



COMMISSIONE DELLE COMUNITÀ EUROPEE

Bruxelles, 15.11.2000
COM(2000)729 definitivo

**COMUNICAZIONE DELLA COMMISSIONE
AL PARLAMENTO EUROPEO E AL CONSIGLIO**

**AGGIORNARE LA DIRETTIVA SUI SERVIZI DI INVESTIMENTO
(93/22/CEE)**

COMUNICAZIONE DELLA COMMISSIONE AL PARLAMENTO EUROPEO E AL CONSIGLIO

AGGIORNARE LA DIRETTIVA SUI SERVIZI DI INVESTIMENTO (93/22/CEE)

- SOMMARIO -

Il Consiglio europeo di Lisbona ha sottolineato come sia strategicamente importante sostenere la tendenza a ricorrere maggiormente al mercato per il reperimento di finanziamenti, come elemento critico per rafforzare la prosperità economica nell'UE. Con la presente comunicazione, prevista dal Piano d'azione per i servizi finanziari, la Commissione definisce degli orientamenti per una profonda revisione della direttiva sui servizi di investimento (DSI - direttiva 93/22/CEE) e invita tutti gli interessati a prendere posizione in proposito.

La DSI costituisce la pietra angolare del quadro legislativo comunitario per le imprese d'investimento e i mercati mobiliari. Nei cinque anni trascorsi dalla sua entrata in vigore, essa ha consentito di eliminare una prima serie di ostacoli giuridici all'instaurazione di un mercato unico dei valori mobiliari. Il "passaporto unico" rilasciato alle imprese d'investimento autorizzate viene largamente utilizzato. L'accesso ai mercati regolamentati e alle borse valori è stato liberalizzato. È stata facilitata la negoziazione su scala paneuropea dei titoli quotati sui mercati nazionali.

Nuove sfide

La DSI deve tuttavia essere modernizzata per far fronte alle esigenze del nuovo contesto in cui si volge la negoziazione dei valori mobiliari. Le forze di mercato, amplificate dalla moneta unica, spingono verso un mercato finanziario integrato. La tecnologia dell'informazione sta rivoluzionando le prassi di mercato e preparando il terreno per l'emergere di una nuova generazione di prestatori di servizi. La spinta a migliorare l'efficienza, ridurre i costi e ad essere presenti su scala paneuropea sta stimolando una profonda ristrutturazione dell'infrastruttura di negoziazione dei titoli. Le proposte di fusione e di alleanze tra borse valori sono la manifestazione più visibile di questi profondi mutamenti. Il consolidamento della compensazione e del regolamento, che può migliorare sostanzialmente l'efficienza della negoziazione dei valori mobiliari in Europa, sta compiendo rapidi progressi.

A seguito dell'avvento della moneta unica, questi mutamenti strutturali si stanno verificando su scala paneuropea. La segmentazione dei mercati finanziari nazionali, benché sia profondamente radicata, è in via di erosione e gli effetti di trasmissione transfrontaliera si amplificano. Il numero di operazioni transfrontaliere è in crescita. Il tenore delle decisioni d'investimento prese dagli investitori e dagli emittenti di uno Stato membro è sempre più influenzato dai comportamenti degli altri mercati dell'UE.

Perché siano realizzati gli obiettivi generali della regolamentazione, ossia la tutela degli investitori ed il funzionamento efficiente e ordinato e la stabilità dei mercati, occorre:

- fiducia nell'esistenza e efficace impiego di tecniche riconosciute di gestione del rischio;
- chiarezza sul ruolo e le responsabilità dei diversi organi di regolamentazione e di vigilanza;

- una costante cooperazione tra le autorità competenti e una convergenza delle loro prassi operative.

Priorità per la revisione della DSI

Per rispondere a queste sfide occorre aggiornare la DSI. I lavori a tal fine possono concentrarsi su quattro priorità fondamentali:

- ***Un passaporto veramente efficace per le imprese d'investimento:*** l'utilità del passaporto unico è stata pregiudicata da estese deroghe alla sua validità e dalla diffusa applicazione dei requisiti del paese ospitante. Per assicurare alle imprese d'investimento il pieno beneficio del passaporto UE occorre compiere progressi su due fronti: primo, passare al controllo da parte del paese d'origine per tutte le operazioni all'ingrosso; secondo, provvedere ad una giudiziosa armonizzazione preventiva della tutela assicurata dalle norme di comportamento agli investitori al dettaglio, concordando nel contempo procedure (non settoriali) che agevolino la negoziazione e la conclusione di contratti transfrontalieri e la risoluzione delle relative controversie.
- ***Nuove forme di prestazione di servizi:*** la tecnologia ha fatto nascere nuove figure di prestatori di servizi, quali gli Alternative Trading Systems (ATS) che fanno concorrenza alle imprese d'investimento e, a volte, anche ai fornitori di infrastrutture esistenti. La DSI dovrebbe consentire alle autorità europee di vigilanza sui mercati mobiliari di assoggettare tali sistemi a regole prudenziali comuni e opportunamente calibrate, affinché possano operare nell'insieme dell'Unione.
- ***Una concorrenza effettiva tra borse e piattaforme di negoziazione:*** la DSI dovrebbe consentire alle borse e alle piattaforme di negoziazione di recente costituzione di competere effettivamente, nel rispetto dei criteri prudenziali, per aggiudicarsi volumi di negoziazione, senza essere assoggettate ad indebiti impedimenti regolamentari e di vigilanza. Occorre impedire che la concorrenza sia eccessivamente condizionata dalla ricerca della regolamentazione più favorevole, che potrebbe compromettere l'ordinato ed efficiente funzionamento dei mercati e la tutela degli investitori. I regimi di regolamentazione e di vigilanza per le piattaforme di negoziazione e le borse europee dovrebbero rispecchiare una valutazione collettiva "first-best" dei rischi e delle opportunità. Le disposizioni della DSI sui mercati regolamentati dovrebbero perciò essere estese per fornire una base giuridica a questi criteri essenziali - in particolare per quanto si riferisce alla trasparenza e all'informazione.
- ***La crescente internazionalizzazione della compensazione e del regolamento:*** il processo di consolidamento a livello europeo della compensazione sta avanzando. Questo processo, mentre migliora l'efficienza, concentra il rischio sistemico e accresce il rischio di conflitti tra giurisdizioni. La fiducia reciproca nelle tecniche di gestione del rischio e la cooperazione tra autorità di vigilanza sono destinate ad avere importanza centrale. È urgentemente necessario affrontare collettivamente la problematica della compensazione ed i residui ostacoli tecnici e giuridici al collegamento dei sistemi di regolamento dei titoli.

Una adeguata risposta legislativa

L'Europa ha bisogno di una legislazione in materia di servizi finanziari in grado di durare nel tempo. Si devono evitare regole prescrittive ed inflessibili che sono rapidamente superate dall'innovazione finanziaria o dagli sviluppi dei mercati. Una legislazione quadro che sancisca dei principi guida potrebbe offrire un saldo fondamento giuridico per un mercato finanziario unico dinamico, ordinato e stabile. I principi guida devono essere corredati da meccanismi che offrano una guida supplementare ed assicurino un'interpretazione uniforme. Altrimenti, le norme quadro rimarranno lettera morta.

Una DSI aggiornata deve fornire una base giuridica comune per una vigilanza e un'applicazione "diretta". La collaborazione a livello regolamentare e di vigilanza tramite il Forum of European Securities Commissions (FESCO) sta già dando dei frutti ma dev'essere intensificata. La Commissione, assolvendo le funzioni che le competono a norma delle disposizioni del trattato e nel quadro istituzionale dell'Unione ed orientandosi sulle analisi del Comitato dei saggi sui mercati mobiliari, intende esaminare come si possa rispondere nel modo migliore a queste esigenze mettendo a punto proposte legislative per l'aggiornamento della DSI.

Il Piano d'azione per i servizi finanziari ha sottolineato come sia divenuta pressante l'esigenza di rivedere e rafforzare il quadro legislativo dell'Unione per i mercati mobiliari. Il Consiglio europeo di Lisbona ha insistito affinché le iniziative in materia siano accelerate e portate a termine entro il 2005. La presente comunicazione intende aprire un vasto processo di consultazione sull'aggiornamento di uno dei pilastri centrali di questo quadro legislativo, la direttiva sui servizi d'investimento. La Commissione sarà lieta di ricevere contributi riguardanti le analisi e i problemi presentati qui di seguito dal Parlamento europeo, dalle autorità nazionali di regolamentazione e di vigilanza, da altre organizzazioni a livello comunitario, compreso il FESCO, dagli operatori di mercato, dagli utenti dei mercati e da ogni altra parte interessata. Nell'allegato 1 vengono sintetizzate le questioni specifiche sulle quali gli interessati sono invitati a prendere posizione.

I contributi vanno inviati alla Commissione entro il 31 marzo 2001 (per posta al seguente indirizzo: Commissione europea, DG MARKT F, avenue de Cortenberg 107, B-1040 BRUXELLES, o per e-mail a MARKT-ISD@cec.eu.int).

- COMUNICAZIONE DELLA COMMISSIONE -

1. INTRODUZIONE

1.1. Messa in atto delle conclusioni del Consiglio europeo di Lisbona

Il Consiglio europeo di Lisbona ha sottolineato l'esigenza di realizzare, entro il 2005, mercati finanziari efficienti ed integrati come elemento critico della strategia europea per la crescita e l'occupazione. Esso ha individuato nell'integrazione, nell'efficienza e nella stabilità i criteri chiave per misurare il livello qualitativo dei mercati mobiliari europei. La politica dell'UE dovrebbe ispirarsi ai tre principi generali della tutela degli investitori, del funzionamento ordinato ed efficiente e della stabilità dei mercati.

Si tratta di obiettivi che si rafforzano a vicenda: l'integrazione dei mercati produrrà una confluenza delle liquidità, permetterà l'allocazione più produttiva del capitale e promuoverà la concorrenza tra i prestatori di servizi. Le borse valori efficienti beneficeranno di un circolo virtuoso che consentirà loro di attrarre ulteriore liquidità, rafforzare la loro competitività e favorire l'efficiente formazione del prezzo dei valori mobiliari europei. La stabilità prudenziale e la sicurezza delle negoziazioni sono caratteristiche essenziali di ogni sistema di negoziazione.

La confluenza in un unico alveo delle liquidità nazionali (prima frammentate) consentirà di convogliare i risparmi europei verso gli impieghi più produttivi. L'evoluzione demografica rende necessaria un'integrazione sicura e produttiva dei regimi pensionistici obbligatori. L'investimento in valori mobiliari è destinato a costituire parte integrante di ogni strategia d'investimento vincente a medio-lungo termine. Inoltre la confluenza delle liquidità offrirà ai soggetti bisognosi di capitali, e in particolare alle imprese, un'alternativa flessibile e competitiva al ricorso al credito bancario per finanziare investimenti generatori di occupazione. Mercati finanziari dotati di spessore e di liquidità consentiranno alle imprese di mettere a punto strutture finanziarie su misura delle loro esigenze e di completare la catena del finanziamento dalla fase di avviamento fino all'offerta pubblica iniziale. Le società e gli emittenti otterranno prezzi migliori per i loro titoli. L'accesso alla cerchia di investitori la più vasta possibile rafforzerà il meccanismo di formazione del prezzo ed assicurerà la fissazione del prezzo del capitale al livello più competitivo. Infine i costi di intermediazione e di transazione - commissioni e spese addebitate dagli intermediari - saranno limitati ad un minimo competitivo. Che il finanziamento diretto sui mercati comporti benefici sostanziali per gli investitori e gli emittenti europei rimane vero a prescindere dai periodici accessi di volatilità o dalle occasionali correzioni cui i mercati mobiliari sono soggetti.

Ma non sarà sufficiente rimuovere gli ostacoli alla libera circolazione. È necessaria anche un'azione di regolamentazione per correggere le disfunzioni del mercato e agevolare l'efficiente gioco dell'offerta e della domanda di capitale. Un quadro regolamentare che ponga l'accento sul libero accesso ai mercati, sui diritti degli azionisti, su un'efficace informativa finanziaria, sulla certezza giuridica della compensazione e del regolamento e sull'esecutività dei contratti è indispensabile per garantire l'esistenza di sistemi basti sul mercato efficienti e stabili. Il Piano d'azione per i servizi finanziari elenca una prima serie di miglioramenti del quadro legislativo

comunitario per i mercati mobiliari che comprende un passaporto unico per gli emittenti e regole per impedire la manipolazione dei mercati e consentire l'uso di garanzie transfrontaliere¹.

Il sistema stesso di regolamentazione deve funzionare in modo efficiente. Le regole comunitarie devono essere chiare ed esaurienti, correttamente attuate dagli Stati membri, fatte rispettare efficacemente dalle autorità di vigilanza e atte ad essere adattate tempestivamente. Si garantirà così che la regolamentazione tenga il passo degli sviluppi del mercato e contribuisca all'instaurazione di mercati mobiliari integrati ed efficienti.

1.2. Mutamenti strutturali nei mercati finanziari dell'UE

La raccolta di finanziamenti sul mercato sta cominciando a capovolgere il tradizionale predominio del credito bancario nella maggior parte degli Stati membri dell'UE. Le società di nuova costituzione stanno emettendo azioni in quantità senza precedenti². Gli investitori istituzionali e una nuova generazione di intermediari competitivi stanno mobilitando il risparmio delle famiglie: in alcuni Stati membri più di un adulto su tre possiede oggi delle azioni. Anche le strutture di negoziazione stanno attraversando una fase di profondi mutamenti. Le nuove tecnologie facilitano l'ingresso di prestatori di servizi in grado di competere con gli operatori tradizionali in tutte le fasi del processo di negoziazione - dai sistemi rudimentali di convogliamento degli ordini ad entità con tutte le funzioni di una borsa valori. Al livello delle borse, è in corso una gara per offrire agli emittenti, agli investitori ed agli intermediari una piattaforma di negoziazione paneuropea. Essa ha stimolato ambiziose proposte di fusione e di alleanze tra borse. La compensazione (e in minor misura la liquidazione) sono di centrale importanza in quanto costituiscono un rilevante centro di costi nelle negoziazioni europee, dove si possono realizzare notevoli risparmi con un consolidamento. La pressione degli utenti dei mercati sta intaccando i confini tra compensazione e regolamento a livello nazionale ed a livello europeo/internazionale.

Stimolati dal venir meno del rischio di cambio nell'area dell'euro, questi mutamenti strutturali hanno assunto una dimensione paneuropea. Le interdipendenze tra i mercati si stanno rafforzando a tutti i livelli. Gli orizzonti d'investimento dei fondi e degli investitori privati si stanno allargando per diventare più paneuropei. I medesimi strumenti finanziari sono potenzialmente negoziabili in borse e piattaforme di negoziazione concorrenti in tutte l'UE. Le medesime imprese d'investimento operano in più borse e servono le medesime basi nazionali di clienti. Infine, le borse e nuovi tipi di piattaforme di negoziazione competono per aggiudicarsi i flussi di ordini e sono sempre più dipendenti da stanze di compensazione o controparti centrali consolidate.

¹ COM(99) 232 dell'11.5.1999.

² Un terzo del volume totale di nuove azioni emesse nelle Borse europee nel 1999 proveniva da società appena ammesse alla quotazione.

2. VALUTAZIONE DELLA DSI

2.1. Struttura e concezione

La DSI costituisce il quadro giuridico per la regolamentazione e la vigilanza delle imprese di investimento e di alcuni aspetti delle borse e dei mercati nelle quali queste operano. Essa poggia su tre pilastri principali.

1. Passaporto unico per le imprese d'investimento

La DSI consente alle imprese d'investimento di prestare servizi o costituire succursali in altri Stati membri sulla base dell'autorizzazione del paese d'origine. L'applicazione del principio del riconoscimento reciproco è completata da un'armonizzazione dei principi essenziali che disciplinano l'autorizzazione iniziale e l'esercizio dell'attività. Particolarmente importanti al riguardo sono i principi di base in materia di struttura organizzativa e norme di comportamento che devono essere osservati dalle imprese d'investimento. Le disposizioni chiave della DSI sono integrate da quelle della direttiva sull'adeguatezza patrimoniale o DAP (93/6) e della cosiddetta direttiva DAP II (98/31)³. Laddove la DSI contiene disposizioni di armonizzazione, queste si limitano ad enunciare dei principi essenziali.

Il modello operativo al quale si ispirano le disposizioni fondamentali della DSI è quello dell'intermediario finanziario (broker-dealer) tradizionale; ciò risulta evidente dalla grande importanza attribuita alla regolamentazione delle operazioni, per tutelare gli investitori da comportamenti abusivi o scorretti dell'impresa d'investimento. Anche le disposizioni di attuazione nazionali rispecchiano le modalità tradizionali della prestazione di servizi d'investimento, che comportano contatti ripetuti tra impresa d'investimento e cliente per via telefonica o per corrispondenza (cartacea). L'assunzione a fermo e il collocamento di emissioni sono attività automaticamente coperte dall'autorizzazione rilasciata ai sensi della DSI. Tuttavia le imprese che offrono servizi accessori quali quelli di custodia e amministrazione di titoli non beneficiano del passaporto della DSI se non quando prestano tali servizi congiuntamente ad uno dei servizi "essenziali".

La DSI ha eroso la segmentazione del mercato al livello delle imprese d'investimento e dell'accesso ai mercati regolamentati. Numerosissime imprese si sono avvalse del passaporto unico. I grafici 1a e 1b dell'allegato contengono alcuni dati sui prestatori di servizi d'investimento che hanno comunicato ad un altro Stato membro la loro intenzione di prestarvi i loro servizi o di costituirvi una succursale⁴.

³ Queste direttive determinano l'entità delle riserve che le imprese d'investimento devono accantonare per coprire il rischio di posizione e il rischio di mercato sul loro portafoglio di negoziazione. Poiché le questioni relative all'adeguatezza patrimoniale sono già oggetto di un processo di revisione delle disposizioni regolamentari e di vigilanza nella Comunità, sulla base dei lavori del Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, esse non verranno ulteriormente trattate nella presente comunicazione.

⁴ Alle cifre ivi indicate vanno aggiunti gli enti creditizi che sono autorizzati a prestare servizi d'investimento in virtù di autorizzazioni rilasciate ai sensi della seconda direttiva bancaria. Tali enti sono soggetti, oltre che alle disposizioni della seconda direttiva bancaria, anche alle disposizioni della DSI contenute negli articoli 4, 8, 10, 11, 12, 14 (paragrafi 3 e 4) e 15. In molti Stati membri, il numero delle imprese di altri paesi che offrono i loro servizi è assai superiore a quello delle imprese autorizzate nazionali. Non sono disponibili dati sulle quote dei mercati nazionali detenute da imprese di altri Stati membri. L'uso limitato della facoltà di costituire succursali può essere attribuito o alla relativa onerosità

2. Accesso ai mercati regolamentati

A corollario dell'istituzione del passaporto unico per le imprese d'investimento, la DSI ha abolito le restrizioni ufficiali all'acquisizione della qualità di membro dei mercati regolamentati ovvero all'accesso ai medesimi, che avrebbero altrimenti tolto al passaporto unico gran parte della sua efficacia. La direttiva prescrive l'abolizione di ogni restrizione quantitativa e di ogni altra restrizione arbitraria all'accesso o all'ammissione come operatore autorizzato in un mercato regolamentato. Inoltre, i mercati che operano mediante un sistema di negoziazione telematico sono tenuti ad ammettere "membri a distanza" aventi sede in altri Stati membri. Gli operatori di altri paesi dell'UE e di paesi terzi costituiscono oggi tra il 30 e il 50% del totale degli operatori autorizzati presso le borse di Amsterdam, Parigi, Eurex e Francoforte e si aggiudicano una notevole quota del fatturato. Si tratta di una tendenza diffusa ma non universale (alcune borse, per esempio Madrid, non hanno membri a distanza). La DSI prevede anche il diritto di accesso degli operatori di altri Stati membri ai sistemi di compensazione e regolamento.

I mercati regolamentati hanno il diritto di installare impianti per la negoziazione su schermo negli altri Stati membri, in modo da servire i "membri a distanza" ivi situati. Di questa possibilità si è avvalso solo un piccolo numero di borse. A questo riguardo la DSI prefigura il clima di concorrenza oggi prevalente tra le varie borse.

I mercati regolamentati sono definiti sulla base dell'esistenza di generici requisiti in materia di ammissione alla quotazione ufficiale, di informazione e di trasparenza. Le autorità nazionali conservano le competenze di designazione dei mercati regolamentati e di attribuzione ai medesimi di diritti speciali o esclusivi. Inoltre, le autorità nazionali possono disporre, per assicurare agli investitori il beneficio di un processo ottimale di formazione dei prezzi, che talune operazioni vengano eseguite su un mercato regolamentato (regola di concentrazione delle operazioni: articolo 14, paragrafo 3).

3. Collaborazione in materia di vigilanza

Prima della DSI, le norme prudenziali e le pratiche di vigilanza dei vari paesi dell'UE erano sostanzialmente diverse. Alcune delle disposizioni più importanti della DSI sono quelle che determinano le funzioni delle autorità nazionali competenti, attribuendo alle medesime diverse responsabilità e obblighi in materia di vigilanza e di controllo del rispetto delle norme della DSI stessa. Gli articoli da 22 a 27 della DSI mettono in atto un quadro di convergenza minima delle responsabilità di vigilanza e richiedono una chiara assegnazione delle funzioni principali quando i compiti sono divisi tra più autorità o organismi di categoria. Queste disposizioni hanno dato un significativo impulso alla convergenza delle pratiche regolamentari e di vigilanza. Inoltre, la DSI formalizza dei meccanismi per un'estesa collaborazione tra le autorità nazionali, sia puntuale, in casi specifici, sia permanente. Tale collaborazione costituisce un presupposto indispensabile per il mantenimento della fiducia degli investitori e dell'integrità del mercato in un mercato integrato. La recente istituzione del Forum of European Securities Commissions (FESCO) ha collocato la collaborazione tra le autorità nazionali competenti in un quadro più organizzato, anche se non vincolante.

della procedura di notifica ed autorizzazione o al limitato interesse economico delle operazioni svolte tramite succursali.

2.2. Limiti strutturali all'efficacia della DSI

Il riconoscimento reciproco delle autorizzazioni e delle funzioni di vigilanza nazionali ha avuto, in generale, effetti positivi per i mercati europei. Le definizioni ed i concetti essenziali della DSI si sono rivelati abbastanza ampi e flessibili per accompagnare l'evoluzione delle pratiche di mercato e di vigilanza a livello nazionale. Tuttavia, la natura generica di molte delle disposizioni della DSI, senza il sostegno di orientamenti o disposizioni di applicazione più dettagliate, presenta anche degli inconvenienti. In particolare, l'efficacia della DSI è stata diminuita da:

- Il modo assai blando in cui il principio della competenza del paese di origine è affermato nella DSI. Numerose disposizioni della DSI ammettono l'intervento del paese ospitante e delle sue autorità di vigilanza a tutela dell'interesse generale. Le disposizioni più significative al riguardo sono quelle dell'articolo 13, dell'articolo 17, paragrafo 4, dell'articolo 18, paragrafo 2, e dell'articolo 19. Inoltre, l'articolo 11, paragrafo 2, attribuisce la competenza per l'applicazione e il controllo del rispetto delle norme di comportamento allo Stato membro "in cui è fornito il servizio"⁵. Esistono certo ragioni obiettive per consentire al paese ospitante di intervenire a tutela degli investitori al dettaglio, ma il fatto che non siano stati previsti meccanismi efficaci per agevolare il passaggio alla competenza del paese di origine o per circoscrivere l'ambito di competenza del paese ospitante costituisce un difetto della presente direttiva.
- Disposizioni o definizioni poco chiare, che hanno aperto la via a forti divergenze di interpretazione e di attuazione a livello nazionale - ad esempio per quanto riguarda la definizione dei servizi essenziali, l'applicazione dei principi di base delle norme di comportamento, la designazione dei mercati regolamentati e le disposizioni relative agli interventi in caso di irregolarità ai sensi dell'articolo 19. La DSI non prevede alcun meccanismo che possa servire a definire linee guida o indirizzi comuni per l'interpretazione e l'applicazione delle misure di armonizzazione.

Per superare queste difficoltà e cogliere le opportunità senza precedenti offerte dalle nuove modalità di negoziazione dei valori mobiliari, facendo fronte alle nuove sfide che esse pongono sotto il profilo della vigilanza, occorre una revisione radicale della DSI. Sulla base della sua valutazione delle implicazioni sotto il profilo regolamentare delle attuali tendenze dei mercati, la Commissione ha individuato una serie di temi sui quali si potrebbe concentrare l'opera di revisione della DSI. Questi temi sono raggruppati in due capitoli: l'uno tratta le questioni relative al funzionamento del passaporto unico per le imprese d'investimento ed i prestatori di servizi finanziari, l'altro i problemi derivanti dagli sviluppi strutturali al livello delle borse valori e dell'infrastruttura di negoziazione.

⁵ In mancanza di un chiaro criterio per determinare quale sia lo Stato membro in cui il servizio è fornito, quasi tutte le autorità nazionali applicano le proprie norme di comportamento ai servizi prestati dall'estero ad investitori residenti nel paese.

3. UN PASSAPORTO UNICO PIENAMENTE EFFICACE

3.1. Chiarire ed estendere i diritti conferiti dal passaporto

La portata del passaporto conferito dalla DSI è limitata da numerose eccezioni. I paragrafi 2 e 4 dell'articolo 2 prevedono numerose esclusioni dal campo d'applicazione della direttiva, alcune delle quali potrebbero non essere più pertinenti⁶. Alcuni servizi ausiliari - in particolare quelli di custodia - possono essere coperti in quanto tali dall'autorizzazione ai sensi della DSI. Nello spostare i servizi dall'elenco dei servizi accessori al novero di quelli essenziali si dovrebbe considerare se le disposizioni della DSI siano adatte a far fronte alle esigenze di vigilanza sul servizio in questione. Inoltre, i vantaggi tangibili offerti dal passaporto dovrebbero essere più rilevanti del costo dell'osservanza dei requisiti prudenziali (ad es. per quanto riguarda l'adeguatezza patrimoniale).

Le autorità competenti hanno compiuto scelte differenti per quanto riguarda l'applicazione delle disposizioni della DSI a determinati servizi d'investimento essenziali. Per esempio, alcuni Stati membri hanno scelto di stabilire norme di comportamento differenziate per i servizi di semplice raccolta e trasmissione di ordini e/o di intermediari che si limitano alla sola esecuzione di ordini; altri invece no. Le imprese autorizzate in uno Stato membro possono essere assoggettate ad un regime di vigilanza qualitativamente diverso quando operano in un altro paese. Una maggiore coerenza delle disposizioni nazionali dovrebbe agevolare la prestazione di servizi transfrontalieri e l'affermazione di nuovi modelli operativi fondati sulle nuove tecnologie. Nuovi modelli e formule di prestazione di servizi d'investimento possono essere compatibili con i principi vigenti in materia di norme di comportamento. Di conseguenza, aumentare il grado di certezza in merito a come le varie disposizioni della DSI possano essere applicate ed adattate ai singoli servizi essenziali può fruttare un doppio dividendo.

- *Per un efficace funzionamento del passaporto unico per le imprese d'investimento è necessario riesaminare le esenzioni di cui ai paragrafi 2 e 4 dell'articolo 2 e valutare se alcuni dei servizi accessori debbano essere messi tra quelli essenziali.*
- *La revisione della DSI dovrebbe indicare chiaramente come le singole disposizioni debbano essere applicate ai diversi servizi essenziali, in modo da evitare marcate differenze tra i regimi di vigilanza nazionali che ostacolano la prestazione transfrontaliera di servizi. Si invitano gli interessati ad indicare quali disposizioni della DSI, a loro giudizio, potrebbero essere applicate in modo differenziato e a suggerire come esse potrebbero essere adattate per i diversi servizi essenziali.*

⁶ Vista l'evoluzione delle prassi di mercato, occorre prestare particolare attenzione al rapporto tra i servizi di cui all'articolo 2, paragrafo 2, lettera g) ed i servizi relativi alla raccolta e/o alla trasmissione di ordini.

3.2. Proteggere gli investitori e gestire la sovrapposizione delle funzioni di vigilanza

Le difficoltà incontrate più di frequente per quanto riguarda il funzionamento del passaporto della DSI derivano dalle possibilità di incertezze e di conflitti di giurisdizione che essa contiene. Come ammesso da alcune disposizioni chiave della DSI, le autorità del paese ospitante applicano generalmente le norme di comportamento e le regole sulla pubblicità nazionali, nonché alcuni dei loro requisiti in materia organizzativa/prudenziale (detenzione di fondi dei clienti) ai servizi prestati agli investitori nazionali. La duplicazione dei regimi di vigilanza che ne deriva ostacola, in particolare, la prestazione transfrontaliera di servizi di intermediazione e di negoziazione.

In definitiva, il passaporto unico richiede che si faccia sistematicamente riferimento alle norme del paese di origine per quanto riguarda la vigilanza sugli obblighi delle imprese nei confronti del mercato e l'equo trattamento dei clienti. Attualmente, varie disposizioni della DSI privilegiano l'applicazione delle norme del paese ospitante o fanno prevalere, senza condizioni, le eccezioni relative all'interesse generale. Le eccezioni al principio della preminenza delle norme del paese di origine, sottostante alla direttiva, devono essere esaminate con attenzione. Non è detto che così facendo si avrà un annacquamento della protezione degli investitori: le autorità del paese di origine sono frequentemente quelle in posizione migliore per vigilare sul rispetto dei requisiti in materia di protezione degli investitori e per intervenire in caso di infrazioni.

Nel rendere più efficace il passaporto unico, si dovrebbe fare una distinzione tra i servizi prestati a controparti professionali e quelli prestati ad investitori al dettaglio. Per quanto riguarda i servizi prestati ad investitori professionali, per progredire verso l'applicazione esclusiva delle norme prudenziali e delle norme di comportamento del paese di origine non è necessaria un'ulteriore armonizzazione. La comunicazione della Commissione sull'articolo 11 della DSI contiene un'analisi dettagliata e non vincolante di aspetti pratici e sostanziali a sostegno di una simile impostazione⁷. Il recente accordo raggiunto in sede FESCO sulla distinzione tra investitori professionali e al dettaglio offre una base consensuale e praticabile per individuare gli investitori professionali che potrebbero essere esentati dalle norme di comportamento del paese ospitante. La revisione della DSI dovrebbe tentare di dare un solido fondamento giuridico a questa impostazione - non solo per quanto riguarda le norme di comportamento intese ad assicurare la correttezza delle negoziazioni, ma anche per quanto riguarda la pubblicità e gli obblighi delle imprese nei confronti del mercato.

Per quanto riguarda gli investitori al dettaglio, il passaggio alla vigilanza da parte del paese di origine dovrà essere gestito con attenzione. Attualmente le autorità del paese ospitante possono trovarsi in una posizione comparativamente migliore per funzionare come prima linea di difesa, ossia per individuare le infrazioni commesse dalle imprese nelle loro relazioni con gli investitori al dettaglio e per intervenire in proposito. Di conseguenza, per gli investitori al dettaglio la possibilità di chiedere l'intervento di un'autorità situata nella propria giurisdizione può essere un vantaggio - e una fonte di fiducia.

⁷ Documento COM(2000) XX: Applicazione delle norme di comportamento di cui all'articolo 11 della DSI, novembre 2000.

La Commissione sta esaminando delle soluzioni pratiche per far fronte a queste preoccupazioni. Gli investitori al dettaglio sono evidentemente bisognosi di beneficiare di elementi essenziali del regime di vigilanza e giurisdizionale nazionale. La direttiva sulla vendita a distanza armonizzerà i requisiti relativi alle informazioni generali da fornire agli acquirenti di servizi finanziari e di investimento, commercializzati e venduti a distanza. In sede FESCO sono in corso lavori miranti a ravvicinare le norme di comportamento nei rapporti con gli investitori al dettaglio. Rimangono tuttavia altre difficoltà pratiche. Per esempio, quando i rapporti tra impresa e cliente si fondano su contratti conclusi con il cliente stesso o su altri strumenti contrattuali, la determinazione della legge applicabile agli obblighi contrattuali sarà disciplinata dalla convenzione di Roma. Di conseguenza, attraverso il contratto che disciplina il rapporto tra impresa e cliente, si troverebbero ad essere applicate alcune delle norme obbligatorie del paese di residenza del consumatore. Infine, potrebbe essere necessario intensificare la collaborazione tra autorità di vigilanza in modo da promuovere la fiducia reciproca per quanto riguarda l'applicazione e messa in esecuzione pratica delle norme a tutela degli investitori comuni. Sarà necessario risolvere anche questi problemi, che non sono specifici al settore dei servizi di investimento.

La direttiva sul commercio elettronico comporta già una decisa affermazione del principio del paese d'origine per tutti i servizi di investimento prestati per via elettronica. La revisione della DSI deve aprire la via ad una ulteriore applicazione sistematica del principio del paese d'origine. Di conseguenza, occorre circoscrivere rigorosamente l'ambito delle responsabilità residue del paese ospitante, che dovrebbero essere confinate essenzialmente alle norme di comportamento intese ad assicurare la correttezza dei rapporti con i clienti al dettaglio. Quando eccezionalmente è ammessa la competenza del paese ospitante, vanno individuate condizioni che, se soddisfatte, la facciano automaticamente venire meno.

- *Il principio della vigilanza da parte del paese di origine deve essere applicato senza alcuna condizione preliminare per i servizi prestati a controparti professionali. A parte le norme di comportamento, vi sono altre disposizioni della DSI per le quali può essere prevista un distinzione chiara ed operativa tra operatori professionali e al dettaglio?*
- *Gli interessati sono invitati ad esporre le loro osservazioni in merito a problemi regolamentari e di vigilanza che richiedono, a titolo transitorio, il mantenimento della competenza del paese di origine. Quali condizioni accessorie devono essere soddisfatte prima che vengano soppresse le competenze residue del paese ospitante?*

Nel rispondere a questi quesiti, si invita a tener conto delle analisi contenute nella comunicazione della Commissione sull'articolo 11 della DSI.

3.3. Nuovi operatori – Alternative Trading Systems

La tecnologia dell'informazione ha ridotto gli ostacoli all'ingresso a tutti gli stadi dell'attività di negoziazione di valori mobiliari - dalla prestazione di servizi di intermediazione e di negoziazione, alla pura attività di smistamento e trasmissione di ordini, fino alla costituzione di piattaforme avanzate per l'incontro e l'esecuzione degli ordini. A questa estremità dello spettro, i nuovi operatori possono essere simili, dal punto di vista funzionale, a vere e proprie borse; molti di essi sono stati autorizzati come "mercati regolamentati".

Una maggiore incertezza regna per quanto riguarda il trattamento regolamentare e di vigilanza appropriato, nel quadro della legislazione comunitaria, degli Alternative Trading Systems (ATS) attualmente autorizzati in quanto imprese d'investimento in diversi Stati membri. Gli utenti di questi sistemi devono essere adeguatamente protetti e deve essere ottimizzata l'interazione con il sistema di negoziazione dei valori mobiliari nel suo insieme. La questione chiave è quella di sapere se le disposizioni della DSI (e quelle nazionali) relative alle imprese d'investimento siano sufficientemente sensibili ai potenziali rischi sotto il profilo regolamentare che queste nuove entità comportano. Gli ATS non costituiscono un gruppo omogeneo⁸. Tuttavia da analisi approfondite compiute dal FESCO risulta che tali sistemi possono in genere essere assimilati ad imprese d'investimento⁹. Un'applicazione graduata dei requisiti relativi all'organizzazione (articolo 10) e delle norme di comportamento (articolo 11) potrebbe utilmente ovviare agli eventuali rischi supplementari per gli investitori o per l'ordinato funzionamento dei mercati.

Le autorità di regolamentazione nazionali per i mercati mobiliari tendono a considerare che una simile politica costituisca la soluzione preferenziale a breve termine per il problema della vigilanza degli ATS. Salvo pronunzie della Corte di giustizia sulla compatibilità di questa impostazione con la DSI, la Commissione considera che può trattarsi di una soluzione utile a titolo transitorio. È essenziale che eventuali requisiti supplementari vengano imposti in modo uniforme per non pregiudicare i diritti conferiti dal passaporto alle imprese d'investimento autorizzate.

Questa soluzione pragmatica non può rappresentare l'ultima parola. Taluni ATS possono essere il punto focale della negoziazione autorizzata di strumenti finanziari. Essi sono quindi vulnerabili agli stessi rischi che le borse ed i mercati regolamentati per quanto riguarda il mantenimento della fiducia del mercato, della trasparenza e della regolarità e dell'efficienza delle negoziazioni. Potrebbe quindi essere necessario applicare il regime previsto per i mercati regolamentati. Attualmente la DSI traccia una netta distinzione tra "imprese d'investimento" e "mercati regolamentati". Ciò preclude l'applicazione alle imprese d'investimento di elementi propri del regime dei mercati regolamentati. La revisione della DSI potrebbe quindi consentire una (proporzionata) applicazione delle disposizioni relative all'informativa finanziaria, alla trasparenza e alla pubblicità agli ATS che assomigliano molto ad una Borsa.

⁸ Alcuni ATS offrono un punto di incontro elettronico rudimentale (bulletin-board) per gli ordini, mentre altri possono essere assimilati ad intermediari elettronici tra dealer o ai carnet di ordini dei broker.

⁹ "The Regulation of Alternative Trading Systems in Europe": FESCO 00-064C, 25.09.2000. Tale documento è disponibile su: www.eurofesco.org.

- *Quali dei principi e dei requisiti degli articoli 10 e 11 sono più pertinenti per affrontare le situazioni in cui gli Alternative Trading Systems (ATS) offrono servizi di infrastruttura? Sono potenzialmente pertinenti anche altri elementi del regime delle imprese d'investimento?*
- *Nella prospettiva di un'impostazione funzionale della regolamentazione degli ATS, quali elementi del quadro regolamentare per i mercati regolamentati (ad esempio in materia di informazione, trasparenza, sorveglianza e poteri di intervento) possono essere più pertinenti per i diversi tipi di ATS?*

4. MERCATI REGOLAMENTATI E INFRASTRUTTURA DI NEGOZIAZIONE

Ampliando la base degli operatori autorizzati a negoziare nelle borse e nei mercati regolamentati, la DSI ha indirettamente facilitato la concorrenza tra sistemi di negoziazione. L'incentivo ad accrescere i volumi di negoziazione è stato accentuato dalla trasformazione delle borse in imprese a scopo di lucro. Molte borse hanno fatto tesoro delle opportunità implicite nella costituzione di reti aperte di operatori. La concorrenza tra borse si sta intensificando. Il margine per ulteriori riduzioni dei costi di transazione attraverso l'impiego delle nuove tecnologie è limitato, in quanto molte borse europee stanno operando a ridosso della frontiera tecnologica. La strada più promettente per un'ulteriore crescita dei proventi è costituita dall'aumento del volume dei titoli negoziati, che si traduce in economie di scala e di diversificazione. Alcune borse e alcuni nuovi operatori stanno tentando di raggiungere dimensioni paneuropee attraverso una crescita organica. Altri, invece, si stanno preparando ad ampie alleanze o a vere e proprie fusioni, che porteranno potenzialmente a una significativa concentrazione dei volumi dei titoli trattati e ad un aumento dello spessore e della liquidità dei mercati dei valori mobiliari. I vantaggi non si limitano alle economie di scala e di diversificazione nell'esecuzione degli ordini: i guadagni, meno appariscenti, in termini di maggiore liquidità e di maggiore efficacia del meccanismo di formazione dei prezzi saranno in definitiva molto più significativi. Potrebbe essere necessario modificare o integrare la DSI per ottimizzare questi sviluppi al fine di:

- 1) favorire un'effettiva concorrenza tra le borse per aggiudicarsi i flussi di ordini ("passaporto");
- 2) chiarire i requisiti regolamentari che devono essere soddisfatti dai mercati regolamentati per garantire la regolarità e l'efficienza delle negoziazioni ("principi guida");
- 3) promuovere la trasparenza della formazione dei prezzi dei titoli nelle singole borse e nell'insieme del sistema di negoziazione;
- 4) mettere a punto un approccio comune all'integrazione e alla vigilanza delle funzioni di compensazione e di regolamento dei titoli.

4.1. Un passaporto unico per i mercati regolamentati

Anche se il diritto conferito ai mercati telematici di installare attrezzature per la negoziazione su schermo in tutti gli Stati membri può essere visto come un primo passo in questa direzione, la DSI non conferisce ai mercati regolamentati tutti i diritti insiti nel passaporto. Per facilitare la prestazione di servizi di negoziazione per

un'ampia gamma di titoli in tutta l'UE, occorre riesaminare la definizione di "mercato regolamentato" contenuta nella DSI e le disposizioni relative.

Oggi, la definizione di "mercato regolamentato" al punto 13 dell'articolo 1 poggia in parte sulla funzione di quotazione dei titoli (e sul rispetto delle disposizioni relative all'ammissione alla quotazione ufficiale di cui alla direttiva 79/279). Le condizioni di ammissione alla quotazione sono la prima linea di difesa per assicurare la qualità degli strumenti negoziati nei mercati e un'adeguata informazione degli investitori. Le difficoltà che sorgono sono dovute all'incertezza che regna per quanto riguarda il modo in cui i mercati regolamentati devono assolvere l'obbligo di assicurarsi che tutti i titoli rispondano ai requisiti per la "quotazione ufficiale" di cui alla direttiva 79/279¹⁰. Essenzialmente, finora si è chiesto che il mercato regolamentato assolvesse funzioni di quotazione per tutti i titoli negoziati nel mercato stesso. Ma la prassi di imporre ai mercati regolamentati di quotare ufficialmente i titoli prima di iniziarne la negoziazione può accrescere i costi in misura significativa e limitare la possibilità che mercati e borse concorrenti ammettano alla negoziazione lo stesso titolo. Occorre quindi separare l'ammissione alla quotazione e l'ammissione alla negoziazione, se si vuole stimolare una più attiva concorrenza tra piattaforme di negoziazione. Inoltre, mutamenti strutturali quali la privatizzazione delle borse richiedono una ridefinizione delle modalità di realizzazione degli obiettivi della quotazione e dell'informazione del pubblico. Tuttavia, prima di prendere in considerazione aggiustamenti di così ampia portata, occorre trovare una base equa per ripartire le spese generali da sopportare per soddisfare i requisiti regolamentari relativi alla quotazione e quelli che ne derivano, come la diffusione di informazioni rilevanti per la formazione dei prezzi. Senza disposizioni appropriate, le borse, in quanto organismi che mirano a realizzare un profitto, potrebbero cercare di abbandonare le costose funzioni di quotazione, specie qualora abbiano l'impressione che i concorrenti sfruttino gratuitamente (il cosiddetto "free-riding") i loro servizi di quotazione. Questo comprometterebbe l'importante funzione della quotazione sotto il profilo della tutela dell'interesse generale. Un orientamento in questo senso potrebbe trovare un primo riscontro in una definizione aggiornata del termine "mercati regolamentati" della DSI, ma richiederebbe anche un riesame delle disposizioni della direttiva 79/279¹¹.

La regola di concentrazione (articolo 14, paragrafo 3 della DSI) dà agli Stati membri la facoltà di richiedere che le transazioni relative a taluni strumenti finanziari siano eseguite su un mercato regolamentato. Questa disposizione era intesa a migliorare la protezione degli investitori limitando le operazioni "fuori mercato" agli investitori professionali. Tuttavia, in questo modo si può anche artificialmente convogliare la negoziazione di strumenti finanziari su un determinato mercato regolamentato. Per la protezione degli investitori sono più utili opportune disposizioni che disciplinino il comportamento degli operatori che agiscono per conto degli investitori e misure che facciano rispettare rigorosamente i requisiti di "esecuzione al meglio". Per evitare restrizioni arbitrarie o sproporzionate della concorrenza tra mercati regolamentati,

¹⁰ Direttiva 79/279 del Consiglio del 5.3.1979 (GU L 66 del 16.3.1979). L'incertezza per quanto riguarda la conformità ai requisiti per la quotazione ufficiale cresce per i titoli che non rientrano nel campo di applicazione di detta direttiva. In questi casi una garanzia è offerta dalla necessità di preparare un prospetto di offerta al pubblico per tutti i titoli negoziabili emessi su un mercato.

¹¹ A prescindere dal collegamento tra quotazione e ammissione alla negoziazione, la direttiva 79/279 non è chiara per quanto concerne l'ambito di concetti chiave quali "quotazione ufficiale" e "borsa". Potrebbero sorgere discrepanze sotto il profilo della qualità dei titoli negoziati in diversi mercati regolamentati ed il livello di informazione richiesto.

può essere opportuno esaminare se la regola di concentrazione sia ancora giustificata, almeno nella forma attuale.

L'articolo 15, paragrafo 5 della DSI dà agli Stati membri la facoltà di limitare la costituzione di nuovi mercati sul loro territorio. Come riconosciuto dallo IOSCO, esistono legittime preoccupazioni relative al governo e all'ordinato funzionamento dei mercati che giustificano appropriate disposizioni in materia di autorizzazione delle borse. Tuttavia le disposizioni attuali vanno rivedute per impedire che vengano utilizzate per ostacolare le attività di mercati regolamentati autorizzati dalle autorità di altri Stati membri.

La Commissione osserva anche che per mantenere viva la concorrenza tra borse mosse da un interesse commerciale sarà necessario che le autorità garanti della concorrenza vigilino per impedire restrizioni anticoncorrenziali all'accesso a reti di negoziazione private. Nuovi operatori su base telematica o la concorrenza proveniente da mercati esteri possono arginare questo pericolo aumentando la contendibilità al livello dei sistemi di negoziazione e delle borse. Tuttavia, un'eccessiva concentrazione dei volumi di negoziazione in uno o più sistemi di negoziazione di proprietà privata può dare adito a preoccupazioni. Queste possono essere particolarmente marcate qualora la concentrazione orizzontale al livello dei sistemi di negoziazione sia accompagnata da un'integrazione verticale che includa i sistemi di negoziazione come pure quelli di compensazione e di controparte centrale. I vantaggi in termini di riduzione dei costi di un processo senza soluzione di continuità potrebbero allora essere più che compensati dalle conseguenze anticoncorrenziali di una posizione dominante nell'infrastruttura di negoziazione.

- *I requisiti che un mercato regolamentato deve soddisfare per essere riconosciuto come tale in termini di condizioni di ammissione alla quotazione e di criteri di ammissione alla negoziazione devono essere chiariti. Ciò richiederà anche un parallelo aggiornamento della direttiva 79/279. Quali condizioni occorre osservare per mettere in atto questa impostazione garantendo un'adeguata informazione e salvaguardando la qualità dei titoli negoziati?*
- *La regola di concentrazione di cui all'articolo 14, paragrafo 3 e il diritto di vietare la creazione di nuovi mercati di cui all'articolo 15, paragrafo 5 devono essere riesaminati per eliminare restrizioni sproporzionate o non indispensabili all'attività transfrontaliera dei mercati regolamentati?*

4.2. Principi guida per i mercati regolamentati

La DSI mette in atto una limitata convergenza delle condizioni che i mercati e le borse devono rispettare per mantenere la fiducia e la stabilità dei mercati. I recenti sviluppi strutturali hanno evidenziato come le divergenze dei requisiti regolamentari e di vigilanza possono complicare l'integrazione delle negoziazioni. L'armonizzazione delle regole di negoziazione è una condizione preliminare per l'unificazione del mercato. Occorre un'impostazione comune in materia di regolamentazione e di vigilanza anche in altri settori.

La messa a disposizione tempestiva di informazioni rilevanti di elevata qualità su base equa richiede disposizioni uniformi in materia di ammissione alla quotazione, prospetti informativi, informazione periodica e pubblicazione di informazioni rilevanti per i prezzi. Un modello comune per i requisiti di trasparenza e di

informazione è essenziale specie quando le transazioni sono altamente sensibili ai requisiti di trasparenza. Le disparità all'interno del sistema produrranno una concentrazione delle negoziazioni nel punto in cui gli obblighi di trasparenza sono meno rigorosi, compromettendo l'efficienza del meccanismo di formazione dei prezzi del mercato unificato. Le regole per l'ammissione alla funzioni di operatore in un mercato e quelle per l'accesso ai mercati devono essere allineate per impedire che i partecipanti compiano un arbitraggio tra i diversi punti di ingresso nella piattaforma integrata. Il contenuto e l'applicazione dei criteri di ammissione devono essere non discriminatori e obiettivi. Infine, occorre un'impostazione uniforme per quanto riguarda il monitoraggio, gli interventi per far rispettare le norme e le discipline per assicurare livelli equivalenti di prevenzione dei rischi e di severità delle sanzioni.

Le sfide che si pongono dal punto di vista regolamentare e di vigilanza per gestire la concorrenza tra i mercati in modo da garantire il funzionamento trasparente, efficiente e ordinato del sistema dei mercati europei nel suo insieme sono formidabili. Due questioni vanno esaminate con particolare attenzione. Primo, la maggiore integrazione dei mercati mobiliari aumenta la possibilità che differenze di regolamentazione o di vigilanza influenzino la concorrenza tra borse per aggiudicarsi volumi di negoziazione. Quando la negoziazione è sensibile alle spese occasionate dalla regolamentazione, vi è il rischio che la concorrenza tra regimi vada a scapito della trasparenza e dell'efficienza del complesso dei mercati mobiliari dell'UE. Secondo, l'impostazione della regolamentazione all'interno dell'UE deve essere rivista alla luce dell'incremento degli effetti di trasmissione. Ciò che accade in un mercato regolamentato può anche avere ripercussioni immediate e potenzialmente rilevanti sul quadro di negoziazione in altri Stati membri. Le misure destinate a garantire l'integrità, la fiducia e la stabilità dei mercati non possono essere più concepite o applicate isolatamente.

È necessaria una prospettiva di regolamentazione comune nell'UE. Gli interessi in gioco non sono limitati agli Stati membri nei quali hanno sede borse che si preparano ad una fusione: sono direttamente interessati le imprese di investimento, gli investitori, gli emittenti e i fornitori di infrastrutture in tutta l'UE. Non si può permettere che le norme regolamentari e di vigilanza che disciplinano gran parte delle negoziazioni di valori mobiliari in Europa evolvano trovando ogni volta una soluzione ad hoc ai problemi tecnici che presenta una determinata fusione o alleanza. Se ogni fusione o alleanza su grande scala dà origine ad un insieme distinto di soluzioni regolamentari e di vigilanza, si rischia di perpetuare la disparità delle norme regolamentari e di vigilanza in Europa.

Le disposizioni della DSI concernenti i mercati regolamentati vanno rafforzate in modo da dare vita a un insieme comune di principi per quanto riguarda la regolarità delle negoziazioni, l'informazione e la trasparenza, l'integrità dei mercati e gli standard di monitoraggio e di intervento per far applicare le norme stesse. Incorporando nella legislazione dell'UE dei principi guida è possibile facilitare i mutamenti strutturali al livello delle borse:

- limitando l'incertezza giuridica in merito alla legge applicabile o alla giurisdizione competente per i mercati regolamentati che sono presenti, attivi o soggetti a vigilanza in più Stati membri;

- dando un fondamento giuridico agli obblighi di collaborazione tra le autorità di vigilanza e definendo meccanismi pratici per agevolare la collaborazione tra autorità amministrative ed organi di autoregolamentazione di natura privatistica;
- sfruttando meccanismi e disposizioni già esistenti nel resto della legislazione UE in materia di servizi finanziari. A questo proposito si potrebbe dedicare attenzione ai requisiti patrimoniali (per assicurare che i mercati regolamentati possiedano la capacità di mantenere in attività i sistemi), alle norme sui grandi rischi, ai requisiti di onorabilità e professionalità dei dirigenti e ai meccanismi di acquisizione di partecipazioni qualificate (per vigilare sull'insorgere di conflitti di interesse nelle strutture di governo);
- accrescendo la trasparenza a livello degli operatori e delle autorità di vigilanza per quanto riguarda le regole sull'equità e la regolarità delle operazioni, le condizioni di funzionamento e gli assetti proprietari.

Le autorità nazionali di vigilanza sui mercati mobiliari, riunite nel FESCO, hanno elaborato una serie di generici "standard per i mercati regolamentati". Questi standard costituiscono un utile punto di riferimento per un'ulteriore riflessione sui temi di cui sopra.

Un'ultima considerazione relativa all'elaborazione di principi guida per i mercati regolamentati nell'ambito della revisione della DSI riguarda l'ambito che tali principi devono coprire. Una possibilità sarebbe di limitarne il campo d'applicazione ai mercati regolamentati accessibili al pubblico nei quali vengono negoziati titoli di capitale, in quanto l'economia reale e gli investitori al dettaglio sono esposti in maggior misura a questo tipo di operazioni su titoli. Di conseguenza è per questi mercati che l'esigenza di trasparenza e informazione è massima. Una seconda possibilità sarebbe far rientrare nel campo d'applicazione tutti i sistemi organizzati che offrono al pubblico la possibilità di negoziare titoli, a prescindere dalla tipologia degli strumenti finanziari trattati (inclusendo quindi i derivati su merci e gli altri strumenti esclusi dall'allegato B della DSI). In tal caso potrebbe essere necessaria un'applicazione graduata dei principi per tener conto del fatto che la negoziazione organizzata di strumenti differenti dà luogo a problemi di regolamentazione differenti, a seconda del modello di mercato e della misura in cui la maggior parte delle negoziazioni avviene tra operatori professionali.

- | |
|---|
| <ul style="list-style-type: none"> • <i>L'attuale definizione di "mercato regolamentato" nella DSI e le disposizioni relative sono inadeguate a far fronte alle sfide regolamentari e di vigilanza derivanti dall'intensificazione della concorrenza e della collaborazione tra mercati mobiliari. Sotto quali aspetti l'arbitraggio regolamentare tra mercati potrebbe compromettere l'ordinato, efficiente e trasparente andamento della negoziazione di titoli?</i> • <i>Il campo d'applicazione dei principi guida dovrebbe essere limitato alla negoziazione di titoli di capitale accessibile al pubblico o estendersi a tutti i sistemi di negoziazione organizzata di strumenti finanziari di qualsiasi natura? I principi guida dovrebbero articolarsi secondo i rischi regolamentari e di vigilanza insiti in diversi tipi di mercati o di negoziazione? Quali disposizioni dovrebbero essere applicate in modo graduato?</i> |
|---|

- *Gli interessati sono invitati ad indicare se e come alcuni principi debbano essere formalmente sanciti nella legislazione comunitaria e quali siano gli obiettivi regolamentari sui quali occorre concentrare l'attenzione.*

4.3. Trasparenza

Un elevato livello di trasparenza è il segno distintivo di un mercato efficiente e costituisce la migliore salvaguardia degli interessi degli investitori. Nonostante l'articolo 21 della DSI, vi sono enormi divergenze nel livello di trasparenza dei mercati regolamentati dell'UE. Visto che i sistemi elettronici mossi dagli ordini sono diventati il modello di mercato dominante per la negoziazione di titoli, occorre prendere provvedimenti per promuovere la trasparenza effettiva in quelle parti del mercato che più possono beneficiarne. I requisiti dovrebbero essere formulati in termini di risultati da conseguire, e non prescrivendo determinate pratiche di mercato.

Le divergenze sono particolarmente marcate per quanto riguarda i requisiti di trasparenza applicabili alle negoziazioni con investitori istituzionali. In diversi mercati europei, queste operazioni sono eseguite "fuori mercato", il che rischia di compromettere la liquidità generale e il meccanismo di formazione dei prezzi dei titoli. In un contesto nel quale i mercati si stanno facendo un'agguerrita concorrenza per aggiudicarsi questo tipo di operazioni, può essere necessario trovare soluzioni comuni per assicurare che una opaca negoziazione in blocco non diminuisca indebitamente della qualità della processo di formazione del prezzo dei titoli per gli investitori al dettaglio e gli altri investitori.

La segmentazione della negoziazione di titoli, basata sulle frontiere amministrative e valutarie nazionali, non deve essere sostituita da un sistema nato dal mercato che comporti collegamenti tecnici o regolamentari insufficienti tra piattaforme di negoziazione. Se esistono più piattaforme di negoziazione europee, potrebbe essere necessario promuovere l'interazione tra i loro distinti sistemi di fissazione dei prezzi. Tuttavia, la regolamentazione non dovrebbe dettare al mercato strutture o soluzioni. Essa dovrebbe mirare a migliorare la trasparenza e a garantire una effettiva integrazione dei prezzi. Altrimenti, le opportunità offerte da un unico mercato integrato non saranno ottimizzate. Un'ulteriore considerazione è quella che informazioni determinanti per i prezzi possono non essere a disposizione degli investitori nel medesimo tempo reale nei diversi sistemi di negoziazione¹².

- *Come si possono utilmente aggiornare le disposizioni della DSI in materia di trasparenza? Fino a che punto sono necessarie soluzioni comuni per assicurare che la negoziazione fuori mercato non comprometta indebitamente l'efficiente formazione del prezzo dei titoli per tutti gli investitori?*
- *La frammentazione delle negoziazioni tra diversi sistemi rappresenta una minaccia per la liquidità e l'efficienza dei mercati mobiliari? Quali misure pratiche possono essere prese per promuovere una efficace ed efficiente interazione dei meccanismi di formazione dei prezzi in mercati regolamentati in concorrenza tra loro?*

4.4. Compensazione e regolamento

Accesso a distanza. Le funzioni di compensazione e regolamento sono trattate indirettamente nell'articolo 15, paragrafo 1 della DSI, a norma del quale l'accesso ai mercati regolamentati implica il diritto di accesso ai sistemi di compensazione e regolamento sottostanti. Alcuni Stati membri hanno imposto ai membri a distanza di ricorrere agli uffici di intermediari aventi sede nel paese ai fini della compensazione e del regolamento. Questo accesso indiretto accresce la complessità ed i costi e ostacola la tempestiva ed efficace esecuzione degli ordini. La direttiva concernente il carattere definitivo del regolamento nei sistemi di pagamento e nei sistemi di regolamento titoli rimuove un fattore di incertezza, eliminando le complicazioni che sorgono in caso di insolvenza di una controparte avente sede in un altro Stato membro. Tuttavia rimangono delle difficoltà. Un esempio è dato dalla riluttanza delle autorità monetarie ad offrire alle imprese d'investimento di altri Stati membri la possibilità di aprire conti che consentano di liquidare le operazioni con "moneta della banca centrale". Ciò costringe i membri a distanza dei mercati regolamentati locali ad avvalersi di banche corrispondenti per il regolamento definitivo (in moneta avente corso legale) della parte delle operazioni su titoli da liquidare in contanti. In mancanza di una soluzione a questi problemi, la partecipazione a distanza ai sistemi di compensazione e di regolamento sarà fatalmente compromessa.

Regolamento. Anche se la frontiera tra enti di amministrazione accentrata di valori mobiliari nazionali ed internazionali sta venendo progressivamente meno, il regolamento transfrontaliero della compravendita di titoli comporta molte difficoltà tecniche e giuridiche. Il SEBC (Sistema europeo di banche centrali) sta attualmente tentando di superare gli ostacoli tecnici al collegamento tra i sistemi di compensazione titoli partendo dal lavoro di standardizzazione svolto in sedi internazionali¹³. Per una piena ottimizzazione, occorrerebbe rimuovere i residui impedimenti al trasferimento e all'esecutorietà transfrontalieri dei titoli di proprietà¹⁴.

Compensazione. Le funzioni di compensazione multilaterale e di controparte centrale, oggi consolidate per quanto riguarda la negoziazione di derivati e di titoli a reddito fisso, stanno diventando centrali anche per la negoziazione dei titoli più correnti. Se una simile evoluzione favorisce l'efficienza delle negoziazioni, essa comporta anche la concentrazione del rischio sistemico nei libri delle controparti centrali. Questo fenomeno sarà esacerbato dal consolidamento geografico, che potrebbe portare alcuni sistemi di negoziazione a dipendere da funzioni di compensazione eseguite in altri Stati membri.

Tutte le stanze di compensazione autorizzate sono soggette ad una vigilanza permanente e devono applicare diffusamente tecniche di gestione del rischio¹⁵. La

¹² Il precedente degli USA (risalente agli anni '70) dimostra quanto possano essere efficaci per promuovere la confluenza delle liquidità i meccanismi intesi ad assicurare la trasparenza dei prezzi nell'insieme dei mercati.

¹³ La task force congiunta G-10/IOSCO (International Organization of Securities Commissions) per la definizione di principi per le operazioni di regolamento delle operazioni su titoli (modellati sugli standard "Lamfalussy" per i sistemi di pagamento importanti sotto il profilo sistemico).

¹⁴ Questi problemi sono particolarmente evidenti per i titoli al portatore.

¹⁵ Tra i loro obblighi figura la regolare rivalutazione delle posizioni al valore di mercato, la liquidazione immediata delle perdite, il deposito di margini iniziali ed infragiornalieri, standard per il regolamento in contanti, requisiti di ammissione e requisiti patrimoniali. Il rispetto di questi obblighi è oggetto di intensa sorveglianza.

definizione, sorveglianza e applicazione di queste norme è assicurata predominantemente a livello nazionale. Potrebbe essere giustificato affrontare oggi questa problematica a livello UE. Ci si potrebbe concentrare sui principi e sugli elementi chiave della regolamentazione e della vigilanza della compensazione e sui meccanismi necessari per instaurare una effettiva collaborazione e comunicazione tra le autorità di vigilanza competenti.

In parallelo con la modifica della DSI, questa riflessione comune dovrebbe mirare a definire chiaramente le disposizioni di vigilanza delle stanze di compensazione necessarie per difendere la stabilità di un sistema integrato di negoziazione dei valori mobiliari.

- *Gli interessati sono invitati ad esprimersi sui problemi pratici relativi all'accesso ai sistemi di compensazione e regolamento degli altri Stati membri e sulla natura degli ostacoli giuridici ed amministrativi alla compensazione transfrontaliera della compravendita di titoli.*
- *Su quali aspetti dovrebbero concentrare l'attenzione le autorità di vigilanza dei mercati mobiliari nello studiare le eventuali ramificazioni transfrontaliere del consolidamento delle funzioni di compensazione e di controparte centrale? Quali dispositivi sarebbero i più efficaci per gestire i relativi rischi?*

5. LA STRADA DA SEGUIRE

Un riesame globale della DSI, come previsto dal Piano d'azione per i servizi finanziari, è un elemento fondamentale della riforma del quadro legislativo e di vigilanza comunitario per far fronte alle nuove forme assunte dalla negoziazione di valori mobiliari. L'aggiornamento della DSI può facilitare i progressi nella direzione di una maggiore liquidità, efficienza e stabilità dei mercati europei. L'inazione rischia di limitare le esternalità positive e i vantaggi per l'interesse pubblico che mercati mobiliari efficienti, caratterizzati da trasparenza e integrità, possono apportare all'insieme del sistema economico.

Visti i numerosi problemi di interpretazione e di applicazione di molte disposizioni della DSI che sono sorti dall'entrata in vigore della direttiva, la Commissione considera necessaria una revisione sistematica della DSI perché il passaporto che essa offre alle imprese d'investimento sia veramente operativo. Si tratta del solo modo per garantire la necessaria certezza e chiarezza giuridica.

- *Se gli interessati ritengono utile l'elaborazione di principi guida a livello UE per i mercati regolamentati, sono invitati ad indicare se questi vadano incorporati in una DSI ampliata oppure se vadano sanciti in un atto legislativo autonomo. Quanto è urgente l'adozione di principi guida?*

5.1. La forma della DSI riveduta

Il ritmo dei cambiamenti nei mercati finanziari e i rischi che comporterebbe la codificazione nella legislazione comunitaria di precise disposizioni di applicazione sono argomenti decisivi a favore di una DSI che si limiti a stabilire alcuni principi di base. Questi principi dovrebbero riflettere i principi fondamentali derivanti dalle

libertà sancite dal trattato ed essere formulati in modo da evitare ambiguità di interpretazione.

Una DSI che si limiti ad enunciare dei principi guida rischia però di provocare una proliferazione di interpretazioni e di disposizioni interpretative nazionali. Sarà necessaria un'azione permanente di guida per l'applicazione delle definizioni e delle disposizioni della DSI perché questa offra agli investitori una protezione di alta qualità e un effettivo accesso ai mercati. Occorre quindi un'impostazione coerente e strutturata dell'opera di 1) formulazione di interpretazioni aggiornate dei concetti; 2) promozione di una collaborazione permanente in tempo reale tra le autorità nazionali competenti e 3) instaurazione di standard comuni di applicazione e di intervento al livello degli addetti all'azione di vigilanza in prima linea. È necessario inoltre creare canali che consentano alle autorità di vigilanza e agli altri organismi competenti di segnalare al legislatore i problemi sostanziali che richiedono un intervento regolamentare e di proporre soluzioni.

Questi temi sono attualmente oggetto di discussione da parte del Comitato dei saggi per i mercati mobiliari, che dovrebbe presentare la sua relazione finale nella prima metà del 2001. È da sperare che le conclusioni del comitato contengano lo schema di una legislazione comunitaria che combini la chiarezza e la certezza giuridica con la capacità di rispondere agli sviluppi dei mercati e un'azione di equa e rigorosa messa in applicazione delle norme.

5.2. Principi guida per la revisione della DSI

Chiaramente, l'attuale fluidità delle condizioni di mercato può rendere più complessa la preparazione delle iniziative legislative comunitarie. I temi che sono oggi in primo piano potrebbero non costituire le preoccupazioni predominanti una volta che le strutture dei mercati si siano stabilizzate. D'altra parte, è necessario modificare la legislazione ora per promuovere sviluppi atti a migliorare l'efficienza dei mercati, che altrimenti potrebbero essere impediti o notevolmente ritardati. Inoltre, in assenza di un quadro comune in materia regolamentare e di vigilanza, gli sviluppi in un gruppo di Stati membri dell'UE potrebbero dettare la forma dei modelli di mercato e dei paradigmi regolamentari per gli anni futuri. Se non si interviene oggi, i responsabili delle politiche e gli operatori di mercato dell'UE potrebbero ritrovarsi con una soluzione sub-ottimale se considerata in una prospettiva collettiva o a più lungo termine.

Una serie di principi guida può contribuire ad assicurare che la DSI riesca ad affrontare le sfide poste dal nuovo ambiente di negoziazione dei valori mobiliari:

- *LA DSI riveduta deve garantire l'efficacia del passaporto e una concorrenza effettiva tra le piattaforme di negoziazione di titoli, offrendo a tutti l'accesso alle infrastrutture di negoziazione essenziali a condizioni eque e non discriminatorie.* Garantire il libero accesso attraverso adeguati strumenti legislativi e di vigilanza è fondamentale per assicurare la permanente competitività dell'architettura del sistema di negoziazione.
- *La promozione delle libertà sancite dal trattato non deve andare a spese della tutela degli investitori e dell'integrità e della stabilità del mercato.* A tal fine sarà necessaria una giudiziosa armonizzazione delle garanzie regolamentari essenziali - in particolare a tutela degli investitori al dettaglio. La regolamentazione e la

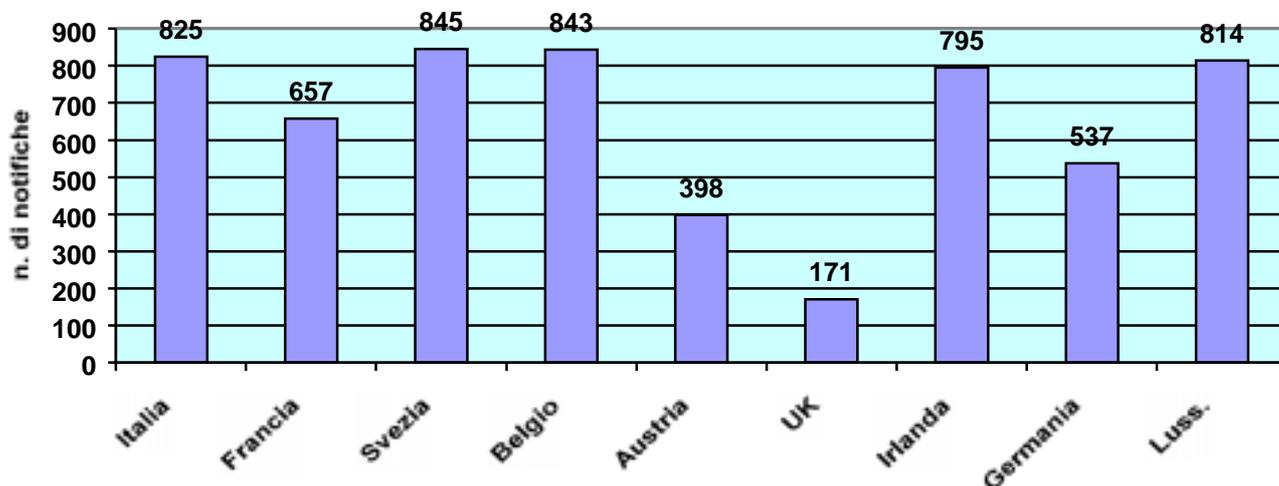
vigilanza degli intermediari è uno dei bastioni della tutela degli investitori e dell'integrità del mercato.

- *Tutti gli emittenti, a prescindere dalle loro dimensioni, devono poter beneficiare di mercati mobiliari dotati di spessore e liquidità.* Questo obiettivo potrà essere conseguito promuovendo la formazione di mercati dotati di spessore e liquidità che siano accessibili sulla base di regole chiare ed aggiornate e di procedure semplificate. Una riduzione degli obblighi di informazione per i piccoli emittenti potrebbe invece essere controproducente.
- *Va accresciuta la competitività delle piazze finanziarie europee.* Mercati mobiliari vivaci e competitivi, caratterizzati da sistemi di negoziazione e di regolamento efficienti possono costituire una potente calamita per l'afflusso di capitali internazionali.
- *I mercati europei dovrebbero essere messi nella posizione migliore per trarre vantaggio dall'imminente globalizzazione dei mercati mobiliari.* La negoziazione globale 24 ore su 24 è all'orizzonte. Il quadro regolamentare e di vigilanza comunitario deve consentire ai mercati e alle imprese europee di beneficiare pienamente di questo processo e di accedere a pieno titolo ai mercati dei paesi terzi - un tema centrale della prossima tornata di negoziati in sede di OMC.
- *Occorre evitare che la regolamentazione favorisca determinati modelli di negoziazione o determinate strutture di mercato.* Regole che inavvertitamente favoriscano determinati modelli di negoziazione o determinate strutture di mercato potrebbero soffocare l'innovazione e pregiudicare la competitività dei mercati dell'UE. Le regole devono inoltre essere elaborate e applicate in modo neutrale rispetto ai modelli di mercato e alle tecnologie disponibili. Infine, le disposizioni regolamentari e di vigilanza in materia di negoziazione di titoli di capitale non sono necessariamente appropriate per la negoziazione organizzata di altri strumenti finanziari quali i derivati e i titoli a reddito fisso. Nell'elaborare e nell'applicare le disposizioni regolamentari, potrebbe essere giustificato prevedere regole differenziate e più flessibili per i mercati in cui predominano le contrattazioni tra operatori professionali. Per far fronte alla varietà delle esigenze, le disposizioni della DSI devono comportare un approccio funzionale alla gestione del rischio e non riflettere il panorama istituzionale presente.

Tutti gli interessati sono invitati ad esprimersi sulla portata, sulla presentazione e sulle analisi del presente documento di discussione e sulle osservazioni dettagliate sulle singole disposizioni della DSI contenute nell'allegato documento di lavoro dei servizi della Commissione.

Grafico 1a:

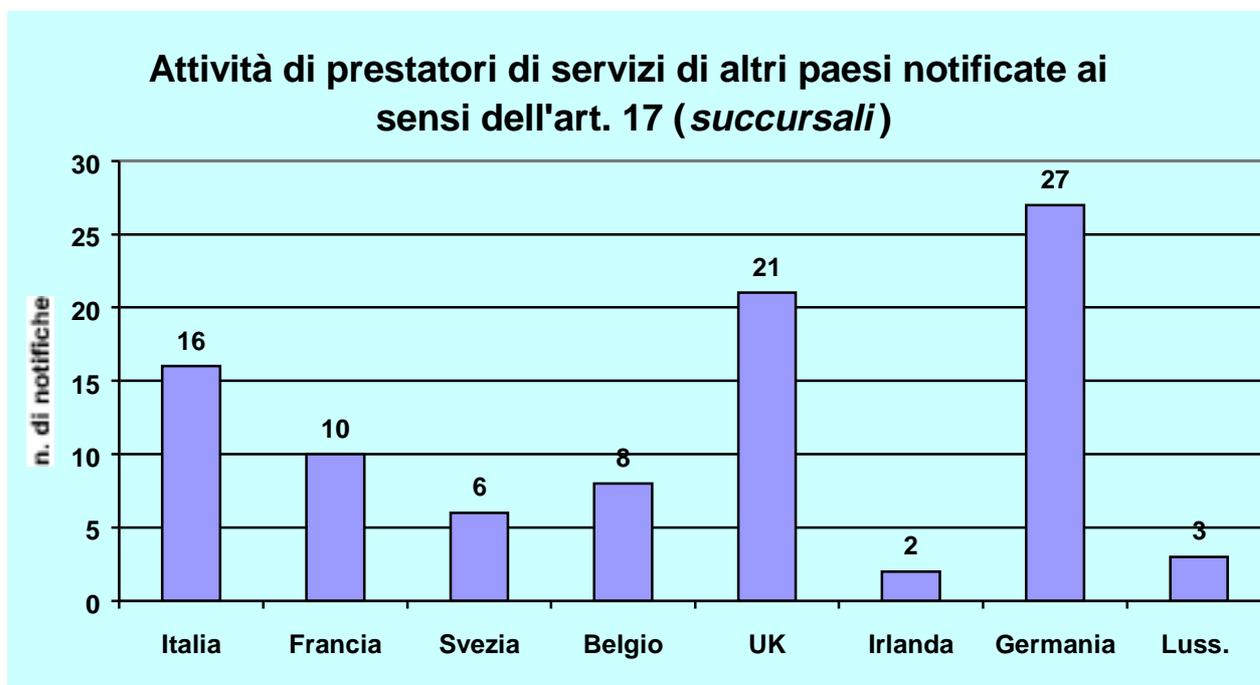
Attività di prestatori di servizi di altri paesi notificate ai sensi dell'art. 18 (*libera prestazione di servizi*)



Fonte: Autorità nazionali di vigilanza dei mercati mobiliari. Situazione sett. 2000.

Grafico 1b:

Attività di prestatori di servizi di altri paesi notificate ai sensi dell'art. 17 (*succursali*)



- QUESTIONI SULLE QUALI SI INVITA A PRENDERE POSIZIONE -

Un passaporto unico efficace per le imprese d'investimento

- *Per un efficace funzionamento del passaporto unico per le imprese d'investimento è necessario riesaminare le esenzioni di cui ai paragrafi 2 e 4 dell'articolo 2 e valutare se alcuni dei servizi accessori debbano essere messi tra quelli essenziali..*
- *La revisione della DSI dovrebbe indicare chiaramente come le singole disposizioni debbano essere applicate ai diversi servizi essenziali, in modo da evitare marcate differenze tra i regimi di vigilanza nazionali che ostacolano la prestazione transfrontaliera di servizi. Si invitano gli interessati ad indicare quali disposizioni della DSI, a loro giudizio, potrebbero essere applicate in modo differenziato e a suggerire come esse potrebbero essere adattate per i diversi servizi essenziali.*
- *Il principio della vigilanza da parte del paese di origine deve essere applicato senza alcuna condizione preliminare per i servizi prestati a controparti professionali. A parte le norme di comportamento, vi sono altre disposizioni della DSI per le quali può essere prevista un distinzione chiara ed operativa tra operatori professionali e al dettaglio?*
- *Gli interessati sono invitati ad esporre le loro osservazioni in merito a problemi regolamentari e di vigilanza che richiedono, a titolo transitorio, il mantenimento della competenza del paese di origine. Quali condizioni accessorie devono essere soddisfatte prima che vengano soppresse le competenze residue del paese ospitante?*

Nuove forme di prestazione di servizi

- *Quali dei principi e dei requisiti degli articoli 10 e 11 sono più pertinenti per affrontare le situazioni in cui gli Alternative Trading Systems (ATS) offrono servizi di infrastruttura? Sono potenzialmente pertinenti anche altri elementi del regime delle imprese d'investimento?*
- *Nella prospettiva di un'impostazione funzionale della regolamentazione degli ATS, quali elementi del quadro regolamentare per i mercati regolamentati (ad esempio in materia di informazione, trasparenza, sorveglianza e poteri di intervento) possono essere più pertinenti per i diversi tipi di ATS?*

Concorrenza effettiva tra mercati regolamentati

- *I requisiti che un mercato regolamentato deve soddisfare per essere riconosciuto come tale in termini di condizioni di ammissione alla quotazione e di criteri di ammissione alla negoziazione devono essere chiariti. Ciò richiederà anche un parallelo aggiornamento della direttiva 79/279. Quali condizioni occorre osservare per mettere in atto questa impostazione garantendo un'adeguata informazione e salvaguardando la qualità dei titoli negoziati?*
- *La regola di concentrazione di cui all'articolo 14, paragrafo 3 e il diritto di vietare la creazione di nuovi mercati di cui all'articolo 15, paragrafo 5 devono essere riesaminati per eliminare restrizioni sproporzionate o non indispensabili all'attività transfrontaliera dei mercati regolamentati?*

Principi guida per i mercati regolamentati

- *L'attuale definizione di "mercato regolamentato" nella DSI e le disposizioni relative sono inadeguate a far fronte alle sfide regolamentari e di vigilanza derivanti dall'intensificazione della concorrenza e della collaborazione tra mercati mobiliari. Sotto quali aspetti l'arbitraggio regolamentare tra mercati potrebbe compromettere l'ordinato, efficiente e trasparente andamento della negoziazione di titoli?*
- *Il campo d'applicazione dei principi guida dovrebbe essere limitato alla negoziazione di titoli di capitale accessibile al pubblico o estendersi a tutti i sistemi di negoziazione organizzata di strumenti finanziari di qualsiasi natura? I principi guida dovrebbero articolarsi secondo i rischi regolamentari e di vigilanza insiti in diversi tipi di mercati o di negoziazione? Quali disposizioni dovrebbero essere applicate in modo graduato?*
- *Gli interessati sono invitati ad indicare se e come alcuni principi debbano essere formalmente sanciti nella legislazione comunitaria e quali siano gli obiettivi regolamentari sui quali occorre concentrare l'attenzione.*
- *Se gli interessati ritengono utile l'elaborazione di principi guida a livello UE per i mercati regolamentati, sono invitati ad indicare se questi vadano incorporati in una DSI ampliata oppure se vadano sanciti in un atto legislativo autonomo. Quanto è urgente l'adozione di principi guida?*

Promuovere la trasparenza

- *Come si possono utilmente aggiornare le disposizioni della DSI in materia di trasparenza? Fino a che punto sono necessarie soluzioni comuni per assicurare che la negoziazione fuori mercato non comprometta indebitamente l'efficiente formazione del prezzo dei titoli per tutti gli investitori?*
- *La frammentazione delle negoziazioni tra diversi sistemi rappresenta una minaccia per la liquidità e l'efficienza dei mercati mobiliari? Quali misure pratiche possono essere prese per promuovere una efficace ed efficiente interazione dei meccanismi di formazione dei prezzi in mercati regolamentati in concorrenza tra loro?*

Compensazione e regolamento

- *Gli interessati sono invitati ad esprimersi sui problemi pratici relativi all'accesso ai sistemi di compensazione e regolamento degli altri Stati membri e sulla natura degli ostacoli giuridici ed amministrativi alla compensazione transfrontaliera della compravendita di titoli..*
- *Su quali aspetti dovrebbero concentrare l'attenzione le autorità di vigilanza dei mercati mobiliari nello studiare le eventuali ramificazioni transfrontaliere del consolidamento delle funzioni di compensazione e di controparte centrale? Quali dispositivi sarebbero i più efficaci per gestire i relativi rischi?*

- INDICE -

SOMMARIO	2
1. Introduzione	5
1.1. Messa in atto delle conclusioni del Consiglio europeo di Lisbona	5
1.2. Mutamenti strutturali nei mercati finanziari dell'UE.....	6
2. Valutazione della DSI.....	7
2.1. Struttura e concezione	7
2.2. Limiti strutturali all'efficacia della DSI.....	9
3. Un passaporto unico pienamente efficace	10
3.1. Chiarire ed estendere i diritti conferiti dal passaporto	10
3.2. Proteggere gli investitori e gestire la sovrapposizione delle funzioni di vigilanza....	11
3.3. Nuovi operatori – Alternative Trading Systems	13
4. Mercati regolamentati e infrastruttura di negoziazione.....	14
4.1. Un passaporto unico per i mercati regolamentati.....	14
4.2. Principi guida per i mercati regolamentati.....	16
4.3. Trasparenza	19
4.4. Compensazione e regolamento	20
5. La strada da seguire	21
5.1. La forma della DSI riveduta	22
5.2. Principi guida per la revisione della DSI.....	22