista a giugno del 2015.

Conseguentemente, il tema dell'adeguamento agli standard sopra citati è di fondamentale importanza per la BCE e, di riflesso, per Banca d'Italia che è la responsabile della conformità a detti standard per il mercato italiano. Negli ultimi anni Banca d'Italia ha avuto modo di manifestare a più riprese la propria attenzione affinché il mercato italiano risulti pienamente *compliant* con quanto previsto dagli standard.

Si ritiene pertanto fondamentale che il modello rolling sia valutato alla luce di tali osservazioni e che ogni decisione circa la sua adozione non possa prescindere da un preventivo esame della Banca d'Italia, in qualità di coordinatore dell'IT-NUG, rispetto alla compatibilità con T2S, e dal successivo passaggio al CASG e al CAJWG per la validazione.

Nel box seguente si analizzano nel dettaglio le incompatibilità del modello *rolling* con gli standard di T2S.

#### *Standards CAJWG for Corporate Actions Processing*

Con riferimento agli standard del CAJWG, in tema di *Voluntary Reorganisations* (tra le quali rientrano gli aumenti di capitale) si segnalano alcune incompatibilità con gli standard relativi alle c.d. *key dates*. In particolare:

- lo standard n°11 prevede che *"the public announcement by the Issuer under standard 1<sup>1</sup> above should be made at least two Business Days before the start of the Election Period[...]"* mentre per prassi consolidata i dettagli dell'operazione, nel caso specifico degli aumenti di capitale ad alto effetto diluitivo, sono pubblicati nel prospetto il venerdì che precede l'avvio dell'operazione e pertanto meno di un giorno prima dell'avvio stesso;
- lo standard n°12 prevede che *"the start of the Election Period<sup>2</sup> as determined by the Issuer or the Offeror, as the case may be, should be at least ten Business Days before the Market Deadline<sup>3</sup>"* e che nel caso la *market deadline* non sia una sola (molteplice nel caso del *rolling*) quella di cui allo standard n°12 debba essere necessariamente la prima. Non sarebbe così nel modello *rolling* considerando che la prima finestra disponibile sarebbe troppo ravvicinata sia rispetto alla pubblicazione del prospetto, che avviene per prassi il giovedì prima della partenza dell'operazione, sia rispetto all'inizio dell'*election period*;
- lo standard n°14 prevede che *"the Buyer Protection Deadline should be at least one Business Day before the Market Deadline"*. All'interno del modello *rolling* la *buyer protection* risulterebbe difficilmente applicabile in considerazione della molteplicità delle *market deadline* e ci si chiede pertanto quale debba essere segnalata come riferimento. Questo problema è approfondito di seguito relativamente agli standard sulle *corporate actions on flows*.

#### *Standard CASG corporate actions on flows*

Con riferimento agli standard per la gestione delle corporate actions on flows in T2S, l'Italia ha optato per un meccanismo di buyer protection di

<sup>1</sup> Lo standard 1 prevede che l'annuncio riporti i dettagli dell'operazione e le key dates.

<sup>2</sup> Election Period: period during which elections can be made.

<sup>3</sup> Market Deadline: last date and time, preferably end of day, to send election instructions to the Issuer (I)CSD.

tipo manuale che comunque non prescinde dalla definizione delle due date chiave rappresentate dalla Guaranteed Participation Date<sup>4</sup> e dalla Buyer Protection Deadline<sup>5</sup>.

Gli standard prevedono che la Buyer Protection Deadline debba seguire la Guaranteed Participation Date di un ciclo di settlement e, come già indicato nel paragrafo precedente, deve anticipare la Market Deadline di almeno un giorno. Le date devono essere annunciate dall'emittente e l'informazione deve essere diffusa lungo la catena d'intermediazione fino ad arrivare all'end investor.

Questa sequenza di date sembra non essere compatibile con un modello di regolamento rolling. Infatti considerando che nel contesto italiano la Guaranteed Participation Date corrisponde all'ultimo giorno di negoziazione del titolo cum (T-1, venerdì), la Buyer Protection Deadline non può essere collocata prima di T+1 (martedì) e la Market Deadline non può collocarsi prima di T+2 (mercoledì)<sup>6</sup>. Una tale scansione temporale è in contrasto con quanto indicato nel paragrafo precedente circa l'individuazione della Market Deadline (cioè almeno 10 giorni dopo l'annuncio ufficiale dell'operazione).

Inoltre, poiché lo standard, che include la trasmissione dei dettagli come definito in sede SWIFT, non prevede una Buyer Protection Deadline ripetitiva, collocare tale data a ridosso della partenza dell'operazione penalizzerebbe gli azionisti che si avvalgono di tale protezione rispetto agli altri azionisti in quanto avrebbero un tempo ridottissimo e predeterminato per fornire le istruzioni di esercizio (da T alla Buyer Protection Deadline) invece di sfruttare tutte le finestre che il rolling mette a disposizione per l'esercizio dei diritti. Differire invece la Buyer Protection Deadline significherebbe penalizzare gli azionisti che vogliono vendere subito i titoli rivenienti. Altrettanto rilevante ai fini dell'efficacia operativa della buyer protection è la tempistica per esercitare l'opzione come pure la chiarezza nella data a partire dalla quale i titoli rivenienti dall'opzione saranno accreditati e disponibili presso Monte Titoli.

Gli standard infine prevedono che uno stesso evento debba essere gestito da tutti i CSD europei aderenti a T2S con il medesimo processo previsto dall'Issuer CSD (cioè il CSD su cui lo strumento finanziario oggetto di aumento di capitale è emesso). Ciò imporrebbe a tutte i CSD aderenti a T2S la necessità di adeguarsi al modello italiano, anche se differente dagli standard sopracitati.

Oltre al problema della non compatibilità del modello rolling con gli standard di T2S, si ritiene di fondamentale importanza considerare che se l'attività di

<sup>4</sup> Guaranteed Participation Date: Last date to buy the Underlying Security with the right attached to participate in an Elective Corporate Action

<sup>5</sup> Buyer Protection Deadline: Last day and time by which a Buyer Protection instruction can be given.

<sup>6</sup> Già considerando il nuovo ciclo di regolamento T+2.

arbitraggio costituisce, secondo quanto rilevato dalla Commissione, il principale vantaggio del modello rolling, il fatto che tale attività possa incontrare delle "imperfezioni" rappresenta un elemento che pregiudica l'effettiva efficacia della soluzione.

Alla luce di tali considerazioni, desta pertanto sorpresa la scelta della CONSOB di presentare nel documento di consultazione il modello rolling come una soluzione in grado di risolvere completamente il problema delle anomalie di prezzo e pertanto come unica soluzione di cui si valuterà l'implementazione.

Tuttavia, pur confermando una posizione di contrarietà all'implementazione del modello di regolamento rolling, in un'ottica il più possibile costruttiva, di seguito si riportano le risposte del sistema bancario alle specifiche domande poste nel documento di consultazione.

## Risposte al questionario

### **1. Si ritiene preferibile adottare il modello rolling per tutti gli aumenti di capitale con diritto d'opzione o solo limitatamente a quelli fortemente diluitivi? Nel secondo caso, come andrebbero definiti gli aumenti fortemente diluitivi?**

Sul punto non è possibile esprimere una preferenza per una opzione piuttosto che per l'altra in quanto ciascuna delle due presenta delle criticità non trascurabili per l'intero sistema degli intermediari.

Per quanto riguarda l'ipotesi di adottare il modello *rolling* solo nel caso di aumenti di capitale fortemente diluitivi, si conferma quanto riportato dalla CONSOB nel documento di consultazione circa l'onerosità per gli intermediari di mantenere due distinte procedure (ordinaria vs *rolling*) a seconda che l'aumento di capitale si configuri come fortemente diluitivo o meno. Tale onerosità non è rappresentata soltanto dai costi "una tantum" necessari per aggiornare le procedure degli intermediari per implementare il modello *rolling* e consentire ai sistemi la coesistenza della doppia modalità di gestione ma anche per l'estrema difficoltà di gestire l'operazione con una modalità o con l'altra in tempi ristrettissimi. Ciò considerando che le condizioni definitive dell'operazione (ed in particolare il prezzo) sono rese note, secondo quanto previsto dalle Istruzioni al Regolamento dei mercati di Borsa Italiana, solo il giovedì precedente l'avvio della stessa. Ci si pone, inoltre, anche la questione se la presenza delle due diverse modalità di gestione sia corretto nei confronti degli investitori che fino alla ricezione dell'informativa non conoscono come sarà gestita l'operazione, generando confusione nell'investitore stesso con possibile distorsione nelle scelte d'investimento.

Per quanto invece attiene all'ipotesi di estendere il modello *rolling* a tutti gli aumenti di capitale, indipendentemente dal grado di diluitività

dell'operazione, si ritiene che tale soluzione sia estremamente costosa per il sistema a fronte di una evidenza del fenomeno che si è limitata in questi ultimi 5 anni e mezzo al 25% dei casi e di benefici non certi e comunque non quantificati/quantificabili. Va infatti considerato che dalla stima sui costi condotta dall'ABI nel marzo del 2011 è emerso che il modello *rolling* presenterebbe costi molto elevati non solo per la sua implementazione (costi "una tantum") ma anche per la gestione "*on going*" delle singole operazioni. Ciò in quanto il *rolling* imporrebbe agli intermediari di replicare giorno per giorno l'attività che oggi svolgono soltanto durante l'ultimo giorno di offerta.

Tali considerazioni confermano l'industria nel ribadire la posizione di contrarietà nei confronti del modello *rolling* come soluzione al problema degli aumenti di capitale fortemente diluitivi in quanto soluzione non efficiente per il sistema nel suo complesso.

Infine, qualora si decidesse comunque di introdurre il modello *rolling* per i soli aumenti diluitivi, si ritiene di limitare l'applicabilità di tale modello a quelle operazioni caratterizzate da un coefficiente K inferiore a 0,2 e dalla contestuale presenza di strumenti finanziari derivati quotati aventi sottostante il titolo oggetto dell'aumento.

## **2. Si ritiene che vi siano altri vantaggi o costi derivanti dal modello *rolling*? E' possibile fornire una stima quantitativa di tali vantaggi o costi aggiuntivi?**

L'attività di arbitraggio fra azioni e diritti di opzione è identificata nel documento di consultazione come principale vantaggio dell'adozione della soluzione *rolling*. Tuttavia si ritiene che così come si configurerebbe all'interno del modello in discussione (come rappresentato nella Tabella 2 del documento) tale attività, che viene definita di arbitraggio "imperfetto", risulterebbe meno efficace nella riduzione delle anomalie di prezzo nei primi giorni dell'operazione. Ciò in quanto traslando alla giornata successiva la chiusura dell'operazione di arbitraggio (tipicamente un'attività che si svolge in tempi rapidissimi) aumenta il rischio in capo all'arbitraggista che potrebbe decidere di non porre in essere l'operazione stessa.

Per tale ragione, e poiché il problema che si verifica il primo giorno di offerta persiste potenzialmente anche nei giorni successivi (considerando il normale ciclo di regolamento dell'acquisto di opzioni e della vendita dei titoli), affinché tale soluzione possa effettivamente essere efficace dovrebbe essere prevista l'estensione della soluzione ad hoc ipotizzata da Monte Titoli per evitare i *fail* sulle vendite delle azioni effettuati in T nel giorno T+3.

Tuttavia la necessità di Monte Titoli di ricevere dagli intermediari le istruzioni di esercizio dei diritti entro le 13.30 rappresenta una criticità per gli intermediari stessi che si trovano a dover svolgere le operazioni connesse con l'esercizio dei diritti da parte dei clienti in tempi ristrettissimi:

si tratta della raccolta degli ordini di esercizio dei clienti, della verifica della quadratura delle posizioni e della verifica della disponibilità dei fondi dei clienti. Tali ultime due attività, in particolare, non sono processi completamente automatizzati e possono richiedere pertanto delle tempistiche non coerenti con i *cut-off* imposti da Monte Titoli, anche in considerazione del fatto che dette attività sono svolte in condizioni di mercato aperto, durante la fase di liquidazione dei contratti. Imporre un *cut-off* alle 13.30 si traduce in una serie di *cut-off* a cascata lungo la catena di intermediazione, fino ad arrivare allo sportello, che potrebbero comportare limitazioni penalizzanti per i clienti, nonchè esporre a controversie relative a possibili disparità di trattamento degli stessi.

Inoltre le attività di gestione e di riconciliazione delle istruzioni, da replicare nelle "finestre infragiornaliere" dei giorni successivi, comportano una serie di costi aggiuntivi connessi con la modifica delle procedure degli intermediari (introducendo ulteriori possibili differenze operative tra i primi giorni dell'aumento di capitale e quelli successivi) che si aggiungono a quelli già stimati nell'analisi sui costi del modello *rolling* condotta da ABI nel marzo del 2011 (citata dalla CONSOB nel documento di consultazione) e che ne incrementerebbero il costo complessivo.

Infine tra i possibili svantaggi del modello *rolling* si segnala l'impatto che esso ha sull'applicazione della disposizione di cui all'art. 95-*bis*, comma 2, del TUF che prevede la possibilità per l'investitore di revocare la sua accettazione entro due giorni dal verificarsi di un fatto nuovo significativo, errore materiale o imprecisione relativi alle informazioni contenute nel prospetto prima della chiusura dell'offerta. La consegna giornaliera dei titoli prevista dal *rolling* riduce sensibilmente la possibilità di esercitare tale diritto.

**3. In caso di adozione del modello *rolling*, si ritiene che l'attività di arbitraggio sia sufficiente a risolvere le anomalie di prezzo? Sono ipotizzabili ulteriori misure al fine di facilitare l'attività di arbitraggio?**

Sulla capacità dell'attività di arbitraggio di risolvere le anomalie di prezzo si veda quanto riportato nella risposta al quesito precedente. Come ulteriore attività suscettibile di apportare miglioramenti alle operazioni di aumento di capitale potrebbe essere implementata strutturalmente e su base automatizzata la compensazione tra istruzioni di regolamento su azioni e derivati o comunque la compensazione tra *fail* da azioni e *fail* da derivati attuata da Cassa di Compensazione e Garanzia ("CCG") in occasione degli aumenti di capitale Fondiaria e Monte dei Paschi.

**4. Si concorda che il rischio di contenzioso con la clientela per comunicazioni non tempestive sia nel complesso limitato e pertanto non dovrebbe inficiare l'adozione del modello *rolling*?**

Si ritiene che il rischio di contenzioso con la clientela non sia trascurabile a causa degli aspetti reputazionali cui la banca viene necessariamente esposta e che tale rischio possa incrementarsi con l'adozione del modello *rolling* che riduce fortemente i tempi a disposizione degli intermediari depositari per informare la propria clientela.

Come citato da CONSOB, la norma a partire dalla quale si genera tale preoccupazione è l'articolo 1838, comma 2 il Codice Civile che, con riferimento all'esercizio dei diritti di opzione, stabilisce che la banca che assume il deposito di titoli italiani in amministrazione deve chiedere in tempo utile istruzioni al depositante e deve eseguirle (qualora abbia ricevuto i fondi all'uopo occorrenti), in mancanza d'istruzioni i diritti di opzione devono essere venduti per conto del depositante.

Oggi l'operazione di aumento di capitale viene ufficializzata mediante pubblicazione dell'avviso di Borsa due giorni prima dell'inizio del periodo d'offerta. A partire da tale momento, l'individuazione dei clienti da informare e l'invio della relativa comunicazione tramite posta ordinaria (non essendo sufficiente l'invio in formato elettronico per assicurare la parità di trattamento dei clienti che non hanno aderito a forme di home banking), fanno sì che gli investitori siano resi edotti dell'operazione societaria in argomento soltanto dopo alcuni giorni dal suo inizio (in media 5/6 gg di calendario). Le attuali modalità operative di gestione degli aumenti di capitale a pagamento prevedono la possibilità di esercizio del diritto nelle prime due settimane, delle tre che normalmente caratterizzano il periodo di Offerta. Al termine della seconda, in ottemperanza delle predette norme, le banche provvedono a vendere sul mercato i diritti inopinati dai clienti (c.d. "privi di istruzioni").

Il regolamento delle azioni rivenienti dall'esercizio dei diritti di opzione pervenuti alla società di gestione accentrata entro il penultimo giorno del Periodo di Opzione viene effettuato l'ultimo giorno del Periodo di Opzione. Da tale prassi operativa consegue che, in linea di principio, non vi è alcuna differenza, in termini di opportunità di sottoscrivere nuove azioni, all'interno del periodo in cui il diritto può essere esercitato e che, pertanto, è garantita la parità di trattamento tra tutti gli azionisti. Contrattualmente, però, la clientela in regime amministrato, è obbligata ad esercitare i propri diritti una settimana prima del regolamento dell'offerta, pena la vendita di questi da parte del depositante.

Indipendentemente da queste considerazioni, il ritardo nella ricezione dell'informativa (riconducibile a disguidi postali) è comunque causa, oggi, di "diversi" casi di reclamo e contenzioso tra intermediari e clienti.

Come conseguenza dei tempi sopra descritti necessari per informare i clienti in regime amministrato, il modello di regolamento *rolling* proposto da CONSOB (prevedendo il regolamento giornaliero dei titoli per i quali sia stato esercitato il relativo diritto d'opzione), non garantirebbe più la parità



di trattamento tra gli azionisti e potrebbe esporre il cliente al dettaglio (allo stato ancora poco proattivo) a potenziali perdite derivanti da un esercizio tardivo del diritto di opzione a cura del depositante. Si ritiene pertanto che le modifiche proposte aumenterebbero il rischio di contenzioso con i clienti depositanti.

Tale rischio potrebbe essere mitigato mediante:

1. un incremento dei giorni a disposizione per informare il cliente prima dell'avvio dell'aumento di capitale: in particolare prevedendo un anticipo del rilascio da parte della CONSOB del nulla osta alla pubblicazione del prospetto (lunedì in luogo del mercoledì) e consentendo agli intermediari custodi di informare i propri clienti a partire da tale momento (notificato al mercato da una comunicazione dell'emittente) e non a seguito della definizione del prezzo di offerta.
2. l'utilizzo di mezzi di comunicazione alternativi all'invio postale delle informazioni ai clienti (email, canale home banking, "alert" via SMS). In termini generali la scelta del mezzo da utilizzare dovrebbe rispondere all'esigenza di raggiungere il cliente in tempo utile senza far lievitare eccessivamente i relativi costi a suo carico.

La comunicazione di cui alla soluzione 1, non potendo fare riferimento alle condizioni definitive dell'offerta si limiterebbe a richiamare l'attenzione del cliente sul prossimo avvio dell'operazione facendo rimando a quanto sarà pubblicato successivamente (ma prima dell'avvio dell'operazione) con il prospetto che sarà reso disponibile sul sito dell'emittente e della CONSOB. Tale soluzione comunque non sarebbe pienamente efficiente, in quanto non coprirebbe i clienti che acquistano il titolo tra il momento della prima comunicazione e il venerdì che precede l'avvio dell'aumento di capitale: soggetti ai quali l'informazione deve essere comunque garantita. La gestione di questi clienti comporterebbe la necessità, per gli intermediari, di modificare le procedure organizzative ed informatiche di raccolta ordini (allo sportello e on-line) con ulteriori costi e allungamento dei tempi di implementazione: l'intermediario infatti, per ottemperare al previsto obbligo di informativa e nel contempo garantire parità di trattamento (informativo) per questi clienti, dovrà procedere a rilasciare l'informativa societaria al momento del contatto con il cliente per l'acquisto del titolo (ad esempio insieme con la conferma dell'operazione). Solo in tal modo, l'intermediario potrà certificare l'avvenuta informativa, evitandosi contenziosi futuri.

La soluzione 1, inoltre, potrebbe aumentare il rischio di "execution" dell'aumento di capitale per l'emittente (e di riflesso per le banche del consorzio di garanzia) in quanto, probabilmente, il titolo sarebbe maggiormente soggetto in quei giorni alla speculazione con conseguenti riflessi negativi sullo stesso.

La soluzione 2 comporta, invece, due ordini di problemi:

- solo una percentuale ridotta dei clienti (ad oggi poco più del 40%) autorizza a ricevere comunicazioni dagli intermediari via email o in altra modalità elettronica. Il dato del 59% citato da CONSOB nel documento di consultazione fa invece riferimento alla clientela che utilizza almeno un mezzo di rapporto a distanza con la banca e che comprende anche gli ATM ed il telefono, mezzi che non sono adatti per rendere note al cliente informazioni di tipo finanziario;
- se non viene riconosciuta l'alternatività del mezzo elettronico rispetto all'invio postale, ci sarebbe un aumento dei costi di gestione,
- in caso di uso di SMS, l'informativa potrebbe – per la natura stessa del mezzo di comunicazione eccessivamente sintetico – evidenziare il rischio di non ottemperare in modo corretto ai doveri di informativa in capo al depositante.

Gli intermediari, nel rispetto di quanto previsto dal Codice Civile, dovrebbero inoltre modificare la contrattualistica (senza comunque avere la certezza di ricevere l'adesione da parte della totalità degli azionisti depositanti) prevedendo:

- l'autorizzazione del cliente a ricevere le comunicazioni inviate dall'intermediario in relazione ai titoli detenuti in deposito tramite una più ampia gamma di recapiti, utilizzabili anche alternativamente, che includa oltre quello postale, anche quelli telefonici, sia fissi che mobili (questi ultimi utili per raggiungere il cliente per il tramite delle diverse applicazioni disponibili), l'indirizzo di posta elettronica, l'home banking, unitamente alla adeguata specificazione dell'importanza che tali recapiti rivestono per mettere in condizione gli intermediari di effettuare tempestivamente le comunicazioni urgenti riguardanti i titoli posseduti dai clienti;
- specifiche clausole volte a disciplinare il comportamento degli intermediari nell'ipotesi in cui i clienti non acconsentano a fornire recapiti idonei a ricevere comunicazioni urgenti in tempo utile. Tali clausole, svolgendo una funzione di chiara e puntuale allocazione delle responsabilità sono volte a rendere consapevoli i clienti che, in assenza dei cennati recapiti, gli intermediari potranno effettuare le comunicazioni urgenti soltanto tramite modalità potenzialmente meno idonee a raggiungerli (ad esempio tramite pubblicazione dell'informativa sintetica – come descritta nel successivo paragrafo - sul proprio sito internet) ma comunque individuate nel contratto.

L'implementazione delle predette nuove modalità di comunicazione deve essere coerente con i tempi tecnici necessari ad intermediari e depositanti per adeguare le procedure ed i processi operativi (considerando anche i costi per il sistema) coinvolti nella:

- gestione delle operazioni con il modello di regolamento rolling:
  - elaborazioni giornaliere per gestire le istruzioni ricevute;
  - regolamento giornaliero degli importi dai clienti verso la società. Per entrambe le attività attualmente l'elaborazione è singola a fine periodo;
- produzione dell'informativa da rendere ai clienti, con i caveat sopra menzionati. Gli intermediari, tenendo conto delle scelte effettuate circa l'utilizzo di nuovi canali attraverso i quali informare i clienti e dei conseguenti oneri a carico della clientela per il servizio reso, valuteranno la necessità di intervenire sugli schemi contrattuali per prevedere specifiche pattuizioni anche per i rapporti già in essere.

#### **5. Quale tempistica di implementazione si ritiene fattibile per il modello rolling?**

Per quanto attiene ai tempi di implementazione del modello rolling si ribadisce quanto già indicato durante i colloqui informali con la CONSOB e cioè che l'arco temporale stimato è variabile tra i 6 e i 18 mesi.

Tuttavia poiché le risorse degli intermediari sono fortemente assorbite dall'imminente avvio di T2S, si ritiene possibile iniziare le analisi interne agli intermediari necessarie per l'implementazione del modello rolling non prima di giugno 2015, quando tale sistema sarà avviato.

Infine, si sottolinea che T2S rappresenta cambiamenti nell'attività e nei sistemi degli intermediari (e nel mercato nel suo complesso) talmente profondi e strutturali da richiedere, molto probabilmente, un periodo di "fine tuning" successivo al suo avvio, che potrebbe assorbire le risorse interne degli intermediari anche per alcuni mesi successivi a giugno 2015. Si ritiene necessario valutare nuovamente l'opportunità e la fattibilità dell'adozione di un tale modello successivamente a tale periodo, anche alla luce degli effetti del nuovo ciclo di regolamento (T+2) che sarà introdotto a partire dal 6 ottobre p.v..