

Associazione
per lo Sviluppo
degli Studi di
Banca e Borsa



Università Cattolica
del Sacro Cuore
Facoltà di
Scienze Bancarie
Finanziarie e Assicurative

M. ANOLLI – G. PETRELLA – C. FAISSOLA – G. CAMMARANO

“L’IMPATTO DELLA DIRETTIVA MiFID SUI MERCATI”

Interventi tenuti nell’ambito del seminario su:
**“Nuove prospettive per l’intermediazione finanziaria
nell’evoluzione del contesto economico”**
Castello dell’Oscano - Perugia, 23 marzo 2007

QUADERNO N. 233

Associazione
per lo Sviluppo
degli Studi di
Banca e Borsa



Università Cattolica
del Sacro Cuore
Facoltà di
Scienze Bancarie
Finanziarie e Assicurative

M. ANOLLI – G. PETRELLA – C. FAISSOLA – G. CAMMARANO

“L’IMPATTO DELLA DIRETTIVA MiFID SUI MERCATI”

Interventi tenuti nell’ambito del seminario su:
***“Nuove prospettive per l’intermediazione finanziaria
nell’evoluzione del contesto economico”***
Castello dell’Oscano - Perugia, 23 marzo 2007

Sede: Presso Università Cattolica del Sacro Cuore - Milano, Largo A. Gemelli, n. 1
Segreteria: Presso Banca Popolare Commercio e Industria - Milano, Via Moscova, 33 - Tel. 62.755.1
Cassiere: Presso Banca Popolare di Milano - Milano, Piazza Meda n. 2/4 - c/c n. 40625

Per ogni informazione circa le pubblicazioni ci si può rivolgere alla Segreteria
dell’Associazione - tel. 02/62.755.252 - E-mail: assbb@bpci.it
sito web: assbb.it

Prof. Mario ANOLLI,

Ordinario di Economia degli Intermediari Finanziari nell'Università Cattolica del Sacro Cuore di Milano

Prof. Giovanni PETRELLA,

Associato di Economia degli Intermediari Finanziari nell'Università Cattolica del Sacro Cuore di Milano

L'impatto della MiFID sui mercati: una simulazione

Introduzione

Il presente lavoro si propone due obiettivi: presentare nella prima parte una simulazione dell'attività di internalizzazione sistematica sul mercato azionario italiano e discutere nella seconda parte sia le conseguenze attese dell'introduzione della direttiva MiFID (Direttiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 21 aprile 2004 relativa ai mercati degli strumenti finanziari, di seguito MiFID, acronimo di *Market in Financial Instruments Directive*) sulla struttura del mercato sia le alternative strategiche a disposizione degli intermediari¹.

La direttiva MiFID comporterà un significativo mutamento nella struttura dei mercati secondari di titoli azionari: la moltiplicazione delle sedi di esecuzione degli scambi. L'attuale contesto di mercato si caratterizza per la presenza di un obbligo di concentrazione degli scambi che impone che le transazioni di titoli azionari quotati in mercati regolamentati siano effettuate nel mercato regolamentato, con l'eccezione degli scambi di dimensioni superiori a quelle normali (blocchi) e degli scambi realizzati al di fuori dell'orario di operatività diurna.

¹ I risultati presentati in questo contributo fanno parte di un ampio progetto promosso e finanziato dall'Associazione Bancaria Italiana sull'impatto atteso della direttiva MiFID. Per approfondimenti si rinvia a M. Anolli, G. Petrella, *La direttiva 2004/39/CE (MiFID) relativa ai mercati di strumenti finanziari. L'impatto sull'offerta di servizi di negoziazione in Italia*, in corso di pubblicazione.

La direttiva MiFID prevede, al contrario dell'obbligo di concentrazione, che le negoziazioni possano essere eseguite attraverso diverse sedi di esecuzione (*execution venues*): i mercati regolamentati, i sistemi multilaterali di negoziazione (*multilateral trading facilities*), gli internalizzatori sistematici. Oltre a queste tre, che sono le principali sedi di esecuzione degli scambi, la direttiva MiFID, proprio in virtù del principio di concorrenza tra sedi di esecuzione, prevede anche altre possibilità. In particolare, la direttiva prevede la possibilità di eseguire scambi attraverso intermediari internalizzatori non sistematici, ovvero intermediari che agiscono in veste di *market maker*, e imprese di investimento che effettuano incroci di ordini di terzi (*agency cross*).

2. Una simulazione dell'attività di internalizzazione

2.1 La figura dell'internalizzatore sistematico

L'internalizzatore sistematico, secondo la definizione fornita dalla direttiva MiFID (art. 4, comma 1, numero 7) è "un'impresa di investimento che in modo organizzato, frequente e sistematico negozia per conto proprio eseguendo gli ordini del cliente al di fuori di un mercato regolamentato o di un sistema multilaterale di negoziazione". La caratteristica principale dell'internalizzatore sistematico è che si tratta di un intermediario che negozia in conto proprio, cioè un *market maker* che acquista e vende titoli in conto proprio al di fuori di un mercato regolamentato o di un sistema multilaterale di negoziazione. Ciò implica che il flusso di ordini, attualmente raccolto da un intermediario e successivamente trasmesso al mercato regolamentato, possa essere "internalizzato" e quindi eseguito in contropartita diretta, cioè in conto proprio.

L'internalizzatore sistematico è quindi un intermediario che svolge un'attività di *market making*. Si tratta di un'attività di *market making* caratterizzata da contorni operativi ben defi-

niti. In particolare, gli internalizzatori sistematici, ai sensi dell'art. 27 della direttiva MiFID, sono tenuti a pubblicare quotazioni irrevocabili:

1. per le azioni per le quali sono internalizzatori sistematici;
2. per le azioni per le quali esiste un mercato liquido;
3. per gli ordini fino alla dimensione standard del mercato (*standard market size*, SMS).

L'irrevocabilità delle quotazioni comporta che, una volta applicate dalla controparte, le proposte di negoziazione dell'internalizzatore sistematico si traducono in transazioni.

Il primo requisito implica che gli obblighi di quotazione sono associati esclusivamente alle azioni per le quali l'intermediario ha dichiarato di voler operare come "internalizzatore sistematico". L'internalizzazione sistematica è quindi una scelta imprenditoriale volontaria che gli intermediari hanno a disposizione e che possono perseguire su un insieme di titoli da essi liberamente definito nell'ambito dei titoli che rispettano i requisiti di cui si dirà tra breve.

Il secondo requisito implica che gli obblighi di quotazione sono limitati alle azioni liquide. L'art. 22 del Regolamento di attuazione del 10 agosto 2006 identifica le seguenti caratteristiche di un'azione liquida: l'azione è scambiata giornalmente; il flottante – calcolato escludendo le partecipazioni superiori al 5% dei diritti di voto – è pari almeno a € 500 milioni; è rispettato uno (o entrambi se così deciso dallo Stato membro) dei seguenti criteri (i.) il numero medio giornaliero di contratti scambiati è non inferiore a 500 oppure (ii.) il volume medio giornaliero dei contratti scambiati è non inferiore a € 2 milioni. I titoli del mercato azionario italiano che rispettano i requisiti di liquidità appena elencati sono 64 e includono tutti i titoli appartenenti all'indice S&P/MIB.

Il terzo requisito impone che le quotazioni degli internalizzatori sistematici siano irrevocabili per gli ordini di nego-

ziazione di dimensioni inferiori o pari alla dimensione standard del mercato (*standard market size*).

La *standard market size* è una caratteristica che sarà associata a ciascun titolo azionario quotato su un mercato regolamentato in relazione al grado di liquidità del titolo stesso e in relazione agli scambi che vengono mediamente effettuati. In particolare, la *standard market size* deve essere rappresentativa della media aritmetica degli ordini eseguiti nel mercato. Le Autorità di mercato di ciascun Paese – la CONSOB per l'Italia – dovranno pubblicare, con frequenza almeno annua, la categoria di *standard market size* di ogni titolo quotato sui mercati regolamentati.

La Tabella 1, tratta dall'Allegato II al Regolamento 10 agosto 2006, riporta le classi di valore medio delle operazioni eseguite sul mercato e la relativa dimensione standard del mercato (*standard market size*). Se, a titolo di esempio, un titolo azionario è scambiato con un valore medio dell'ordine inferiore a € 10 mila, la *standard market size* sarà uguale a € 7500. Se il valore medio è compreso nell'intervallo tra ventimila e trentamila euro, la *standard market size* sarà pari a € 25 mila.

Tabella 1 – Dimensione standard del mercato e classi di volume medio delle operazioni

Categoria in termini di valore medio delle operazioni (VMO)	VMO < 10 000 EUR	10 000 EUR ≤ VMO < 20 000 EUR	20 000 EUR ≤ VMO < 30 000 EUR	30 000 EUR ≤ VMO < 40 000 EUR	40 000 EUR ≤ VMO < 50 000 EUR	50 000 EUR ≤ VMO < 70 000 EUR	70 000 EUR ≤ VMO < 90 000 EUR	Ecc.
Dimensioni standard del mercato	7 500 EUR	15 000 EUR	25 000 EUR	35 000 EUR	45 000 EUR	60 000 EUR	80 000 EUR	Ecc.

In sintesi, l'internalizzatore sistematico è un intermediario che opera in qualità di market maker su titoli liquidi per quantità che non eccedono una soglia definita *standard market size*.

2.2 Obiettivi e metodologia della simulazione

Dopo aver inquadrato il soggetto, l'internalizzatore sistematico, cioè un *market maker* su titoli liquidi per quantitativi fino alla *standard market size*, passiamo a presentare i risultati della simulazione che abbiamo realizzato. Gli obiettivi della simulazione sono due:

1. stimare il tasso di internalizzazione ovvero la quota internalizzabile del flusso di ordini (cioè quanto frequente potrà essere l'internalizzazione?);
2. stimare i profitti lordi (ricavi) associati all'attività di internalizzazione sistematica (cioè quale sarà la dimensione dell'attività di "internalizzazione sistematica"?)

La simulazione, dal punto di vista della metodologia utilizzata, si basa sulla ricostruzione ex post degli ordini che avrebbero potuto essere internalizzati. In particolare, è stato analizzato un vasto campione di ordini che sono stati trasmessi al mercato azionario italiano e abbiamo ricostruito ex post gli ordini internalizzabili nel rispetto della *best execution*.

Per ogni titolo del campione, cioè per i 64 titoli liquidi del mercato azionario italiano, sono stati raccolti i dati relativi a tre settimane ovvero 15 giornate di negoziazione (dal 6.10.2005 al 26.10.2005). Per gli ordini (proposte di negoziazione) trasmessi a Borsa Italiana da tutti gli intermediari italiani sono state raccolte le seguenti informazioni: orario, prezzo, quantità, parametri di prezzo, parametri di quantità, parametri di tempo. Inoltre, è stato rilevato anche lo stato del book (best bid, best ask e rispettive quantità) al momento della trasmissione dell'ordine. Il risultato finale di questa procedura è un campione composto da 4.036.251 ordini di negoziazione, circa 269 mila per giornata di contrattazione.

Ciascun ordine è stato identificato come "internalizzabile" se rispetta congiuntamente due requisiti espressamente previsti dalla direttiva MiFID:

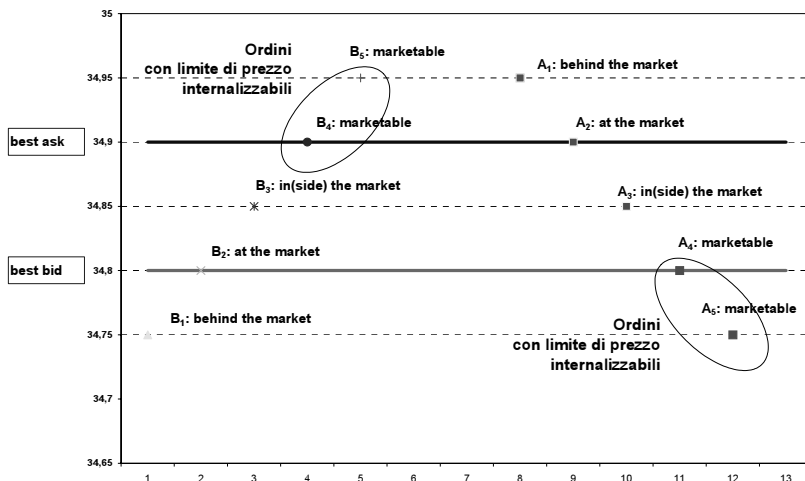
1. condizioni di prezzo migliori possibili (art. 21);
2. dimensione inferiore o pari alla *standard market size* (art. 27).

Il requisito di prezzo consente di verificare il rispetto della *best execution*. Esso implica che le condizioni di prezzo di ciascun ordine ricevuto da un intermediario siano confrontate con le migliori condizioni del *book*, cioè del mercato, al momento della trasmissione dell'ordine e serve a identificare il prezzo di esecuzione della transazione internalizzata.

Quando un intermediario riceve un ordine di mercato, egli può eseguirlo (internalizzarlo) alle migliori condizioni presenti sul *book*: alla quotazione *best bid* se si tratta di un ordine di vendita, alla quotazione *best ask* se si tratta di un ordine di acquisto. Quando un intermediario riceve un ordine con limite di prezzo, occorre vedere se si tratta di un ordine *marketable* oppure non *marketable*. Se l'ordine è definibile *marketable* l'intermediario può internalizzarlo al prezzo migliore che è presente sul lato opposto del *book*, come per gli ordini di mercato, se invece l'ordine non è *marketable*, la direttiva Mifid (art. 22, comma 2) impone all'intermediario di renderlo immediatamente pubblico.

La definizione di *marketability* degli ordini è chiarita dalla Figura 1. Il *book* quota 34,8 in acquisto (*best bid*), 34,9 in vendita (*best ask*): gli ordini *marketable* in acquisto sono quelli che hanno un limite di prezzo che è pari o superiore al *best ask* presente sul mercato in quel momento. Quindi l'intermediario può internalizzarli alla quotazione *best ask* nel rispetto della *best execution*. Per le altre categorie di ordini (*behind the market*, *at the market* e *in the market* o *inside the market*) l'intermediario è invece obbligato a pubblicarli al mercato.

Figura 1 – Classificazione degli ordini con limite di prezzo

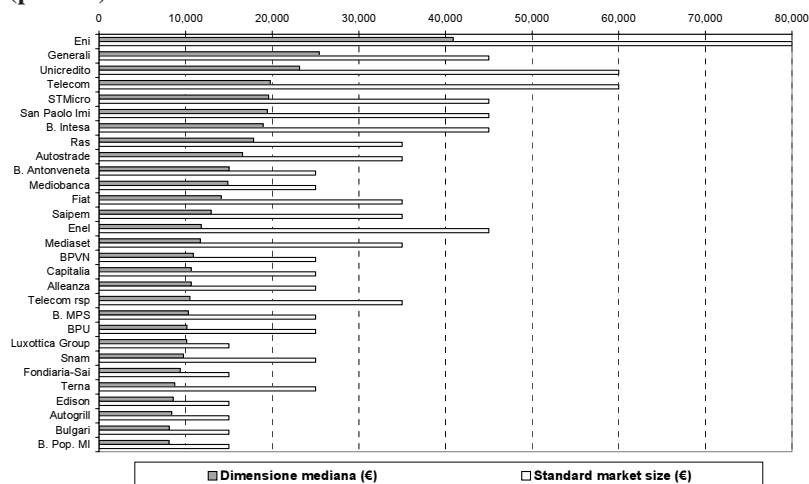


Il secondo requisito previsto dalla procedura di internalizzazione della simulazione è relativo alla quantità dell'ordine: la quantità deve essere inferiore alla *standard market size*. A regime le Autorità di mercato di ciascun Paese – la CONSOB per l'Italia – dovranno pubblicare, con frequenza almeno annua, la categoria di *standard market size* di ogni titolo quotato sui mercati regolamentati.

In assenza delle *standard market size* ufficiali, stabilite dall'autorità "competente del mercato più pertinente in termini di liquidità" (art. 27), si è quindi proceduto a stimare la *standard market size* di ciascuno dei titoli inclusi nel campione sulla base dei dati relativi alle tre settimane di negoziazione. In particolare, per ogni titolo del campione è stato calcolato il volume medio giornaliero (*average daily turnover*, ADT); è stata calcolata la dimensione media delle transazioni eseguite sul mercato, escludendo gli ordini per volumi elevati in relazione alle normali dimensioni di mercato (*normal market size*, NMS); è stata attribuita una dimensione standard del mercato (*standard market size*, SMS) attesa per ogni titolo. I risultati sono rappresentati dalle Figure 2 e 3. Le figure riportano, per

tutti i titoli del campione in ordine di dimensione mediana decrescente, la *standard market size* stimata indicata con il rettangolo di colore più chiaro e la dimensione mediana degli ordini eseguiti indicata con il rettangolo di colore più scuro. La dimensione mediana degli ordini è significativamente più bassa della *standard market size*: la *standard market size* stimata è mediamente pari a 2,3 volte la dimensione mediana delle transazioni. La *standard market size* è una media aritmetica degli ordini eseguiti e, pertanto, è molto sensibile alla presenza di ordini di grandi dimensioni. La dimensione mediana degli ordini, che riflette gli ordini più numerosi, gli ordini retail, è ben al di sotto della definizione di *standard market size*.

Figura 2 – Standard market size stimata per i titoli del campione (parte 1)

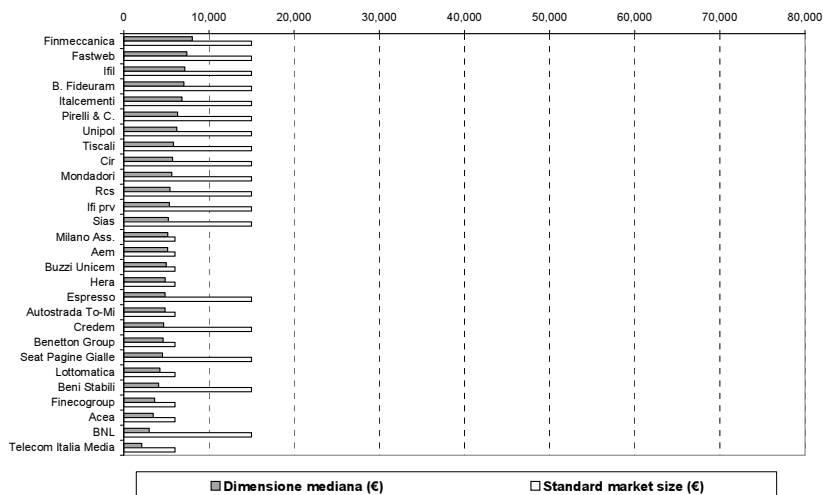


In sintesi, l'ordine è internalizzabile – secondo la procedura utilizzata nella simulazione – quando rispetta due condizioni: se è eseguito alle condizioni di prezzo migliori possibili (*best execution*) e se è di dimensione pari o inferiore alla *standard market size*.

I requisiti appena citati sono espressamente richiesti dalla Direttiva MiFID. È interessante notare che questi requisiti, imposti per legge, coincidono anche con libere scelte strategiche effet-

tuare dagli intermediari. Bernard L. Madoff Investment Securities è il più grande dealer di titoli quotati al NYSE degli Stati Uniti: intermedia circa il 15% del numero di contratti scambiati, meno in termini di controvalore perché la dimensione media delle negoziazioni di Madoff è inferiore alla media del NYSE. Madoff ottiene il flusso degli ordini attraverso accordi (*order preferencing*) con broker specializzati nel retail. In sintesi, Madoff fornisce liquidità (opera come market maker) per clienti retail e principalmente sui titoli più liquidi del NYSE: opera quindi come l'internalizzatore sistematico della direttiva MiFID. L'assunto implicito nella strategia di Madoff è che i clienti retail che operano su titoli liquidi non sono "informati" (in senso economico), ma sono *liquidity traders* o *noise traders*. Ciò comporta minori rischi di magazzino e di selezione avversa. Madoff non è quindi obbligato per legge a fare *market making* secondo queste modalità, lo fa per libera scelta perché fare il *market maker* su titoli liquidi per quantità *retail* è un'attività che è meno esposta al rischio di operare con *trader* informati. È quindi interessante notare che l'opzione di diventare internalizzatori sistematici è una vera e propria scelta di business, peraltro già praticata in altri contesti di mercato.

Figura 3 – Standard market size stimata per i titoli del campione (parte 2)



2.3 Risultati della simulazione

Per ogni ordine trasmesso al mercato, la simulazione ha:

- (i.) identificato la possibilità di internalizzare l'ordine nel rispetto della *best execution*;
- (ii.) stimato i profitti lordi associati alla negoziazione in conto proprio.

Il profitto lordo dell'intermediario internalizzatore j è pari a:

$$\pi_j = BAS_j \cdot q_{int,j} \quad [1]$$

ove BAS_j indica il bid-ask spread medio percentuale rilevato per i titoli internalizzati dall'intermediario j (cioè il prezzo del servizio di liquidità fornito), $q_{int,j}$ indica il controvalore monetario internalizzato dall'intermediario j (cioè la quantità di servizio di liquidità prestato dall'internalizzatore).

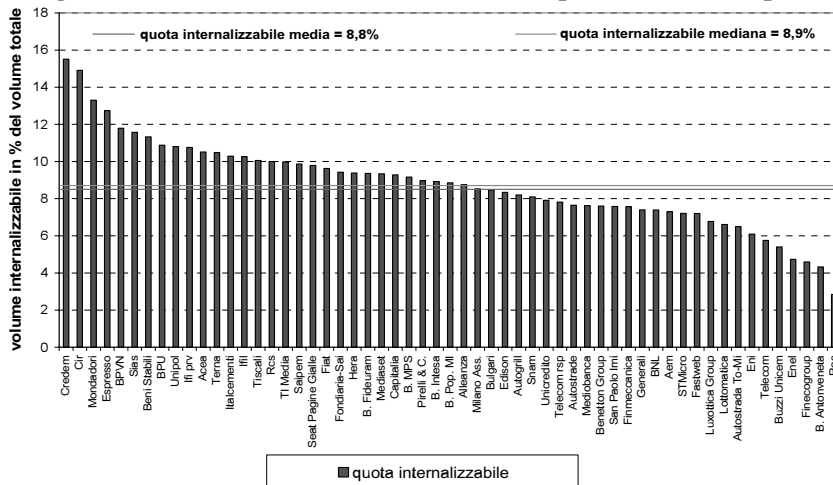
Il controvalore internalizzato dipende a sua volta da due fattori: dal volume complessivo del titolo i e dalla quota di volumi internalizzati in rapporto al volume complessivo (cioè la percentuale internalizzata ovvero il tasso di internalizzazione).

Gli ordini con dimensioni fino alla *standard market size* rappresentano circa il 18,8% del controvalore complessivo scambiato nel mercato. Gli ordini internalizzabili nel rispetto della *best execution* rappresentano circa il 38,8% del controvalore complessivo scambiato nel mercato. Il rispetto congiunto dei due requisiti (di prezzo e di quantità), ovvero l'intersezione tra i due sottoinsiemi, fa sì che il tasso di internalizzazione medio stimato per il mercato italiano nel campione che abbiamo considerato sia pari all'8,8%.

Il tasso di internalizzazione medio, pari all'8,8%, racchiude situazioni eterogenee. La Figura 4 rappresenta, in ordine di quota internalizzabile decrescente, il tasso di internalizzazione per ogni titolo del campione. Si nota in maniera evidente che i titoli con il tasso di internalizzazione più basso, cioè

quelli raffigurati nella parte destra del grafico, sono i titoli più scambiati del mercato (Eni, Telecom, Enel, ecc.). Il tasso di internalizzazione è quindi più basso per i titoli più liquidi.

Figura 4 – Il tasso di internalizzazione stimato per i titoli del campione



Sono stati quindi stimati i volumi internalizzati in termini assoluti da ogni gruppo bancario. La Figura 5 presenta per ogni gruppo bancario, in ordine di controvalore internalizzato decrescente, i controvalori internalizzati medi giornalieri in milioni di euro (sull’asse delle ordinate di sinistra) e il numero medio giornaliero di ordini internalizzati (sull’asse delle ordinate di destra). Il controvalore medio internalizzato per intermediario è pari a circa € 7,5 milioni al giorno e deriva in media dall’internalizzazione di circa 1000 ordini al giorno. Anche in questo caso si rilevano situazioni molto diverse nel campione: il primo intermediario internalizza approssimativamente € 35 milioni, il secondo € 28 milioni e dal dodicesimo in poi gli intermediari internalizzano meno di € 5 milioni al giorno.

Sono stati successivamente stimati, per ogni gruppo bancario, i volumi internalizzati in termini relativi, cioè rispetto al totale dell’intermediazione svolta. La Figura 6 presenta per ogni gruppo bancario, in ordine di controvalore internalizzato decrescente,

il controvalore internalizzato medio giornaliero in percentuale del totale (sull'asse delle ordinate di sinistra) e il numero medio giornaliero di ordini internalizzati in percentuale del totale (sull'asse delle ordinate di destra). Il controvalore internalizzato è pari in media al 12% del controvalore totale intermediato dall'intermediario e corrisponde al 31% degli ordini dell'intermediario. Anche in questo caso si rilevano situazioni molto diverse nel campione.

Figura 5 – L'internalizzazione sistematica stimata per gruppo bancario in termini assoluti

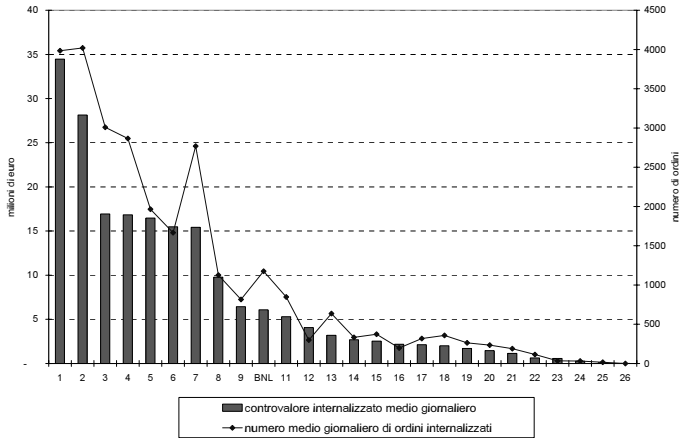
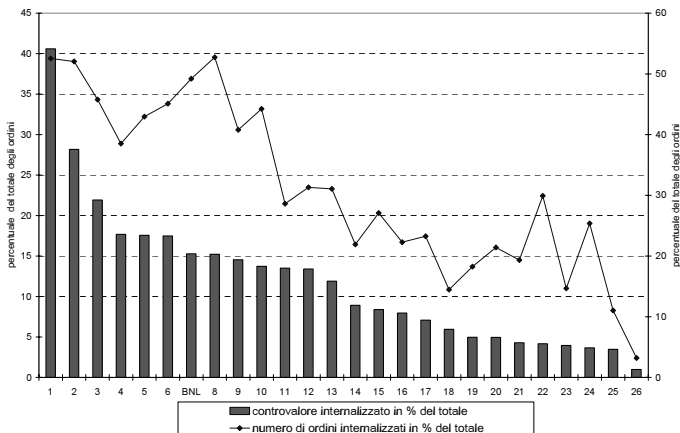


Figura 6 – L'internalizzazione sistematica stimata per gruppo bancario in termini relativi



L'analisi dell'internalizzazione sistematica "in termini relativi" consente di stimare quale sia la rilevanza attesa di tale attività sul totale delle attività di intermediazione del gruppo bancario. Il *ranking* dei gruppi bancari in termini di importanza relativa dell'attività di internalizzazione sistematica è leggermente diverso da quello ottenuto dall'analisi in termini assoluti. L'importanza relativa dell'internalizzazione sistematica dipende infatti dalle caratteristiche, che possono anche variare nel corso del tempo, del flusso degli ordini. Gli intermediari con una maggiore presenza di clienti (portatori di ordini) *retail*, possono infatti internalizzare maggiori quote del proprio flusso.

Il passo successivo della simulazione è stato la stima dell'ammontare di ricavi associato all'attività di internalizzazione sistematica. Per ogni titolo i è stata stimata la dimensione potenziale del mercato dell'internalizzazione sistematica come segue:

$$BAS_i \cdot ADT_i \cdot 252 \cdot \alpha_i \quad [2]$$

ove BAS_i indica il bid-ask spread medio percentuale rilevato per il titolo i , ADT_i il controvalore medio giornaliero scambiato per il titolo i , 252 il numero di giornate di negoziazione in un anno, α_i il tasso di internalizzazione del titolo i .

La dimensione complessiva stimata del mercato dell'internalizzazione sistematica in Italia è pari su base annua a

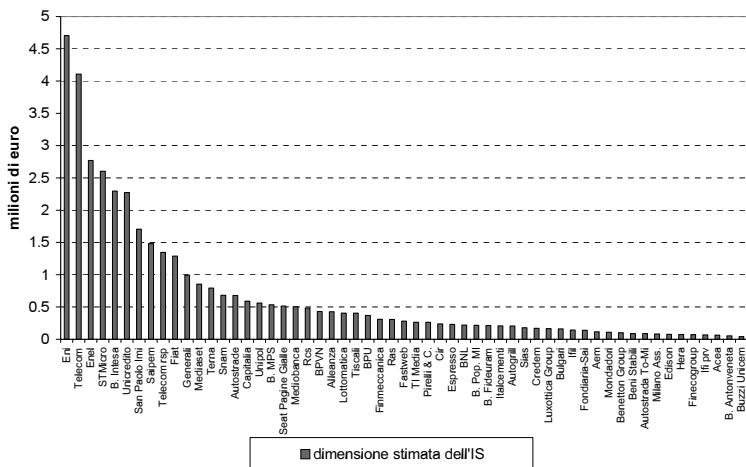
$$\sum_{i=1}^{57} BAS_i \cdot ADT_i \cdot 252 \cdot \alpha_i = \text{€}38,8 \text{ milioni} \quad [3]$$

Questa stima risente dei requisiti adottati nella procedura di internalizzazione (i requisiti di prezzo e quantità precedentemente esposti). L'adozione di requisiti diversi condurrebbe ovviamente a stime diverse. Tale aspetto è approfondito nella *sensitivity analysis* (cfr. infra). L'adozione di requisiti di internalizzazione diversi dai precedenti è tra l'altro coerente con la concezione secondo la quale l'internalizzazione sistematica è

un'attività che può essere liberamente svolta dagli intermediari a condizioni di convenienza economica e manovrando opportunamente le proprie leve gestionali. Quindi, ad esempio, selezionando gli ordini internalizzabili in relazione alle caratteristiche specifiche del proprio flusso di ordini.

La Figura 7 presenta per ogni titolo del campione, in ordine di ricavi decrescenti, la dimensione stimata dei ricavi da internalizzazione sistematica su base annua. I ricavi su base annua da internalizzazione sono pari in media (mediana) a circa € 0,7 (0,3) milioni per titolo. È interessante osservare che gran parte dei ricavi di internalizzazione sistematica sono concentrati su pochi titoli: i primi tre titoli rappresentano il 30% dei ricavi complessivi ($C3=0,3$), i primi cinque titoli rappresentano il 43% dei ricavi complessivi ($C5=0,43$).

Figura 7 – I ricavi da internalizzazione sistematica stimati per i titoli del campione



Il mercato dell'attività di internalizzazione sistematica appare ancora più concentrato quando i ricavi da internalizzazione sono ripartiti non per titolo, ma per gruppo bancario. La Figura 8 presenta per ogni gruppo bancario del campione, in ordine decrescente, la quota di mercato stimata del mercato complessivo dell'internalizzazione sistematica. I primi tre

gruppi bancari hanno una quota di mercato del 41% ($C3=0,41$), i primi cinque gruppi bancari hanno una quota di mercato del 57% ($C5=0,57$).

Fino a questo punto l'attenzione è stata concentrata sui ricavi da internalizzazione derivanti dal bid-ask spread, cioè dal meccanismo in base al quale l'internalizzatore acquista i titoli alla quotazione bid e li rivende alla più elevata quotazione ask. Un altro aspetto che influenza la redditività dell'attività di internalizzazione sistematica è rappresentato dal magazzino titoli in quanto esso genera costi di gestione della posizione assunta in conto proprio e ricavi da posizione. L'internalizzatore sistematico infatti non è altro che un *market maker* e, quindi, in quanto tale ha profitti che derivano dal *bid-ask spread* per la fornitura di liquidità, ma anche profitti (o perdite) derivanti dalla posizione assunta in conto proprio, cioè dal magazzino titoli.

I ricavi complessivi dell'internalizzatore sistematico (o di un qualsiasi market maker) possono scomposti in ricavi da spread e ricavi da posizione. Assumiamo, a titolo esemplificativo, che un titolo quoti al tempo $t_0 \in 9,50$ in denaro (bid) e $\in 10,50$ in lettera (ask). L'internalizzatore riceve un ordine di mercato in acquisto per un titolo e lo esegue a $\in 10,50$. Il magazzino titoli dell'internalizzatore è corto di un titolo e la cassa dell'internalizzatore è pari a $\in 10,5$. Al tempo t_1 il prezzo del titolo si riduce e l'internalizzatore quota $\in 9,30$ in denaro (bid) e $\in 10,30$ in lettera (ask). Assumiamo (ipotesi 1) che l'internalizzatore chiuda la posizione corta a $\in 10,30$. Il magazzino titoli dell'internalizzatore è a questo punto azzerato e la cassa dell'internalizzatore è pari a $\in 0,2$. Il ricavo complessivo di $\in 0,2$ è totalmente costituito da ricavi da posizione, in quanto l'internalizzatore ha venduto a un prezzo più elevato ($\in 10,50$) di quello al quale ha acquistato ($\in 10,30$) ma ha operato sempre sul lato ask del mercato e, quindi, non ha svolto alcun servizio di liquidità e, pertanto, i ricavi da spread sono nulli. In alternativa, sempre a fini esemplificativi, assumiamo (ipotesi 2) che l'internalizza-

tore riceva un ordine di mercato in vendita per un titolo e lo esegua a € 9,30. Il magazzino titoli dell'internalizzatore è anche in questo caso azzerato e la cassa dell'internalizzatore è pari a € 1,2. Il ricavo complessivo di € 1,2 è in parte costituito da ricavi da posizione (€ 0,20) e in parte costituito da ricavi da spread (€ 1), in quanto l'internalizzatore ha venduto al prezzo ask e ha comprato al prezzo bid svolgendo in tal modo un servizio di liquidità remunerato dal bid-ask spread.

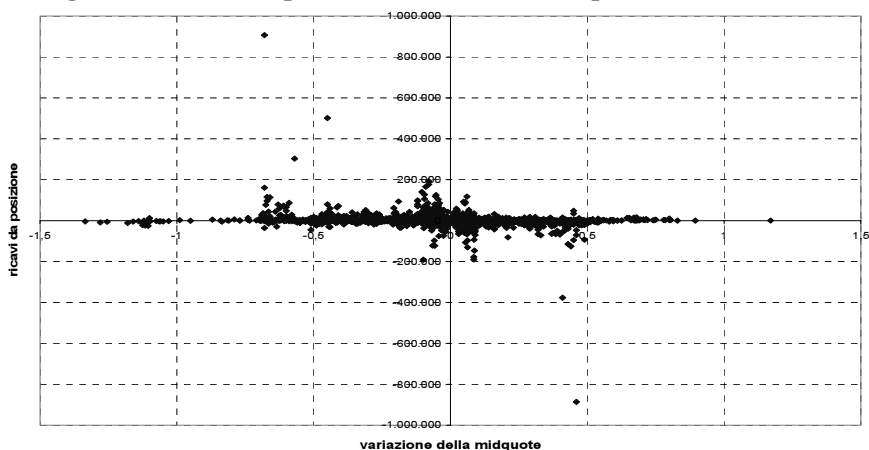
La scomposizione dei ricavi da internalizzazione sistematica in ricavi da posizione e ricavi da spread ha dato luogo ai risultati presentati nella Tabella 2. I ricavi da posizione e da spread, su base giornaliera per titolo, danno luogo a questi risultati. Su base media giornaliera per titolo, i ricavi totali sono pari a € 329, i ricavi da posizione sono pari a € 235, i ricavi da spread sono pari a € 93. I risultati ottenuti si prestano a due ordini di considerazioni. In primo luogo, si nota la netta preponderanza dei ricavi da posizione sui ricavi da spread, i primi rappresentano il 72% dei ricavi totali mentre i secondi il 28% dei ricavi totali. In secondo luogo, si nota che la variabilità dei ricavi da posizione è nettamente più elevata di quella dei ricavi da spread. Il coefficiente di variazione dei ricavi da posizione, che è dato dal rapporto tra la deviazione standard e la media, è cinque volte il coefficiente di variazione dei ricavi da spread. Inoltre, la mediana dei ricavi da posizione è negativa a fronte di una media nettamente positiva, mentre la mediana dei ricavi da spread è positiva al pari della media. Anche questo è un indizio della minore variabilità dei ricavi da spread rispetto a quelli di posizione.

Tabella 2 – Scomposizione dei ricavi da internalizzazione

<i>Ricavi medi giornalieri per titolo (in euro)</i>	Ricavi da posizione	Ricavi da spread	Ricavi totali
Media	235	93	329
Deviazione standard	1152	119	1199
Coefficiente di variazione	5	1	4
Mediana	-15	49	31

Questi risultati, in sintesi, indicano che i ricavi da posizione sono quantitativamente molto importanti, ma sono anche – come peraltro atteso – molto volatili (cioè molto rischiosi). I ricavi da posizione dipendono essenzialmente dalla dinamica congiunta dei prezzi di mercato dei titoli e del magazzino titoli. In un mercato perfettamente efficiente e in assenza di asimmetrie informative i ricavi da magazzino dovrebbero essere nulli. Tuttavia, se il magazzino titoli tende ad aumentare quando i prezzi diminuiscono, i ricavi da posizione tendono a essere negativi. Nella realtà quando il prezzo di un titolo si riduce le vendite tendono ad aumentare (l'offerta supera la domanda). Se l'internalizzatore non adotta una gestione attiva delle quotazioni, cioè esegue tutti gli ordini che rispettano i requisiti di prezzo e di quantità, egli compra quantitativi consistenti proprio quando il prezzo diminuisce. La valorizzazione al prezzo di mercato di queste posizioni comporta l'emersione di perdite in conto capitale in quanto il magazzino titoli – pur crescente in termini di quantità – vale progressivamente meno al ridursi del prezzo. La Figura 8 rappresenta graficamente la dinamica congiunta dei ricavi da posizione e del prezzo del titolo. Da essa emerge che esiste una correlazione negativa tra i ricavi da posizione e il prezzo: quindi effettivamente quando i prezzi aumentano, i ricavi da posizione del *dealer* tendono a diminuire. La correlazione tra le due variabili è negativa e pari a $-0,14$.

Figura 8 – Ricavi da posizione e andamento del prezzo del titolo



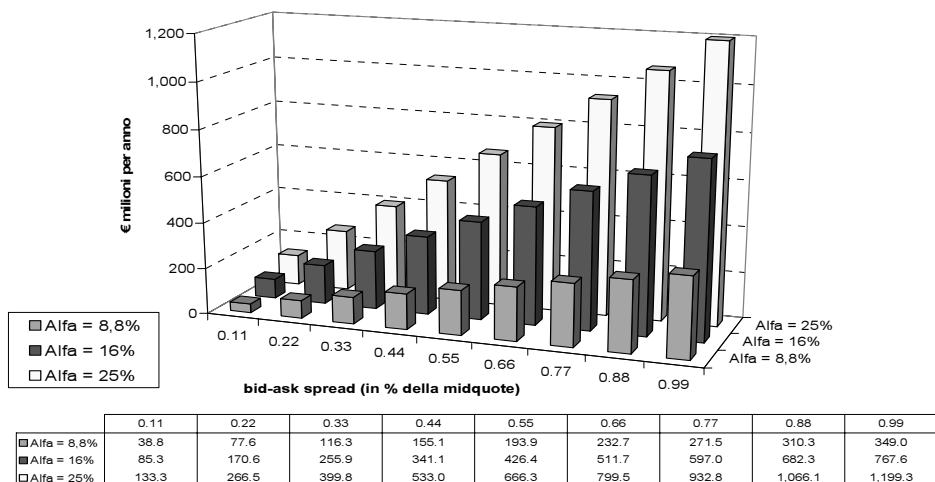
Le analisi precedenti sulla scomposizione dei ricavi inducono a considerare con molta cautela la componente di ricavi da posizione nella valutazione di convenienza economica dell'alternativa strategica di internalizzazione sistematica. I ricavi da posizione sono molto volatili, dipendono dall'andamento del mercato e dal comportamento dei propri clienti. Occorre, tuttavia, sottolineare anche che la nostra simulazione è basata su dati storici e pertanto è soggetta a un limite importante che è dato dal fatto che nel momento in cui cambieranno le regole del gioco, con l'entrata in vigore della direttiva MiFID, cambierà anche il comportamento degli operatori.

Nella valutazione dell'alternativa strategica di internalizzazione sistematica occorre considerare i flussi finanziari differenziali associati a tale scelta rispetto all'attuale modalità operativa (ad esempio, offerta di servizi di intermediazione in conto terzi) e/o ad altre scelte (ad esempio, costituzione di sistemi multilaterali di negoziazione oppure cessione del flusso di ordini a un altro intermediario in cambio di una commissione di retrocessione o *payment for order flow*). Per fornire una stima dei ricavi differenziali complessivamente attribuibili all'attività di internalizzazione sistematica proponiamo il seguente ragionamento. Il controvalore degli ordini eseguiti è pari – nel nostro campione – a circa € 95 miliardi. Il controvalore delle negoziazioni, cioè degli scambi, è quindi pari a circa € 47,5 miliardi. Il controvalore internalizzato è pari a € 2,9 miliardi, cioè circa il 6,1% del controvalore scambiato. I ricavi da *spread* sono pari a € 1,5 milioni e, soprattutto, rappresentano lo 0,052% (o 0,52‰) dei volumi internalizzati. Quindi, se assumiamo di considerare l'attività di internalizzazione sistematica in alternativa con l'attività di brokeraggio, la commissione di negoziazione in conto terzi di *break-even* rispetto ai ricavi da *spread* è pari allo 0,52‰. È chiaro che se si considera la seconda componente, cioè i ricavi da posizione, che però – come abbiamo visto – sono molto rischiosi, la commissione di *break-even* con i ricavi totali è pari al 2,11‰.

La stima del mercato dell'internalizzazione sistematica in Italia è sensibile ai dati di input utilizzati. In particolare, i parametri critici sono i seguenti: il tasso di internalizzazione, cioè la quota internalizzabile dei volumi totali, e il rendimento medio unitario dell'attività di internalizzazione sistematica, misurato dallo spread bid-ask per la componente di ricavi da spread. La Figura 9 presenta i risultati della *sensitivity analysis* che consente di valutare come varia la stima dell'attività di internalizzazione sistematica al variare dei valori ipotizzati per il tasso di internalizzazione e per lo spread bid-ask.

Per quanto riguarda il primo input, lo scenario base della nostra simulazione ha assunto un tasso di internalizzazione pari all'8,8%. Biais e Davydoff (*Internalization, investor protection and market quality*, mimeo, 17 luglio 2002) stimano per il mercato francese una quota internalizzabile pari al 25%. Hansch, Naik e Viswanathan ("Preferencing, Internalization, Best Execution, and Dealer Profits, *Journal of Finance*, volume 54, anno 1999, numero 5, pagg. 1799-1828), affermano che l'internalizzazione rappresenta oltre il 60% del totale degli scambi sul mercato azionario londinese.

Figura 9 –La dimensione dell'internalizzazione sistematica al variare di prezzi e volumi: sensitivity analysis



Il secondo fattore che influenza la stima dell'attività di internalizzazione sistematica è il prezzo della liquidità. Noi abbiamo assunto nella nostra simulazione un prezzo del servizio di liquidità pari in media allo 0,11%, che è l'attuale *bid-ask spread* quotato sul mercato azionario italiano. Si tratta di uno *spread* molto ridotto in quanto esso è sostanzialmente pari a un *tick* di negoziazione, cioè alla variazione minima di prezzo consentita dal mercato. Ciò ci induce a ritenere che le nostre stime siano alquanto conservative: lo *spread* non può infatti ridursi, in quanto non può diventare inferiore a un *tick*, mentre potrebbe invece aumentare per effetto della frammentazione del mercato. Un aumento dello *spread* comporta ovviamente un aumento della redditività dell'attività di internalizzazione sistematica.

3. Le conseguenze attese della direttiva MiFID sul servizio di negoziazione

La disciplina complessiva delle modalità di prestazione del servizio di negoziazione e, in particolare, la caduta della possibilità di imporre l'obbligo di concentrazione delle negoziazioni dei titoli ammessi alle negoziazioni sui mercati regolamentati solo su tali mercati porterà alla frammentazione delle sedi di esecuzione degli scambi.

La frammentazione può avere effetti positivi (aumento di concorrenza fra sedi e relative modalità di esecuzione e quindi incentivo al miglioramento della qualità e della varietà di esecuzione e di conseguenza miglioramento delle possibilità di scelta per gli utenti dei servizi di negoziazione) oppure negativi (riduzione della liquidità, peggioramento del processo di *price discovery*, aumento del costo del capitale). La frammentazione può essere di origine "esterna" (esistenza di più mercati o sistemi di negoziazione alternativi) oppure di origine "interna" (quando è posta in essere dagli intermediari che raccolgono gli ordini della clientela, ovvero *internalizzazione*). L'internalizzazione a sua

volta può avvenire secondo due modalità: mediante incrocio da parte dell'intermediario di ordini provenienti dalla clientela compatibile per condizioni di esecuzione oppure mediante negoziazione in contropartita diretta degli ordini della clientela. Aspetto essenziale dell'internalizzazione è dunque l'esecuzione di ordini senza la loro esposizione in un mercato centrale.

In assenza di vincoli di tipo normativo, a favore della concentrazione opera essenzialmente il fenomeno delle esternalità di rete positive (*positive network externalities*) che caratterizzano gli scambi di qualsiasi attività: i *traders* hanno un evidente incentivo a convergere in un unico luogo economico per esporre le condizioni alle quali sono disposti a effettuare i loro scambi, al fine di massimizzare la probabilità di incontrare controparti aventi esigenze di scambio compatibili. Tale probabilità aumenta, infatti, con l'aumentare del numero di soggetti che partecipano al mercato e con il volume contrattato sul mercato stesso.

Le esternalità di rete esistenti nella produzione di liquidità tendono altresì a proteggere "naturalmente" un mercato esistente (*incumbent*), dal momento che i partecipanti al mercato hanno un interesse collettivo (e individuale) a continuare a parteciparvi, anche in presenza di (eventuali) alternative più vantaggiose sul piano dei costi o dei servizi offerti. Perché un'alternativa diventi attraente infatti non è sufficiente che essa sia migliore per *ciascun* soggetto che partecipa al mercato *incumbent*, ma è necessario che *tutti* i partecipanti al "vecchio" mercato si trasferiscano simultaneamente sul "nuovo". Ciò attribuisce al mercato *incumbent* una posizione di relativo vantaggio in merito ai livelli di costo e di servizio praticato, anche in relazione alle eventuali innovazioni introdotte dai potenziali nuovi mercati entranti.

I principali fattori che spingono verso la frammentazione sono invece l'innovazione tecnologica e la diversità delle esigenze di scambio dei *traders*.

Per quanto riguarda l'innovazione tecnologica, la riduzione del costo di elaborazione, immagazzinamento e trasmissione delle informazioni tende ad abbassare il "costo di produzione" di un mercato e, per tale via, le barriere all'entrata nel *market for market-places*. A ciò si aggiunga il consolidamento e la standardizzazione delle regole operative dei mercati, in particolare quelli *order driven*, che ne rendono facilmente comunicabile ai potenziali utenti il funzionamento. La creazione di un mercato è quindi basata su una tecnologia sia *hard* (telecomunicazione e gestione delle informazioni), sia *soft* (regole di funzionamento) facilmente accessibile.

Con riferimento alle esigenze di negoziazione, possono emergere, fra i soggetti che operano sul *buy side* dei servizi di negoziazione, differenze in termini di:

- dimensione della transazione tipica (i soggetti che devono scambiare ammontari rilevanti a scegliere strategie di negoziazione e modalità di esecuzione degli ordini diverse da quelle desiderate dai soggetti che scambiano quantitativi "normali");
- livello di informazione che motiva lo scambio (i soggetti privi di informazioni superiori hanno interesse a evitare i soggetti informati);
- urgenza desiderata dello scambio (alcuni soggetti possono essere disponibili ad attendere per effettuare lo scambio al fine di contenere i costi complessivi di transazione e altri possono invece essere disposti a scambiare immediatezza con sacrifici di prezzo).

L'effetto netto sull'assetto dei mercati dipende dalla forza relativa esercitata dai diversi fattori citati. Infatti, mentre l'innovazione tecnologica riduce le barriere all'entrata e quindi tende a incrementare il livello di contendibilità dei servizi di negoziazione offerti dai mercati e dagli intermediari, le esternalità di rete agiscono in direzione della concentrazione degli scambi di ciascun titolo su uno o pochi mercati e, ciò che è più importante, tendono a proteggere la posizione dominante del mercato *incumbent* (*first-mover advantage*).

Per quanto riguarda gli effetti sui costi di transazione (in particolare sullo *spread*) la frammentazione derivante dalla nascita di nuovi mercati può portare alla riduzione degli *spread* quando il nuovo mercato ha un vantaggio di costo nell'offerta del servizio di liquidità e compete sul prezzo, sulla base di tale vantaggio, per attirare il flusso degli ordini. Se invece la competizione è condotta sulla base di vantaggi informativi, a seguito dell'attrazione sul "nuovo" mercato di ordini da parte di *traders* non informati (*cream skimming*), il costo di negoziazione sul mercato centrale dovrebbe aumentare, in quanto quest'ultimo si troverebbe a gestire una maggior quota di ordini *informed*.

I meriti relativi dell'esistenza di più meccanismi di scambio alternativi sul medesimo titolo (frammentazione) attengono a quattro dimensioni: la concorrenza nella fornitura di servizi di negoziazione, la liquidità del titolo, il processo di *price discovery* e la fornitura di alcuni servizi che hanno natura di bene pubblico.

In primo luogo, la frammentazione aumenta la concorrenza tra modalità alternative di esecuzione degli scambi. Ciò, come tutti i meccanismi concorrenziali, a sua volta consente di soddisfare le preferenze di diverse categorie di negoziatori, incentiva i produttori dei servizi di negoziazione a competere anche sul livello del servizio offerto e agisce da fattore di compressione dei costi dei servizi offerti dai soggetti che operano nell'ambito del *sell side* dei servizi di negoziazione (sia soggetti che gestiscono i mercati sia intermediari).

L'effetto della frammentazione sulla liquidità complessiva del mercato e sul *bid-ask spread* è dubbio. Da un lato, la dispersione degli ordini su più sistemi di negoziazione può ridurre la probabilità di esecuzione e, per tale via, danneggiare la liquidità del mercato; dall'altro, la presenza di più sistemi di scambio alternativi per uno stesso

strumento finanziario può essere associata sia con più bassi, sia con più elevati *bid-ask spreads*. La frammentazione – che riduce i quantitativi presenti sul book sia ai livelli *best* sia a quelli inferiori – potrebbe inoltre avere importanti conseguenze sui *costi medi* di esecuzione di ordini di elevato valore unitario, che sono soddisfatti principalmente da proposte di negoziazione presenti sul book a livelli non *best*.

In presenza di frammentazione, il processo di *price discovery* diventa più complicato e meno stabile, poiché le regole di *price priority* sono di più difficile applicazione e le regole di priorità secondaria diventano sostanzialmente inapplicabili. Le minori probabilità che ogni singolo ordine ha di trovare un ordine compatibile su un mercato frammentato rispetto a un mercato concentrato potrebbero inoltre condurre ad un eccesso di volatilità derivante da temporanei *order imbalances* (volatilità transitoria). Questi elementi dovrebbero rappresentare un impatto negativo della frammentazione, in quanto un aumento della volatilità tende a far percepire come più rischioso il mercato. Quando le negoziazioni su un titolo sono organizzate su un mercato dominante e una serie di mercati satellite ci si può infatti attendere che la *price discovery* avvenga sul primo e che gli altri mercati sfruttino, opportunisticamente, le informazioni sul prezzo che si generano su di esso. Inoltre, ci si può attendere che i mercati satellite attraggano gli ordini "più facili" da eseguire, ovvero quelli sui titoli più liquidi e provenienti da negoziatori non informati, lasciando al mercato principale gli ordini degli operatori informati (c.d. *cream skimming*). In questo caso, il *bid-ask spread* sul mercato principale tende ad ampliarsi a causa della rarefazione degli ordini con limite di prezzo e anche la *price discovery* potrebbe peggiorare. Si noti che, in caso di *cream skimming*, l'effetto negativo sulla *price discovery* tende ad autoalimentarsi: il mercato principale diventa tanto più sottile quanto più gli ordini che restano su di esso

sono esposti a problemi informativi e ciò conduce i *traders* a difendersi ampliando gli spread in risposta al cambiamento di composizione degli ordini.

La frammentazione si scontra, infine, con la natura di bene pubblico di alcuni servizi ancillari al funzionamento del mercato (es. la vigilanza sul mercato), che ne rende difficile l'attribuzione dell'onere a uno fra i diversi soggetti che curano l'organizzazione di sistemi di negoziazione in un contesto di mercati frammentati e *for profit*. Inoltre, i mercati che attualmente forniscono tali servizi, vedendo ridursi il volume di scambi intermediato, potrebbero sperimentare difficoltà a finanziare tali attività. Si crea, pertanto, un problema di *free riding* e di produzione subottimale di tali servizi, con effetti negativi su efficienza, integrità e tutela del mercato. In generale, la teoria economica suggerisce in tali circostanze la creazione di un'agenzia pubblica responsabile per la fornitura dei servizi comuni.

Una particolare forma di frammentazione è quella che deriva dall'internalizzazione, ovvero dall'esecuzione senza esposizione sul mercato degli ordini della clientela da parte degli intermediari finanziari che li ricevono. L'internalizzazione può poi essere diretta, ovvero essere realizzata dallo stesso intermediario che riceve l'ordine, oppure indiretta, quando l'intermediario che riceve l'ordine lo indirizza per l'esecuzione di norma ad un altro intermediario (e non al mercato) collegato da vincoli di gruppo o a seguito di accordi di *preferencing*.

L'internalizzazione ha il sicuro effetto di ridurre il livello di informazione disponibile sul mercato in quanto, per definizione, gli ordini internalizzati non sono esposti. Questo a sua volta tende a ridurre il livello di competizione per l'offerta di liquidità e, se l'offerta di liquidità non è competitiva, ci si deve attendere che i costi di transazione siano maggiori rispetto al caso in cui la competizione per l'offerta

di liquidità possa dispiegarsi senza limitazioni. In questo senso, la concorrenza fra offerenti di liquidità internalizzatori (es. gli intermediari che acquisiscono e gestiscono il flusso di ordini della clientela) è da ritenere insufficiente dal momento che, quand'anche gli incentivi alla collusione non fossero prevalenti rispetto alle forze della concorrenza, l'internalizzazione altera lo stato informativo del mercato e la competizione per la liquidità.

Un altro aspetto relativo all'internalizzazione degno di interesse è la possibile perdita di fiducia da parte dei partecipanti al mercato nel meccanismo di formazione dei prezzi. L'investitore che si trovi di fronte un intermediario che internalizza potrebbe dubitare che i suoi interessi siano serviti al meglio e che comunque l'intermediario potrebbe avere interessi in conflitto e discrezionalmente essere portato a farli prevalere (es. mediante maggiori occasioni di *front running*). Se la fiducia del pubblico nel fatto di ricevere un trattamento equo si riduce, ci si deve attendere un minor ricorso al mercato per soddisfare le esigenze di investimento e una peggiore allocazione del risparmio.

L'internalizzazione presenta svantaggi e vantaggi peculiari rispetto alle altre forme di frammentazione. I primi riguardano il processo di *price discovery* e la liquidità, i secondi la competizione per l'offerta di servizi di negoziazione e le esigenze dei negoziatori.

L'internalizzazione, dal momento che non consente l'esposizione al mercato di tutti gli ordini su un dato titolo, può indurre un peggioramento del processo di *price discovery* e una riduzione dello spessore del mercato, con effetti negativi su spread e volatilità dei prezzi. Il peggioramento della *price discovery* deriva anche dal fatto che, in presenza di internalizzazione, si riducono gli incentivi a inviare al mercato ordini aggressivi, dato che non è detto che un prezzo aggressivo (prezzo in acquisto più elevato del corrente prezzo bid e prezzo in vendita più

basso del corrente prezzo ask) sia in grado di attrarre scambi, dal momento che gli ordini che potrebbero essere eseguiti in contropartita di ordini con limite di prezzo aggressivi devono oltrepassare la "barriera" dell'internalizzatore.

L'internalizzazione può inoltre cambiare la composizione della natura dei negozianti sui diversi mercati, con gli intermediari internalizzatori che intercettano ed eseguono gli ordini provenienti da soggetti non informati (che danno liquidità al mercato) e trasmettono al mercato gli ordini dei soggetti informati (che consumano la liquidità del mercato). Come detto in precedenza, si parla in tal caso di *cream skimming*. In questo modo lo spread sul mercato principale si amplia e gli ordini internalizzati, che assumono come prezzi di riferimento quelli del mercato, sono eseguiti a condizioni peggiori di quelle che troverebbero se arrivassero sul mercato (in tal caso beneficiando del loro stesso contributo ad aumentarne la liquidità e a ridurre gli spread).

Per quanto riguarda i vantaggi, invece, l'internalizzazione, in quanto meccanismo di scambio alternativo e alla pari di qualsiasi altro meccanismo di scambio alternativo, aumenta la pressione competitiva sui sistemi di scambio esistenti, inducendoli così a introdurre innovazioni e a comprimere i costi. Inoltre, la presenza di intermediari internalizzatori offre maggiori possibilità di scelta alla clientela. Nella misura in cui l'internalizzazione consentisse ai non *informed* (clientela *retail*) di "separarsi" dagli *informed*, essa potrebbe portare a migliori condizioni di esecuzione per i non *informed*. Gli intermediari internalizzatori, in competizione per attrarre clienti non *informed*, sarebbero infatti costretti a offrire condizioni vantaggiose e potrebbero farlo dato che non dovrebbero proteggersi dai rischi di scambiare con soggetti *informed*. Le argomentazioni che precedono assumono che gli intermediari si comportino correttamente. Nella realtà si possono, tuttavia, osservare casi nei quali l'intermediario trae indebito vantaggio dalla disponibilità di informazioni sul flusso di ordini.

3.1 La strategia di esecuzione degli ordini

Tutte le imprese di investimento (che operino come internalizzatori oppure no) devono adottare tutte le misure ragionevoli per ottenere, allorché eseguono ordini dei loro clienti, il miglior risultato possibile per i loro clienti (*best execution*, art. 21 Direttiva MiFID). Il risultato è definito in termini di prezzo, costi, rapidità e probabilità di esecuzione e di regolamento, dimensioni, natura dell'ordine o di qualsiasi altra considerazione (*total consideration*) pertinente ai fini della sua esecuzione. Se esistono istruzioni specifiche da parte del cliente, l'impresa di investimento è tenuta a eseguire l'ordine seguendo tali istruzioni. Le imprese di investimento devono istituire e attuare efficaci meccanismi per ottemperare all'obbligo di *best execution*; in particolare mediante la definizione e l'attuazione di una strategia di esecuzione degli ordini (*order execution policy*) che consenta di ottenere il miglior risultato possibile per il cliente. La strategia di esecuzione specifica, per ciascuna categoria di strumenti, informazioni circa le sedi nelle quali l'impresa di investimento esegue gli ordini dei suoi clienti e circa i fattori che influenzano la scelta della sede di esecuzione. Le imprese di investimento devono informare adeguatamente i loro clienti in merito alla strategia di esecuzione degli ordini e ottenerne il consenso preliminare. Se la strategia di esecuzione degli ordini prevede che gli ordini dei clienti possano essere eseguiti al di fuori di un mercato regolamentato o di un MTF, i (potenziali) clienti devono essere informati di tale possibilità e dare consenso preliminare esplicito (sotto forma di accordo generale o in relazione alle singole operazioni). Le imprese di investimento sono tenute a controllare l'efficacia dei loro dispositivi di esecuzione degli ordini e della loro strategia di esecuzione in modo da identificare e, se del caso, correggere eventuali carenze.

Nella considerazione circa gli obblighi di *best execution* e strategia di esecuzione degli ordini, posizione di rilievo riveste il benchmark al quale confrontare le condizioni

effettive di esecuzione dell'ordine: in presenza di mercati frammentati e di pluralità di condizioni possibili di esecuzione è difficile trovare individuare condizione di riferimento univoche. Infatti, in presenza di più parametri in base ai quali sono definiti (art. 21 MiFID) gli obblighi di *best execution* e di più mercati, l'ottimizzazione delle condizioni può portare a risultati differenti a seconda della priorità data ai diversi parametri (ad es. non è detto che il prezzo più alto in vendita o più basso in acquisto sia anche quello che consente la maggiore rapidità di esecuzione). Inoltre, per l'investitore è più facile dare maggior peso agli elementi maggiormente visibili (es. commissioni esplicite) che a elementi meno visibili (quali il bid-ask spread o l'impatto sul mercato). Ciò fa sì che le decisioni del cliente finale possano essere influenzate da elementi che hanno peso diverso sul suo benessere complessivo.

Un possibile rimedio all'aumento dell'opacità che deriva dal nuovo assetto normativo e un contributo alla comparabilità delle condizioni di esecuzione può essere dato dalla disponibilità di informazioni storiche e standardizzate sulla qualità complessiva di esecuzione delle diverse sedi, con particolare evidenza ai costi impliciti (es. erosione del prezzo a fronte di quantitativi standardizzati di esecuzione) e ai tempi di esecuzione. Un provvedimento in tal senso è stato assunto nel novembre 2000 da parte della Securities and Exchange Commission (SEC) con la Rule 11Ac 1-5 (nota anche come "Dash5") che obbliga i mercati a produrre e diffondere con cadenza mensile statistiche su diversi indicatori di liquidità/qualità del mercato: *bid-ask spread*, tempo di esecuzione degli ordini ecc.. Tale forma di trasparenza ex-post sulle condizioni di esecuzione fa sì che il cliente finale abbia più strumenti per giudicare la qualità complessiva di esecuzione, per effettuare comparazioni su basi metodologicamente corrette e, in definitiva, per mettere in concorrenza le diverse sedi di esecuzione al fine di ottenere un servizio complessivamente migliore.

4. Sviluppi potenziali

L'evoluzione della normativa condurrà allo sviluppo di nuove caratteristiche del servizio di negoziazione, in quanto in un mercato frammentato aumenta l'importanza degli *skills* di negoziazione e della loro varietà. Non va inoltre trascurato che l'operatività secondo l'assetto dell'internalizzatore sistematico ha caratteristiche ontologicamente diverse da quella in conto terzi e potrebbero rivelarsi necessarie procedure e dotazioni patrimoniali a fronte della gestione del rischio di posizioni in titoli (anche se tale aspetto non va sopravvalutato, alla luce delle conclusioni raggiunte nel precedente paragrafo 2 dedicato alla stima dell'attività di internalizzazione).

Infine, come in tutte le fasi di discontinuità normativa, si apriranno opportunità di sviluppi potenziali, quali ad esempio un maggior ruolo per la negoziazione *volume-weighted average price* (VWAP), particolarmente importante quando si hanno più mercati, e assetti contrattuali che discriminino tra negoziatori informati e negoziatori non informati (es. esposizione degli ordini solo a traders che si impegnano ad eseguirli; esecuzione a condizione che un negoziatore acquisti e venda controvalori uguali; *basket orders*; gestione dei limiti di prezzo condizionata alla situazione del mercato; sostituzione di ordini su uno strumento con ordini su un altro strumento condizionata alla situazione del mercato).

La presenza di più mercati potrà inoltre favorire lo sviluppo di *Smart Order Routing Systems* (SORs), sistemi in grado di selezionare (e trasmettere ordini a) la migliore sede di esecuzione, in base a una pluralità di fattori, oltre al prezzo medio ponderato della negoziazione (ad esempio, velocità e probabilità di esecuzione).

Nel panorama visto si apre agli intermediari italiani un ventaglio di opzioni strategiche possibili nel momento in cui decidono la loro *execution policy*: continuare a inviare gli

ordini della clientela ai mercati gestiti da Borsa Italiana; costituire un MTF oppure partecipare a un MTF consortile; dare origine a un'operatività in veste di internalizzatore sistematico; cedere a terzi il flusso di ordini e quindi trasformarsi da negoziatore a mero raccoglitore di ordini. I fattori principali che andranno tenuti in conto nell'orientare la scelta sono le dimensioni e la varietà del flusso di ordini; la dotazione patrimoniale; gli *skills* di negoziazione; la *mission* dell'intermediario nell'ambito del gruppo; l'assetto corrente dei servizi di negoziazione offerti; la dotazione tecnologica presente e necessaria; la disponibilità e la qualità di eventuali algoritmi di *matching* proprietari.

Avv. Corrado FAISSOLA,
Presidente dell'Associazione Bancaria Italiana

Le regole e la Governance: gli effetti del recepimento della Direttiva MiFID

1. La Direttiva sui mercati di strumenti finanziari: il quadro generale

La Direttiva sui mercati di strumenti finanziari (MiFID) si inquadra nel c.d. “Piano di Azione per i servizi finanziari”, adottato l’11 maggio 1999 dalla Commissione Europea e diretto ad assicurare, a livello europeo, un mercato finanziario integrato.

La MiFID sostituirà dal 1° novembre la precedente normativa comunitaria contenuta nella Direttiva sui Servizi di Investimento (Investment Service Directive – ISD) emanata nel 1993 e recepita, prima nel 1996, e poi nel 1998 nel Testo Unico della Finanza.

La MiFID ha come obiettivo di consentire alle imprese di investimento di prestare, sulla base dell’autorizzazione ricevuta nel proprio paese, i propri servizi liberamente in tutti i paesi europei. Esse potranno eseguire gli ordini dei propri clienti fuori dai mercati, oggi non consentito in alcuni Paesi (ad esempio l’Italia). La direttiva consentirebbe inoltre un più alto livello di protezione della clientela quando utilizza i servizi di investimento offerti dagli intermediari, ovunque in Europa. Per la prima volta, poi, la Direttiva stabilisce un insieme di norme che regolano l’esecuzione organizzata delle transazioni degli investitori da parte dei mercati, degli altri sistemi di negoziazione e delle imprese di investimento.

La disciplina MiFID doveva essere recepita dai singoli Stati Membri entro il 31 gennaio 2007, mentre gli ope-

ratori avranno tempo fino al prossimo 30 ottobre per essere in regola con gli obblighi previsti dalla nuova disciplina. Ad oggi, come noto, ciò non è ancora accaduto. Il processo di recepimento della disciplina comunitaria nell'ordinamento nazionale è stato avviato con l'emanazione della Legge Comunitaria 2006, che definisce, tra gli altri, i criteri e principi a cui il Governo dovrà attenersi nella predisposizione del decreto legislativo di attuazione della MiFID.

Una prima bozza di modifiche al Testo Unico della Finanza (TUF) è stata posta in consultazione dal Ministero dell'Economia e delle Finanze e, nei prossimi mesi, sono attesi i nuovi regolamenti di attuazione da parte della Consob, Banca d'Italia e dello stesso Ministero.

2. Le nuove strategie nell'offerta dei servizi di negoziazione

2.1 Il nuovo scenario dei mercati imposto dalla MiFID: libertà di negoziazione.

Tra i vari obiettivi della MiFID, quello di aumentare la concorrenza tra le sedi di negoziazione (trading venues) è senza dubbio quello che più di altri produrrà alla lunga concreti cambiamenti nel mercato finanziario europeo. Tale maggiore competizione dovrebbe ridurre i costi di negoziazione a beneficio degli investitori. Per raggiungere tale scopo, la MiFID elimina dal 1° novembre prossimo la facoltà per gli Stati membri di imporre agli intermediari l'obbligo di negoziare sui mercati regolamentati (c.d. "concentrazione degli scambi") - regola questa oggi applicata in Italia sui titoli azionari ed obbligazionari - e quindi introduce la possibilità per le banche di eseguire in conto proprio gli ordini ricevuti dai clienti anziché inviarli sul mercato (Borsa).

2.2 La nuova figura dell'internalizzatore sistematico: competizione tra mercati e intermediari

La MiFID, per aumentare la concorrenza tra le sedi di negoziazione, ha introdotto una nuova figura di sede di negoziazione: l'internalizzatore sistematico. Quando, infatti, la negoziazione in conto proprio dell'intermediario riguarda titoli azionari quotati (su un mercato regolamentato italiano o europeo) con elevata liquidità e se questa avviene in modo sistematico, frequente ed organizzato, l'intermediario acquisisce lo status di internalizzatore sistematico. La MiFID assoggetta in tal caso l'intermediario ad un complesso regime di trasparenza pre e post negoziazione.

Vi è inoltre la facoltà per i singoli Paesi europei di estendere tale regime di trasparenza anche agli intermediari internalizzatori sistematici su altri tipi di strumenti finanziari (ad es. titoli di Stato, derivati, corporate bond).

Peraltro, la MiFID introduce un'ulteriore tipologia di sede di negoziazione, quella dei Sistemi Multilaterali di negoziazione (c.d. Multilateral Trading Facilities o MTF), ovvero sistemi multilaterali (dove cioè intervengono più operatori), che pur diversi dai mercati regolamentati hanno modalità di funzionamento simili, ma che possono essere gestiti anche da intermediari (oltre che dagli stessi mercati regolamentati).

In questo nuovo scenario, ciascun intermediario dovrà decidere, nel rispetto dell'obbligo di fornire al cliente le migliori condizioni di esecuzione (c.d. best execution), se trasmettere gli ordini ricevuti ad altre sedi di negoziazione (mercati regolamentati, MTFs, altri intermediari internalizzatori), oppure predisporre le strutture organizzative necessarie per internalizzarli (in tutto o in parte), o ancora organizzare e/o trasformare il proprio Sistema di Scambi Organizzato (cioè i sistemi organizzati che gli intermediari utilizzano per negoziare, principalmente, propri titoli) in un sistema multilaterale,

magari di natura consortile, nel quale far confluire gli ordini ricevuti ed eventualmente operare come market maker.

2.3 Best execution: un nuovo modo per eseguire gli ordini della clientela

Secondo le regole attuali, gli intermediari che eseguono gli ordini dei clienti nei mercati regolamentati o sui Sistemi di Scambio Organizzati (SSO) rispettano gli obblighi nei confronti dei propri clienti di esecuzione alle migliori condizioni. Per effetto dell'obbligo di concentrazione degli scambi nei mercati, infatti, il prezzo che qui si forma è ritenuto "per definizione" il miglior prezzo ottenibile.

Nel nuovo scenario della MiFID, cadendo l'obbligo di concentrazione e anzi promuovendo la competizione tra le varie sedi di negoziazione, l'obbligo dell'intermediario di eseguire gli ordini dei clienti alle migliori condizioni va adempiuto secondo regole nuove e più complesse.

La nuova disciplina della best execution, che riguarda tutte le tipologie di strumenti finanziari (azioni, obbligazioni, derivati, titoli di Stato, quotati o meno) prevede che si debba garantire al cliente il raggiungimento del miglior risultato possibile (c.d. best possible result) sulla base di un insieme di fattori (per i clienti retail i fattori principali devono essere il prezzo e i costi), selezionando ex ante le sedi di negoziazione che l'intermediario ritiene siano in grado di offrire, in maniera duratura, il miglior risultato possibile. L'intermediario poi dovrà scegliere tra queste sedi di negoziazione quella, di volta in volta, "migliore".

L'elenco delle sedi di negoziazione deve essere approvato ex ante dal cliente, deve comprendere almeno le trading venues che garantiscono in maniera duratura il raggiungimento del miglior risultato possibile, e deve essere aggiornato regolarmente. L'intermediario dovrà inoltre essere in grado di dimostrare al cliente, ex post, di aver gestito l'ordine nel modo

migliore secondo la propria execution policy. La disciplina non si applica ai clienti che hanno lo status di controparte qualificata e in caso di ordini con istruzioni specifiche (es. trading on line).

Le banche che continueranno ad offrire servizi di negoziazione alla clientela non qualificata dovranno organizzare i necessari presidi tecnico-informatici e legali per il rispetto della nuova disciplina di best execution, prevedendo efficaci misure di selezione e monitoraggio delle trading venues, di aggiornamento della execution policy, nonché di archiviazione delle informazioni sulle condizioni di negoziazione (prezzo, quantità) presenti su tutte le trading venues inserite nella propria policy, in modo da poter dimostrare al cliente il rispetto della best execution.

Vi è pertanto un trade-off sul numero di trading venues da inserire nella policy: molte trading venues possono dare un maggior appeal commerciale ma comporteranno anche maggiori oneri di monitoraggio e archiviazione.

2.4 Best execution: non solo per negoziatori ma anche per raccoglitori e gestori

Anche agli intermediari che offrono servizi di ricezione/trasmissione d'ordini e di gestione di portafoglio si applica la disciplina della best execution, seppur con alcune differenze rispetto a quanto previsto nella prestazione dei servizi di negoziazione.

L'intermediario gestore/raccoglitore deve selezionare gli intermediari negoziatori, a cui inviare gli ordini dei clienti (o generati dalle gestioni patrimoniali), sulla base dell'importanza relativa assegnata ai vari fattori di esecuzione (per i clienti retail il prezzo più i costi), e redigere una "policy" (che per semplicità viene definita "transmission policy") dove elenca i negoziatori ai quali possono essere inviati gli ordini per l'esecuzione.

Dagli orientamenti che si stanno formando in sede europea (vedi linee guida CESR) sembra possibile per un negoziatore di indicare una sola trading venue nella propria strategia di esecuzione, così come per un raccoglitore d'ordini/gestore di indicare un solo negoziatore nella propria transmission policy. Tale problematica assume particolare rilevanza nel caso di un rapporto di gruppo tra raccoglitore e negoziatore. Qualora ciò non venisse ammesso, il servizio di ricezione ordini verrebbe caratterizzato da un grado più elevato di complessità e responsabilità. Le banche dovrebbero quindi valutare se continuare ad offrire il servizio di raccolta e trasmissione ordini alle attuali condizioni (pressoché gratuito per il cliente) oppure fornire direttamente il servizio di negoziazione conto terzi (con applicazione della disciplina della best execution per il negoziatore).

2.5 Execution only: la nuova frontiera nel rapporto tra banca e cliente

Altra novità apportata dalla MiFID riguarda i servizi di “sola esecuzione” (c.d. execution only). A prima vista essa rappresenta un'opportunità per gli intermediari, in quanto la loro prestazione non richiede l'osservanza di alcune regole, che nel passato hanno causato non pochi problemi.

I servizi di esecuzione e/o ricezione trasmissione degli ordini possono essere forniti, in regime di execution only, senza cioè dover reperire alcuna informazione dal cliente, né valutare l'adeguatezza, purché siano rispettate le condizioni stabilite: in particolare (i) tale modalità di prestazione deve essere espressamente richiesta dal cliente; (ii) tali servizi devono avere ad oggetto strumenti finanziari c.d. “non complessi” (i derivati sono, ad esempio, esclusi).

Tuttavia occorre stare attenti perché un indiscriminato ricorso all'execution only, non consentendo al cliente di percepire il rischio, alla lunga può generare problemi per il clien-

te stesso e potrebbe essere addossata la colpa alle banche per non aver segnalato in modo adeguato la pericolosità di questo servizio. Una contromisura potrebbe essere quella di accompagnare l'execution only con il servizio di consulenza.

3. Gli intermediari devono investire nel nuovo servizio di consulenza

La disciplina MiFID, di prossimo recepimento anche in Italia, ha incluso, tra i servizi di investimento principali, **la consulenza in materia di investimenti intesa come prestazione di raccomandazioni personalizzate ad un cliente**, dietro sua richiesta o per iniziativa dell'impresa di investimento, riguardo ad una o più operazioni relative a strumenti finanziari.

Accanto al suddetto tipo di consulenza, la disciplina MiFID prevede altresì **la prestazione di raccomandazioni ad un cliente unicamente finalizzata al collocamento di strumenti finanziari** - fattispecie, peraltro, già presente nel nostro ordinamento e conosciuta con l'ambigua definizione di "consulenza strumentale".

Tale impostazione costituisce (al di là delle considerazioni in termini di nuove opportunità di business) soprattutto una preziosa occasione per fugare un equivoco - ingenerato da alcune vaghezze riscontrabili nell'attuale quadro normativo nazionale - a causa del quale gli investitori vedono, implicitamente ma impropriamente, nell'intermediario anche la figura specializzata del consulente.

Si è, infatti, persuasi che non c'è e non ci deve essere, nella prestazione dei servizi di investimento, alcuna attività consulenziale da parte della banca, ma solo una limitata attività di supporto informativo che non può e non deve essere intesa come consulenza.

La MiFID ha preso atto di questa realtà, elevando la consulenza a servizio di investimento principale vero e proprio, che come tale deve essere espressamente richiesto dal cliente, appositamente contrattualizzato e giustamente remunerato; essa, inoltre, qualifica come mera “raccomandazione” l’informazione fornita alla clientela a supporto della prestazione di altro servizio di investimento (si pensi, ad esempio, all’assistenza generale alla clientela sulle modalità operative di un investimento, alla spiegazione dei rischi o dei vantaggi di un particolare strumento finanziario, alla diffusione di informazioni sugli emittenti o agli annunci ad essi relativi, alla produzione di reportistica sulle performance di strumenti finanziari contro i relativi benchmark).

L’aspetto del pagamento del servizio di consulenza non va sottovalutato in quanto, oltre le immediate considerazioni in termini di margini di profitto, questo avrà l’effetto “virtuoso” di far sì che il cliente investitore, che chiede consulenza e la paga, si sentirà obbligato - diversamente da quanto fa oggi - a fornire tutte le informazioni necessarie a permettere al consulente di tracciare un suo profilo.

La nuova disciplina prevede, infatti, che l’impresa di investimento presti il servizio di consulenza a condizione che essa abbia preventivamente ottenuto tutte le informazioni necessarie per comprendere le caratteristiche essenziali del cliente e per valutare, tenuto conto della natura e della portata del servizio fornito, che la specifica operazione raccomandata sia adeguata. Nel caso in cui l’impresa che fornisce il servizio di consulenza non ottenga le informazioni necessarie, la stessa non può “raccomandare i servizi di investimento o gli strumenti finanziari al cliente o potenziale cliente”. In altri termini, la consulenza è propria di un mercato maturo che non ammette improvvisazioni.

Al pari di quanto avviene già in altri Paesi europei, si ritiene che la consulenza finanziaria abbia anche in Italia otti-

me prospettive di sviluppo. Per cogliere i benefici connessi a tale opportunità è, però, necessario che le banche si organizzino e si specializzino per fornire al meglio la consulenza finanziaria e che gli investitori siano disponibili ad apprezzarla come servizio necessario alla propria attività di investimento.

Le ragioni del perché si ritiene che la consulenza finanziaria sia destinata a sicuro sviluppo anche in Italia risiedono nella constatazione che:

- il mondo dei servizi e degli strumenti finanziari è sempre più complesso, con una proliferazione ed una complicazione degli strumenti finanziari offerti agli investitori sempre maggiore;
- gli investitori appaiono, per contro, sempre meno in grado di orientarsi se devono contare solo sulle proprie conoscenze ed esperienze.

Un servizio di consulenza (advisory) professionale tipizzato e contrattualizzato per aiutare l'investitore medio a districarsi rispetto a tale proliferazione e complicazione dell'offerta di strumenti finanziari appare, pertanto, rispondere ad una naturale domanda di mercato.

In effetti, stando agli esiti di alcune recenti ricerche, circa il 60% degli investitori sembra disposto ad avvalersi di un servizio di consulenza indipendente appositamente retribuito¹.

4. Il regime degli incentivi e i possibili riflessi sulle strategie di distribuzione delle quote di fondi comuni alla luce della consultazione avviata in materia dal CESR

La disciplina MiFID sugli incentivi (c.d. inducements), è volta a dare esecuzione al principio in base al quale gli inter-

¹ Fonte ASSORETI-GfK Eurisko (2006)

mediari devono agire in modo onesto, equo, e professionale per servire al meglio gli interessi dei clienti.

La MiFID individua diversi tipi di remunerazioni che possono intercorrere tra imprese di investimento, cliente e soggetti terzi rispetto al servizio prestato. Alcune di queste non sollevano problemi di legittimità, altre, invece, sono ritenute legittime solo se soddisfano taluni requisiti.

Le remunerazioni che non sollevano problemi di legittimità sono:

- le remunerazioni che intervengono direttamente tra impresa e cliente. Si tratta delle competenze, commissioni o prestazioni non monetarie percepite/fornite dall'impresa di investimento da/a un cliente (o una persona che agisce per conto del cliente), in relazione alla prestazione di un servizio di investimento o accessorio;
- le competenze adeguate (c.d. *proper fees*) che rendono possibile la prestazione di servizi di investimento o che siano necessarie a tal fine (i costi di custodia, le competenze di regolamento e di cambio, i prelievi obbligatori o le competenze legali). Si tratta di remunerazioni che per loro natura, non possono entrare in conflitto con il dovere dell'impresa di agire in modo onesto, equo e professionale per servire al meglio gli interessi dei clienti.

Diversamente, le remunerazioni quali le competenze, commissioni o prestazioni non monetarie percepite/fornite dall'impresa di investimento da/a un terzo (o una persona che agisca per conto del terzo), sono considerate incentivi (vale a dire potenzialmente in grado di dare origine a un conflitto di interessi tra imprese di investimento e clienti). Come tali e sono ammesse solo se soddisfano i seguenti requisiti:

- devono essere rese preventivamente note ai clienti l'esistenza, la natura e l'importo (ovvero il relativo metodo di

calcolo) delle remunerazioni, che rientrano nel novero degli incentivi. In alternativa, è consentito alle imprese di investimento di comunicare sinteticamente i termini essenziali di tali remunerazioni, purché esse si impegnino a rendere noti altri dettagli su richiesta del cliente;

- le imprese di investimento devono assicurare che il pagamento di tali remunerazioni è volto ad accrescere la qualità del servizio fornito al cliente e non ostacola l'adempiimento da parte dell'impresa di servire al meglio gli interessi dei clienti.

4.1 Consultazione CESR

L'articolato delle disposizioni di attuazione della MiFID solleva incertezze interpretative circa l'identificazione delle fattispecie riconducibili alle tre tipologie di remunerazioni descritte. In relazione a ciò, il CESR ha avviato una consultazione con l'obiettivo di individuare un approccio comune nell'applicazione della disciplina sugli incentivi.

L'interpretazione adottata dal CESR privilegia un approccio omnicomprensivo: essa, infatti, considera alla stregua di incentivi tutte le remunerazioni ricevute dalle imprese di investimento da terzi soggetti in relazione ai servizi resi ai clienti (ivi comprese le commissioni retrocesse dalle società di gestione ai collocatori dei fondi comuni). Alla base di tale posizione vi è il convincimento che tali remunerazioni potrebbero compromettere l'obbligo di servire al meglio gli interessi dei clienti medesimi, poiché determinerebbero sempre un potenziale conflitto di interessi tra le imprese di investimento.

Aderendo a siffatta impostazione, il CESR considera le retrocessioni di commissioni pagate dalle società di gestione ai collocatori dei fondi comuni quali incentivi e, come tali, legittime solo se:

- rese trasparente ai clienti;

- in grado di migliorare la qualità del servizio prestato al cliente;
- non sproporzionate rispetto al valore del servizio reso al cliente.

Quest'ultimo requisito, in realtà, non è presente in alcuna disposizione MiFID, ma è un'interpretazione che il CESR dà del principio in base al quale gli intermediari devono agire in modo onesto, equo, e professionale per servire al meglio gli interessi dei clienti.

Nel caso in cui tale tesi dovesse prevalere, le conseguenze sui rapporti tra SGR e i collocatori dei fondi comuni, da un lato, e i gestori individuali di patrimoni, appaiono tali da richiedere un ampio ripensamento delle strategie e delle sinergie al momento in essere tra questi soggetti.

Ad esempio, i collocatori e i gestori dovrebbero non solo rendere trasparente l'entità delle commissioni percepite dalle società di gestione, ma anche giustificarne la consistenza dimostrando l'utilità dei servizi resi ai clienti e la proporzionalità di dette commissioni rispetto al valore dei cennati servizi. Ciò, tra l'altro, comporterebbe un giudizio di valore sul livello della remunerazione percepita dai collocatori e conseguenti impatti sulla struttura delle commissioni dell'industria dei fondi comuni, italiana ed europea.

Ad avviso dell'ABI, e dell'industria finanziaria europea, l'approccio del CESR non può essere condiviso per il fatto che esso trascura che tali retrocessioni costituiscono la normale remunerazione della rete di distribuzione, che svolge un servizio essenziale per l'industria dei fondi comuni. Esse non possono, quindi, essere considerate alla stregua di pagamenti che producono potenziali rischi di conflitto di interessi.

4.2 La gestione dei conflitti di interesse e i rapporti tra SGR e reti di distribuzione

Il tema degli incentivi applicato alle retrocessioni di commissioni pagate dalle SGR ai distributori rimanda a quello più ampio dei conflitti di interesse.

La MiFID dedica particolare attenzione ai conflitti di interesse connessi alla prestazione dei servizi di investimento e accessori. Essa prevede un insieme di regole che è possibile sintetizzare nell'obbligo di adottare: i) ogni misura ragionevole per individuare i conflitti di interesse; ii) disposizioni organizzative ed amministrative per evitare che i conflitti di interesse individuati incidano negativamente sugli interessi dei clienti.

La Direttiva punta a rafforzare i presidi interni alle imprese di investimento per gestire le fattispecie di conflitti connessi alla propria attività. Pertanto, essa prescrive alle imprese di investimento di elaborare in forma scritta la politica di gestione dei conflitti di interesse adeguata alle dimensioni, all'organizzazione delle medesime, nonché alla natura e complessità delle attività dalle stesse svolte e di applicarla in via continuativa. La politica di gestione deve dare conto delle procedure e misure da adottare per gestire, nell'ambito dei conflitti individuati quelli in grado di ledere gravemente gli interessi dei clienti.

Il complesso delle regole previste dalla MiFID sui conflitti di interesse e sugli incentivi evidenzia, tra l'altro una crescente attenzione del legislatore e dei regulator comunitari per la segmentazione dell'industria dei fondi comuni nelle seguenti due attività:

- produzione, e cioè la creazione e gestione dei fondi comuni di investimento;
- distribuzione, attuata dai collocatori e dai gestori individuali che investono in quote di fondi comuni. Essa è necessaria per consentire ai fondi comuni di raggiungere

un numero elevato di sottoscrittori, masse consistenti di risorse finanziarie, adeguate capacità di diversificazione degli investimenti, economie di costo.

In tale contesto, è di rilievo il fatto che:

- il 49% delle SGR sono controllate dalle banche (al 31 dicembre 2005). Il che dà origine al rischio che le scelte d'investimento delle SGR siano influenzate dagli interessi delle banche e che ciò possa portare a privilegiare determinati strumenti finanziari anziché a selezionare quelli in grado di realizzare le migliori performance per gli investitori;
- le reti di distribuzione costituite in gran parte da reti bancarie (il 57,8% al 31 dicembre 2006), privilegiano i prodotti di gruppo rispetto a quelli dei terzi. Il che potrebbe tradursi nella incapacità delle reti di distribuzione di offrire prodotti di investimento rispondenti alle esigenze della clientela.

In relazione a ciò, ogni qual volta si profila un nuovo intervento normativo, emerge la tentazione di adottare misure radicali per:

- separare nettamente le SGR dalle banche, inibendo a queste ultime di detenere posizioni di controllo nelle SGR;
- obbligare le reti di distribuzione a vendere prodotti di ogni tipo, ivi compresi quelli di terzi (c.d. *open architecture*).

E' bene che siffatte misure restino delle mere ipotesi e si prosegua sulla strada di:

- rafforzare i presidi di gestione dei conflitti di interesse (oltre a quanto previsto dalla MiFID esistono ulteriori norme nella normativa italiana) e i presidi di *governance* delle SGR per assicurarne l'indipendenza;
- lasciare al mercato ed alla libera concorrenza l'individuazione delle soluzioni e dei tempi con i quali attuare un migliore e più efficiente assetto del rapporto tra produttori e distributori nell'ambito del risparmio gestito.

Prof. Guido CAMMARANO,
Presidente emerito Assogestioni

La disciplina degli “incentivi” nella Direttiva Mifid e gli effetti sulla gestione degli investimenti della clientela privata

Quando si discute e si esamina la Direttiva Mifid relativa ai mercati degli strumenti finanziari e la sua incidenza sull’operatività degli intermediari operanti sul nostro mercato occorre anzitutto aver presente che si devono prendere in considerazione tre livelli di regolamentazione posta in sede europea secondo la procedura c.d. Lamfalussy: i) la Direttiva 2004/93 del Parlamento Europeo e del Consiglio dell’Unione Europea, che introduce i principi generali e le finalità della nuova normativa; ii) la Direttiva 2006/73 della Commissione delle Comunità Europee che reca le modalità di esecuzione in punto di organizzazione e di esercizio dell’attività delle imprese di investimento; iii) le linee guida del CESR (Committee of European Securities Regulators) per l’attuazione uniforme della normativa da parte delle Autorità di vigilanza nazionali.

Tutti e tre questi livelli di disciplina sono rilevanti in tema di *inducements* (tradotti nel testo italiano col nome di “incentivi”) che è la questione che di seguito mi propongo di trattare con specifico riferimento ai prodotti e ai servizi di risparmio gestito, che, per quanto concerne la loro commercializzazione, sono la parte di questa nuova normativa comunitaria che riguarda le Società di gestione del risparmio, le quali non sono da essa altrimenti toccate in quanto operatori che svolgono il servizio di gestione del risparmio.

Per comprendere come in sede comunitaria si è proceduto e si procede per cambiare le regole del nostro sistema distributivo in materia di investimenti finanziari della clientela privata meritano di essere riportate le norme che per questo tema direttamen-

te rilevano. Esse, partendo da principi generalmente condivisibili, portano, come si vedrà, ad una progressiva riduzione regolamentare degli spazi gestionali del rapporto con la clientela con lo scopo di modificare il ruolo attuale della banca distributrice.

Nella prima direttiva, quella di quadro, la 2004/93, figura, nella sezione contenente disposizioni volte a garantire la protezione degli investitori, un articolo, il 19, che detta norme di comportamento da rispettare nella prestazione di servizi di investimento. Nel suo preambolo prevede che *“gli Stati membri prescrivono che le imprese di investimento, quando prestano servizi di investimento... agiscano in modo onesto, equo e professionale per servire al meglio gli interessi dei loro clienti...”* rispettando in particolare i principi indicati ai paragrafi successivi riguardanti, nella buona sostanza, informazioni sui prodotti e sui servizi offerti, sul cliente e sulla rendicontazione, dando mandato alla Commissione di adottare misure di esecuzione appropriate per garantire il rispetto di quei principi.

Cosa che la Commissione ha fatto con la Direttiva 2006/73 nella quale si trovano, in esecuzione di quanto sopra, due norme distinte: una (art. 21e) per il conflitto di interesse e un'altra (art. 26) per gli incentivi o *inducements*.

La norma sul conflitto di interesse (art. 21e) prevede che sia considerata come fattispecie tipica di conflitto che può aversi al momento della fornitura di un servizio di investimento quella in cui l'impresa di investimento, cioè tipicamente una banca nel nostro sistema, riceveva *“da una persona diversa dal cliente un incentivo, in relazione con il servizio prestato al cliente, sotto forma di denaro, di beni o di servizi, diverso dalle commissioni o dalle competenze normalmente fatturate per tale servizio”*.

Come si vede, il criterio, si potrebbe dire di base, per individuare un conflitto di interesse è quello di ricevere, per un servizio prestato al cliente, da una persona diversa dal cliente,

un incentivo *diverso* dalla commissione *normalmente* fatturata per quel servizio. Si riconosce con ciò che per i servizi di investimento è prevista una commissione normalmente fatturata per il servizio e che l'incentivo, che determina il conflitto di interesse, si concreta se viene data una somma diversa e aggiuntiva rispetto alla commissione normale.

Veniamo ora all'art. 26, che è la norma sugli incentivi, che individua le condizioni in cui una commissione ricevuta per il servizio prestato integra la fattispecie di incentivo non ammissibile. La norma recita:

“le imprese di investimento non agiscono in modo onesto, equo e professionale, per servire al meglio gli interessi dei clienti, se, in relazione alla prestazione di un servizio di investimento o accessorio a un cliente, versano o percepiscono competenze o commissioni oppure forniscono o ricevono prestazioni non monetarie ad eccezione di:

a) competenze, commissioni o prestazioni non monetarie pagate o fornite a o da un cliente o una persona per conto del cliente;

b) competenze, commissioni o prestazioni non monetarie pagate o fornite a o da un terzo o una persona che agisce per conto di un terzo, qualora siano soddisfatte le seguenti condizioni;

- i) l'esistenza, la natura e l'importo di competenze, commissioni o prestazioni... devono essere comunicati chiaramente al cliente... prima della prestazione del servizio;*
- ii) il pagamento di competenze o commissioni o la concessione di prestazioni non monetarie devono essere volti ad accrescere la qualità del servizio fornito al cliente e non devono ostacolare l'adempimento da parte dell'impresa dell'obbligo di servire al meglio gli interessi del cliente”.*

A quest'ultimo proposito giova ricordare che nel Preambolo della Direttiva di attuazione, la 2006/73, tra i vari “considerando” ivi enunciati ve ne è uno, quello al punto 39

in tema di incentivi, che riconosce che la ricezione di una commissione da parte di una impresa di investimento in relazione a una consulenza in materia di investimenti, in circostanze in cui la consulenza non sia distorta a causa della commissione, non può non essere considerata se non come diretta a rafforzare la qualità della consulenza fornita al cliente.

Ciò significa che l'incentivo, per essere tale ai sensi della Direttiva e quindi anche della disciplina applicativa, deve avere una sua propria caratterizzazione e non essere implicito nel solo fatto del pagamento da parte di un terzo a un'impresa di investimento di una commissione per il servizio da questa prestato, in quanto una commissione è connaturale ad un servizio reso anche se ricevuta da un terzo. E in questo senso il punto ii) di cui alla lett. b) dell'art. 26 sopra riportato va letto come una previsione di normalità che la commissione pagata da un terzo sia presuntivamente diretta ad accrescere la qualità del servizio nella generalità dei casi.

Non è questa invece la lettura che il CESR dà dell'art. 26. Questo organismo, che ha, o dovrebbe avere, solo compiti applicativi della normativa comunitaria, si è attribuito, o gli si è voluto attribuire, una ampia competenza interpretativa di quella normativa. Nel caso specifico ha dato dell'art. 26 una lettura come di norma che individua quelle condizioni che bisogna accertare che non si verifichino affinché una commissione corrisposta da un terzo non sia un incentivo non ammissibile. In tal modo ha introdotto una presunzione generale negativa della normalità delle commissioni.

Pertanto per il CESR, nel suo primo paper per la consultazione in materia di incentivi, ha ritenuto che l'art. 26 citato si applichi a tutte le commissioni ricevute da un'impresa di investimento per un servizio di investimento prestato al cliente, comprese quelle, si noti bene, che sono normalmente fatturate per la prestazione del servizio, cioè quelle di cui all'art.

21lett. e) prima ricordato (c.d. “standard commissions”) che abbiamo visto essere escluse dal conflitto di interesse e perciò sottratte alla causa propria dell’incentivo.

La motivazione di questo orientamento negativo per tutte le commissioni corrisposte da un terzo è che anche se non c’è conflitto di interesse non per ciò è detto che l’impresa interessata necessariamente garantisce pure il rispetto dell’obbligo di agire nel migliore interesse del cliente. E così per quanto riguarda le “standard commissions”, il CESR ritiene che il pagamento o la ricezione di commissioni standard possono incentivare l’impresa di investimento a non agire nel miglior interesse del cliente. Con questa motivazione il CESR sottrae tali commissioni pure a quella eccezione oggettiva e assoluta che lo stesso art. 26 prevede alla lettera c) e che sono le commissioni “*che rendono possibile la prestazione di servizi di investimento o che sono necessari a tal fine*” e che “*per loro natura non possono entrare in conflitto con il dovere dell’impresa di agire in modo onesto, equo e professionale per servire al meglio gli interessi dei suoi clienti*”.

Ma anche per quanto riguarda l’art. 26 lett. a), che individua l’ipotesi di un pagamento diretto di una commissione da parte del cliente o, per suo conto, da parte di un terzo, l’interpretazione prospettata dal CESR è restrittiva: infatti, per dimostrare che il pagamento del terzo è stato effettuato per conto del cliente, il CESR ritiene che non sia sufficiente dimostrare semplicemente che il costo della prestazione ricade sul cliente ma che nel caso sia necessario che la persona terza sia indipendente, che agisca secondo precise istruzioni del cliente e in funzione di semplice tramite del pagamento.

Per quanto riguarda invece la fattispecie individuata dall’art. 26 b) il CESR, per spiegare meglio la propria interpretazione, prospetta alcuni esempi di commissioni configurabili come ipotesi di incentivo.

Il primo esempio riguarda il caso di un'impresa di investimento che consigli al cliente di acquistare un fondo di investimento per il quale percepisca una commissione da parte di una società di gestione. In questo caso, oltre alla necessità della trasparenza sui costi, è necessario che affinché non si abbia ostacolo all'adempimento del dovere di agire nel migliore interesse del cliente, la commissione deve risultare “*proporzionata* rispetto al mercato”. Il CESR non giunge a determinare i livelli massimi di commissioni ragionevoli in relazione al servizio prestato ma ritiene che al fine di valutare la legittimità di un livello alto di commissione deve essere raffrontato “il vantaggio che l'investitore trae dal servizio di consulenza e il valore delle commissioni pagate dal gestore al consulente”.

Un altro esempio riguarda il caso in cui un'impresa di investimento abbia un accordo di distribuzione con la società prodotta che preveda retrocessioni di commissioni. Anche in questo caso il CESR ritiene che tale accordo, se pure può essere considerato come volto all'innalzamento della qualità del servizio, deve comunque soddisfare i due requisiti di cui all'art. 26 b); ma anche in tal caso, con riferimento al requisito del mancato ostacolo all'adempimento del dovere di agire nel migliore interesse del cliente, occorre che la commissione sia “*proporzionata* al valore del servizio prestato al cliente”.

Un ulteriore esempio riguarda l'ipotesi in cui un negoziatore retroceda, a un gestore o a un raccoglitore di ordini, commissioni rapportate al numero o al valore degli ordini o al numero degli strumenti di investimento negoziati. In tal caso il CESR ritiene *a priori* che non venga soddisfatto il requisito dell'innalzamento della qualità del servizio e del rispetto dell'obbligo di agire nel migliore interesse del cliente.

Un altro esempio considerato è quello di un gestore individuale che percepisca, oltre alle commissioni pagate dal cliente per la prestazione del servizio di gestione individuale, anche

commissioni da parte della società di gestione dei fondi in cui investe il portafoglio del cliente. In questa fattispecie il CESR ritiene che se le commissioni non sono retrocesse al cliente, solo “*in casi eccezionali*” non meglio precisati si può dimostrare l’innalzamento della qualità del servizio e che non vi è ostacolo al dovere di agire nel migliore interesse del cliente.

Nella buona sostanza il CESR ritiene che debba essere imposto alle banche quali imprese di investimento l’obbligo di dimostrare per il singolo cliente, o quanto meno per tipologie di clienti, il soddisfacimento dei requisiti dell’innalzamento della qualità del servizio e del mancato ostacolo al dovere di agire nell’interesse del cliente. Di più, in punto di soddisfacimento del requisito della trasparenza sulle commissioni, il CESR esclude la possibilità di una comunicazione sintetica che indichi semplicemente che l’impresa di investimento riceve delle commissioni. Infine, in presenza di una catena di distribuzione, il CESR ritiene che l’obbligo di *disclosure* nei confronti del cliente sussiste solo per quelle commissioni che sono percepite o pagate dall’intermediario che presta il servizio al cliente finale.

Da quanto fin qui esposto emerge chiaramente che il CESR intende darsi il compito di incidere sulle regole del gioco della gestione degli investimenti della clientela privata sia nel *retail* sia nel *private banking*. E almeno finora senza che vi sia stata una adeguata e strutturata reazione di contenimento di questa tendenza da parte delle autorità italiane pur presenti in quella sede nè, per dire il vero, in precedenza nelle altre sedi nelle quali si è definita la nuova legislazione europea in materia di servizi di investimento, per i quali si è venuto a configurare un modello sostanzialmente estraneo a quello affermatosi nella Europa continentale.

Al riguardo, e in via generale, con particolare riferimento agli orientamenti del CESR, va rilevato che si sta affermando in sede comunitaria una tendenza a incidere sulle prassi com-

merciali che si sono diffuse e consolidate, e che sono tuttora vigenti, nell'operatività degli intermediari finanziari europei, con lo scopo, nemmeno troppo occulto, di incidere sui loro sistemi commissionali e, per questa via, sugli assetti organizzativi degli operatori che tuttora caratterizzano l'industria del risparmio gestito.

Per quanto concerne in particolare l'interpretazione proposta dal CESR, come criterio direttivo per le Autorità di vigilanza nazionali, secondo la quale l'art. 26 della Direttiva di attuazione si applica per tutte le commissioni indistintamente pagate a, o fornite da, un'impresa di investimento in relazione alla prestazione di un servizio di investimento, o accessorio a questo, a un cliente, incluse quindi le "*standard commissions*" normalmente fatturate per il servizio di cui all'art. 21e) della stessa Direttiva, non si può non rilevare come tale interpretazione sia priva di fondamento poiché contrasta con quanto previsto esplicitamente dall'art. 21lett. e) che esclude le "*standard commissions*" dalla definizione di "*incentivo*", così ponendo in rilievo come un incentivo sia qualcosa di ulteriore e diverso da una commissione che rappresenta il corrispettivo normale della prestazione del servizio e come esso debba trovar causa in una possibile esistenza di un conflitto di interesse.

Con l'interpretazione data dal CESR all'art. 21, questa norma, che era stata posta per individuare e evitare i conflitti di interesse, viene, in pratica, fatta divenire una regola con effetti perversi perché accentua e moltiplica indiscriminatamente tali conflitti.

Del pari privo di fondamento normativo e suscettibile di generare fattispecie di eccesso di potere regolamentare è il criterio di "*proporzionalità*" rispetto al mercato o al valore del servizio prestato, che il CESR intende proporre per verificare se costituiscano "*incentivo*" le commissioni che un'impresa di investimento percepisce da una società di gestione per il col-

locamento di un fondo o gli accordi di retrocessione di commissioni di gestione dal gestore al collocatore di un fondo. Si tratta di un criterio che porterà a un'incerta, se non impossibile, valutazione da parte delle autorità nazionali di controllo o da parte dei giudici di controversie di merito.

Inoltre un tale criterio viene, in sostanza, a produrre l'effetto perverso di attribuire un potere di vigilanza sul modello del prezzo. Potrebbe poi portare a una eccessiva e viziata restrizione della concorrenza ove esso venisse applicato solo al collocamento di fondi comuni.

Invero queste commissioni costituiscono nel nostro sistema, come in quello dei principali paesi europei, una normale prassi di mercato per remunerare il collocatore per l'attività di distribuzione delle quote di fondi comuni per conto della società di gestione. Esse sono proprio quelle commissioni normalmente fatturate per il servizio di investimento che la Direttiva di attuazione distingue dagli incentivi. Esse costituiscono una mera modalità di pagamento del corrispettivo per l'attività di promozione e collocamento dei fondi comuni nonché di assistenza al sottoscrittore nella fase successiva di informazione, di rimborso o di "switch"; attività, questa, distinta da servizio di consulenza che pure può essere prestato congiuntamente al servizio di collocamento.

Non è chi non veda come l'applicazione non temperata delle nuove Direttive sui servizi finanziari e degli orientamenti elaborati dal CESR, con la sostanziale approvazione, se non addirittura la sollecitazione, della Commissione, modificherebbe il ruolo delle banche verso la clientela privata accrescendone la complessità e i costi. Infatti, al di là della verifica già ora richiesta, ma che viene resa più articolata, della adeguatezza del prodotto per il cliente, vengono a porsi veri e propri limiti alla prestazione di servizi con le norme sui conflitti di interesse e sugli incentivi.

Ma addirittura maggiore incidenza sulla operatività delle banche nella gestione degli investimenti della clientela privata potrà avere la nuova configurazione delle commissioni che dovrà essere portata a conoscenza e, ciò che più conta, all'accettazione della clientela e aprirà la via, grazie al passaporto europeo, a comparazioni tra prodotti o servizi anche costruiti in piazze finanziarie diverse. Diverrà allora ancor più essenziale, ai fini di una corretta concorrenza, che per tutti i prodotti o i servizi offerti, e non solo per quelli del risparmio gestito, siano prescritte una piena trasparenza dell'offerta e una esplicita indicazione dei costi. Il che attualmente sembra non rivestire un particolare interesse per gli organi comunitari.

A questi nuovi indirizzi comunitari è tempo che vi si faccia fronte, in modo congiunto e coeso, da parte delle autorità e degli operatori.

**ADERENTI ALLA ASSOCIAZIONE
PER LO SVILUPPO DEGLI STUDI DI BANCA E DI BORSA**

Aletti Montano & Co.
Asset Banca S.p.A.
Assiom
Associazione Nazionale Banche Private
Associazione Nazionale per le Banche Popolari
Banca Agricola Popolare di Ragusa
Banca Aletti & C. S.p.A.
Banca Antoniana - Popolare Veneta
Banca di Bologna
Banca della Campania S.p.A.
Banca Carige S.p.A.
Banca Carime S.p.A.
Banca Cassa di Risparmio di Asti S.p.A.
Banca Cassa di Risparmio di Tortona S.p.A.
Banca Centrale della Repubblica di San Marino
Banca CRV - Cassa di Risparmio di Vignola S.p.A.
Banca della Ciociaria S.p.A.
Banca Commerciale Sammarinese
Banca Esperia S.p.A.
Banca Fideuram S.p.A.
Banca del Fucino
Banca di Imola S.p.A.
Banca Intesa S.p.A.
Banca per il Leasing - Italease S.p.A.
Banca di Legnano S.p.A.
Banca Lombarda Private Investment S.p.A.
Banca delle Marche S.p.A.
Banca MB S.p.A.
Banca Mediolanum S.p.A.
Banca del Monte di Parma S.p.A.
Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A.
Banca Nazionale del Lavoro S.p.A.
Banca della Nuova Terra S.p.A.
Banca di Piacenza
Banca del Piemonte S.p.A.
Banca Popolare dell'Alto Adige
Banca Popolare di Ancona S.p.A.
Banca Popolare di Bari
Banca Popolare di Bergamo S.p.A.
Banca Popolare di Cividale
Banca Popolare Commercio e Industria S.p.A.
Banca Popolare dell'Emilia Romagna
Banca Popolare dell'Etruria e del Lazio
Banca Popolare di Garanzia
Banca Popolare di Intra
Banca Popolare Italiana
Banca Popolare di Marostica
Banca Popolare del Materano S.p.A.
Banca Popolare di Milano
Banca Popolare di Novara S.p.A.
Banca Popolare di Puglia e Basilicata
Banca Popolare Pugliese
Banca Popolare di Ravenna S.p.A.
Banca Popolare Sant'Angelo S.p.A.
Banca Popolare di Sondrio
Banca Popolare di Spoleto S.p.A.

Banca Popolare di Todi S.p.A.
Banca Popolare Valconca
Banca Popolare di Vicenza
Banca Regionale Europea S.p.A.
Banca di Roma S.p.A.
Banca Sammarinese di Investimento
Banca di San Marino
Banca di Sassari S.p.A.
Banca Sella S.p.A.
Banco di Brescia San Paolo CAB S.p.A.
Banco di Desio e della Brianza
Banco Popolare di Verona e Novara
Banco di San Giorgio S.p.A.
Banco di Sardegna S.p.A.
Barclays Bank Plc
Caboto S.p.A.
Capitalia S.p.A.
Carichieti S.p.A.
Carifano S.p.A.
Carifermo S.p.A.
Cassa Lombarda S.p.A.
Cassa di Risparmio di Alessandria S.p.A.
Cassa di Risparmio di Ascoli Piceno S.p.A.
Cassa di Risparmio in Bologna S.p.A.
Cassa di Risparmio di Bra S.p.A.
Cassa di Risparmio di Cento S.p.A.
Cassa di Risparmio di Fabriano e Cupramontana S.p.A.
Cassa di Risparmio di Ferrara S.p.A.
Cassa di Risparmio di Firenze S.p.A.
Cassa di Risparmio di Foligno S.p.A.
Cassa di Risparmio di Forlì S.p.A.
Cassa di Risparmio di Padova e Rovigo S.p.A.
Cassa di Risparmio di Pistoia e Pescia S.p.A.
Cassa di Risparmio di Prato S.p.A.
Cassa di Risparmio di Ravenna S.p.A.
Cassa di Risparmio della Repubblica di S. Marino
Cassa di Risparmio di Rimini S.p.A.
Cassa di Risparmio di San Miniato S.p.A.
Cassa di Risparmio di Savona S.p.A.
Cassa di Risparmio della Spezia S.p.A.
Cassa di Risparmio di Venezia S.p.A.
Cassa di Risparmio di Volterra S.p.A.
Cedacri S.p.A.
Centrale dei Bilanci
Centrobanca S.p.A.
Credito Artigiano S.p.A.
Credito Bergamasco S.p.A.
Credito Emiliano S.p.A.
Credito di Romagna S.p.A.
Credito Sammarinese S.p.A.
Credito Siciliano S.p.A.
Credito Valtellinese
CSE - Consorzio Servizi Bancari
Deutsche Bank S.p.A.
Euro Commercial Bank S.p.A.
Farbanca S.p.A.
Federazione Lombarda Banche di Credito Cooperativo
Federcasse
Findomestic Banca S.p.A.

Friulcassa S.p.A.
Interbanca S.p.A.
Istituto Centrale Banche Popolari Italiane
MCC S.p.A.
Mediocredito Trentino Alto Adige S.p.A.
Meliorbanca S.p.A.
Rasbank S.p.A.
Sanpaolo Banca dell' Adriatico S.p.A.
Sanpaolo Banco di Napoli S.p.A.
Sanpaolo IMI S.p.A.
Sedicibanca S.p.A.
SIA-SSB S.p.A.
UBI Banca
UGC Banca S.p.A.
Unibanca S.p.A.
Unicredit Banca S.p.A.
Unicredito Italiano S.p.A.
Veneto Banca

Amici dell'Associazione

Arca SGR S.p.A.
Associazione Studi e Ricerche per il Mezzogiorno
Borsa Italiana S.p.A.
Centro Factoring S.p.A.
Finsibi S.p.A.
Fondazione Cassa di Risparmio di Biella S.p.A.
Kpmg S.p.A.
Intesa Casse del Centro
Sofid S.p.A.

ELENCO DEGLI ULTIMI QUADERNI PUBBLICATI

PER L'ELENCO COMPLETO DELLE PUBBLICAZIONI ASSBB CONSULTARE IL SITO
www.assbb.it

- N. 200 «I CAMBIAMENTI NELLA REGOLAMENTAZIONE SUI REQUISITI PATRIMONIALI E NEGLI ASSETTI PROPRIETARI DELLE BANCHE»
T. Bianchi - G. Carosio - F.M. Frasca - S. Cassese - luglio 2002
- N. 201 “L'EVOLUZIONE DEI MODELLI ORGANIZZATIVI: IMPLICAZIONI PER L'EFFICIENZA E LA REDDITIVITA' DEI GRUPPI BANCARI”
G. Fiorani - A. Profumo - M. Gasco - P. Gualtieri - P. Gavazzi - luglio 2002
- N. 202 “PROBLEMATICHE DELL'ATTIVITÀ BANCARIA E FINANZIARIA IN ITALIA”
V. Desario - aprile 2003
- N. 203 “I RIFLESSI DEL CICLO ECONOMICO SULL'ATTIVITÀ DELLE BANCHE: ASPETTI GENERALI E QUALITÀ DEL CREDITO”
T. Bianchi - F. Cesarini - D. Croff - maggio 2003
- N. 204 “PREVENZIONE DEI RISCHI OPERATIVI E DISASTER RECOVERY NELLA RECENTE ESPERIENZA DELLE BANCHE ITALIANE”
C. Tresoldi - P. L. Curcuruto - maggio 2003
- N. 205 “I RIFLESSI DEL CICLO ECONOMICO SULL'ATTIVITÀ DELLE BANCHE: I RICAVI DA SERVIZI”
R. Locatelli - P. D. Gallo - giugno 2003
- N. 206 “IL NUOVO DIRITTO SOCIETARIO”
G. Ferrarini - F. Frasca - A. Colombo - luglio 2003
- N. 207 “ORIENTAMENTI MORALI DELL'OPERARE NEL CREDITO E NELLA FINANZA”
G. Vigorelli - F. Cesarini - Dionigi Card. Tettamanzi - novembre 2003
- N. 208 “STRUTTURA E OPERATIVITÀ DEL SISTEMA BANCARIO ITALIANO A DIECI ANNI DAL TESTO UNICO”
P. Abbadessa - F. Panetta - M. Sarcinelli - M. Onado - novembre 2003
- N. 209 “BANCHE/FAMIGLIE: UNA RELAZIONE DI CLIENTELA DA RICONSIDERARE. UN CONTRIBUTO ALL'ANALISI”
T. Bianchi - aprile 2004
- N. 210 “LA TRASPARENZA DELLE OPERAZIONI BANCARIE E LA TUTELA DEL RISPARMIATORE”
G. Alpa - giugno 2004
- N. 211 “L'INTERNAZIONALIZZAZIONE DELLE BANCHE”
F. Cesarini - G. Gobbi - R. Lupi - luglio 2004
- N. 212 “EVOLUZIONE DELLA NORMATIVA COMUNITARIA SUI MERCATI E LE NUOVE REGOLE CONTABILI”
M. Anolli - B. Bianchi - M. Venturino - luglio 2004
- N. 213 “LA CONGIUNTURA ITALIANA E INTERNAZIONALE NELLA PROSPETTIVA DELL'ALLARGAMENTO DELL'UNIONE EUROPEA”
G. Morcaldo - S. Rossi - M. Lossani - luglio 2004

- N. 214 **“I RAPPORTI DELLE BANCHE CON LE FAMIGLIE: EVOLUZIONE DEL MERCATO E CANALI DISTRIBUTIVI”**
F. Panetta - C. Fioravanti - G. Auletta Armenise - P. Gualtieri - luglio 2004
- N. 215 **“ALZATEVI, ANDIAMO!”**
L. Ormaghi - S. E. Dionigi Tettamanzi - P. F. Casini - luglio 2004
- N. 216 **“DE GASPERI, RITRATTO DI UNO STATISTA”**
G. Vigorelli - G. Rumi - G. Andreotti - M. R. De Gasperi - dicembre 2004
- N. 217 **“ASPETTI E PROBLEMI DEL FINANZIAMENTO DEGLI ENTI LOCALI”**
G. Vigorelli - P. Giarda - M. T. Salvemini - dicembre 2004
- N. 218 **“LA CONGIUNTURA ITALIANA E INTERNAZIONALE E LA GESTIONE DELLE BANCHE ITALIANE NEL 2004”**
G. Morcaldo - S. Rossi - D. Delli Gatti - M. Arpe - luglio 2005
- N. 219 **“METODOLOGIE DI EROGAZIONE DEL CREDITO ALLE IMPRESE: STATO DELL'ARTE E TENDENZE EVOLUTIVE”**
F. Galmarini - C. Venesio - luglio 2005
- N. 220 **“IL CONTROLLO DEI RISCHI: NUOVI STRUMENTI E NUOVE REGOLE”**
R. Locatelli - S. Laviola - D. Alfonsi - luglio 2005
- N. 221 **“BANCHE E FINANZA PER LA CRESCITA DELLE IMPRESE”**
M. Perini - E. Piol - luglio 2005
- N. 222 **“RECENTI SVILUPPI E PROSPETTIVE DI CRESCITA DEL MERCATO DEI DERIVATI FINANZIARI”**
T. Bianchi - F. M. Frasca - M. Faroni - G. Gorno Tempini - luglio 2005
- N. 223 **“LE NUOVE NORME CONTABILI E GLI EFFETTI SULLE BANCHE E SULLE IMPRESE”**
T. Bianchi - A. Giussani - luglio 2005
- N. 224 **“SUI CONFLITTI D'INTERESSE NELLE BANCHE, CON DIVAGAZIONE”**
M. Sarcinelli - dicembre 2005
- N. 225 **“CONCORRENZA E CONCENTRAZIONI NEL SISTEMA BANCARIO”**
M. Grillo - dicembre 2005
- N. 226 **“NUOVI SCENARI PER IL SISTEMA BANCARIO TRA CAMBIAMENTI MACROECONOMICI E INNOVAZIONI NORMATIVE”**
V. Desario - marzo 2006
- N. 227 **“LA CONGIUNTURA ITALIANA E INTERNAZIONALE E IL RECUPERO DI COMPETITIVITÀ DELL'ITALIA E DELL'EUROPA”**
G. Morcaldo - D. Delli Gatti - marzo 2006
- N. 228 **“IL QUADRO ECONOMICO DI RIFERIMENTO E LA REDDITIVITÀ DELLE BANCHE”**
M. Morelli - F. Viola - maggio 2006
- N. 229 **“I RIFLESSI DELLA NUOVA DISCIPLINA DI TUTELA DEL RISPARMIO SUI RAPPORTI TRA BANCHE E CLIENTI”**
T. Bianchi - C. Pisanti - M. Sella - G. Forestieri - maggio 2006

- N. 230** **“I MERCATI BANCARI DELL’EUROPA ORIENTALE:
OPPORTUNITÀ E RISCHI”**
C. Salvatori - giugno 2006
- N. 231** **“IL SISTEMA FINANZIARIO E I DIVARI ECONOMICI
TERRITORIALI”**
G. Gobbi - C. Ciccolella - M. Jacobini - ottobre 2006
- N. 232** **“TENDENZE DELLA REGOLAZIONE DELLA FINANZA
IN TEMPI DI GLOBALIZZAZIONE”**
P. Ranci - C. Mc Carthy - maggio 2007

Per ogni informazione circa le pubblicazioni ci si può rivolgere alla Segreteria
dell'Associazione - tel. 02/62.755.252 - E-mail: assbb@bpci.it

Finito di stampare Maggio 2007