

## **Comunicazione n. DIN/5025468 del 15-4-2005**

Inviata all'Abi, Assogestioni e Assoreti

**Oggetto: operazioni di sottoscrizione e rimborso a breve termine aventi ad oggetto quote o azioni di OICR aperti di diritto italiano (c.d. *market timing*)**

Le risultanze dell'analisi concernente le operazioni di sottoscrizione e rimborso a breve termine aventi ad oggetto quote dei fondi comuni mobiliari aperti di diritto italiano (c.d. *market timing*), condotta dall'Istituto nell'ambito della più ampia indagine conoscitiva realizzata dal CESR (*Committee of European Securities Regulators*) nel corso del 2004, rendono opportuno un intervento della Commissione per indirizzare la definizione di procedure e di meccanismi di controllo interno degli intermediari per presidiare la correttezza delle operazioni stesse.

### **1. Il c.d. *market timing* su quote di fondi comuni aperti.**

In termini generali, il *market timing* si configura come una strategia d'investimento consistente nell'eseguire operazioni di *trading* (acquisto e successiva vendita) di quote di fondi comuni di investimento di tipo aperto in un brevissimo lasso temporale con l'intento di sfruttare il differenziale tra il valore giornaliero del fondo, riflesso nel NAV (*Net Asset Value*), ed il prezzo di mercato degli strumenti finanziari che compongono il patrimonio dello stesso.

I *market timer* si propongono, in sostanza, di conseguire un vantaggio economico anticipando le tendenze rialziste o ribassiste dei mercati finanziari mediante l'utilizzo delle informazioni possedute sull'andamento dei mercati, prima che questo si rifletta sul NAV del fondo.

Nell'attività c.d. "*time zone arbitrage*" su quote di fondi che investono in mercati esteri, i *market timer* cercano di avvantaggiarsi dell'esistenza di una differenza temporale tra il momento del *closing* dei mercati finanziari esteri e il momento di valorizzazione delle quote del fondo. Il prezzo di chiusura degli strumenti finanziari quotati all'estero viene, infatti, fissato prima che il NAV dei fondi sia calcolato.

Le pratiche di *market timing* possono, altresì, trovare fondamento in basi informative privilegiate. E' il caso dell'operatività c.d. di *self-dealing*, consistente nello sfruttamento di informazioni riservate da parte di soggetti in qualche modo coinvolti nella gestione del fondo (gestori, consulenti, addetti al *back-office* ecc.). Tali soggetti posseggono informazioni concernenti gli strumenti finanziari in cui è investito il patrimonio del fondo che potrebbero essere utilizzate per conseguire guadagni prevedibili dall'attività di compravendita di quote di fondi.

Il *market timing* può sostanziarsi, ancora, nel c.d. *late trading*, prassi consistente nel valorizzare in giornata gli ordini di sottoscrizione o rimborso sebbene pervenuti successivamente all'orario limite per la valorizzazione degli ordini in giornata (*cut-off time*), in violazione del principio di parità di trattamento tra gli investitori.

### **2. Le procedure interne per presidiare le pratiche di *market timing*.**

Le pratiche di *market timing* sono atte a produrre una "erosione" del valore del fondo, con conseguente nocimento economico per i partecipanti al fondo medesimo, interessati a veder maturati i risultati del servizio di gestione collettiva in un orizzonte temporale d'investimento, di norma, non breve.

L'elevata frequenza di sottoscrizioni e rimborsi indotta dal *market timing* sulle quote può, infatti, comportare, a certe condizioni, la necessità di mantenere elevata l'incidenza della liquidità nel portafoglio del fondo a discapito dell'investimento negli strumenti finanziari che ne caratterizzano la politica d'investimento; può, inoltre, causare una “diluizione” delle *performance* pro-quota del fondo, nonché un aumento dei costi amministrativi sopportati dal fondo medesimo.

L'implementazione di adeguate procedure interne in tema di raccolta, registrazione e valorizzazione degli ordini risulta indispensabile anche per limitare gli effetti dei comportamenti di alcuni investitori (quelli di breve periodo) che potrebbero trarre vantaggio a danno di altri.

La definizione di procedure per presidiare le riferite pratiche di *market timing* dovrà ispirarsi - ferma restando l'autonomia degli intermediari nel disegno delle stesse, anche in relazione alle peculiarità degli assetti organizzativi adottati - ai criteri che nel prosieguo vengono illustrati.

\* \* \*

Le modalità di tenuta del registro elettronico degli ordini di sottoscrizione e di rimborso di cui all'art. 63, comma 5, lett. a), del Regolamento CONSOB n. 11522/98, da ricondurre ai principi di sicurezza, integrità e affidabilità informativa, sono di centrale rilevanza per l'efficacia delle procedure interne. La sicurezza del registro viene garantita anche attraverso l'individuazione e il controllo di accessi riservati a personale autorizzato. L'integrità è salvaguardata mediante la definizione di vincoli all'effettuazione di operazioni di cancellazione e di storno di registrazioni già effettuate, quali, ad esempio, il mantenimento della scrittura originaria e il suo collegamento con la successiva. Infine, l'affidabilità informativa del registro è assicurata per il tramite di flussi informativi tempestivi, completi e integri.

Le procedure interne di raccolta, registrazione e valorizzazione degli ordini, in conformità con le modalità di sottoscrizione e di rimborso delle quote definite dal regolamento di gestione del fondo, dovranno, innanzitutto, consentire la corretta individuazione della data di valorizzazione (c.d. giorno di riferimento) degli ordini di sottoscrizione e rimborso impartiti dagli investitori. La determinazione del numero di quote da attribuire a ciascun ordine consegnerà secondo le previsioni del regolamento di gestione del fondo.

In tale ambito, gli ordini si considereranno trasmessi - e, quindi, valorizzati - in giornata, se pervenuti all'intermediario gestore entro un orario limite (c.d. *cut-off time*) antecedente, di un congruo lasso temporale rispetto all'orario di chiusura dei mercati di riferimento del fondo. I sistemi aziendali dovranno, pertanto, dotarsi di “meccanismi” che inibiscano la valorizzazione degli ordini al NAV relativo al giorno di inoltro degli stessi da parte dei clienti, laddove gli ordini pervenissero successivamente al limite orario prefissato.

Qualora, in relazione alle esigenze di tutela degli investitori, il regolamento di gestione preveda, in determinati casi, tempistiche di valorizzazione degli ordini differenziate, le procedure interne dovranno essere modellate conseguentemente. E' il caso, ad esempio, di compravendite su quote di fondi specializzati nell'investimento in mercati esteri con fuso orario superiore alle sei ore rispetto al mercato italiano o di compravendite che, per la frequenza ed il ravvicinato lasso temporale di conclusione, siano ascrivibili ad operazioni di vero e proprio arbitraggio.

Le procedure interne dovranno essere definite in modo da consentire il monitoraggio delle frequenze delle operazioni di compravendita delle quote di fondi poste in essere da un medesimo investitore su uno stesso fondo, anche in relazione alla rilevanza dell'importo. In tale ambito,

particolare rilievo assumono le operazioni concluse tramite tecniche di comunicazione a distanza, quali *internet*.

I suddetti criteri sono validi anche qualora gli ordini pervengano per il tramite di soggetti collocatori. Le SGR e le SICAV impegneranno i collocatori ad inoltrare le domande di sottoscrizione e rimborso entro e non oltre l'orario di *cut-off* del primo giorno lavorativo successivo a quello della relativa ricezione. Il limite orario dovrà, comunque, essere uguale per ciascun collocatore. Le convenzioni con i soggetti collocatori indicheranno, almeno, le modalità e la tempistica della trasmissione dei flussi informativi concernenti gli ordini, nonché il contenuto di tali flussi, in cui è inclusa la data di rilascio degli ordini da parte dei clienti. Dati, quest'ultimi, indispensabili per l'alimentazione del registro elettronico degli ordini di sottoscrizione e disinvestimento ricevuti dagli investitori.

Ai fini di una corretta definizione delle procedure operative, si rappresenta che tra gli "*elementi essenziali degli ordini di sottoscrizione e di disinvestimento ricevuti dagli investitori*", da registrarsi in forma elettronica ai sensi del citato art. 63 del Regolamento CONSOB n. 11522/98, sono da annoverarsi:

- la data in cui il cliente ha rilasciato l'ordine di sottoscrizione o rimborso;
- la data di valuta dell'operazione, ovverosia il giorno della valuta riconosciuta ai mezzi di pagamento;
- la data e l'ora di ricevimento dell'ordine da parte della società di gestione (SGR o SICAV);
- la data di esecuzione, da intendersi quale giorno di riferimento per l'avvaloramento delle quote, che non sarà, pertanto, anteriore alla data di valuta dell'operazione e dipenderà dall'orario di ricevimento degli ordini (antecedente o successivo rispetto al c.d. *cut-off time*);
- la data di regolamento (coincidente con il giorno successivo a quello di esecuzione), in cui la liquidità è accreditata nei conti del fondo (per le sottoscrizioni) o prelevata (per i rimborsi);
- il nominativo del soggetto investitore o un codice identificativo dello stesso, con specifica evidenza se trattasi di soggetti alle dipendenze della SGR, SICAV o di società del gruppo di appartenenza.

Resta ferma la necessità che le procedure interne consentano, come previsto dallo stesso art. 63, "*.....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*". Ugualmente, le suddette procedure saranno formalizzate (ai sensi dell'art. 56, comma 7, del Regolamento CONSOB n. 11522/98) ed oggetto di specifiche verifiche da parte del responsabile della funzione di controllo interno (ai sensi dell'art. 57, comma 3, lett. a) e b) del Regolamento CONSOB n. 11522/98).

IL PRESIDENTE  
*Lamberto Cardia*