

BANCA CENTRALE EUROPEA

PARERE DELLA BANCA CENTRALE EUROPEA

del 12 giugno 2003

su richiesta del Consiglio dell'Unione europea riguardo a una proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio relativa ai servizi di investimento e ai mercati regolamentati e che modifica le direttive 85/611/CEE e 93/6/CEE del Consiglio e la direttiva 2000/12/CE del Parlamento europeo e del Consiglio [COM(2002) 625 def.]

(CON/2003/9)

(2003/C 144/06)

1. Il 16 dicembre 2002 la Banca centrale europea (BCE) ha ricevuto dal Consiglio dell'Unione europea una richiesta di parere in merito a una proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio relativa ai servizi di investimento e ai mercati regolamentati e che modifica le direttive 85/611/CEE e 93/6/CEE del Consiglio e la direttiva 2000/12/CE del Parlamento europeo e del Consiglio [COM(2002) 625 def.] («proposta di direttiva»).
2. La BCE è competente a formulare un parere in virtù dell'articolo 105, paragrafo 4, primo trattino, del trattato che istituisce la Comunità europea («trattato») e dell'articolo 3, paragrafo 3, dello statuto del Sistema europeo di banche centrali e della Banca centrale europea («statuto») in quanto la proposta di direttiva contiene disposizioni che producono effetti sull'integrazione dei mercati finanziari europei e che possono ripercuotersi sulla stabilità del sistema finanziario. In conformità del primo periodo dell'articolo 17, paragrafo 5, del regolamento interno della Banca centrale europea, il Consiglio direttivo della BCE ha adottato il presente parere.
3. Obiettivo principale della proposta di direttiva è aggiornare il quadro regolamentare dei servizi di investimento per tener conto dei cambiamenti fondamentali intervenuti nei mercati finanziari europei negli ultimi anni. Dall'adozione della direttiva 93/22/CEE del Consiglio, del 10 maggio 1993, relativa ai servizi di investimento nel settore dei valori mobiliari (DSI) ⁽¹⁾, i progressi nel campo delle tecnologie dell'informazione hanno influito in misura considerevole sulla struttura e sull'efficienza dei mercati dei valori mobiliari. Nel contempo, l'introduzione dell'euro ha determinato un sensibile aumento delle operazioni transfrontaliere, rendendo più pressante la necessità di un mercato europeo dei valori mobiliari realmente integrato.
4. In tale contesto, la BCE accoglie con ampio favore e sostiene la proposta di direttiva, che intende migliorare il livello di armonizzazione regolamentare ed estenderlo ai servizi di investimento e agli strumenti finanziari di recente istituzione. La proposta di direttiva affronta i problemi che originano dalla maggiore concorrenza fra i mercati regolamentati e le nuove piattaforme di esecuzione degli ordini e definisce alcune norme intese a uniformare la disciplina applicata alle diverse sedi di esecuzione per consentire loro di operare in regime di concorrenza, pur garantendo la tutela degli investitori e la trasparenza ed efficienza dei mercati. Al fine di facilitare il raggiungimento delle suddette finalità, la proposta di direttiva stabilisce una serie completa di norme che riguardano tutte le sedi di negoziazione, vale a dire i mercati regolamentati, i sistemi multilaterali di negoziazione e gli intermediari che eseguono internamente gli ordini dei clienti. Nondimeno, la BCE ritiene che potrebbero essere meglio chiariti gli aspetti illustrati di seguito.
5. Punto primo. Applicazione della procedura legislativa raccomandata dal Comitato dei saggi sulla regolamentazione dei mercati europei dei valori mobiliari («comitato dei saggi»). In generale, la BCE valuta favorevolmente l'applicazione della procedura di comitato nella proposta di direttiva, come raccomanda il comitato dei saggi. Scopo del rapporto di quest'ultimo è accrescere l'efficacia, la flessibilità e la trasparenza della normativa comunitaria sui valori mobiliari, favorendo così una risposta adeguata e tempestiva agli sviluppi dinamici dei mercati. Alla luce del suddetto obiettivo, la scelta dello strumento giuridico – direttiva o regolamento – assume carattere di rilevanza. Come ha dichiarato il comitato dei saggi: «[Le direttive] lasciano agli Stati membri un maggiore margine di manovra per l'applicazione del diritto comunitario, ma troppo spesso determinano un recepimento disomogeneo e differenze interpretative». Secondo la terminologia utilizzata dal comitato dei saggi, la proposta di direttiva è un atto legislativo di «livello 1». Essa contiene cioè dei principi quadro, i quali riflettono le «scelte politiche fondamentali che de-

⁽¹⁾ GU L 141 dell'11.6.1993, pag. 27.

vono essere adottate dal Parlamento europeo e dal Consiglio dei ministri» nell'area fondamentale dei servizi finanziari. L'attuazione di tali principi dovrebbe essere affidata ad atti legislativi comunitari di «livello 2» e non agli Stati membri, in quanto l'adozione di norme attuative nazionali determinerebbe una situazione giuridica diversificata. I principi quadro fondamentali dovrebbero essere identici e andrebbero applicati in modo uniforme in tutta l'Unione europea. Privare gli Stati membri di qualunque margine di manovra nel recepimento della proposta di direttiva renderebbe inopportuno il ricorso a tale strumento giuridico, mentre accordare loro un potere discrezionale determinerebbe un'applicazione disomogenea dei principi quadro all'interno dell'Unione europea. L'utilizzo della direttiva — che va recepita in ciascun ordinamento nazionale — sia per gli atti di livello 1 sia per quelli di livello 2 non risolve in definitiva uno dei problemi indicati dal comitato dei saggi come causa del ritardato sviluppo dei mercati europei dei valori mobiliari, vale a dire «l'assenza di una chiara disciplina a livello europeo». Infatti, a proposito della legislazione di livello 1 («principi quadro»), il comitato dei saggi ha dichiarato: «Occorrerebbe preferire i regolamenti alle direttive [...]. Il comitato ritiene che, ove possibile, sia auspicabile il ricorso ai regolamenti». Al pari del Consiglio europeo di Stoccolma del marzo 2001, che ne aveva approvato il rapporto, la BCE ha sostenuto le conclusioni del comitato dei saggi. La BCE osserva, infatti, che rispetto alle direttive, i regolamenti offrono vantaggi notevoli in quanto sono direttamente applicabili negli Stati membri e non richiedono l'adozione di misure nazionali di recepimento. Assicurata in tal modo l'uniformità dei principi quadro fondamentali, l'esigenza di tener conto in dettaglio delle specificità tecniche nazionali può essere affrontata mediante misure comunitarie di livello 2. Infatti, mentre il livello 2 riguarda le misure di esecuzione specifiche, il livello 1 definisce soltanto i principi generali fondamentali della normativa in questione. Di conseguenza la BCE auspica in generale che gli atti giuridici comunitari contenenti principi quadro fondamentali siano adottati in futuro sotto forma di regolamenti anziché di direttive e che l'attuazione dei suddetti principi avvenga attraverso misure di livello 2, per il tramite della procedura di comitato, tenendo conto delle esigenze tecniche nazionali.

6. Il rapporto del comitato dei saggi sottolinea che nella normativa in materia di servizi finanziari dovrebbe esistere una distinzione chiara ed efficace tra i principi quadro (livello 1) e le misure di esecuzione dettagliate (livello 2). Tale distinzione non è tuttavia evidente nella proposta di direttiva. In alcuni casi (come nel capo I del titolo II, sulle disposizioni relative alle condizioni e procedure per l'autorizzazione), i principi quadro sono già formulati con un elevato grado di dettaglio. In altri (ad esempio nel capo II del titolo II, sulle condizioni di esercizio applicabili alle imprese di investimento), essi sono invece enunciati in modo notevolmente più astratto tanto da rendere necessaria in futuro la specificazione al livello 2 di un'ampia

gamma di disposizioni. La BCE ritiene che la proposta di direttiva possa essere ulteriormente precisata quanto alla linea di demarcazione tra i principi quadro di pertinenza del livello 1 e le misure di esecuzione dettagliate da definire al livello 2. Il principio guida potrebbe essere quello di cercare di estendere quanto più possibile l'ambito di applicazione delle norme da adottare mediante atti di livello 2 al fine di raggiungere un elevato grado di armonizzazione e di flessibilità nella regolamentazione dei mercati europei dei valori mobiliari. A titolo di esempio specifico, la BCE rileva che le «definizioni» di cui all'articolo 3, paragrafo 1, della proposta di direttiva potrebbero giovare di regole di esecuzione dettagliate al livello 2 nella misura in cui siano necessari chiarimenti (articolo 3, paragrafo 2). Con particolare riferimento alla definizione di «strumento finanziario», sarebbe utile prevedere la possibilità di modificare l'elenco di cui alla sezione C dell'allegato I mediante la procedura di comitato di livello 2, se necessario entro determinati limiti concettuali, in modo da non alterare l'ambito di applicazione della proposta di direttiva. Questa soluzione agevolerebbe l'enunciazione dei principi quadro fondamentali in un unico atto europeo avente carattere di preminenza e direttamente applicabile in tutta l'Unione europea. Le recenti discussioni in seno alle istanze competenti in materia di procedura di comitato hanno evidenziato i potenziali criteri generali cui attenersi nella scelta dello strumento giuridico — regolamento o direttiva — da utilizzare al livello 2. La BCE sosterrrebbe il possibile ricorso alla direttiva per le misure di esecuzione del livello 2 nei casi in cui si rendesse necessario tenere conto nel dettaglio delle specificità nazionali. La BCE rileva infine che, in generale, le banche centrali nazionali degli Stati membri («BCN») dovrebbero essere direttamente coinvolte nell'elaborazione delle misure di esecuzione afferenti alle rispettive competenze (vale a dire a quelle relative ai sistemi di compensazione e regolamento; cfr. anche i paragrafi da 18 a 22 del presente parere).

7. Punto secondo. Esenzioni dall'ambito di applicazione della proposta di direttiva. La BCE rileva che, ai sensi degli articoli 2, paragrafo 1, lettera f), e 2, paragrafo 2, la proposta di direttiva non si applica ai membri del Sistema europeo di banche centrali («SEBC»). La BCE accoglie con favore tali disposizioni in quanto — oltre a riprendere le esenzioni già contenute nell'attuale DSI — tengono anche conto del nuovo quadro istituzionale definito dal trattato in quanto, conformemente all'articolo 107 del trattato e all'articolo 1, paragrafo 2, dello statuto del SEBC e della BCE, il SEBC è composto dalla BCE e dalle banche centrali nazionali degli Stati membri. Più nello specifico, l'articolo 2, paragrafo 2, della proposta di direttiva aggiorna l'attuale formulazione dell'articolo 2, paragrafo 4, della DSI. La BCE è favorevole a questa disposizione, che riconosce come — sulla base della proposta di direttiva — le imprese di investimento non abbiano automaticamente il diritto di diventare controparti delle BCN. Di fatto, la natura particolare

delle funzioni svolte dalle BCN all'interno dell'Eurosistema giustifica un regime giuridico speciale, come stabilito dal trattato e dallo statuto, al quale la legislazione comunitaria secondaria non può derogare, e come sottolineato nella fattispecie dalla loro indipendenza. Va ricordato che l'articolo 105 del trattato elenca i compiti fondamentali del SEBC (definire e attuare la politica monetaria della Comunità; svolgere le operazioni sui cambi; detenere e gestire le riserve ufficiali in valuta estera degli Stati membri; promuovere il regolare funzionamento dei sistemi di pagamento) in conformità degli indirizzi adottati dagli organi decisionali del SEBC. La BCE e le BCN dell'Eurosistema svolgono inoltre compiti operativi, specifici quali l'effettuazione di tutti i tipi di operazioni bancarie con i paesi esterni all'Eurosistema e le organizzazioni internazionali (articolo 23 dello statuto) e, nel caso della BCE, la gestione del capitale della BCE sottoscritto dalle BCN (articoli 28 e 29 dello statuto). Per quanto concerne le operazioni di politica monetaria, la BCE tiene a sottolineare come l'Indirizzo BCE/2000/7, del 31 agosto 2000, sugli strumenti e sulle procedure di politica monetaria dell'Eurosistema⁽¹⁾, e in particolare l'allegato 1 (Caratteristiche generali degli strumenti e delle procedure di politica monetaria dell'Eurosistema) dello stesso, preveda che le controparti delle operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema soddisfino determinati criteri di ammissibilità definiti su base non discriminatoria. Lo scopo è consentire l'accesso di un ampio ventaglio di enti creditizi alle operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema, garantendo in tal modo un trattamento più uniforme degli stessi nell'intera area dell'euro nel rispetto di determinati requisiti operativi e prudenziali da parte delle controparti autorizzate dell'Eurosistema. Le esenzioni di cui all'articolo 2, paragrafi 1 e 2, riducono eventuali incertezze relative all'ambito di applicazione dei diritti conferiti dalla proposta di direttiva ed eliminando la possibilità di una concezione erronea secondo la quale la DSI conferirebbe alle società di investimento il diritto automatico di diventare controparti nelle operazioni delle banche centrali.

8. **Punto terzo. Norme in materia di intermediari.** L'articolo 1, paragrafo 2, della proposta di direttiva assoggetta gli enti creditizi autorizzati a prestare servizi di investimento al disposto degli articoli 12 e 13 (requisiti di organizzazione, processo di negoziazione e finalizzazione di operazioni in un sistema multilaterale di negoziazione) e dei capi II e III del titolo II (condizioni di esercizio applicabili alle imprese di investimento e diritti delle imprese di investimento). La BCE valuta con favore l'applicazione nei confronti degli enti creditizi di tale norma, intesa a salvaguardare la parità di condizioni concorrenziali fra operatori e sedi di negoziazione, nonché a garantire un adeguato coordinamento con quanto disposto dalla direttiva 2000/12/CE. Essa osserva inoltre che il capo II del titolo IV — dedicato alla collaborazione tra le autorità competenti dei diversi Stati membri — si applica anche alla prestazione transfrontaliera di servizi di investimento da parte degli enti creditizi.

In effetti le suddette norme disciplinano la collaborazione a fini di vigilanza con particolare riferimento all'erogazione transfrontaliera dei servizi di investimento, ad esempio tenendo in debita considerazione i problemi connessi alla tutela dei piccoli investitori, a prescindere dal fatto che tali servizi siano prestati o meno da enti creditizi. La BCE ritiene pertanto che il capo II del titolo IV debba necessariamente applicarsi agli enti creditizi così come a qualunque altra tipologia di fornitori di servizi di investimento. La BCE prende inoltre atto dell'eventuale necessità di sottoporre a revisione l'allegato I della direttiva 2000/12/CE, contenente l'elenco delle attività soggette a reciproco riconoscimento, eventualmente delegando a strutture competenti del settore bancario la verifica della portata di tale revisione.

9. La BCE rileva inoltre come, in forza dell'articolo 62 della proposta di direttiva, le imprese di investimento che forniscono in via esclusiva servizi di consulenza in materia di investimenti siano esentate dai requisiti in materia di adeguatezza patrimoniale di cui alla direttiva 93/6/CEE del Consiglio, del 15 marzo 1993, relativa all'adeguatezza patrimoniale delle imprese di investimento e degli enti creditizi (DAP)⁽²⁾. Di fatto, come indicato nella sezione III.1 della relazione, il servizio di consulenza in materia di investimenti non pone rischi di mercato o sistemici, che costituiscono il fondamento regolamentare della DAP. Essa può invece comportare rischi operativi, in quanto le possibili richieste di risarcimento da parte dei clienti alle imprese che non rispettano l'obbligo di agire con la dovuta diligenza possono compromettere la stabilità di queste ultime. In considerazione della potenziale necessità di risarcire gli investitori, l'articolo 11, paragrafo 2, della proposta di direttiva introduce l'obbligo per le imprese di investimento che forniscono solo servizi di consulenza di sottoscrivere un'assicurazione della responsabilità civile professionale in alternativa al rispetto dei requisiti sull'adeguatezza patrimoniale iniziale previsti dalla DAP. A tale riguardo, la BCE desidera richiamare l'attenzione sul fatto che — per il suo impatto potenzialmente negativo sulla stabilità di un'istituzione — il rischio operativo sta ottenendo un riconoscimento crescente in ambito normativo. Si prevede in particolare che tale rischio, derivante anche dalla prestazione di servizi di consulenza in materia di investimenti, diventi oggetto del nuovo accordo UE sui requisiti patrimoniali per le banche e le società di investimento. In futuro, pertanto, anche le società di investimento che forniscono solo servizi di consulenza potrebbero essere soggette al rispetto dei requisiti di adeguatezza patrimoniale relativamente al rischio operativo rappresentato insito in tale attività. La BCE suggerisce pertanto di considerare con particolare attenzione, ed eventualmente anche di limitare, la portata di qualsivoglia soluzione alternativa alla fissazione di requisiti generali di adeguatezza patrimoniale stabiliti dalla DAP in previsione dell'imminente revisione dell'accordo sui requisiti patrimoniali.
10. La BCE condivide altresì i timori espressi nella proposta di direttiva in rapporto all'esigenza di adottare provvedimenti efficaci contro possibili conflitti di interessi. La proposta di

⁽¹⁾ GU L 310 dell'11.12.2000, pag. 1, come modificato dall'Indirizzo BCE/2002/2 del 7 marzo 2002 (GU L 185 del 15.7.2002, pag. 1).

⁽²⁾ GU L 141 dell'11.6.1993, pag. 1, da ultimo modificata dalla direttiva 98/33/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 22 giugno 1998 (GU L 204 dell'21.7.1998, pag. 29).

direttiva prevede disposizioni di questo tipo in due casi. Ai sensi dell'articolo 16, paragrafi 1 e 2, le imprese di investimento sono tenute a individuare i conflitti di interessi che potrebbero insorgere nello svolgimento delle loro attività e a dotarsi di disposizioni operative intese a prevenire e a gestire tali conflitti al fine di evitare il prodursi di effetti negativi. Conformemente all'articolo 36, paragrafo 1, lettera a), anche i mercati regolamentati devono adottare misure per identificare e gestire le potenziali conseguenze negative dei conflitti di interessi, in particolare quando questi ultimi possono originare dalle funzioni regolamentari delegate ai mercati dall'autorità competente. La BCE accoglie con favore tali disposizioni e nella fattispecie concorda con la valutazione generale della Commissione, la quale afferma — nella relazione — che una maggiore concorrenza tra metodi diversi di esecuzione delle negoziazioni nonché tra sedi di negoziazione dello stesso tipo può alimentare l'insorgere di potenziali conflitti di interessi. La BCE ritiene inoltre che l'adozione di adeguate norme in materia di conflitti di interessi applicabili alle varie sedi di negoziazione potrebbe concorrere a garantire pari condizioni concorrenziali tra gli operatori. Nell'intento di migliorare le disposizioni in materia di conflitti di interessi, la BCE formula le considerazioni riportate qui di seguito. Innanzitutto l'articolo 16, paragrafo 2, prescrive che le imprese di investimento adottino provvedimenti intesi a prevenire i conflitti di interessi che potrebbero insorgere tra tali imprese e i loro clienti ovvero che mantengano ed applichino disposizioni organizzative e amministrative adeguate a gestirli. Tuttavia, nonostante nel contesto della vigilanza sugli intermediari finanziari, e più in particolare della tutela degli investitori, i requisiti di prevenzione e tutela siano di norma ritenuti — anche nella letteratura accademica — complementari, nondimeno essi potrebbero essere letti nella proposta di direttiva come alternativi. Sembra ad esempio ragionevole comunicare a un cliente l'esistenza di un conflitto di interessi prima dell'esecuzione di un'operazione e non soltanto nel momento in cui il conflitto è tale da arrecare pregiudizio. In questo contesto, la BCE è del parere che la proposta di articolo 16, paragrafo 2, debba considerare complementari e non alternative le misure di prevenzione e tutela contro i conflitti di interessi. Ciò sarebbe altresì in linea con il testo proposto per l'articolo 36, paragrafo 1, lettera a). In secondo luogo, la BCE considera favorevolmente la possibilità di accrescere l'efficacia dell'articolo 16, paragrafo 2, mediante il ricorso al livello 2 del processo legislativo. La BCE rileva tuttavia che l'altra disposizione relativa ai conflitti di interessi contenuta nella proposta di direttiva (il citato articolo 36 relativo ai mercati regolamentati) non prevede misure di esecuzione altrettanto dettagliate. In considerazione dell'importanza di prevedere misure efficaci contro i possibili conflitti di interessi nel nuovo quadro regolamentare, la BCE ritiene preferibile l'introduzione di disposizioni di comitato non soltanto nell'articolo 16 ma anche nell'articolo 36. Tale approccio generale fondato sulla procedura di comitato consentirebbe di tener conto della natura dinamica dei conflitti di interessi e delle procedure per affrontarli, nel contempo agevolando, ove opportuno, la definizione di criteri operativi raffrontabili tra le varie modalità di negoziazione.

11. Punto quarto. Nuovo quadro regolamentare in materia di esecuzione delle negoziazioni. Pur mantenendo la distinzione esistente tra mercati regolamentati e imprese di inve-

stimento, la proposta di direttiva introduce i sistemi multilaterali di negoziazione come nuovo servizio di base della DSI, prevedendo l'autorizzazione delle imprese di investimento che li gestiscono e assoggettando le stesse a un regime regolamentare ad hoc. Di riflesso ai rapidi progressi tecnologici degli ultimi anni, i sistemi multilaterali di negoziazione hanno contribuito in misura rilevante a spostare l'accento dalle rigidità strutturali nazionali alla negoziazione e alle alleanze su base transfrontaliera, consentendo di sfruttare maggiormente i vantaggi del mercato unico. La proposta di includere la gestione dei sistemi multilaterali di negoziazione nell'elenco dei servizi di base della DSI è pertanto condivisibile, in quanto riconosce la natura mutevole dell'intermediazione finanziaria e consente di mettere le strutture e i servizi di tali sistemi a disposizione degli utenti nell'intero territorio dell'Unione europea e dell'area dell'euro. Inoltre, la proposta di direttiva contiene disposizioni riguardanti gli intermediari che eseguono internamente gli ordini dei clienti. Per garantire che gli interessi dei clienti non siano lesi dall'esistenza di conflitti di interessi, le imprese di investimento sono assoggettate all'obbligo di «esecuzione alle condizioni migliori» e a regole per la gestione degli ordini dei clienti.

12. L'attività di negoziazione è sempre il frutto di un compromesso tra concorrenza e concentrazione. La concentrazione migliora la liquidità dei mercati e accresce l'efficienza del meccanismo di formazione del prezzo. La liquidità richiama altra liquidità e, come conseguenza di questo ciclo, il mercato che ottiene i risultati migliori si trasforma in un monopolio naturale. Negli anni si sono formati a livello nazionale efficienti monopoli naturali di questo tipo. Esiste tuttavia il timore che tali monopoli costituiscono un ostacolo all'innovazione e all'efficienza in un contesto nuovo, nel quale la moneta unica richiede il passaggio a mercati finanziari integrati che coprano l'intero territorio dell'Unione europea e dell'area dell'euro. La proposta abolizione della norma in materia di concentrazione delle operazioni sui mercati regolamentati presente nell'attuale DSI, congiuntamente al nuovo quadro giuridico armonizzato che riconosce le nuove sedi di negoziazione, migliorerà la concorrenza consentendo ai nuovi operatori di insidiare le posizioni consolidate dei mercati regolamentati. Ciò contribuirà alla nascita di un mercato finanziario paneuropeo efficiente e integrato, che rientra anche negli interessi della BCE. Non si può escludere che una maggiore concorrenza tra le diverse sedi di negoziazione nel nuovo contesto determini una temporanea frammentazione del mercato, con possibili ripercussioni sulla formazione del prezzo. La proposta di direttiva, tuttavia, affronta tali timori in modo efficiente aumentando la trasparenza del mercato. Date le circostanze, la BCE rileva l'esigenza fondamentale di assicurare un'adeguata trasparenza dei prezzi in tutte le sedi di esecuzione in modo tale che la concorrenza possa accrescere l'efficienza complessiva del mercato. Inoltre, la proposta di direttiva prevede regole di «esecuzione alle condizioni migliori» intese a garantire, mediante

una maggiore informazione sulla qualità dell'esecuzione, l'adozione da parte degli intermediari di prassi di trasmissione degli ordini tali da consentire agli investitori di ottenere le migliori condizioni disponibili nelle varie sedi.

13. Come rileva anche la sezione II della relazione, cresce il consenso tra le autorità di regolamentazione e gli addetti ai lavori sul fatto che un efficace regime di trasparenza consenta di sfruttare i vantaggi della concorrenza tra le diverse sedi di esecuzione delle negoziazioni, limitando al contempo l'impatto negativo, ad esempio in termini di frammentazione, sull'efficienza complessiva del mercato. La trasparenza del mercato viene in genere considerata di importanza fondamentale sia per l'equità che per l'efficienza dello stesso, oltretutto, in particolare, per la sua liquidità e per la qualità del processo di formazione del prezzo. Sarebbe dunque auspicabile poter disporre, per ciascuna categoria di attività, di un regime di trasparenza omogeneo applicabile a tutti i mercati. Un regime che fosse limitato ai mercati regolamentati e che ignorasse i meccanismi di esecuzione «fuori borsa» delle negoziazioni avrebbe una portata limitata e un effetto inferiore a quello ottimale, dal momento che le operazioni fuori borsa potrebbero incorporare informazioni utili per valutare un dato investimento. Si sostiene pertanto che i partecipanti al mercato dovrebbero essere in grado di incorporare nelle loro decisioni di investimento le informazioni sulle operazioni così concluse o sugli interessi di negoziazione così espressi, massimizzando in questo modo l'efficienza del meccanismo di formazione del prezzo. Al fine di evitare tali indesiderabili conseguenze, la Commissione propone di accrescere la trasparenza del mercato introducendo l'obbligo di rendere pubblici i prezzi denaro/lettera ai quali il mercato è disposto a concludere le operazioni (trasparenza pre-negoziazione) in tutte le sedi di negoziazione. Inoltre, essa stabilisce obblighi di comunicazione dei prezzi e dei volumi delle operazioni concluse dai soggetti autorizzati (trasparenza post-negoziazione). In linea di principio, la BCE vede con favore tali regole in quanto strumentali al perseguimento dell'obiettivo fondamentale di offrire agli investitori la possibilità di scegliere le sedi di negoziazione più efficienti. Come conseguenza, la liquidità confluirà verso i mercati maggiormente efficienti, migliorando il processo di formazione del prezzo.

14. La BCE rileva tuttavia che a questo scopo sarebbe altresì necessario fornire gli strumenti atti a consentire un raffronto completo tra le condizioni di prezzo offerte dalle varie sedi di negoziazione per i medesimi strumenti finanziari. Ciò potrebbe avvenire consolidando a livello europeo, nella misura del possibile, le informazioni sui prezzi degli strumenti finanziari. Di fatto, tenuto conto dei progressi tecnologici, «l'esecuzione alle condizioni migliori» può funzionare soltanto se investitori e intermediari sono informati delle quotazioni di ciascuna sede sulla quale vengono negoziati i titoli. In un mercato europeo pienamente integrato, l'esecuzione alle condizioni migliori (secondo le migliori proposte di acquisto e di vendita) può essere garantita soltanto se estesa all'intero territorio dell'Unione e se fondata su quotazioni disponibili per tutta l'Unione europea. Il consolidamento delle informazioni do-

vrebbe garantire la formazione di una base per «il miglior prezzo» da applicare alla relativa operazione. Dal momento che l'altro ostacolo principale al suddetto raffronto, vale a dire l'esistenza di valute diverse, è stato rimosso nell'area dell'euro con l'introduzione della moneta unica, si presenta un'eccellente opportunità di consolidare le informazioni sui prezzi a livello di Unione europea o di area dell'euro. Tale consolidamento dovrebbe essere perseguito innanzitutto dal settore privato, che dovrebbe garantire la piena disponibilità delle suddette informazioni a tutti gli interessati. Le autorità pubbliche potrebbero fungere da catalizzatori, promuovendo azioni collettive nel settore privato intese a risolvere eventuali problemi di coordinamento.

15. La BCE fa inoltre notare che la proposta di direttiva limita gli obblighi di trasparenza pre- e post-negoziazione alle operazioni in titoli azionari quotati nei mercati regolamentati, escludendo, ad esempio, quelle in strumenti di debito quotati sugli stessi mercati. A questo proposito giova ricordare che alla fine del 2002 l'importo nominale in essere dei titoli di debito quotati sui mercati regolamentati e potenzialmente idonei alle operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema era superiore alla capitalizzazione di borsa dei mercati azionari della UE. In altri termini, la proposta di direttiva esime una categoria di attività estremamente significativa dagli obblighi di trasparenza pre- e post-negoziazione. Inoltre, né la proposta di direttiva né la relazione motivano la limitata applicazione dei suddetti obblighi. Anzi, nella sezione II della relazione si afferma che elemento centrale della proposta di direttiva è un efficiente regime di trasparenza volto ad assicurare che le informazioni utili sulle condizioni a cui sono state concluse le ultime operazioni, sulle possibilità di negoziazione attualmente esistenti su tutti i mercati, sulle infrastrutture di negoziazione e su altre sedi di esecuzione delle negoziazioni siano messe a disposizione di tutti i partecipanti al mercato a livello della UE⁽¹⁾. In linea con tale affermazione, l'articolo 23 della proposta di direttiva si riferisce a tutti gli strumenti finanziari elencati nell'allegato I in rapporto agli obblighi di trasparenza. Gli articoli 25, 26, 27, 28, 41 e 42, invece, limitano inaspettatamente gli obblighi di trasparenza pre- e post-negoziazione ai titoli azionari.

16. La BCE sottolinea che l'applicazione delle nuove regole in materia di trasparenza ai titoli di debito oltre che a quelli azionari contribuirebbe in misura significativa all'efficienza del processo di formazione del prezzo di tali titoli e alla salvaguardia dell'integrità del mercato. Per quanto riguarda il primo punto, la BCE rileva che la stragrande maggioranza delle attività idonee alle operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema è costituita da strumenti di debito ammessi o quotati in un mercato regolamentato. Tuttavia, tali attività sono spesso scambiate su piattaforme alternative (ovvero non regolamentate). In tali casi, la fonte mi-

(¹) Cfr. la relazione, a pag. 13.

gliore di informazioni sul prezzo potrebbe non essere rappresentata dal mercato regolamentato in cui l'attività è ammessa. La definizione di una fonte adeguata per il prezzo di riferimento delle attività idonee è estremamente importante per l'Eurosistema, in quanto la valutazione di tali attività e l'applicazione delle misure di controllo del rischio si basano quasi interamente sui prezzi di mercato. Per l'Eurosistema è dunque importante che siano sottoposti agli obblighi di trasparenza non soltanto i mercati regolamentati ai quali le attività sono ammesse, ma anche le piattaforme alternative di negoziazione nelle quali ha luogo una quantità significativa di operazioni, in modo da garantire un'adeguata formazione del prezzo. Come la stessa Commissione rileva nella relazione, i sistemi multilaterali di negoziazione rappresentano attualmente le principali sedi organizzate di negoziazione e contabilizzazione di titoli obbligazionari, mentre coprono solo l'1 % del volume degli scambi azionari nell'Unione europea ⁽¹⁾. Ove gli obblighi di trasparenza pre- e post-negoziazione riguardassero esclusivamente i titoli azionari, il regime di trasparenza proposto coprirebbe i sistemi multilaterali di negoziazione in modo necessariamente molto limitato. Ciò non è pienamente conforme agli obiettivi della proposta di direttiva. Inoltre, è ampiamente riconosciuto che la trasparenza dei prezzi giova all'integrità dei mercati. La possibilità di massimizzare le informazioni relative alle quotazioni correnti di acquisto e di vendita e alle ultime operazioni concluse su un'ampia gamma di piattaforme sulle quali è negoziato uno strumento, come indicato nello standard 3 degli Standard per i sistemi alternativi di negoziazione pubblicati dal Comitato delle autorità europee di regolamentazione dei valori mobiliari (CAEVM), accresce la trasparenza dei prezzi. Pertanto, un'applicazione delle norme in materia di trasparenza che fosse limitata alle sole azioni non consentirebbe alle autorità responsabili della rilevazione degli abusi di assolvere il proprio compito sui mercati degli strumenti di debito.

17. La BCE rileva che, ai sensi dell'articolo 60 della proposta di direttiva, entro quattro anni dall'entrata in vigore della proposta, la Commissione deve presentare una relazione al Parlamento europeo e al Consiglio sull'eventuale estensione del campo di applicazione delle norme concernenti gli obblighi di trasparenza pre- e post-negoziazione alle operazioni relative a categorie di strumenti finanziari diversi dalle azioni. La BCE raccomanda tuttavia alla Commissione di riprendere in considerazione l'ambito di applicazione delle norme in materia di trasparenza con l'obiettivo di estenderle ai titoli di debito o a tutti gli strumenti finanziari ammessi sui mercati regolamentati. Qualora tale riesame non fosse possibile, il termine di cui all'articolo 60 andrebbe ridotto a due anni.
18. Punto quinto. Disciplina dei sistemi di compensazione e regolamento. La BCE accoglie con favore la decisione della Commissione di non affrontare la disciplina dei sistemi di compensazione e regolamento nell'ambito della proposta di direttiva e concorda con le motivazioni enunciate nella sezione V.1 della relazione. Di fatto, servizi efficienti di

compensazione e regolamento delle operazioni su valori mobiliari sono fondamentali per il corretto funzionamento dei mercati dei valori mobiliari, per l'ordinata gestione delle operazioni di politica monetaria e per la stabilità del sistema finanziario nel suo complesso. In considerazione sia dell'importanza che gli operatori che prestano tali servizi rivestono per il sistema che delle complesse considerazioni tecnico-politiche sollevate, queste diverse tipologie di funzioni di mercato dovrebbero essere oggetto di trattazione separata. D'altro canto, lo stretto rapporto esistente tra le attività di negoziazione e di post-negoziazione richiede una disciplina coordinata. La BCE raccomanda pertanto alla Commissione di definire un regime adeguato in materia di compensazione e regolamento. La BCE segue con estremo interesse il dibattito in corso sui contenuti di un programma di azione comunitario per le infrastrutture di post-negoziazione e garantisce alla Commissione il suo pieno sostegno nella definizione delle linee generali di politica alla base di tale programma.

19. Alla luce delle considerazioni che precedono, per quanto riguarda i servizi di compensazione e regolamento la proposta di direttiva si limita a chiarire i diritti delle imprese di investimento e dei membri dei mercati regolamentati, nonché dei partecipanti agli stessi, in materia di accesso, a loro discrezione, ai sistemi di compensazione e regolamento aventi sede in altri Stati membri. Ai sensi dell'articolo 32, paragrafo 1, gli Stati membri assicurano che le imprese di investimento degli altri Stati membri possano accedere, direttamente o indirettamente, ai sistemi di controparte centrale, compensazione e regolamento esistenti sul loro territorio per la finalizzazione delle operazioni su strumenti finanziari e che l'accesso a tali strutture sia soggetto agli stessi requisiti commerciali trasparenti ed obiettivi che si applicano ai partecipanti nazionali. In particolare, gli Stati membri non limitano l'uso di tali infrastrutture alla compensazione e al regolamento delle operazioni su strumenti finanziari effettuate in un mercato regolamentato o in un sistema multilaterale di negoziazione stabiliti sul loro territorio. Analogamente, in virtù dell'articolo 32, paragrafo 2, gli Stati membri assicurano che i mercati regolamentati stabiliti sul loro territorio offrano ai loro membri o partecipanti diretti, indiretti e a distanza il diritto di designare il sistema di regolamento delle operazioni su strumenti finanziari effettuate al loro interno. La BCE conviene che a tutte le imprese di investimento siano garantite pari opportunità di divenire membri dei mercati regolamentati o di avervi accesso nell'intero territorio comunitario e condivide l'importanza di abolire le restrizioni tecniche e giuridiche all'accesso diretto, indiretto e a distanza ai mercati regolamentati, indipendentemente dalle modalità organizzative delle operazioni attualmente esistenti negli Stati membri. La BCE concorda altresì con l'opinione secondo la quale, per agevolare la finalizzazione delle operazioni transfrontaliere, sia opportuno prevedere che le imprese di investimento, comprese quelle che gestiscono sistemi multilaterali di negoziazione, possano accedere ai sistemi di compensazione e regolamento in tutta la Comunità, indipendentemente dal fatto che le operazioni siano state o meno concluse tramite i mercati regolamentati dello Stato membro in questione. Per quanto riguarda l'accesso alle controparti centrali e la scelta delle stesse, la BCE si è già pronunciata sull'esigenza di assicurare libertà di accesso in modo da garantire parità di condizioni ai fornitori di servizi.

⁽¹⁾ Cfr. il riquadro «Nuovi sviluppi della negoziazione finanziaria nell'Unione europea», a pag. 8 della relazione.

20. La BCE condivide il parere della Commissione secondo cui le imprese di investimento che desiderano partecipare direttamente ai sistemi di regolamento dei paesi partner devono rispettare i requisiti operativi e commerciali prescritti per l'acquisizione della qualità di membro e le misure prudenziali volte ad assicurare il funzionamento corretto e ordinato dei mercati finanziari, come indicato nel considerando 35. La BCE osserva che l'espressione «misure prudenziali» non si riferisce alle misure di controllo dei rischi adottate internamente dai fornitori dei sistemi, bensì alle misure poste in atto dalle autorità pubbliche responsabili dell'ordinato funzionamento dei mercati finanziari. Ciò deve pertanto trovare riflesso nella redazione della proposta di direttiva mediante l'inclusione non soltanto delle misure prudenziali ma anche della sorveglianza, in quanto il funzionamento corretto e ordinato dei mercati finanziari può essere assicurato anche da altre misure di regolamentazione eventualmente in vigore nei vari Stati membri.
21. Ai sensi dell'articolo 32, paragrafo 2, il diritto dei membri di un mercato regolamentato o dei partecipanti allo stesso di designare il sistema di regolamento delle operazioni su strumenti finanziari effettuate all'interno dello stesso è subordinato, fra l'altro, all'esistenza di un «accordo dell'autorità competente del mercato regolamentato [a] che le condizioni tecniche di regolamento delle operazioni concluse in tale mercato tramite un sistema di regolamento diverso da quello designato dal mercato siano tali da consentire il funzionamento armonioso e ordinato dei mercati finanziari». In linea con l'osservazione precedente, va notato che — a seconda della normativa vigente in ciascuno Stato membro — l'armonioso e ordinato funzionamento dei mercati finanziari potrebbe anche essere assicurato da autorità diverse da quelle di mercato, ad esempio da autorità specificamente competenti in materia di compensazione e/o regolamento delle operazioni su strumenti finanziari (nei mercati regolamentati). L'articolo 32 dovrebbe essere formulato in modo da includere anche queste autorità e da consentire il coordinamento dei rispettivi ruoli. Inoltre, invece di subordinare il diritto di designazione all'accordo specifico dell'autorità competente (o delle autorità competenti), potrebbe risultare opportuno imporre requisiti minimi armonizzati. A tale riguardo occorrerebbe riconoscere l'interesse e/o la competenza delle banche centrali in relazione all'ordinato funzionamento dei sistemi di compensazione e regolamento delle operazioni in titoli. La BCE osserva che, nel richiedere il parere del CAERVM, la Commissione incaricherà anche quest'ultimo di consultarsi con le BCN sulle misure di esecuzione di cui all'articolo 32, paragrafo 4.
22. La BCE rileva che l'obiettivo dell'articolo 32, paragrafo 4, è definire criteri oggettivi di cui le autorità competenti possano tenere conto quando valutano la designazione di un determinato sistema da parte di partecipanti o membri indiretti o a distanza di un mercato regolamentato nazionale. È fondamentale garantire che quando le autorità competenti negano il loro accordo a una particolare designazione — fondando la loro decisione su criteri obiettivi e armonizzati — ciò non venga interpretato dai partecipanti come una discriminazione a favore dei sistemi nazionali. Una volta approvate dagli organi decisionali responsabili, le raccomandazioni SEBC-CAERVM potrebbero divenire punto di riferimento per le BCN e le altre autorità competenti.
23. Sesto punto. Requisiti in materia di scambio di informazioni e comunicazione. La BCE considera favorevolmente l'articolo 54, paragrafo 6, che rimuove qualunque ostacolo giuridico allo scambio di informazioni tra le autorità competenti e i membri del SEBC — comprendenti le BCN e la BCE — ai fini dello svolgimento delle rispettive funzioni. La crescente integrazione dei mercati finanziari all'interno dell'Unione europea e dell'area dell'euro richiede decisamente un maggiore sforzo in termini di cooperazione e di scambio rapido ed efficace delle informazioni pertinenti. Tale esercizio dovrebbe coinvolgere, in particolare, le autorità di vigilanza competenti su base multinazionale e multisettoriale oltretutto le BCN.
24. La BCE rileva infine che, conformemente all'articolo 56 della proposta di direttiva, gli Stati membri ospitanti possono, a fini statistici, esigere dalle imprese di investimento aventi succursali sul loro territorio relazioni periodiche sulle operazioni di queste ultime. La BCE tiene a ricordare che un sottoinsieme delle imprese di investimento e delle rispettive succursali fa parte della popolazione di riferimento da essa utilizzata per soddisfare gli obblighi di segnalazione statistica della BCE definiti nell'articolo 1 del regolamento (CE) n. 2533/98 del Consiglio, del 23 novembre 1998, sulla raccolta di informazioni statistiche da parte della Banca centrale europea ⁽¹⁾. Al fine di ridurre al minimo gli oneri di segnalazione, la BCE raccomanda alle autorità di verificare i dati statistici già disponibili, nonché di dare corso a quanto eventualmente necessario per realizzare la raccolta delle informazioni statistiche conformemente a quanto stabilito dall'articolo 56 della proposta di direttiva. Inoltre, la BCE apprezzerrebbe uno scambio di informazioni quanto alle statistiche eventualmente raccolte ai sensi del suddetto articolo.
25. Il presente parere è pubblicato nella *Gazzetta ufficiale dell'Unione europea*.

Fatto a Francoforte sul Meno, il 12 giugno 2003.

Il presidente della BCE

Willem F. DUISENBERG

(1) GU L 318 del 27.11.1998, pag. 8.