



**AVVIO DEL “LIVELLO 3” SUL NUOVO REGOLAMENTO INTERMEDIARI –
CONFRONTO CON IL MERCATO**

Le osservazioni al presente documento dovranno pervenire entro il 31 gennaio 2008 al seguente indirizzo:

C O N S O B

Divisione Intermediari

Via Broletto, n. 7

20121 MILANO

oppure all'indirizzo di posta elettronica: consob@consob.it

I commenti pervenuti saranno resi pubblici, salvo espressa richiesta di non divulgarli. Il generico avvertimento di confidenzialità del contenuto della e-mail, in calce alla stessa, non sarà considerato una richiesta di non divulgare i commenti inviati.

Premessa

Il Decreto Legislativo 17 settembre 2007, n. 164 ha apportato le modifiche al Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 (TUF) necessarie per il recepimento della Direttiva 2004/39/CE (MiFID). Il Nuovo Regolamento della Consob in materia di intermediari è stato adottato il 29 ottobre u.s. con delibera n. 16190.

La disciplina degli intermediari emanata con la citata delibera può richiedere chiarimenti attraverso orientamenti di maggiore dettaglio, al fine di porre gli operatori in condizione di adempiere in modo più certo alle nuove disposizioni.

L'iniziativa che si intende così avviare si inserisce in un processo comunitario più ampio. Si ha, infatti, presente che il CESR e la Commissione UE risultano attualmente impegnati in attività volte all'implementazione delle misure applicative della disciplina MiFID.

La rilevanza di un'attività interpretativa funzionale alla concreta applicazione del nuovo sistema normativo è espressamente evidenziata dalla direttiva di livello 2 (cfr. considerando n. 12), nel presupposto che *“una regolamentazione che comporti troppa incertezza per le imprese di investimento può ridurre l'efficienza”*. Così, il citato considerando n. 12) stabilisce che *“le autorità competenti sono tenute ad emanare orientamenti interpretativi sulle disposizioni della presente direttiva, al fine di chiarire in particolare l'applicazione pratica dei requisiti della presente direttiva a particolari tipi di imprese e circostanze. Orientamenti non vincolanti di*

questa natura potrebbero tra l'altro chiarire in che modo le disposizioni si applichino alla luce degli sviluppi del mercato. Per assicurare un'applicazione uniforme della [normativa], la Commissione può emanare orientamenti tramite l'adozione di comunicazioni interpretative o altri mezzi. Anche il comitato delle autorità europee di regolamentazione dei valori mobiliari può emanare orientamenti per assicurare un'applicazione convergente della [normativa] da parte delle autorità competenti”.

Il processo di elaborazione delle linee interpretative e applicative da parte della Consob

E' volontà della Commissione adottare un processo di elaborazione delle linee interpretative e applicative di “livello 3” che, trovando un costante punto di riferimento negli orientamenti delle Istituzioni comunitarie tempo per tempo resi, da un lato, garantisca il coinvolgimento dei soggetti interessati e, dall'altro, consenta una facile e immediata fruizione degli orientamenti adottati.

In tale prospettiva i chiarimenti interpretativi verrebbero elaborati alla luce del processo di consultazione con il mercato e progressivamente sistematizzati in un unico documento di carattere generale al fine di facilitarne la lettura.

La Commissione intende delineare, innanzitutto, in collaborazione con soggetti vigilati e consumatori, le materie in ordine alle quali si ritenga prioritaria l'elaborazione di orientamenti interpretativi.

A tal fine si invita il mercato a segnalare, entro il 31 gennaio 2008, con evidenza delle ragioni sottese, le specifiche aree giudicate meritevoli, nella prima fase di applicazione normativa, di opportuni chiarimenti.

Fin d'ora, in considerazione della numerosità delle richieste di chiarimento pervenute anche in fase di consultazione del Nuovo Regolamento Intermediari e della rilevanza delle tematiche coinvolte, è possibile individuare quali prime materie su cui fornire misure “di livello 3” le seguenti:

- la “ricerca in materia di investimenti” nel rapporto tra gestore e negoziatore;
- la “*best execution*”, con particolare riferimento all'esecuzione di ordini aventi ad oggetto titoli privi di una pluralità di sedi di esecuzione, quali obbligazioni bancarie e derivati OTC.

A tal fine, con riferimento alla “ricerca in materia di investimenti” che i negozianti riconoscono agli intermediari gestori quale specifico “*benefit*”, si sottopongono alle valutazioni del mercato, in tale prima fase, i seguenti passaggi:

- opportunità della immediata trattazione della tematica in esame negli orientamenti di “livello 3”;

- riconducibilità della fattispecie all'istituto degli *inducements*, come tali ricevibili (dall'intermediario gestore) solo in presenza delle condizioni di cui agli artt. 52 e 73 del Nuovo Regolamento Intermediari;
- riconoscimento delle condizioni di ricevibilità, da parte del gestore, della "ricerca in materia di investimenti" fornita dal negoziatore a cui sono inoltrati gli ordini, nei casi in cui la ricerca sia intesa come un'attività complementare ma non sostitutiva di quella svolta dal gestore.

Con riferimento alla "*best execution*" degli ordini aventi ad oggetto titoli privi di una pluralità di sedi di esecuzione, quali, in particolare, obbligazioni bancarie (assai spesso non quotate) e derivati OTC, tipicamente negoziati su base "bilaterale", appare utile sottoporre, in tale prima fase, i seguenti passaggi:

- valutazione dell'opportunità della immediata trattazione della tematica in esame negli orientamenti di "livello 3";
- individuazione - vista la mancata ricorrenza di fatto dei tipici presupposti (pluralità delle sedi di esecuzione, fra cui scegliere la migliore per il cliente) per l'operatività delle disposizioni dettate in materia di *best execution*, ma valutata altresì la perdurante vigenza del generale dovere dell'intermediario di "servire al meglio l'interesse del cliente" (cfr. art. 21, comma 1, lett. a) del d. lgs. n. 58/98) - dei meccanismi, anche di confronto, da adottarsi per dare effettivo contenuto alla regola generale di condotta appena citata, e per garantire correttezza e trasparenza dei processi di *pricing*.

La Commissione, su tali questioni e sulle ulteriori che potranno essere segnalate entro il 31 gennaio 2008, provvederà a definire in bozza i possibili orientamenti di "livello 3" alla luce anche degli orientamenti eventualmente emanati tempo per tempo dalle Istituzioni comunitarie in materia.

Le misure di "livello 3", definite in bozza, saranno poi sottoposte alla pubblica consultazione, in esito alla quale verranno consolidate nella versione finale.