



London
Stock Exchange Group

CONSOB/BANCA D'ITALIA

Recepimento della direttiva 2007/36 relativo all'esercizio
di alcuni diritti degli azionisti di società quotate



Il Gruppo Borsa Italiana, nelle società di Borsa Italiana, Monte Titoli e Cassa di Compensazione e Garanzia, manifesta vivo apprezzamento per l'iniziativa di consultazione avviata da codeste Spettabili Autorità.

Nelle pagine successive sono riportate le osservazioni alle proposte di modifica che riguardano la disciplina del *post-trading*, rispettando l'ordine di esposizione del documento di consultazione.

Sezione I - Servizio di Gestione Accentrata

Contenuto minimo del regolamento dei servizi

Osservazioni generali

Si condivide la scelta operata dalle Autorità di vigilanza di rinviare alla regolamentazione della società di gestione accentrata la determinazione di alcune materie demandate dalla legge alla potestà regolamentare della Consob, d'intesa con Banca d'Italia. Tale impostazione assicura una maggiore flessibilità e autonomia nello sviluppo della regolamentazione di settore.

Le categorie dei soggetti ammessi

Il testo in consultazione supera le criticità emerse nel corso della prima consultazione sul Provvedimento del Post Trading dell'ottobre 2007, in quanto consente alla società di gestione accentrata di proporre, attraverso il regolamento dei servizi, un ampliamento delle categorie dei soggetti ammessi al sistema di gestione accentrata.

A tal proposito, in occasione della prima consultazione, si era osservato che l'elencazione di categorie di cui all'articolo 12, comma 1, appariva troppo restrittiva alla luce delle modifiche apportate dalla Direttiva MiFID. Infatti, si riteneva opportuno mantenere un allineamento tra le previsioni in materia di soggetti che possono accedere



ai mercati regolamentati/MTF e i soggetti che possono partecipare in qualità di intermediari ai sistemi di gestione accentrata.

Si precisa tuttavia che il documento attualmente in consultazione, pur consentendo l'ampliamento auspicato, ricorre ancora alla nozione di "categorie". Tale nozione rischia di risultare limitativa in quanto impone la definizione di classificazioni e di requisiti generali cui potrebbero non essere riconducibili determinati soggetti che pure presentano le caratteristiche richieste e che hanno interesse a poter essere ammessi al servizio di gestione accentrata. Di conseguenza, anche in maggior coerenza con l'ambito della delega regolamentare di cui all'articolo 81, comma 1 lettera a), sarebbe preferibile sostituire le parole "categorie di soggetti ammessi" con le parole "i requisiti dei soggetti che possono essere ammessi" in modo tale da consentire una maggiore autonomia nella definizione delle caratteristiche necessarie ai fini dell'ammissione al servizio.

Infine si evidenzia che la formulazione del nuovo articolo Y + 1, comma 1, [vigente: 16, comma 1] appare consentire l'accentramento degli strumenti finanziari ai soli emittenti ammessi al servizio di gestione accentrata, così escludendo, ad esempio, la possibilità di accentrare strumenti finanziari cartolari su richiesta degli intermediari anziché dell'emittente.

Sul punto, si osserva che il testo proposto prevede un rinvio al regolamento dei servizi e, pertanto, sembrerebbe lasciare alla società di gestione la possibilità d'intervenire a livello definitorio estendendo la "qualità" di emittente anche ai soggetti che chiedono l'accentramento di strumenti finanziari per conto dell'emittente medesimo.

Tuttavia ai fini di una maggiore chiarezza interpretativa sarebbe opportuno esplicitare anche nel testo del Provvedimento in consultazione, la facoltà di accentrare strumenti finanziari su domanda di soggetti terzi.



Individuazione dell'intermediario responsabile

Nella proposta in consultazione, in attuazione dell'articolo 81, comma 1, lettera m) del TUF, si individua quale soggetto responsabile per l'invio delle comunicazioni e per il rilascio delle certificazioni l'intermediario partecipante al servizio di gestione accentrata.

La scelta di sistema effettuata certamente risponde ad esigenze di efficienza dell'attività di vigilanza in quanto pone la responsabilità delle attestazioni necessarie per l'esercizio dei diritti connessi agli strumenti accentrati in capo **ad un numero circoscritto di soggetti noti al sistema di gestione accentrata**.

L'attuazione di questo modello presuppone necessariamente che il processo di trasmissione delle informazioni per il tramite di tutti gli intermediari coinvolti sia efficiente soprattutto in termini di verificabilità e tempestività delle comunicazioni. Tuttavia, data la struttura spesso estremamente complessa delle catene d'intermediazione, tale sistema risulta comunque esposto a rischi di errore, ritardi o incongruenze che potrebbero determinare ripercussioni sulla possibilità di esercitare tempestivamente i diritti connessi agli strumenti accentrati, in particolare in prossimità dell'evento assembleare.

Il modello alternativo a quello sottoposto a consultazione, invece, pone la responsabilità della comunicazione all'emittente in capo all'ultimo intermediario nella catena in virtù del rapporto diretto con l'investitore finale.

Quest'impostazione risulta più coerente con la *ratio* della direttiva in quanto rafforza il ruolo degli intermediari che hanno un rapporto diretto con l'investitore finale così favorendo l'attivismo degli azionisti-investitori soprattutto esteri.

Si è consapevoli, tuttavia, delle problematiche connesse a questo modello soprattutto in termini di verifica dei dati comunicati dall'intermediario finale direttamente all'emittente, con potenziali impatti negativi sulla regolarità dell'evento assembleare (ad es. in termini di *double voting*, etc.) nonché sulla validità delle delibere, in caso di comunicazioni incomplete o inesatte. Infine anche il moltiplicarsi di soggetti responsabili



dell'invio delle comunicazioni potrebbe determinare aggravii amministrativi nella gestione da parte dell'emittente dei flussi informativi ricevuti, specialmente se non standardizzati.

Sul punto tuttavia, come già indicato nelle iniziative dell'industria a livello europeo, l'armonizzazione e l'informatizzazione dei processi di gestione dei flussi informativi rappresenta la strada da perseguire sebbene in un'ottica di lungo periodo. In quest'ambito la società di gestione accentrata può svolgere un ruolo di collettore delle informazioni al fine di rendere efficiente il flusso informativo verso gli emittenti.

Tutto ciò premesso, il Gruppo Borsa Italiana propone un ripensamento del modello attualmente in consultazione in favore della seconda soluzione descritta più rispondente alla *ratio* della direttiva 2007/36/CE per le motivazioni sopra esposte.

Sezione II - Servizi di Liquidazione

Settlement discipline

Si ritiene opportuno formulare alcune osservazioni riguardo alla proposta di modifica dell'art. 47 del Provvedimento del Post - Trading relativo ai criteri generali di funzionamento dei servizi di liquidazione. In particolare nel testo sottoposto a consultazione si prevede che *"al fine di agevolare l'ordinato funzionamento dei servizi di liquidazione"* la società di gestione *"richiede ai partecipanti di rendere tempestivamente disponibili gli strumenti finanziari e il contante necessari per il regolamento delle proprie posizioni"*.

Si condivide la modifica proposta in quanto esplicita a livello normativo una regola di condotta volta a tutelare il regolare funzionamento del servizio di liquidazione. Si tratta, infatti, di un principio già presidiato nei regolamenti adottati da Borsa Italiana, Monte Titoli e Cassa di Compensazione e Garanzia.



In particolare Borsa Italiana prevede regole di condotta per gli operatori, i quali devono attuare strategie e forme di controllo al fine di assicurare la regolare liquidazione dei contratti, nei termini stabiliti per ciascun mercato (T + 3); sono previste altresì procedure di esecuzione coattiva dei contratti (*buy - in* e *sell - out*).

Analoghe procedure sono previste da Cassa di Compensazione e Garanzia per i comparti garantiti.

Monte Titoli, in qualità di società di gestione del servizio Express II, si riserva inoltre la facoltà di applicare penali definite, in accordo con codeste Autorità, sulla base di valutazioni attinenti al generale svolgimento del processo di liquidazione e ai comportamenti dei partecipanti. Il servizio di prestito titoli infine rappresenta una misura utile al fine di minimizzare gli scoperti.

Pertanto, il quadro operativo e regolamentare predisposto da Monte Titoli sembrerebbe già conforme alla *ratio* della modifica proposta. La norma in consultazione potrebbe, altresì, legittimare la società di gestione a introdurre ulteriori misure di intervento nei confronti dei partecipanti che, in ogni caso, dovranno essere valutate e condivise con le Autorità e l'industria.

Sezione III - Sistemi di Garanzia

Accordi di Interoperabilità

Gli accordi d'interoperabilità costituiscono uno strumento essenziale per raggiungere un'effettiva integrazione a livello europeo dei servizi di post-trading, ma espongono le controparti centrali ad ulteriori rischi sistemici.

Difatti, nella recente proposta di regolamentazione concernente la disciplina delle controparti centrali, la Commissione Europea ha previsto alcuni requisiti essenziali degli accordi d'interoperabilità, nonché una vera e propria procedura di approvazione degli accordi da parte delle autorità che vigilano sulle controparti centrali interoperanti e sui partecipanti alle stesse.



London
Stock Exchange Group

Nella proposta in consultazione, tuttavia, si confermano gli attuali meccanismi di comunicazione preventiva delle bozze dei contratti e dei successivi aggiornamenti, con i relativi poteri di richiedere eventuali modifiche.

Pertanto, in attesa della definizione del quadro normativo europeo, sembrerebbe opportuno rinviare l'intervento regolamentare ad una successiva fase di revisione in occasione dell'attuazione delle future norme europee.

* * *

L'occasione ci è gradita per porgere i migliori saluti, rimanendo a disposizione per eventuali chiarimenti ed approfondimenti.

Fabrizio Plateroti
Head of
Regulation&PostTrading