

*Allegato 1*

**COMMENTI DEL GRUPPO BORSA ITALIANA ALLA CONSULTAZIONE  
SULLA DISCIPLINA DEI SERVIZI DI GESTIONE ACCENTRATA, DI  
LIQUIDAZIONE, DEI SISTEMI DI GARANZIA E DELLE RELATIVE  
SOCIETA' DI GESTIONE**

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.

**DISPOSIZIONI COMUNI SULLA VIGILANZA REGOLAMENTARE**

---

❖ **Art. 1**

All'interno delle definizioni vengono richiamate le "procedure esecutive", facendo riferimento alle procedure disciplinate dai regolamenti di mercato o dei sistemi di garanzia, ovvero definite su base consensuale dagli operatori, aventi ad oggetto l'esecuzione di operazioni concluse nei mercati regolamentati che non sono state regolate nei termini previsti per mancata consegna rispettivamente, di strumenti finanziari o di contante.

In proposito si propone di comprendere in tale definizione anche le procedure disciplinate dai sistemi di garanzia aventi ad oggetto operazioni concluse al di fuori dei mercati regolamentati.

L'estensione risulta funzionale ad allineare il trattamento delle procedure esecutive disciplinate e poste in essere dai sistemi di garanzia nei casi in cui queste abbiano ad oggetto operazioni di mercato e anche operazioni concluse presso sistemi multilaterali di negoziazione o fuori mercato. Questo in particolare per quanto riguarda i presupposti dell'insolvenza di mercato disciplinata al successivo articolo 81, comma 2.

Inoltre ai fini di un mero allineamento con quanto già previsto, tra l'altro, nel Regolamento di mercato di Borsa Italiana e nel Regolamento della CC&G, potrebbe risultare opportuno modificare la suddetta definizione in "procedure di esecuzione coattiva".

Si propone di modificare come segue il testo dell'articolo 1, lettera y:

*omissis*

y) «procedure **di esecuzione coattiva** ~~esecutive~~»: le procedure disciplinate dai regolamenti di mercato o dei sistemi di garanzia, ovvero definite su base consensuale dagli operatori, ~~aventi ad oggetto l'esecuzione di operazioni concluse nei mercati regolamentati~~ che non sono state regolate nei termini previsti per mancata consegna rispettivamente, di strumenti finanziari o di contante;

Inoltre, la definizione di “*sistemi di riscontro e rettifica giornalieri*”, contenuta alla lettera cc), prevede che l’inoltro delle operazioni possa avvenire soltanto verso “servizi di liquidazione” nell’accezione prevista alla lettera aa).

Sul punto si desidera evidenziare l’attuale operatività di X-TRM, organizzato e gestito da Monte Titoli, il quale consente l’inoltro delle operazioni a sistemi di regolamento sia domestici che esteri.

Pertanto, al fine di riflettere sia l’attuale funzionamento dei sistemi di rettifica e riscontro sia le esigenze derivanti dagli accordi di interoperabilità, potrebbe essere opportuno modificare la definizione in commento come segue:

“cc) «sistemi di riscontro e rettifica giornalieri»: i sistemi che consentono l’acquisizione, il riscontro, la rettifica e l’inoltro delle operazioni a servizi di liquidazione, **anche esteri**;

#### ❖ Artt. 3 e 4

Il nuovo articolo 3 dettaglia i requisiti organizzativi delle società di gestione. Più in particolare, la nota di commento afferma che tali aspetti sono già disciplinati dai Provvedimenti sul *post-trading* e che su tali materie le società di gestione sono attualmente tenute a riferire annualmente alle Autorità competenti con apposita relazione (relazione sulla struttura organizzativa e informatica e sulla gestione dei rischi), ai sensi di quanto previsto dalle Istruzioni di Vigilanza.

Si evidenzia come il nuovo Provvedimento propone una netta suddivisione tra i requisiti organizzativi, ricompresi nelle disposizioni comuni della Parte I (Vigilanza Regolamentare) e gli adempimenti di carattere informativo, previsti nella successiva Parte II relativa alla Vigilanza Informativa.

Sul punto si desidera osservare come il suddetto approccio sembra non assicurare quel necessario coordinamento tra i requisiti generali di organizzazione e i connessi adempimenti informativi, utili alle Autorità per verificare proprio il rispetto degli adempimenti organizzativi. L’assenza di tale coordinamento riguarda anche la verifica delle strutture tecnologiche e informative. Infatti, l’articolo 3, comma 3, fa riferimento alla verifica delle suddette strutture e, nello stesso tempo, anche il successivo articolo 76 ripropone la tematica delle verifiche delle strutture tecnologiche e informatiche.

Da tale analisi emerge, pertanto, l’opportunità di assicurare un giusto coordinamento tra l’articolo 3 e i successivi articoli 75 e 76 del nuovo Provvedimento.

Al fine, pertanto, di evitare sovrapposizioni tra le norme sopra richiamate e assicurare una maggior chiarezza all’intera disciplina, sembrerebbe opportuno chiarire che le comunicazioni inviate dalle società di gestione alla Banca d’Italia e alla CONSOB, previste negli articoli 75 e 76, sono effettuate per soddisfare gli obblighi specificati al comma 2 dell’articolo 3.

Inoltre, sempre in ottica di una maggiore razionalizzazione delle norme, potrebbe essere opportuno trasferire l’intero contenuto dell’articolo 4, relativo alla disciplina della continuità operativa, nell’articolo 76 relativo proprio alla relazione sulle strutture tecnologiche e informatiche.

Si desidera, infine, sottolineare come l’approccio sopra suggerito è stato già adattato nel nuovo Regolamento Mercati della CONSOB.

Alla luce della suddetta esposizione, si propongono le seguenti modifiche:

Art. 3 Requisiti organizzativi delle società di gestione

*omissis*

~~3. Le società di gestione, almeno una volta all'anno, sottopongono a verifica le strutture organizzative, tecnologiche e informatiche dedicate alla gestione dei servizi svolti; tali verifiche sono effettuate da soggetti terzi ovvero da strutture interne alla società, purché diverse e indipendenti da quelle produttive.~~

**3. Al fine di consentire alla Banca d'Italia e alla Consob di accertare la presenza dei dispositivi necessari per soddisfare gli obblighi di cui al comma 2, le società di gestione forniscono e inviano alla Banca d'Italia e alla Consob le informazioni necessarie e le comunicazioni di cui agli articoli 75 e 76.**

**Art. 4 Continuità operativa**

~~1. Le società di gestione adottano politiche e misure idonee ad assicurare la continuità dei servizi e dei sistemi e definiscono un piano di continuità operativa finalizzato alla gestione di situazioni critiche conseguenti sia a incidenti di portata settoriale sia a catastrofi estese che colpiscano direttamente le società o loro controparti rilevanti. Nell'Allegato 1 sono riportate le linee guida a cui le società di gestione si attengono per la realizzazione dei presidi per la continuità operativa.~~

**Art. 76 Relazione sulle strutture tecnologiche e informatiche**

*omissis*

**3. Le società di gestione adottano politiche e misure idonee ad assicurare la continuità dei servizi e dei sistemi e definiscono un piano di continuità operativa finalizzato alla gestione di situazioni critiche conseguenti sia a incidenti di portata settoriale sia a catastrofi estese che colpiscano direttamente le società o loro controparti rilevanti. Nell'Allegato 1 sono riportate le linee guida a cui le società di gestione si attengono per la realizzazione dei presidi per la continuità operativa.**

❖ **Art. 5**

L'articolo 5 disciplina la materia dell'esternalizzazione di attività aventi rilevanza strategica per la gestione tipica aziendale. Più in particolare, sono specificate le misure organizzative che devono essere attuate nel caso di esternalizzazione di attività nonché gli accordi che le società di gestione e i soggetti che offrono i servizi pongono in essere.

Al riguardo si chiede conferma che, qualora si configuri la fattispecie dell'esternalizzazione, ne verrà data informativa nell'ambito della relazione sulla struttura organizzativa prevista dall'articolo 75 del provvedimento in commento.

❖ **Art. 7**

Il nuovo articolo 7, comma 2, prevede che le società di gestione pongano in atto adeguate forme di consultazione con gli utenti dei servizi e dei sistemi, informando dei relativi esiti la Banca

d'Italia e la Consob. La nota di commento aggiunge poi che tale previsione era già contenuta nel Provvedimento del 22.10.2002 sui sistemi di garanzia. Pertanto, quello che si propone è un'estensione di tale disciplina anche alle società di gestione accentrata nonché a quelle dei servizi di liquidazione.

Sul punto si desidera osservare come tale previsione sembra essere caratterizzata da un ambito applicativo molto esteso, svincolato dalla fase delle modifiche regolamentari delle società di gestione. Infatti, una tale disciplina sembrerebbe richiedere forme di consultazione non solo in occasione di modifiche regolamentari, ma anche al momento delle modifiche tecniche ai sistemi oppure in fase di sviluppo e implementazione di nuovi servizi.

In realtà, sia Monte Titoli anche attraverso l'EUG (*Express User Group*) sia la CC&G hanno, negli scorsi anni, proceduto a consultare il mercato in occasione di modifiche significative oppure in fase di sviluppo di servizi rilevanti per gli intermediari. Tale prassi operativa è stata apprezzata dagli utenti dei servizi e non ha sollevato finora elementi di criticità.

Disciplinare con regolamento tale prassi operativa potrebbe limitare le società di gestione della necessaria flessibilità operativa, laddove particolari condizioni di mercato e di tempo lo rendessero necessario. Il rapporto con il cliente e la ricerca della sua soddisfazione rappresentano elementi fondamentali di società di servizi, anche regolamentate. In questo ambito è impegno e interesse delle società di gestione continuare ad effettuare le consultazioni con gli utenti dei servizi su aspetti rilevanti. Viceversa, ad opinione di chi scrive non sembrerebbe opportuno imporre un obbligo regolamentare sul tema in commento.

Alla luce di tale esposizione, si propone di eliminare la previsione di cui al comma 2.
---

## SERVIZIO DI GESTIONE ACCENTRATA

---

### ❖ Art. 9

All'articolo 9, comma 1, lettera b), si propone una mera modifica di *fine-tuning*, sostituendo la parola "servizio" con "servizi", al fine di includere le attività connesse e strumentali.

### ❖ Artt. 11 e 16

Sul punto, si propone l'allineamento del *wording* relativo alle categorie degli strumenti finanziari contenute nel comma 1 con quanto previsto nel nuovo Testo Unico della Finanza, relativamente al contenuto delle definizioni di "valori mobiliari" e "strumenti finanziari" (si veda, al riguardo, l'articolo 1, commi 1-bis, 1-ter e 2 del TUF).

Inoltre, si sottolinea come lo stesso articolo 11 precisi che possono essere ammessi al servizio gli strumenti finanziari, "*purché liberamente trasferibili*". Il successivo articolo 16, relativo all'immissione degli strumenti finanziari nella gestione accentrata, definisce puntualmente quali sono le caratteristiche che gli strumenti finanziari devono possedere affinché possano essere accentrati (quali per esempio il fatto che gli strumenti siano interamente liberati, siano di buona consegna e così via).

Si evidenzia, in aggiunta, come il Regolamento 1287/2006/CE di secondo livello della direttiva MiFID, nel definire le caratteristiche per la quotazione dei valori mobiliari, disciplina esplicitamente le condizioni di trasferibilità. Al riguardo, la direttiva MiFID prevede che i valori

mobiliari il cui trasferimento sia soggetto a restrizioni non è in generale considerato liberamente negoziabile, salvo qualora la restrizione non comporti alcun rischio di perturbare il mercato<sup>1</sup>. Ne deriva la possibilità di ammettere alla negoziazione strumenti che non presentano una “piena” trasferibilità.

Al fine, pertanto, di creare un giusto e necessario collegamento tra strumenti finanziari ammissibili alla negoziazione e alla gestione accentrata, sembrerebbe opportuno mitigare l’attuale limitazione all’accentramento di titoli non totalmente trasferibili, introducendo tale maggiore specificazione al successivo articolo 16.

Alla luce delle considerazioni sopra esposte, si propone pertanto di eliminare il riferimento alla libera trasferibilità, richiamata dall’articolo 11, come segue:

“ 1. Sono ammessi al servizio i seguenti strumenti finanziari ~~purché liberamente trasferibili:~~”

Si propone, inoltre, di modificare l’articolo 16 come segue:

“ 1. Sono immessi nella gestione accentrata gli strumenti finanziari:

a) **liberamente trasferibili. Gli strumenti finanziari non liberamente trasferibili possono essere immessi nella gestione accentrata qualora la restrizione non comporti alcun rischio di perturbare il regolare funzionamento della gestione accentrata.**

#### ❖ Art. 12

Per quanto riguarda il nuovo articolo 12, si propone l’inclusione, tra i soggetti ammessi alla gestione accentrata, delle società di gestione del risparmio non solo nella veste di prestatori di attività di gestione individuale di portafogli di investimento.

L’ammissione alla gestione accentrata delle SGR in qualità di intermediari rimuoverebbe gli ostacoli alla portabilità delle quote di fondi, garantendo un maggiore livello di automazione e di standardizzazione, con una consistente riduzione dei costi di gestione e con conseguenti benefici in ordine alla competitività del settore di riferimento.

La modifica proposta consentirebbe alle SGR di detenere nel sistema di gestione accentrata per conto dei propri investitori le quote di fondi di proprie emissioni o da esse distribuite, indipendentemente dall’attività di gestione individuale di portafogli svolta. Ciò favorirebbe la soluzione, tra l’altro, di criticità afferenti all’indipendenza delle SGR rispetto al gruppo bancario che ne distribuisce i prodotti, svincolando l’SGR medesima dal necessario ricorso all’intermediario d’appoggio per l’accentramento.

Alla luce di quanto sopra esposto, si propone di modificare l’art. 12, comma 1, come segue:

“c) le società di gestione del risparmio previste all’articolo 1, comma 1 lettera o), del TUF, **fatto salvo quanto previsto all’art 36, comma 2, del TUF;** ~~limitatamente all’attività di gestione su base individuale di portafogli di investimento per conto terzi~~

Si precisa come il richiamo all’art. 36, comma 2 del TUF sia finalizzato a evitare che la modifica proposta sia intesa come istitutiva della possibilità per l’SGR di detenere direttamente

<sup>1</sup> Si veda, al riguardo, l’articolo 35, comma 2, del Regolamento comunitario 1287/2006/CE.

nel sistema di gestione accentrata anche il sottostante, possibilità espressamente esclusa dal TUF medesimo, che prevede per tale attività l'assistenza di una banca depositaria.

Sempre relativamente all'articolo 12, il comma 1 prevede la possibilità di ammettere al servizio di gestione accentrata, in qualità di intermediari, una serie di soggetti individuati alle lettere da a) ad l) comprendendo, tra gli altri, banche e imprese di investimento e altri soggetti che possono essere autorizzati alla prestazione di servizi di investimento o che possono effettuare attività di negoziazione.

In proposito, si osserva che l'articolo 42 della Direttiva MiFID prevede che l'accesso ai mercati regolamentati è consentito a chiunque soddisfi determinati requisiti di onorabilità e professionalità, capacità di negoziazione, organizzazione e che disponga di risorse finanziarie commisurate all'attività che intende svolgere. Il nuovo articolo 25, comma 2, del TUF recentemente modificato recepisce tale previsione.

Ne consegue che la partecipazione ai mercati regolamentati non è più limitata ai soggetti autorizzati alla prestazione di servizi di negoziazione, ma è possibile anche per soggetti diversi, alle condizioni sopra indicate e previste nel regolamento del mercato. I soggetti ammessi ai mercati in virtù di tale previsione possono, nella sostanza, effettuare un'attività di negoziazione sul mercato senza più avvalersi a tal fine di un intermediario autorizzato. Medesima possibilità è prevista per l'accesso ai sistemi multilaterali di negoziazione (MTF).

In ragione di ciò, sembrerebbe 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, prevedendo pertanto, nell'elenco di cui al comma 1 dell'articolo in commento, una categoria residuale che faccia riferimento ai soggetti non ricompresi alle precedenti lettere e che siano ammessi alle negoziazioni su un mercato regolamentato oppure su un sistema multilaterale di negoziazione.

Tali soggetti sarebbero attivi sui mercati regolamentati/MTF per conto proprio, in quanto rimane fermo il divieto di esercizio professionale nei confronti del pubblico dei servizi di investimento e la relativa riserva di attività; si propone pertanto che sia ammessa la possibilità per i soggetti in discorso di aprire conti esclusivamente di proprietà.

Sempre con riguardo alla possibilità di aprire conti di proprietà presso le società di gestione accentrata, il comma 2 dell'articolo 12 prevede tale possibilità solo per alcuni dei soggetti ammessi al servizio in qualità di intermediari.

In proposito, anche tenuto conto della possibilità, prevista all'articolo 55, comma 2 del Regolamento in esame, per la controparte centrale di investire le disponibilità rivenienti dal versamento dei margini in strumenti finanziari aventi le caratteristiche indicate nella norma richiamata, si segnala l'opportunità di includere tra i soggetti che possono aprire conti di proprietà anche le controparti centrali.

Infine, per favorire l'approntamento degli strumenti operativi necessari alla realizzazione dei principi relativi al libero accesso e all'interoperabilità accolti nella MiFID, sembrerebbe opportuno consentire alle società di gestione accentrata di essere ricomprese fra i soggetti che possono partecipare al sistema di gestione accentrata in qualità di intermediari anche aprendo conti di proprietà

La possibilità di aprire conti nel proprio sistema, ai sensi del comma 2 dell'articolo 12 agevolerebbe la gestione di quei meccanismi operativi predisposti per fronteggiare le carenze di liquidità e favorire la provvista di titoli nei processi di liquidazione. In particolare, consentire

alle società di gestione accentrata di aprire conti di proprietà nel proprio sistema risulta strumentale alla creazione di un efficiente meccanismo di gestione del *collateral* nell'ambito dei servizi accessori alla liquidazione, attività già prevista dall'art. 42 del provvedimento in consultazione.

Sulla base delle suddette osservazioni, si propone di modificare come segue il testo dell'articolo 12:

“ 1. Possono essere ammessi al servizio, in qualità di intermediari, i seguenti soggetti:

*omissis*

**m) i soggetti non ricompresi nelle precedenti lettere, ammessi alle negoziazioni su un mercato regolamentato oppure su un sistema multilaterale di negoziazione.**

2. I soggetti previsti alle lettere a), b), e), f), **h)**, i), j) k) e l) del comma 1 possono aprire presso le società di gestione accentrata anche conti di proprietà. **I soggetti previsti alla lettera m) del comma 1 possono aprire presso le società di gestione accentrata esclusivamente conti di proprietà.”**

#### ❖ Art. 13

Nel condividere le ragioni alla base della modifica del presente articolo, si propone un intervento che renda inequivocabile la portata di tale innovazione.

Dalla lettera della norma, infatti, potrebbe non risultare sufficientemente chiaro il legame fra la determinazione delle condizioni di esclusione da parte della società di gestione accentrata e la tassonomia di cui al comma 2, che pare invece un elenco chiuso di condizioni per l'esclusione.

In conformità a quanto affermato nel commento al documento in consultazione, circa l'opportunità di consentire l'autogestione da parte delle società nell'esercizio del potere di sospensione ed esclusione, sembrerebbe chiaro considerare l'elencazione di cui al comma 2 come meramente esemplificativa e per questo integrabile con ulteriori e diverse ipotesi che le società di gestione possono legittimamente individuare, sulla base della diretta conoscenza dei motivi che consentono o meno la partecipazione dei soggetti al sistema.

Sul punto si chiede conferma sulla bontà dell'interpretazione sopra fornita, ma nello stesso tempo si propone di unire i primi due commi dell'articolo 13 come segue:

“ 1. Le condizioni e le modalità di esclusione e sospensione dei soggetti ammessi in qualità di intermediari sono stabilite dalle società di gestione accentrata nel rispetto dei criteri di cui all'art. 81, comma 2, del TUF, **fermo restando che la società di gestione esclude dal servizio:**

a) le società di investimento cancellate.....

*omissis*

#### ❖ Art. 16

L'articolo 16, comma 3, prevede che gli strumenti finanziari negoziati nei mercati regolamentati italiani sono immessi nella gestione accentrata in regime di dematerializzazione.

Al riguardo si desidera sottolineare come la nuova direttiva MiFID, recentemente entrata in vigore, ricomprende tra i sistemi multilaterali di negoziazione sia i mercati regolamentati sia la figura dei sistemi multilaterali di negoziazione (MTF). Tali sistemi, dal punto di vista funzionale/finanziario, hanno lo stesso ruolo dei mercati regolamentati ed è immaginabile una loro rapida espansione<sup>2</sup>.

Pertanto, sulla base del potenziale sviluppo della nuova figura degli MTF nel sistema finanziario, potrebbe essere opportuno ricomprendere tra gli strumenti finanziari da immettere nella gestione accentrata in regime di dematerializzazione anche gli strumenti negoziati sugli MTF. Di seguito la proposta di modifica:

“ 3. Gli strumenti finanziari indicati nell’articolo 11, negoziati o destinati alla negoziazione nei mercati regolamentati **o nei sistemi multilaterali di negoziazione** italiani, sono immessi nella gestione accentrata in regime di dematerializzazione ai sensi dell’articolo 28, comma 1, del decreto euro”

## SERVIZI DI LIQUIDAZIONE

### ❖ Art. 42

Sul punto si propone di adottare un approccio che conferisca alla disciplina maggiore flessibilità al fine, da un lato, di mantenere la normativa sempre aggiornata rispetto alle innovazioni ed evoluzioni che intervengano nell’industria del *post-trading* nonché, dall’altro, di favorire flessibilità e competitività al sistema finanziario italiano, anche in una logica di *time-to-market*. Tali principi sono peraltro rinvenibili tra i criteri cardine della vigilanza regolamentare accolti nel nuovo TUF e direttamente applicabili alla società di gestione dei servizi di liquidazione<sup>3</sup>.

In particolare, al fine di evitare la modifica della normativa in commento ogni qualvolta si verificano novità operative (si prenda ad esempio l’art. 42, lett. d), ora debitamente integrato per consentire la gestione di conti in euro), si propone l’inserimento di una clausola di riserva che lasci spazio alla possibilità di un’estensione flessibile di tale elencazione, anche sulla base di proposte della società di gestione, e ferme restando le prerogative delle competenti Autorità circa il vaglio preventivo delle proposte, che si esplica mediante l’approvazione del regolamento operativo ai sensi dell’articolo 46, comma 4, del Regolamento in commento.

Alla luce di quanto argomentato, si propone pertanto di inserire al comma 1 dell’articolo 42 la seguente lettera:

*omissis*

**“e) ogni attività diversa da quelle indicate alle lettere precedenti, approvata da Banca d’Italia, d’intesa con la Consob, ai sensi dell’art. 46, comma 4.”**

<sup>2</sup> Consultando il database del CESR sui mercati regolamentati nonché gli MTF comunitari, ne emerge che al 13 novembre 2007 risultano iscritti 90 mercati regolamentati e 85 sistemi multilaterali di negoziazione.

<sup>3</sup> Si veda, al riguardo l’art. 6, comma 1, lettere a) e d) del TUF che tra i principi della vigilanza regolamentare richiama la valorizzazione dell’autonomia decisionale dei soggetti nonché l’agevolazione dell’innovazione e della concorrenza.



❖ **Art. 45**

In relazione all'articolo 45, parrebbe opportuno puntualizzare che un provvedimento sanzionatorio connotato da particolare gravità, come la revoca dell'autorizzazione, dovrebbe conseguire a una violazione altrettanto grave relativa a requisiti soggettivi o oggettivi (= operativi), nel solco di quanto previsto all'art. 5 del provvedimento emanato dalla Banca d'Italia in data 8 settembre 2000.

A conferma della validità di tale impostazione, e per maggiore chiarezza, si propone pertanto di modificare l'art. 45 come segue:

“1. La Banca d'Italia d'intesa con la Consob, può revocare l'autorizzazione quando la società di gestione:

a) perda uno o più dei requisiti per l'autorizzazione previsti ~~dal presente provvedimento~~ **all'art. 44, lett. a)**;

❖ **Art. 46**

Il comma 3 dell'articolo in commento prevede che i soggetti ammessi ai servizi di liquidazione non possono regolare operazioni per conto delle controparti centrali.

Sul punto, non volendo alterare le scelte effettuate, si desidera osservare come una tale previsione, affinché sia effettivamente rispettata, presupporrebbe un'attività di controllo da parte della società di gestione del servizio di liquidazione. Dal punto di vista tecnico, però, lo stesso gestore del servizio non è in grado di capire se le operazioni sono inviate dai soggetti partecipanti per proprio conto oppure per conto di altri soggetti, quali per esempio le controparti centrali. Di conseguenza, una tale previsione risulterebbe di fatto inapplicabile, per i motivi di carattere tecnico/operativo poc'anzi descritti.

Alla luce di tale osservazione si propone, pertanto, di eliminare la previsione di cui all'articolo 46, comma 3, inserendola nella disciplina sulle controparti centrali.

## **SISTEMI DI GARANZIA**

❖ **Art. 53**

Tenuto conto del commento riportato in relazione all'articolo 64 e al mero fine di adottare una terminologia uniforme, si propone la seguente modifica del tenore letterale dell'articolo in commento.

Si propone di modificare come segue il testo dell'articolo in esame:

1. Le società di gestione possono ~~partecipare direttamente ad~~ **realizzare collegamenti con** altri sistemi di garanzia italiani adottando apposite misure di controllo dei rischi e comunicandole preventivamente alla Banca d'Italia e alla Consob.

❖ **Art. 55**

Il comma 2 dell'articolo in commento afferma che, nei casi in cui le regole di funzionamento dei mercati regolamentati o dei sistemi multilaterali di negoziazione prevedano che la compensazione e la garanzia delle operazioni possa essere effettuata da un partecipante diretto designato dal committente, diverso da quello che ha concluso l'operazione sul mercato,

l'operazione si considera a tutti gli effetti come originariamente conclusa, per conto del committente, dal partecipante diretto designato alla compensazione e garanzia. Con ciò riproponendo nella sostanza la previsione già contenuta nel comma 5 dell'articolo 5 del Provvedimento della Banca d'Italia del 22 ottobre 2002.

Tale previsione, nella prassi operativa, trova attuazione nelle cosiddette operazioni di *give up di mercato*, attualmente previste dal Regolamento del mercato IDEM di Borsa Italiana e dal Regolamento della CC&G.

In proposito, con la norma in commento si stabilisce che i contratti conclusi sul mercato e per i quali sia stata attivata la procedura di *give up di mercato* non producono alcun effetto in capo al partecipante diretto che ha concluso l'operazione, ma esclusivamente (originariamente) in capo al partecipante designato.

Al riguardo, per completezza del quadro di riferimento, si evidenzia che le recenti prassi di mercato prevedono, e in alcuni casi per vari motivi preferiscono, l'esecuzione di operazioni di *give up* cosiddetto *internazionale*, che prescindono dalle regole di funzionamento dei mercati e sono disciplinate esclusivamente dai sistemi di garanzia.

Secondo tali modalità operative è possibile procedere all'esecuzione di ordini di trasferimento tra partecipanti (o tra conti dello stesso partecipante) di posizioni contrattuali già registrate nel sistema, relative a contratti stipulati il giorno stesso e al prezzo di negoziazione.

In tal caso il *give up internazionale*, pur raggiungendo i medesimi obiettivi del *give up di mercato* di imputazione dei contratti in capo a uno, o più, partecipanti designati diversi dal partecipante a cui è riconducibile la conclusione dell'operazione, si sostanzia di fatto in un trasferimento di posizioni che sono imputate al partecipante designato solo in un secondo momento e mai originariamente. Peraltro, il trasferimento in discorso risulta subordinato alla accettazione dello stesso da parte del o dei partecipanti designati.

In proposito, si osserva che i contratti garantiti sono irrevocabili e definitivi ai fini del sistema di compensazione e garanzia al momento della conclusione sul mercato vincolando da tale momento il partecipante che ha concluso l'operazione. Ciò posto, come indicato all'articolo B.3.1.5 del Regolamento della CC&G, l'esecuzione del *give up internazionale* si pone come un successivo Ordine di Trasferimento tra Partecipanti, ovvero come un'istruzione impartita ai fini del D.Lgs. 210/01, che vincola quindi il partecipante che ha concluso l'operazione e il partecipante designato in modo irrevocabile e definitivo nel momento in cui quest'ultimo esprime la propria accettazione al trasferimento.

In proposito si sottopone a valutazione se, ai fini della definitività degli ordini immessi nei sistemi, risultino esaustive le previsioni del Regolamento della CC&G o se per maggior chiarezza risulti opportuno che nell'ambito del presente regolamento sia prevista la fattispecie descritta.

#### ❖ Art. 57

Il comma 2 dell'articolo in commento prevede che le disponibilità rivenienti dalla raccolta dei margini e dall'eventuale adozione delle ulteriori misure di controllo, gestione e copertura dei rischi poste in essere dalle controparti, al fine di garantire la stabilità e il continuo funzionamento del sistema, possono essere investite in strumenti del mercato monetario o finanziario prontamente liquidabili ed emessi da soggetti provvisti di elevato merito di credito.

Tale disposizione, già contenuta nel comma 2 dell'articolo 6 del Provvedimento della Banca d'Italia del 22 ottobre 2002, è volta a consentire un'efficiente gestione della tesoreria del soggetto che svolge le funzioni di compensazione e garanzia. Pertanto, tenuto conto della sostanziale continuità normativa, ad avviso della scrivente le attuali modalità di impiego dei margini della CC&G rientrano nella suddetta disciplina.

❖ **Art. 58**

L'articolo in commento prevede che il regolamento del sistema di garanzia disciplini le procedure in caso di inadempimento dei partecipanti.

In proposito, si evidenzia l'opportunità di una modifica terminologica al fine di assicurare coerenza con quanto previsto all'articolo 81, comma 2, lettera b) dove, nell'ambito dei presupposti per l'insolvenza di mercato, si fa genericamente riferimento al mancato "versamento dei margini" e non delle "somme dovute a titolo di margine".

Inoltre, si propone di dare evidenza che le procedure di inadempimento possono comportare la richiesta da parte della controparte centrale dello stralcio delle operazioni del partecipante inadempiente dal sistema di riscontro e rettifica e l'esclusione dal sistema di liquidazione delle operazioni non regolabili che fanno capo al partecipante inadempiente.

Ulteriori modifiche finalizzate a chiarire l'interazione delle procedure di inadempimento, previste dai sistemi di garanzia, con le procedure di liquidazione dell'insolvenza di mercato sono proposte in commento al successivo articolo 83.

Sulla base di tali argomentazioni, si propone di modificare l'art. 58 come segue:

**Art. 58 Procedura in caso di inadempimento**

1. Al fine di assicurare la stabilità e l'efficienza del sistema gestito, il regolamento di cui all'articolo 56 disciplina la procedura da adottare qualora un partecipante non adempia, nei termini e nelle modalità previste dal regolamento stesso, agli obblighi di versamento ~~dei delle somme dovute a titolo di~~ margini o di ulteriori misure di controllo, gestione e copertura dei rischi di cui all'articolo 56, comma 1, lettera j), ovvero agli obblighi di liquidazione delle operazioni; il regolamento disciplina altresì la procedura da seguire qualora un partecipante sia dichiarato insolvente per cause diverse dalle precedenti.
2. Nell'ambito della procedura di cui al comma precedente, il regolamento individua, tra l'altro, le misure volte a rendere residuale il ricorso alla realizzazione sul mercato delle posizioni contrattuali nei casi di cui all'articolo 56, comma 1, lettera i) **e può prevedere la possibilità di richiedere ai gestori dei sistemi di riscontro e rettifica giornalieri l'esclusione delle operazioni del partecipante inadempiente e ai gestori del sistema di liquidazione l'esclusione delle operazioni non regolabili che fanno capo al partecipante inadempiente.**

## COLLEGAMENTI CON SISTEMI ESTERI

---

### ❖ Art. 64

La nota di commento al Titolo V, relativo ai collegamenti con sistemi esteri, precisa che il termine “collegamenti” comprende sia l’ammissione di sistemi esteri sia la partecipazione ai medesimi da parte della società di gestione, da forme standard fino a ipotesi di interazione più complesse.

Al contrario, nel testo del regolamento sembra mancare una disciplina che chiarisca il concetto di “collegamenti”.

Pertanto, alla luce di quanto già chiarito nei commenti dalle Autorità e sulla base di quanto disciplinato nell’*European Code of Conduct for Clearing and Settlement*, potrebbe essere utile riportare la definizione dei collegamenti all’articolo 1, come segue:

#### Art. 1 Definizioni

*omissis*

**“f) << collegamenti >>: indica sia l’ammissione di sistemi esteri sia la partecipazione ai medesimi da parte delle società di gestione, nella forma di accesso o di interoperabilità”**

### ❖ Art. 69

L’art. 69, comma 2 prevede l’obbligo di trasmettere alla Banca d’Italia e alla Consob copia dei regolamenti approvati corredati di una relazione sui costi e sui benefici per i mercati, per gli intermediari e per la relativa clientela.

In proposito si osserva in primo luogo che le analisi costi-benefici, insieme con le consultazioni preventive, si configurano come strumenti funzionali alla realizzazione della cosiddetta *better regulation*, obiettivo al quale devono essere improntati gli interventi legislativi che caratterizzano la presente fase di attuazione FSAP (*Financial Services Action Plan*). Infatti risulta ampiamente condiviso che l’analisi e la quantificazione delle conseguenze e degli impatti dell’intervento legislativo da un punto di vista economico-sociale nonché sulla stabilità e sul funzionamento dei mercati finanziari e sulla protezione degli investitori, rappresentano un modo nuovo di valutare e calibrare l’azione del legislatore.

Tuttavia i servizi di gestione accentrata e di liquidazione e i sistemi di garanzia sono organizzati e gestiti da società per azioni, come espressamente previsto dall’articolo 3 del presente regolamento e i regolamenti che disciplinano il funzionamento di tali servizi (e ciò in particolare per il servizio di gestione accentrata e i sistemi di garanzia) hanno valenza privatistica tra le parti che aderiscono agli stessi. Risulterebbe pertanto ultroneo prevedere che i regolamenti in discorso scaturiscano da *iter* assimilabili a quelli che si applicano ai processi legislativi (e di regolamentazione secondaria).

Peraltro lo stesso regolamento prevede che i criteri generali di gestione delle società siano improntati alla sana e prudente gestione, al contenimento dei rischi e ad elevati livelli di efficienza e quindi le principali valutazioni in sede di modifica regolamentare devono essere improntate a valutare gli impatti sulla stabilità del sistema e non tanto sui costi e benefici per gli intermediari e relativa clientela.

Si ritiene, quindi, non condivisibile l'obbligo di condizionare le scelte di impresa con impatto regolamentare ad una valutazione dell'interesse generale (analisi costi-benefici), imposto nell'ambito della vigilanza informativa e, peraltro, non chiaro circa la finalità ultima.

Va da sé che obiettivo fondamentale delle società in discorso, come peraltro indicato in ordine agli obblighi di consultazione, sia la fidelizzazione e soddisfazione della propria clientela. Pertanto, ogni tipo di modifica dei servizi prestati non può prescindere dalla considerazione dell'impatto delle stesse sulle esigenze dei vari *stakeholder*.

Infine, si osserva che tali adempimenti non sembrano trovare una legittimazione nella normativa primaria, la quale pone enfasi sul principio che la vigilanza debba conformarsi a principi di autonomia gestionale, proporzionalità, salvaguardia della competitività e innovazione del soggetto vigilato (si veda, al riguardo, l'articolo 6 del TUF).

Sulla base di tali argomentazioni, si propone di modificare l'art. 69, comma 2, come segue:

*omissis*

“2. Una volta avvenuta l'approvazione da parte del competente organo aziendale, le società di gestione trasmettono alla Banca d'Italia e alla Consob una copia del testo regolamentare aggiornato, ~~corredata di una relazione sui costi e sui benefici per i mercati, per gli intermediari e per la relativa clientela.~~

## VIGILANZA INFORMATIVA

---

### ❖ Art. 70

Il comma 2, del nuovo articolo 70, prevede che, in occasione della trasmissione della documentazione di bilancio, le società di gestione inviano il prospetto dei costi e ricavi imputabili a ciascuna attività svolta.

In proposito si evidenzia che, sebbene le società di gestione si siano impegnate attraverso l'*European Code of Conduct for Clearing and Settlement (CoC)* a rendere noti alle Autorità i costi e i ricavi dei servizi separatamente per le diverse attività svolte (e impregiudicato l'impegno delle scriventi a rispettare tale impegno), prevedere che tale impegno sia configurato come un nuovo obbligo regolamentare sembra snaturare la caratteristica di “*voluntary self commitment*” del Codice di Condotta. Un tale approccio sembra, inoltre, creare una situazione di svantaggio per le società di gestione italiane rispetto a quelle estere, che non dovrebbero essere soggette a tale disciplina nei confronti delle competenti Autorità.

Inoltre si evidenzia come l'obbligo previsto nella norma in discorso e non inserito nel contesto del *CoC*, viene ad assumere una dimensione anche maggiore, non risultando chiari i perimetri delle “attività svolte” e quindi richiedendo, potenzialmente, che costi e ricavi siano analiticamente imputabili a ciascuna diversa attività prestata, o servizio offerto, anche al di là delle categorie che il *CoC* individua come oggetto della separazione contabile e dell'*unbundling*. Viceversa il Codice di Condotta, in tema di “*accounting separation*” e “*unbundling*”, fa riferimento all'applicazione degli standard IFRS rilevanti in materia, e cioè lo

IAS 14 (*segment information*). Sul punto si evidenzia che sia Monte Titoli sia CC&G nei propri bilanci societari già forniscono l’informativa di settore in base allo IAS 14, come richiesto proprio dal Codice di Condotta.

Sulla base di tali argomentazioni, si propone pertanto di eliminare il comma 2 dell’articolo 70, come segue:

*omissis*

~~“2. In occasione della trasmissione della documentazione di bilancio di cui al comma 1, le società di gestione inviano il prospetto dei costi e ricavi imputabili a ciascuna attività svolta.~~

Inoltre, nel medesimo articolo si prevede che le società di gestione inviino senza indugio alla Banca d’Italia e alla CONSOB il bilancio d’esercizio e, ove redatto, il bilancio consolidato. Sul tema il nuovo Regolamento Mercati CONSOB, all’articolo 9, comma 1, lettera c), prevede che le società di gestione dei mercati inviino all’Autorità competente il bilancio entro 30 giorni dall’approvazione da parte dell’assemblea dei soci.

A parere di chi scrive, in ottica di armonizzazione tra le tempistiche contenute nella regolamentazione dei mercati e quella contenuta nel nuovo provvedimento sul *post-trading*, si potrebbe modificare l’articolo 70 come segue:

**“ 1. Le società di gestione inviano ~~senza indugio~~ alla Banca d’Italia e alla CONSOB, entro 30 giorni dall’approvazione da parte dell’assemblea dei soci, il bilancio....*omissis*...”**

#### ❖ Art. 74

Per quanto riguarda gli organi sociali, l’articolo 74 prevede che le società di gestione comunichino senza indugio alle competenti Autorità ogni modifica nella composizione degli organi sociali.

Anche in tal caso, sulla base di quanto argomentato al precedente articolo 70, si potrebbe proporre la seguente modifica, tesa ad allineare la tempistica in oggetto a quella già prevista dal Regolamento Mercati CONSOB (si veda al riguardo l’articolo 6, comma 3):

**“ 1. Le società di gestione comunicano ~~senza indugio~~ entro 15 giorni alla Banca d’Italia e alla Consob ogni modifica nella composizione degli organi sociali.”**

## **LIQUIDAZIONE DELLE INSOLVENZE DI MERCATO**

Come commento preliminare si condivide l’obiettivo, espresso nelle note al Provvedimento, di procedere ad una rivisitazione generale della disciplina delle insolvenze di mercato. Sul punto, si auspica l’apertura di un tavolo di lavoro per affrontare in maniera organica la revisione della disciplina. Nelle more di tali lavori si propongono le modifiche di seguito indicate.

#### ❖ Art. 83

Il comma 3 della disposizione in esame prevede alla lettera a) che, a seguito dell'insolvenza di mercato e in attesa delle disposizioni del commissario, i gestori dei servizi di liquidazione escludono le operazioni non regolabili per mancanza del contante o degli strumenti finanziari immesse dall'insolvente. In base all'articolo 81, comma 1, nella definizione di "insolvente" sembrerebbe rientrare il negoziatore, anche qualora lo stesso non partecipi al servizio di liquidazione.

Ad opinione di chi scrive, sembra si debba procedere allo stralcio in discorso delle sole operazioni riferibili al soggetto liquidatore, in quanto partecipante al sistema di liquidazione. Pertanto, ai fini di maggior chiarezza, sembra opportuno specificare che la figura di "insolvente", richiamata all'articolo 83, comma 3, lettera a), deve essere riferita al "liquidatore insolvente".

Inoltre, con l'occasione potrebbe essere meglio chiarita l'interazione tra le procedure di inadempimento, disciplinate dal regolamento di CC&G, e quelle relative all'insolvenza di mercato, con particolare riferimento alle fasi dello stralcio delle operazioni dal sistema e alla successiva riesecuzione delle operazioni stesse.

Più in particolare, l'articolo 83, comma 3, ammette lo stralcio delle operazioni non regolabili da parte del gestore del servizio di liquidazione nonché l'esclusione delle operazioni non definitive stipulate dall'insolvente da parte dei gestori dei sistemi di riscontro e rettifica giornalieri. Le suddette fattispecie sono, però, applicabili con riferimento alle sole operazioni non garantite da controparti centrali.

In realtà, il regolamento di CC&G prevede, all'articolo B.6.2.1, comma 1, lettera b), che la stessa CC&G possa richiedere l'esclusione dal *Servizio di Presettlement* (corrispondente al sistema di riscontro e rettifica giornaliero richiamato dal provvedimento in consultazione) delle operazioni relative a posizioni contrattuali che fanno capo all'inadempiente garantiti dal sistema di garanzia e non ancora immessi nei servizi di liquidazione.

Pertanto, al fine di assicurare un maggior coordinamento tra le norme contenute nel Regolamento in commento e quelle previste nel Regolamento di CC&G, potrebbe risultare utile prevedere che, nel caso di operazioni garantite da controparti centrali, sia lo stesso gestore del sistema di garanzia a controparte centrale a chiedere lo stralcio delle operazioni dal sistema di riscontro e rettifica giornalieri, comunicandolo tempestivamente al commissario nominato ai sensi dell'articolo 72, comma 3, del TUF. Si propone inoltre di modificare il comma 2 in modo da assicurare il necessario coordinamento con la suddetta previsione di stralcio su richiesta della controparte centrale nonché al fine di specificare che, in caso di insolvenza di mercato, rimane impregiudicata per le controparti centrali la possibilità di applicare le procedure di inadempimento disciplinate nel proprio regolamento.

Sulla base di tali osservazioni, si propone di modificare come segue il testo dell'articolo in commento:

1. La procedura di liquidazione dell'insolvenza di mercato si applica limitatamente alle fasi di cui al comma 3, lettere a) e b), e al comma 4, lettera a), nei seguenti casi:
  - a) operazioni concluse fuori dai mercati regolamentati e **non assistite da controparti centrali**;

b) compensi, contratti a termine in accensione e contratti a premio conclusi fuori dei mercati regolamentati;

c) operazioni aventi ad oggetto strumenti finanziari non quotati in un mercato regolamentato italiano.

2. La procedura di liquidazione dell'insolvenza di mercato si applica alle operazioni garantite da sistemi di garanzia a controparte centrale limitatamente alle fasi di cui **al comma 3 lettera d)** e al comma 4 lettere a), d), e), f) e g). **Rimane ferma per le controparti centrali la possibilità di applicare le procedure di inadempimento disciplinate ai sensi dell'articolo 58.**

3. In seguito alla dichiarazione dell'insolvenza di mercato ed in attesa delle disposizioni del commissario:

a) i gestori dei servizi di liquidazione escludono, secondo le regole di funzionamento dei servizi medesimi, le operazioni non regolabili per mancanza del contante o degli strumenti finanziari immesse **dal liquidatore** ~~dall'~~insolvente;

*omissis*

**d) le controparti centrali richiedono ai gestori dei sistemi di riscontro e rettifica giornaliera e dei sistemi di liquidazione l'esclusione delle operazioni dell'insolvente, come previsto all'articolo 58, comunicandolo tempestivamente al commissario nominato ai sensi dell'articolo 72, comma 3 del TUF.**

*omissis*

4. Fermo restando quanto previsto dall'articolo 82, comma 2, lettera b), il commissario nominato ai sensi dell'articolo 72, comma 3, del TUF gestisce la liquidazione dell'insolvenza di mercato con le seguenti modalità:

*omissis*

d) accerta la correttezza, la completezza e gli esiti delle operazioni effettuate dalle controparti centrali, **e comunicate tempestivamente al commissario**, e dalle controparti dell'insolvente;

\*\*\*\*\*