

II

(Atti preparatori)

COMITATO ECONOMICO E SOCIALE

400ª SESSIONE PLENARIA DEL 18 E 19 GIUGNO 2003

Parere del Comitato economico e sociale europeo in merito alla «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. — 2002/0269 (COD))

(2003/C 220/01)

Il Consiglio, in data 16 dicembre 2002, ha deciso, conformemente al disposto dell'articolo 262 del trattato che istituisce la Comunità europea, di consultare il Comitato economico e sociale europeo in merito alla proposta di cui sopra.

La sezione specializzata Mercato unico, produzione e consumo, incaricata di preparare i lavori in materia, ha formulato il parere sulla base del rapporto introduttivo della relatrice Boving, in data 4 giugno 2003.

Il Comitato economico e sociale europeo ha adottato il 18 giugno 2003, nel corso della 400ª sessione plenaria, con 60 voti favorevoli e 1 astensione, il seguente parere.

1. Sintesi del documento della Commissione

1.1. La direttiva relativa ai servizi di investimento (DSI), adottata nel 1993, definisce le condizioni alle quali le imprese di investimento e le banche autorizzate possono prestare determinati servizi in altri Stati membri.

1.2. La DSI non è più in grado di fornire attualmente un quadro efficace per l'esercizio dell'attività di investimento a livello transfrontaliero nell'Unione europea, in quanto:

- non prevede un grado di armonizzazione tale da consentire in pratica il mutuo riconoscimento delle autorizzazioni concesse alle imprese di investimento;
- contiene norme di tutela degli investitori ormai obsolete;
- non copre l'intera gamma dei servizi di investimento;
- non fornisce una risposta alle questioni regolamentari e di concorrenza sollevate dalla concorrenza tra le borse e dalla concorrenza delle borse con nuove piattaforme di esecuzione degli ordini;

— consente di seguire approcci diversi nella regolamentazione della struttura di mercato;

— non crea una base unitaria per la cooperazione transfrontaliera tra le autorità di vigilanza;

— contiene disposizioni obsolete e scarsamente flessibili.

1.3. La proposta di direttiva in esame mira invece a tutelare gli investitori e a salvaguardare l'integrità del mercato attraverso l'armonizzazione delle norme che disciplinano l'attività degli intermediari autorizzati, nonché a promuovere mercati finanziari equi, trasparenti, efficienti e integrati. Tale direttiva è volta a creare un quadro regolamentare nel quale gli obblighi siano rispondenti allo specifico profilo di rischio di ciascuno dei partecipanti al mercato. Armonizzando le norme che disciplinano le negoziazioni effettuate dalle imprese con o per conto dei clienti e per conto proprio e incentivando il funzionamento trasparente dei sistemi organizzati di negoziazione, la nuova DSI faciliterà l'integrazione dei mercati secondari di strumenti finanziari grazie in particolare a:

- norme volte ad armonizzare il contenuto e la forma delle informazioni pertinenti che gli emittenti sono tenuti a divulgare;

- tutela dell'integrità del mercato e prevenzione degli abusi di mercato;
- possibilità offerta ai sistemi di investimento collettivi di avvalersi delle libertà del mercato unico;
- promozione di sistemi efficienti e competitivi di compensazione e regolamento delle operazioni transfrontaliere di negoziazione finanziaria.

2. Caratteristiche della proposta di direttiva

2.1. Un'infrastruttura di negoziazione efficiente, trasparente e integrata

2.1.1. Quando si affida a negoziatori per conto proprio e per conto terzi, l'investitore deve avere la certezza che questi agiscono nel suo interesse. La proposta di direttiva prevede pertanto una specifica tutela dell'investitore nell'ambito della procedura di internalizzazione.

2.1.2. Le regole del gioco vanno in questo caso definite in maniera tale che l'esecuzione degli ordini venga effettuata nell'interesse dell'investitore e preservando l'efficienza generale del sistema finanziario.

2.1.3. Va scongiurato qualunque rischio concreto sotto il profilo della tutela degli investitori e dell'efficienza del mercato. A tal fine va introdotto un pacchetto di misure che, da un lato, impedisca alla dispersione delle negoziazioni su una molteplicità di mercati e di canali di produrre una frammentazione della liquidità e, dall'altro, non impedisca ai partecipanti al mercato di individuare potenziali operazioni reciprocamente vantaggiose. Elemento centrale di questo pacchetto 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 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 comunitario.

2.1.4. Occorre frapporre il minor numero possibile di ostacoli alla concorrenza e all'innovazione. Le differenze di trattamento regolamentare non dovrebbero compromettere la capacità, da parte delle borse e di altre organizzazioni assoggettate ad un determinato quadro regolamentare, di attrarre liquidità.

2.1.5. La proposta di direttiva mira a creare un quadro coerente e adeguato ai rischi per la regolamentazione dei principali meccanismi di esecuzione degli ordini:

- essa prevede pertanto interventi regolamentari per affrontare i rischi specifici che ciascuna metodologia di negoziazione pone sotto il profilo della tutela dell'investitore e del mantenimento dell'efficienza del mercato,
- ma affronta, altresì, le interazioni che si generano, sul piano della concorrenza e della regolamentazione, quando piattaforme e metodi di negoziazione differenti coesistono gli uni accanto agli altri anche se assoggettati a forme diverse di regolamentazione del mercato e di tutela degli investitori.

2.1.6. Essenziale in questo caso è un insieme di norme che prescriva la trasparenza in materia di informazione sulle negoziazioni. Gli obblighi di trasparenza devono consentire un'interazione transfrontaliera efficace e in tempo reale tra gli interessi di negoziazione. A tal fine sono previsti diversi gradi di trasparenza.

2.1.7. La proposta di direttiva è intesa altresì a garantire che gli ordini dei clienti vengano eseguiti fuori borsa solo qualora si dimostri che in tal modo si servono al meglio i loro interessi. Essa impone alle imprese di investimento di esaminare regolarmente quale tra le sedi di esecuzione degli ordini offra le condizioni migliori per le operazioni dei loro clienti.

2.1.8. La proposta preserva lo status particolare e il regime di autorizzazione dei mercati regolamentati. Essa è intesa pertanto a fissare un insieme comune di principi di livello superiore in materia di autorizzazione, regolamentazione e vigilanza sui mercati regolamentati, in modo da:

- individuare l'autorità competente e il diritto applicabile;
- introdurre requisiti relativi al gestore del mercato;
- fissare ampi obblighi in materia di trasparenza pre- e post-negoziazione.

2.1.9. La proposta fissa i principi di livello superiore in base ai quali un «mercato regolamentato» può ammettere degli strumenti alla negoziazione sul suo sistema e prevede che le misure di esecuzione dettagliate che consentiranno di mettere in atto i principi di cui sopra siano elaborate al livello 2 del processo legislativo. In breve, i «mercati regolamentati» dovrebbero utilizzare requisiti di ammissione di ordine generale, preventivamente autorizzati dalle autorità pubbliche, i quali mirano ad assicurare l'agevole negoziabilità e il regolamento efficace degli strumenti. In tale contesto la proposta prevede quanto segue:

- inserimento di un nuovo servizio di base relativo alla gestione di un sistema multilaterale di negoziazione; ciò consentirà ai soggetti che gestiscono tali sistemi di ottenere l'autorizzazione ad operare in qualità di imprese di investimento sulla base di uno specifico regime regolamentare;
- requisiti di organizzazione dei sistemi multilaterali di negoziazione;
- trasparenza pre- e post-negoziazione relativa alle operazioni su titoli azionari concluse nell'ambito dei sistemi multilaterali di negoziazione;
- deroga agli obblighi derivanti dal rapporto di intermediazione per le operazioni concluse sui sistemi multilaterali di negoziazione.

2.1.10. La proposta prevede la modernizzazione sistematica degli obblighi cui sono assoggettate le imprese di investimento quando queste eseguono le loro operazioni fuori dalle regole e dai sistemi di un «mercato regolamentato» o di un sistema multilaterale di negoziazione, e più precisamente:

- una nuova disposizione specifica sul conflitto di interesse;

- il rafforzamento dell'obbligo di «esecuzione alle condizioni migliori»;
- regole per la gestione degli ordini dei clienti;
- obblighi di trasparenza post-negoziato: tutte le imprese di investimento che negoziano strumenti azionari devono divulgare, quanto più possibile in tempo reale, il prezzo e il volume delle operazioni concluse;
- obblighi di trasparenza pre-negoziato: vengono introdotti requisiti di trasparenza pre-negoziato per le imprese di investimento sotto forma di una regola sulla diffusione degli ordini dei clienti a prezzo limitato e di una regola di divulgazione per le operazioni delle dimensioni abitualmente richieste dagli investitori al dettaglio;
- obbligo di divulgazione delle quotazioni limitato alle operazioni delle dimensioni abitualmente richieste dagli investitori al dettaglio aventi per oggetto azioni altamente liquide.

2.2. Tutela degli investitori e regime delle imprese di investimento

2.2.1. I requisiti di autorizzazione iniziale e di esercizio delle imprese di investimento vanno armonizzati.

2.2.2. A tale scopo la proposta di direttiva prevede un'ampia modernizzazione e un rafforzamento degli obblighi imposti, nonché dei diritti riconosciuti alle imprese di investimento:

- un requisito essenziale perché le imprese di investimento siano autorizzate a esercitare la loro attività è costituito dalla disponibilità di una dotazione patrimoniale su base continuativa; le imprese di investimento che prestano esclusivamente servizio di consulenza sono esentate dall'obbligo sancito dalla direttiva sull'adeguatezza patrimoniale.
- La proposta prevede per le imprese di investimento l'obbligo in primo luogo di identificare i conflitti di interesse derivanti dalla loro attività che potrebbero ledere gli interessi dei loro clienti; le imprese devono quindi impedire che tali conflitti rechino effettivamente pregiudizio agli interessi dei loro clienti e predisporre meccanismi organizzativi e amministrativi che consentano di gestire tali conflitti così da non danneggiare in alcun modo gli interessi dei clienti.

2.3. Norme di comportamento da rispettare al momento della prestazione dei servizi ai clienti

2.3.1. L'attuazione della disposizione in materia di norme di comportamento contenuta nell'attuale DSI è stata finora ostacolata dalla scarsa chiarezza sull'interpretazione delle principali nozioni operative e dall'ambiguità sul ruolo delle autorità del paese d'origine e del paese ospitante nel controllo del rispetto delle disposizioni. La proposta di direttiva fornisce orientamenti chiari e giuridicamente vincolanti ai fini dell'attuazione di questi principi generali.

2.3.2. Uno dei principali obiettivi della revisione della DSI è quello di introdurre una disposizione specifica che imponga obblighi di «esecuzione alle condizioni migliori» a carico dei negozianti per conto terzi e dei negozianti per conto proprio e per conto terzi.

- A tutte le imprese di investimento che operano per conto di clienti viene fatto obbligo di esercitare la diligenza dovuta, per assicurarsi che l'ordine venga eseguito alle condizioni più favorevoli per tali clienti.
- Una impresa di investimento deve aver compiuto sforzi ragionevoli per ottenere l'esecuzione dell'ordine alle condizioni migliori per il suo cliente. Nella proposta vengono precisate le condizioni dalle quali si può dedurre che l'impresa di investimento ha compiuto tali sforzi.
- Alle imprese di investimento, inoltre, viene fatto obbligo di riesaminare su base regolare le procedure adottate per ottenere l'esecuzione alle condizioni migliori per i loro clienti.
- Le regole per la gestione degli ordini dei clienti prevedono che gli investitori dovrebbero essere a conoscenza dei diversi canali attraverso i quali tali ordini si possono eseguire.

2.4. La proposta prevede di estendere il campo di applicazione della direttiva ad alcuni servizi agli investitori o servizi di negoziazione i quali hanno carattere di attività finanziarie, sono offerti ai clienti da più parti e/o presentano rischi per gli investitori e per il mercato. Si propone altresì di riconoscere la consulenza in materia di investimenti come un'attività finanziaria autonoma di importanza crescente. Si vuole tuttavia evitare che la sua inclusione nel quadro regolamentare imponga oneri ingiustificati o eccessivi a carico degli operatori che effettuano tale consulenza. L'analisi finanziaria deve essere effettuata nel rispetto di elevati standard etici e professionali. Si propone inoltre di inserire i derivati su merci nel campo d'applicazione della direttiva. La definizione utilizzata a questo scopo comprende alcuni contratti «future» negoziati sui mercati regolamentati che sono regolati fisicamente, qualora tali contratti presentino le caratteristiche di strumenti finanziari.

2.5. Altri aspetti essenziali della proposta

Riguardo ai servizi di compensazione e regolamento, la proposta di revisione si limita a chiarire i diritti delle imprese di investimento e degli operatori dei mercati regolamentati relativamente all'accesso/alla scelta di sistemi aventi sede in altri Stati membri.

3. Osservazioni generali

3.1. La revisione della DSI riveste un'importanza fondamentale per il mercato dei valori mobiliari. Di fronte alla necessità — evidente — di una nuova direttiva, il Comitato accoglie sostanzialmente con favore la proposta formulata dalla Commissione e ne condivide in particolare l'obiettivo, vale a dire «la tutela degli investitori e la salvaguardia dell'integrità del mercato». La tutela — peraltro necessaria — degli investitori non deve però condurre a una monopolizzazione tale da porre fine di fatto all'attività libera e indipendente di consulenza in materia di investimenti. L'opera di regolamentazione, da parte sua, non dovrebbe andare oltre la tutela, in giusta misura, del cliente, mantenendo, al tempo stesso, la competitività.

4. Osservazioni particolari

4.1. Le nuove disposizioni formulate dalla proposta di direttiva in materia di internalizzazione vanno nella giusta direzione. Va però considerato che l'internazionalizzazione degli ordini sottrae liquidità ai mercati regolamentati (le borse valori). Se è vero che i sistemi di internalizzazione approfittano dei prezzi che si formano su un mercato regolamentato (prezzi di borsa) per adottarli come prezzi di riferimento (price-taking) nell'ambito della loro struttura, essi però non contribuiscono alla successiva evoluzione di tali prezzi in quanto non piazzano i loro ordini di acquisto/vendita sul mercato regolamentato. Per questo motivo appare ragionevole imporre a coloro che praticano sistematicamente l'internalizzazione l'obbligo di operare sul mercato di riferimento quali «market maker», contribuendo così all'afflusso di liquidità. Questo apporto di liquidità dovrebbe estendersi ai titoli che sono oggetto del sistema di internalizzazione.

4.2. Il Comitato rileva con favore che la proposta di direttiva fissa delle disposizioni per vigilare sulla concorrenza tra borse valori, sistemi multilaterali di negoziazione e sistemi di internalizzazione. Si compiace altresì che sia stato introdotto l'obbligo di una maggiore trasparenza. Le regole in materia di obblighi di trasparenza pre-negoziazione andrebbero tuttavia precisate e sviluppate ulteriormente. In effetti, una questione tanto cruciale come la trasparenza pre-negoziazione andrebbe decisa, se possibile in via definitiva, al livello legislativo 1.

4.3. Il Comitato esprime compiacimento per l'inserimento a pieno titolo dell'attività di consulenza tra i servizi di investimento, che rende così più marcata la distinzione tra consulenza e servizi di investimento non accompagnati da consulenza. Di conseguenza, in mancanza di disposizioni contrattuali che disciplinano le attività di consulenza, gli obblighi delle imprese di investimento si limitano alla fornitura di tutte le informazioni necessarie al cliente, commisurate al suo livello di professionalità. Per rendere possibile anche in futuro la preziosa attività di «execution-only» (puramente esecutiva), sarebbe auspicabile una sua regolamentazione.

4.4. La distinzione, adottata nella proposta, tra clienti professionali e non professionali risulta sconosciuta nella maggioranza degli Stati membri. Quando si procede alla classificazione si dovrebbe pertanto tener conto — nella misura del possibile — delle conoscenze e delle esperienze maturate dai singoli clienti nella negoziazione di valori mobiliari e delle loro esigenze personali. I rapporti con la clientela già consolidati dovrebbero essere mantenuti in nome della continuità.

4.5. Le informazioni da fornire al cliente ai sensi dell'articolo 18 della proposta di direttiva dovrebbero poter essere standardizzate.

4.6. Sarebbe auspicabile subordinare l'adozione — da parte della Commissione — di misure tecniche di esecuzione delle norme di comportamento (cfr. articolo 18, paragrafo 9) all'attuazione preventiva di un'analisi dei costi-benefici, come già auspicato dal Parlamento europeo.

4.7. Il Comitato accoglie sostanzialmente con favore le proposte in materia di «esecuzione alle condizioni migliori». L'articolo 19, paragrafo 1, della proposta di direttiva dovrebbe però avere solo carattere programmatico, nel senso che dovrebbe definire cosa si intende in linea di principio per esecuzione alle condizioni migliori. L'obbligo di rispettare talune regole in materia di condotta e organizzazione risulterebbe in tal modo dall'articolo 19, paragrafo 2, il quale stabilisce che le imprese di investimento devono applicare procedure organizzative e amministrative tali da garantire l'esecuzione degli ordini dei clienti alle condizioni più favorevoli per questi ultimi.

4.8. Nell'ambito dell'esecuzione delle operazioni alle condizioni migliori, bisognerebbe operare una distinzione in base al tipo di esecuzione. Tale disposizione si applicherebbe solo nel caso in cui l'ordine non venisse eseguito tramite un mercato regolamentato. In tal caso andrebbe dimostrato che l'ordine non è stato eseguito a un prezzo meno favorevole del prezzo di borsa. Alle imprese di investimento, inoltre, occorre lasciare un certo margine di valutazione dell'esecuzione alle condizioni migliori, come pure la possibilità di accordarsi preventivamente con i clienti — tramite apposite disposizioni contrattuali — sulle modalità generali di esecuzione dei loro ordini.

4.9. Nell'ambito della procedura di Comitato, al momento di adottare le misure tecniche di esecuzione bisognerebbe tener conto della natura dei servizi offerti, del tipo di strumenti finanziari e della diversità di struttura delle imprese di investimento. A questo proposito si chiede che nell'articolo 16, paragrafo 4, lettera a), si consideri anche se, per quanto riguarda il tipo di misure che l'impresa di investimento deve adottare per gestire i conflitti di interesse, tali conflitti costituiscano un'eccezione oppure la regola.

4.10. Le misure tecniche di esecuzione vanno elaborate sulla base di un modello di cliente avveduto e informato, in grado di effettuare autonomamente le sue scelte economiche.

4.11. Gli ordini dei clienti a prezzo limitato a cui non è stato possibile dare esecuzione andrebbero dirottati verso il mercato regolamentato.

4.12. Dal momento che la discussione sulla regolamentazione dei sistemi di compensazione e regolamento è ancora in corso, non bisognerebbe anticiparne le conclusioni.

4.13. Onde evitare che l'intermediazione di fondi, soprattutto per quanto riguarda le piccole e medie imprese, sia soggetta a obblighi ingiustificati e eccessivi, la direttiva non dovrebbe applicarsi alle imprese che ricevono e trasmettono

ordini relativi a quote di organismi d'investimento collettivo senza detenere fondi dei loro clienti e quindi senza potersi mai trovare in situazione di debito con i loro clienti.

Bruxelles, 18 giugno 2003.

Il Presidente

del Comitato economico e sociale europeo

Roger BRIESCH

Parere del Comitato economico e sociale europeo in merito al «Libro verde sul procedimento europeo d'ingiunzione di pagamento e sulle misure atte a semplificare ed accelerare il contenzioso in materia di controversie di modesta entità»

(COM(2002) 746 def.)

(2003/C 220/02)

Il Consiglio, in data 20 dicembre 2002, ha deciso, conformemente al disposto dell'articolo 262 del trattato, di consultare il Comitato economico e sociale europeo in merito al «Libro verde sul procedimento europeo d'ingiunzione di pagamento e sulle misure atte a semplificare ed accelerare il contenzioso in materia di controversie di modesta entità».

La sezione specializzata Mercato unico, produzione e consumo, incaricata di preparare i lavori in materia, ha formulato il parere sulla base del rapporto introduttivo del relatore von Fürstenwerth, in data 4 giugno 2003.

Il Comitato economico e sociale europeo ha adottato all'unanimità, il 18 giugno 2003 nel corso della 400ª sessione plenaria, il seguente parere.

1. Sintesi e conclusioni

1.1. Il Comitato economico e sociale europeo accoglie con favore il Libro verde della Commissione: lo giudica infatti un'iniziativa opportuna che costituisce il seguito logico delle conclusioni del Consiglio europeo di Tampere. Il mercato unico non potrà essere realizzato senza un quadro giuridico comune⁽¹⁾. In questo contesto, il fatto che i cittadini e le imprese possano avvalersi di un procedimento d'ingiunzione di pagamento accessibile, rapido, efficiente ed equo costituisce un aspetto importante del diritto dei cittadini all'accesso alla

giustizia⁽²⁾. In un mercato unico ogni cittadino e ogni impresa devono poter far valere i propri diritti sia in un altro Stato membro sia nello Stato di abituale residenza esponendosi a sostenere costi prevedibili e moderati.

1.2. Il Comitato incoraggia e, al tempo stesso, sollecita la Commissione a presentare, alla luce dei risultati delle consultazioni, una proposta legislativa per introdurre un procedimento europeo d'ingiunzione uniforme.

(1) È un punto che il Comitato ha già fatto presente più volte, da ultimo nel parere in merito alla Proposta di regolamento del Consiglio che istituisce il titolo esecutivo europeo per i crediti non contestati (COM(2002) 159 def. — 2002/0090 (CNS)), GU C 85 dell'8.4.2003, pag. 1.

(2) Cfr.: parere del Comitato economico e sociale in merito al Libro verde: l'accesso dei consumatori alla giustizia e la risoluzione delle controversie in materia di consumo nell'ambito del mercato unico, GU C 295 del 22.10.1994, pag. 1 e ss.; parere del Comitato economico e sociale in merito alla Proposta di regolamento del Consiglio concernente la competenza giurisdizionale nonché il riconoscimento e l'esecuzione delle decisioni in materia civile e commerciale, GU C 117 del 26.4.2000, pag. 6.