

Associazione  
per lo Sviluppo  
degli Studi di  
Banca e Borsa



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

V. CONTI - G. SABATINI - C. COMPORTI

## **“LA DIRETTIVA MiFID E GLI EFFETTI DEL SUO RECEPIMENTO”**

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. 238

Associazione  
per lo Sviluppo  
degli Studi di  
Banca e Borsa



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

V. CONTI - G. SABATINI - C. COMPORTI

## **“LA DIRETTIVA MiFID E GLI EFFETTI DEL SUO RECEPIMENTO”**

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](mailto:assbb@bpci.it)  
sito web: [assbb.it](http://assbb.it)

**Dott. Vittorio CONTI,**  
Commissario Consob

## **Mercati finanziari e sviluppi regolamentari: inquadramento della direttiva MiFID**

### **A. Premessa\***

1. L'obiettivo di favorire la libera circolazione dei capitali nello spazio europeo attraverso la realizzazione del mercato interno nell'area dell'intermediazione bancaria, nel comparto assicurativo ed in quello dei valori mobiliari – settori tradizionalmente sottoposti a rigorose regolamentazioni nazionali e forte sorveglianza da parte delle Autorità dei diversi stati membri – ha comportato l'avvio di un laborioso processo di avvicinamento normativo finalizzato a garantire agli operatori libertà di stabilimento e di prestazione di servizi *cross-border*.

2. Negli anni settanta, in presenza di sistemi finanziari ancora caratterizzati da forti segmentazioni nazionali e dominati da assicurazioni e banche, le prime direttive di coordinamento hanno trattato la definizione dei requisiti da soddisfare per consentire a questi operatori di operare negli altri stati membri.

In particolare, sono state emanate due direttive riguardanti le assicurazioni (la 73/239 per quelle diverse dal ramo vita e la 79/267 per il ramo vita) e la prima direttiva banche<sup>1</sup> (la

---

\* Ringrazio la Dott.ssa Nicoletta Giusto per l'apprezzabile contributo alla discussione delle riflessioni qui riportate e la Dott.ssa Romina Scala per la preziosa collaborazione.

<sup>1</sup> In realtà la direttiva citata, che viene comunemente detta "prima direttiva banche", non è la prima direttiva in materia. Il primo atto normativo risale, infatti, al 1973 come per il settore assicurativo. In particolare si tratta della direttiva 73/183/EEC "*on the abolition of restrictions on freedom of establishment and freedom to provide services in respect of self-employed activities of banks and other financial institutions*".

77/780) cui è seguita dodici anni dopo una seconda direttiva<sup>2</sup> (la 89/646) destinata a segnare un significativo passo in avanti nel processo di liberalizzazione dei mercati, grazie all'introduzione del principio dell'autorizzazione comunitaria unica per le aziende di credito. In essa venivano inoltre precisati i diversi ruoli delle Autorità del paese ospitante e di quello di origine, al fine di garantire efficaci sistemi di controllo sulla solidità gestionale. Nello stesso anno il quadro normativo si arricchisce della direttiva sulla solvibilità degli istituti creditizi vigilati (89/647/EEC "*on a solvency ratio for credit institutions*").

L'obiettivo della "stabilità" caratterizzava questi interventi normativi, anche se nei "considerando" della seconda direttiva banche si sottolinea come la stabilità sia condizione necessaria anche per assicurare eque condizioni concorrenziali ed adeguata protezione a risparmiatori ed investitori.

3. Nel corso degli anni ottanta, con l'indebolimento della connotazione fondamentale "bancocentrica" che aveva caratterizzato il mondo dell'intermediazione nel decennio precedente, prende gradualmente forma, e si rafforza, l'esigenza di avere regole funzionali a garantire "*stabilità*", "*eque condizioni competitive*" tra le diverse forme di intermediazione e "*protezione degli investitori*", in uno spazio europeo sempre più aperto alla libera circolazione dei capitali e degli operatori sui mercati finanziari.

Non a caso in questi anni viene emanata una delle prime direttive<sup>3</sup> (85/611) che si occupa di intermediari attivi nel setto-

---

<sup>2</sup> Tra la prima e la seconda direttiva banche vi sono altre direttive tra cui (oltre agli emendamenti alla prima direttiva, da ultimo tramite la 86/524/EEC), le direttive 83/350/EEC "*on the supervision of credit institutions on a consolidated basis*", 89/299/EEC "*on the own funds of credit institutions*". Nel 1987 la Commissione aveva altresì adottato le raccomandazioni sulle *large exposures* (87/62/EEC) e sulla garanzia dei depositi (87/63/EEC).

<sup>3</sup> Le prime direttive in materia di mercati mobiliari risalgono alla fine degli anni 70 / inizi anni 80 e riguardano la borsa: 79/279/EEC sull'ammissione a quotazione; 80/390/EEC sui prospetti di ammissione a quotazione; 82/121/EEC sulle semestrali.

re dell'intermediazione mobiliare, anche se l'ambito di applicazione è circoscritto agli "Organismi di Investimento Collettivo in Valori Mobiliari" (OICVM) che offrono quote di fondi aperti su valori quotati in borsa o sui mercati regolamentati.

Questo intervento normativo rispondeva innanzitutto alla necessità di rimuovere le notevoli divergenze riscontrabili nelle legislazioni nazionali, così da ristabilire corrette condizioni concorrenziali tra gli OICVM attivi nei diversi stati membri e facilitarne la commercializzazione *cross-border* abolendo le restrizioni alla libera circolazione delle quote. Il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari ed amministrative era finalizzato a consentire ad un OICVM di operare in tutti gli stati membri sulla base di una autorizzazione unica concessa dal paese d'origine.

In aggiunta veniva richiesto il rispetto di alcune "norme minime comuni" (relative, ad esempio, al processo autorizzativo, al controllo, alla struttura dell'attività, alle informazioni da pubblicare) a tutela della concorrenza e degli investitori.

4. Per trovare una interpretazione più compiuta dei principi cui si sono ispirate le direttive appena passate in rassegna, occorre attendere fino al 1993 con l'emanazione della "*Investment Services Directive*" (ISD-93) che contribuisce in modo significativo alla modernizzazione dei mercati finanziari.

Con questa direttiva ci si poneva innanzitutto l'obiettivo di eliminare le divergenze esistenti tra i regimi autorizzativi in vigore nei paesi europei per le diverse imprese di investimento, con riferimento alla prestazione di servizi e allo stabilimento di succursali. A tal fine si auspicava che venisse definita una regolamentazione "essenziale, necessaria e sufficiente" a consentire il reciproco riconoscimento, con la Vigilanza affidata allo stato membro d'origine, sia per le banche che per le imprese di investimento non bancarie.

L'armonizzazione riguardava non solo la definizione dei requisiti per ottenere l'autorizzazione iniziale, ma venivano stabiliti anche quelli relativi all'esercizio dell'attività e alcune norme di comportamento (ad es. sistemi di controllo interno), al fine di garantire uguali condizioni concorrenziali a tutti gli operatori del settore e tutelare gli interessi degli investitori.

5. Successivamente all'entrata in vigore della ISD-93, ma più in particolare nell'ultimo decennio, abbiamo assistito ad una accelerazione del processo di trasformazione del mercato europeo dei capitali.

Alcuni dati possono essere utili per cogliere la portata delle dinamiche in gioco. In dieci anni il mercato dei *bond* è raddoppiato, la capitalizzazione del mercato azionario è triplicata, il *turnover* del mercato azionario ed il numero dei contratti derivati sono aumentati di sei volte, la crescita dei *bond* ha superato quella degli *asset* bancari.

Parallelamente è notevolmente cresciuto il numero degli investitori attivi sui mercati, si è ampliata la gamma e la complessità dei servizi e degli strumenti offerti accanto a quelli tradizionali (derivati finanziari, derivati su merci e variabili climatiche; fondi, *hedge funds* ed indici/ fondi/derivati ad essi collegati; prodotti assicurativi con contenuto finanziario, *unit linked*, ecc.). Con il diffondersi delle raccomandazioni personalizzate e dei servizi di consulenza, sono mutate le modalità di prestazione dei servizi di investimento. Si sono sviluppati nuovi sistemi organizzati di negoziazione (MTF) accanto ai mercati regolamentati.

L'EMU ha indubbiamente contribuito in modo significativo a favorire le trasformazioni descritte; al riguardo basta segnalare il peso assunto dall'euro come moneta di riferimento nelle emissioni internazionali. Con la creazione di una zona valutaria più ampia, liquida e stabile si sono infatti create con-

dizioni di mercato più favorevoli per l'operatività degli emittenti, degli *asset manager* e per una maggiore competizione tra gli intermediari.

6. C'è chi sostiene che questa crescita sia stata frutto di uno sviluppo spontaneo dei mercati, reso però possibile, non solo da condizioni macroeconomiche indubbiamente favorevoli a livello globale, ma anche dal disallineamento tra i diversi contesti regolamentari.

Sta di fatto che nello spazio unico europeo si è progressivamente creata in quegli anni una molteplicità di mercati finanziari "più o meno" organizzati e regolamentati; spesso solo diversamente regolamentati. Questa diversità nella complessità ha certamente veicolato sul mercato interno stimoli concorrenziali, ma ha anche creato spazi per arbitraggi regolamentari.

Tale situazione ha fatto emergere a livello comunitario la necessità di affrontare le nuove problematiche sorte nel mondo dei servizi finanziari in modo sistematico e strutturato. La risposta è venuta nel 1999 con il varo da parte della Commissione del "*Financial Services Action Plan*" (FSAP) che si è successivamente concretizzato in 42 direttive finalizzate a dare stabilità e competitività ai mercati finanziari in Europa. La MiFID è una di queste.

## **B. La "MARKET in FINANCIAL INSTRUMENTS DIRECTIVE" (MiFID)**

7. La "*Market in Financial Instruments Directive*" (MiFID - 2004/39/CE) è nata per rispondere all'esigenza di realizzare il *level playing field* tra tutte le *trading venues* e per continuare ad assicurare, anche nel nuovo contesto, protezione agli investitori e libertà di servizi in tutta la comunità sulla base di principi di vigilanza armonizzati.

Originariamente la Commissione era orientata per una revisione parziale della ISD-93, ma poi si è optato per una sua riscrittura.

Con qualche semplificazione si può dire che la nuova impostazione sia frutto di una riflessione critica su quanto fatto con i passaggi regolamentari precedenti e sulla loro difficoltà ad accompagnare tempestivamente le innovazioni del mercato. In effetti la MiFID innova profondamente l'impianto normativo precedente sotto due distinti profili che riguardano rispettivamente:

- il processo legislativo e regolamentare,
- i contenuti e lo spettro di applicazione.

8. Il nuovo approccio regolamentare, varato con una risoluzione dell'European Council (Stoccolma, 23 marzo 2001), è stato ideato dal "Comitato dei Saggi" con l'intento di velocizzare il processo di recepimento nazionale della disciplina comunitaria e di ridurre al minimo il rischio di frammentazione del quadro normativo europeo.

Tale approccio, noto anche come "**procedura Lamfalussy**", prevede quattro livelli legislativi:

- con il **primo livello** il Consiglio ed il Parlamento Europeo varano, su proposta della Commissione, le direttive ed i regolamenti in cui vengono definiti i principi generali;
- il **secondo livello** stabilisce le misure tecniche necessarie per implementare a livello operativo quanto deciso al primo livello. Queste misure sono redatte dalla Commissione sulla base di un parere del "*Committee of European Securities Regulators*" (CESR) e successivamente adottate dalla Commissione, dopo averle sottoposte all'approvazione dell'*European Securities Committee* (di cui fanno parte i componenti dei Ministeri delle Finanze) secondo la "procedura di comitatologia" e al Parlamento Europeo per un parere.



Su esplicito mandato della Commissione, il CESR può essere chiamato ad esprimere pareri o ad approfondire aspetti tecnici connessi alla implementazione dei principi generali di cui al punto precedente;

- il **terzo livello** chiama in campo il CESR che, per facilitare una applicazione coerente ed uniforme della legislazione europea a livello nazionale, può dettare linee guida non vincolanti o adottare *standards*, purché siano coerenti con gli orientamenti espressi dalla legislazione di primo e di secondo livello;
- il **quarto livello** è dedicato all'attività di *enforcement*, cioè al monitoraggio da parte della Commissione del corretto recepimento della legislazione europea nei contesti legislativi degli stati membri. In caso di non conformità, la Commissione può lanciare la procedura di infrazione presso la Corte Europea di Giustizia.

È infine lasciato ai singoli paesi il compito di trovare la migliore “declinazione” nazionale dei principi generali condivisi. Peraltro, nel caso della direttiva di secondo livello che attua la MIFID (2006/73/CE) la Commissione ha introdotto una norma specifica (art. 4) che stabilisce particolari vincoli per il caso in cui gli Stati membri vogliano introdurre norme ulteriori rispetto a quelle contenute nella direttiva medesima<sup>4</sup>.

9. Sul versante dei contenuti, le profonde innovazioni della direttiva originano in larga misura da una più puntuale

---

<sup>2</sup> Il termine “*gold plating*” viene normalmente utilizzato per richiamare il divieto di adottare norme più restrittive riferite alle materie regolate nella direttiva di secondo livello della MIFID 2006/73/EC. La stessa MIFID contiene infatti norme che consentono agli Stati di adottare misure ulteriori e più restrittive. Alcune direttive Lamfalussy (ad es. transparency, opa, ecc.) sono esplicitamente di armonizzazione minima.

definizione degli **obiettivi** che, semplificando, possono essere raggruppati come segue:

- la **tutela degli investitori**, che rappresenta il principio base della MiFID, per il rispetto del quale le imprese di investimento sono tenute ad una rigorosa classificazione della propria clientela e al rispetto di specifiche regole di comportamento;
- l'**integrità dei mercati**, che deve essere garantita da comportamenti onesti, equi e professionali degli operatori;
- il **rafforzamento dei meccanismi concorrenziali**, affidato all'abolizione dell'obbligo di concentrazione, all'apertura a nuove *trading venues* e agli internalizzatori, al controllo degli *inducements* e al "passaporto";
- l'**efficienza dei mercati**, finalizzata anche a ridurre il costo dei servizi, ad accrescere la trasparenza (trasparenza pre-post trading) e le informazioni disponibili per i clienti;
- il rafforzamento dei sistemi di **governance** e l'attento controllo dei potenziali conflitti di interesse.

A questo punto, data la vastità delle tematiche affrontate dalla direttiva, può essere utile soffermarsi sui profili che più di altri la caratterizzano. Sono profili che, tra l'altro, consentono di coglierne la pervasività e di evidenziare i profondi intrecci tra obiettivi, operatori coinvolti, servizi di investimento regolati, azioni adottate, attività di *enforcement* e ruoli assegnati alle Autorità dei diversi paesi.

## **B.1 Tutela degli investitori**

10. Muovendo dal presupposto che una maggiore competizione tra le imprese di investimento dovrebbe consentire ai consumatori l'accesso ad una gamma di servizi più ampia, di migliore qualità ed a prezzi più contenuti, la MiFID si propone di garantire adeguati ed uniformi livelli di protezione ai

risparmiatori dei diversi stati membri, individuando in capo alle imprese di investimento:

- l'obbligo di fornire le **informazioni sufficienti** per effettuare scelte di investimento consapevoli e per valutare l'affidabilità dell'intermediario;
- l'obbligo di garantire la loro focalizzazione prioritaria sul **rispetto dell'interesse del cliente**.

Questo duplice meccanismo, vincola le imprese ad osservare specifiche regole di comportamento.

Con riferimento al primo aspetto si chiede innanzitutto all'impresa di investimento di **classificare la propria clientela** riconducendola a tre distinte tipologie: *investitori retail*, *investitori professionali* e *controparti qualificate (eligible counterparties* che rappresentano la componente più evoluta degli investitori professionali).

La suddivisione della clientela in classi risponde alla esigenza di evidenziarne il diverso livello di "sofisticazione finanziaria" a cui associare obblighi informativi differenziati, finalizzati a tutelare i segmenti caratterizzati da minori competenze/conoscenze finanziarie. Indipendentemente dal livello di dettaglio, le informazioni fornite devono sempre essere "*fair, clear and not-misleading*".

Infine, l'intermediario è tenuto a comunicare ai propri clienti la categoria in cui sono stati collocati e le conseguenti implicazioni in termini di livello di protezione, obblighi informativi, implicazioni legali in caso di controversie, ecc. .

L'obbligo di "*act in clients' best interest*" implica per l'impresa di investimento uno sforzo aggiuntivo rispetto a quello puramente informativo appena descritto. In particolare comporta la necessità di condurre specifici test con riferimento alla natura del servizio di investimento offerto o richiesto dal cliente. In particolare l'impresa di investimento è tenuta a:

- valutare l'**adeguatezza** ("*suitability*") nel caso in cui venga effettuata da parte dell'intermediario una "consulenza in materia di investimenti o gestione di un portafoglio" (art. 19, par. 4, direttiva 2004/39/CE e art. 35 direttiva 2006/73/CE). In questo caso occorre verificare che la "raccomandazione" fornita corrisponda agli obiettivi di investimento del cliente e sia compatibile con le sue disponibilità finanziarie. A tal fine è indispensabile che l'intermediario si faccia parte attiva per raccogliere tutti gli elementi necessari per conoscere la situazione finanziaria del cliente, i suoi obiettivi di investimento e per capire se le conoscenze e le esperienze maturate dallo stesso in campo finanziario siano adeguate per una corretta valutazione del prodotto o del servizio;
- condurre il test di **appropriatezza** ("*appropriateness*" – art. 19, par. 5, direttiva 2004/39/CE e art. 36 direttiva 2006/73/CE) quando l'impresa di investimento sia chiamata a prestare, o proponga, un servizio di investimento diverso da quelli richiamati al punto precedente (ad esempio: esecuzione di ordini per conto dei clienti e raccolta di ordini – allegato I direttiva 2004/39/CE punti 1-2<sup>5</sup>). In questi casi l'intermediario deve raccogliere meno informazioni, ma è comunque tenuto a verificare che il servizio sia adatto al cliente, alla luce delle conoscenze specifiche dello stesso in materia di investimenti.

11. Tra le diverse tipologie di prestazione di un servizio di investimento, la MiFID prevede anche la possibilità di operare in modalità di "***execution only***", senza effettuare i test richiamati al punto precedente o dover soddisfare specifici obblighi

---

<sup>2</sup> Nel caso di MTF le regole di condotta non si applicano alle transazioni eseguite dal partecipante al sistema, anche se retail, utilizzando direttamente il sistema stesso ( v. art. 14 par. 3 MIFID 2004/39/EC).

informativi, se non nella fase di definizione dell'accesso del cliente a detta modalità di prestazione del servizio. Questa circostanza consente, ovviamente, di accelerare i tempi di esecuzione del servizio e di abbattere i costi ad esso collegati, anche se devono essere rispettate alcune condizioni e sono previsti precisi obblighi in capo all'intermediario. In particolare:

- gli strumenti non devono essere complessi, anche se non è agevole rintracciare la definizione di “complessità” a cui far riferimento (sicuramente sono considerati complessi tutti i derivati poiché il loro valore deriva da un altro strumento sottostante, circostanza questa che rende non immediata, a volte complessa, la loro valutazione);
- tale modalità deve essere espressamente richiesta dal cliente;
- l'impresa di investimento è tenuta a precisare al cliente che non effettuerà il test di appropriatezza e deve rispettare quanto stabilito in tema di conflitto di interessi.

A completamento di quanto detto, è importante sottolineare la costante attenzione alla tutela del cliente soprattutto quando le asimmetrie informative creano opacità nel rapporto con l'impresa di investimento, circostanza che si può verificare anche in presenza della semplice richiesta di esecuzione di un ordine. A tal fine la direttiva stabilisce che l'intermediario non è tenuto soltanto a comportarsi “*honestly, fairly and professionally*”, ma anche a garantire per tutti gli strumenti finanziari la “*best execution*”, cioè il miglior risultato possibile per il cliente, e dichiarare la “*execution policy*” cui intende attenersi.

Il cliente, infatti, non è normalmente in grado di monitorare in modo efficace l'attività delle imprese di investimento che operano su suo mandato, in quanto non ha la possibilità di accedere in tempo reale a tutte le informazioni che sarebbero necessarie a tal fine (tra l'altro tale l'attività potrebbe risultare molto costosa).

## B.2 Incentivi (inducements)

12. Il tema degli **incentivi** si colloca tra le novità ad “alto impatto” della nuova direttiva (è trattato dall’art. 26 della direttiva di secondo livello 2006/73/CE che approfondisce quanto stabilito nell’art. 19 della direttiva di primo livello).

Infatti, se da un lato la soluzione proposta risponde all’esigenza di rendere più trasparenti le condizioni praticate ai fruitori dei servizi di investimento, dall’altro è destinata a modificare il contesto competitivo ed impone requisiti organizzativi ed operativi più stringenti ai prestatori di tali servizi.

Ciò spiega l’ampio dibattito che si è sviluppato sul tema, le resistenze al cambiamento e le incertezze che hanno accompagnato la stesura delle linee guida con le raccomandazioni applicative al terzo livello a cui si sta lavorando in ambito CESR.

Ad alimentare tali incertezze concorre anche la difficoltà di tradurre quanto previsto dall’art. 26 in indicazioni operative non equivoche, sia per le imprese di investimento sia per le Autorità. In esso si stabilisce infatti che le imprese di investimento possono percepire (versare) competenze e commissioni, ovvero ricevere (fornire) prestazioni non monetarie, a fronte di un servizio di investimento o di un servizio accessorio, solo nei casi in cui:

- a) il cliente stesso, o persona da lui delegata con specifico mandato, negozi e paghi per il servizio prestato;
- b) al cliente, nel caso in cui non sia lui a corrispondere l’incentivo, venga comunicata l’esistenza, la natura e l’importo (o il suo metodo di calcolo) di competenze, commissioni o prestazioni in modo completo, accurato e comprensibile prima della prestazione del servizio; il pagamento deve essere riconducibile ad una attività volta ad accrescere la qualità del servizio;

- c) le competenze pagate siano adeguate e rendano possibile la prestazione del servizio o siano funzionali ad essa (come, ad esempio i costi di custodia, le competenze di regolamento e cambio, i prelievi obbligatori o le competenze legali); inoltre, per loro natura, non devono entrare in conflitto con il dovere dell'impresa di servire al meglio gli interessi dei suoi clienti.

Per completezza va ancora ricordato che l'art. 26 esordisce invitando gli Stati Membri a non considerare “onesto, equo, professionale” e “nell'interesse del cliente” il comportamento delle imprese di investimento che non risulti coerente con i punti sopra richiamati.

### **B.3 Imprese di investimento, attività e strumenti finanziari**

13. Con riferimento ai soggetti autorizzati ad operare nel settore dei servizi di investimento, e quindi tenuti al rispetto delle regole dettate dalla direttiva, la MiFID amplia notevolmente la platea dei possibili attori, con il duplice intento di stimolare la competizione e di garantire, per questa via, migliori condizioni per gli investitori, all'interno però di un unico coerente contesto normativo e regolamentare.

Con qualche semplificazione gli operatori possono essere raggruppati in tre macro categorie:

- la prima comprende gli *intermediari*, cioè le *banche*, le *SIM* e le *SGR* con riferimento specifico all'attività svolta nel settore della “gestione individuale” del risparmio (per la “gestione collettiva” si applica la Direttiva UCITS - 85/611/CEE);
- il secondo aggregato è quello delle *trading venues* che, come conseguenza dell'abolizione dell'obbligo di concentrazione sui  *Mercati Regolamentati* (originariamente previsto dalla ISD-93), si amplia fino a comprendere

non solo le *Multilateral Trading Facilities* (MTF), ma anche tutte le imprese di investimento che intendono qualificarsi come *Internalizzatori Sistematici* eseguendo ordini dei propri clienti su base organizzata, frequente e sistematica, al di fuori dei mercati regolamentati ed MTF;

- infine, la direttiva stabilisce che l'applicazione delle norme vada estesa anche a tutti coloro che forniscono attività di **consulenza finanziaria**, ampliando così in modo significativo la gamma dei possibili fornitori di servizi di investimento.

14. Come già accennato in precedenza, questa apertura ha comportato la fissazione di regole che disciplinano i **requisiti organizzativi** che i soggetti sopra citati devono rispettare a presidio degli elevati livelli di integrità, competenza e solidità richiesti dagli investitori. Nella direttiva di secondo livello (2006/73/CE) questi requisiti sono esaminati in dettaglio con riferimento, in particolare, alla *compliance*, alla gestione del rischio, all'audit interno, al trattamento dei reclami, alle operazioni personali, all'esternalizzazione, alla gestione e alla comunicazione dei conflitti di interesse.

Per MTF ed internalizzatori sono inoltre previsti adempimenti finalizzati a garantire, attraverso l'esplicita adozione di specifiche regole e procedure, la continuità del servizio, l'accessibilità ai servizi, la trasparenza *pre* e *post trade*, l'informazione in tempo reale al mercato, la tracciabilità delle operazioni, ecc.

Con riferimento in particolare ai **conflitti di interesse**, le imprese di investimento devono adottare tutte le misure possibili per identificare e gestire i conflitti attraverso disposizioni organizzative e amministrative. Nel caso in cui le disposizioni adottate non siano in grado di garantire la tutela degli interessi della clientela, l'impresa di investimento è obbligata a informare i clienti di tali conflitti prima ancora di agire per loro conto.



15. Anche sul versante delle **attività di investimento** e degli **strumenti finanziari** interessati dalla MiFID, l'ampliamento previsto dalla direttiva è rilevante (per una descrizione dettagliata si rinvia agli allegati della Direttiva).

In questa sede si ritiene utile segnalare, tra le novità più significative per il nostro ordinamento, l'inclusione della "*Consulenza in materia di investimenti*" tra i servizi e le attività di investimento (in precedenza classificata dalla ISD-93 tra i servizi accessori). Tale inserimento renderà infatti applicabile la disciplina sull'adeguatezza; ciò significa che, nel caso in cui il cliente decidesse di non fornire le informazioni relative al proprio profilo, l'intermediario sarebbe impossibilitato a prestare il servizio.

Potranno svolgere attività di consulenza a livello professionale, beneficiando del passaporto europeo, esclusivamente le banche, le imprese di investimento e le SGR, le quali avranno bisogno di una specifica autorizzazione (dettagli normativi nella direttiva di II Livello 2006/73/CE).

La normativa comunitaria permette comunque alla regolamentazione nazionale di disciplinare l'autorizzazione allo svolgimento dell'attività di consulenza, senza però che ciò comporti la concessione del passaporto europeo (art. 3 MIFID).

#### **B.4 Passaporto**

16. Un contributo decisivo al rafforzamento dei meccanismi concorrenziali per imprese di investimento, operatori e mercati è atteso dal riconoscimento della possibilità di prestare servizi di investimento o accessori in qualsiasi stato membro, avendo ottenuto le necessarie autorizzazioni dalle Autorità competenti del proprio paese di origine.

Con riferimento agli **intermediari** il passaporto era già previsto nella ISD-93; ora viene abolito l'obbligo di rispettare

le regole di condotta del paese ospitante in caso di operatività transfrontaliera. La nuova direttiva introduce invece per la prima volta il passaporto per i **mercati**.

Per poter operare in un paese diverso dal proprio, è necessario segnalare, alle proprie Autorità, lo Stato membro nel quale si intendono prestare specifici servizi di investimento, o accessori, il programma di attività e l'eventuale utilizzo di agenti collegati sul territorio dei paesi membri.

17. In ambito CESR si stanno definendo gli orientamenti necessari per garantire una corretta ed efficace applicazione della disciplina del passaporto, disciplina che privilegia una impostazione finalizzata a semplificare le procedure necessarie per le autorizzazioni. Vanno in questa direzione la standardizzazione delle lettere di notifica e la chiara definizione delle condizioni di operatività delle *branches*, che consente agli operatori di trasmettere alle Autorità del paese d'origine le informazioni necessarie e sufficienti per la notifica iniziale.

La direttiva prevede infatti che l'impresa di investimento informi l'Autorità competente del proprio paese d'origine, che deve provvedere all'invio delle necessarie informazioni alla corrispondente Autorità del paese ospitante. Va precisato che quest'ultima non deve rilasciare alcuna autorizzazione per attività *cross border* o per le *branches*.

Le informazioni acquisite da parte dell'Autorità dello stato membro di origine dell'impresa di investimento relative all'intenzione dell'impresa di prestare i propri servizi in via transfrontaliera devono essere inoltrate entro il mese successivo all'Autorità competente del Paese ospitante. Invece, nel caso in cui l'impresa di investimento volesse aprire una succursale, l'Autorità del paese ospitante può, entro due mesi dalla ricezione della notifica, chiedere chiarimenti all'Autorità del paese di origine e comunicare, ai sensi della direttiva, le condizioni alle quali la succursale si deve attenere al fine di rispet-

tare le norme di pertinenza del paese ospitante (art. 32 par. 7 MIFID). La succursale può, in assenza di comunicazione da parte dell’Autorità dello stato ospitante iniziare ad operare decorsi due mesi dalla ricezione della notifica.

Al fine di facilitare il completamento delle procedure di notifica con particolare riguardo alle succursali, si sta inoltre ipotizzando che i paesi membri mettano a disposizione su un sito tutte le informazioni necessarie per gli adempimenti richiesti alle succursali, al fine di rispettare i requisiti imposti dallo stato ospitante nei termini consentiti dalla direttiva. L’aggiornamento delle informazioni spetterà all’Autorità del paese ospitante.

## **B.5 Cooperazione tra le Autorità di Vigilanza**

18. Come si intuisce, anche da quanto richiamato al punto precedente, le innovazioni introdotte dalla MiFID impongono un profondo ripensamento delle modalità di interazione tra le Autorità dei diversi paesi, al fine di garantire il rispetto dei principi generali attraverso interventi regolamentari e di vigilanza capaci di interpretare le specificità nazionali senza aprire a potenziali arbitraggi regolamentari. Tale necessità è fortemente sentita a livello di Commissione ed il CESR sta cercando di tradurre le numerose raccomandazioni in prassi operative “praticabili”, anche con riferimento alla necessità di risolvere eventuali controversie.

In aggiunta, la MiFID stessa prevede alcuni adempimenti specifici a carico delle Autorità degli Stati Membri, sul versante delle segnalazioni e dello scambio di informazioni.

19. Disposizioni specifiche relative al “*transaction reporting*” regolano i flussi informativi che gli operatori dovranno inviare alle Autorità competenti degli Stati Membri (e più precisamente le “*relevant competent Authorities*” cioè quelle sotto la cui sfera di competenza ricade il mercato più

liquido per lo strumento finanziario negoziato) e che queste ultime saranno chiamate a scambiarsi entro il giorno lavorativo successivo a quello di ricezione. Ad esempio, le imprese di investimento dovranno inviare alle Autorità di riferimento i dettagli delle operazioni effettuate su strumenti finanziari (tipologia, quantità, prezzi, ecc...) ammessi alla negoziazione in un qualunque mercato regolamentato europeo, anche se concluse su un mercato non regolamentato, entro il giorno lavorativo seguente. Tali dati dovranno comunque essere tenuti a disposizione dell'Autorità competente per almeno cinque anni.

Secondo quanto disposto dal Regolamento di livello 2 le comunicazioni dovranno effettuarsi in formato elettronico, e l'Autorità competente sarà tenuta a verificare costantemente la qualità dei canali di comunicazione, a garanzia dell'integrità dei dati e della continuità del servizio. È inoltre previsto che tali comunicazioni possano essere effettuate sia direttamente, sia attraverso un soggetto terzo che agisce per conto dell'intermediario, un sistema di confronto degli ordini (*trade matching system*) e di notifica approvato dall'Autorità competente, un mercato regolamentato o gli MTF presso i quali l'operazione è stata conclusa.

## **C - Alcune considerazioni conclusive**

### **C.1 Le stime di impatto**

20. Come già osservato in precedenza, la **complessità della direttiva** origina non solo da un grado di dettaglio molto più spinto rispetto a quello che caratterizzava la ISD-93, ma anche dal fatto che tratta aree in precedenza non presidiate (facendo riferimento al numero delle pagine che lo compongono, è stato stimato che il nuovo apparato regolamentare è all'incirca cinque volte più ampio rispetto al precedente).

Di conseguenza ne risulta notevolmente amplificato l'intreccio tra finalità da perseguire, soggetti/mercati e

attività/strumenti da regolamentare, attività di vigilanza da coordinare, compatibilità tra principi generali e regolamentazioni nazionali da garantire, arbitraggi regolamentari da prevenire, possibili approcci di vigilanza da adottare per garantire efficienza ed efficacia alle azioni delle Autorità.

21. Tra gli addetti ai lavori si insinua il dubbio che i regolatori siano andati ben al di là dei loro intendimenti originari, producendo di fatto una direttiva che sembra far riferimento più ad un approccio “*rule based*”, che potrebbe prefigurare una scelta di “massima armonizzazione”, che non all’orientamento “*principle based*” evocato indirettamente nelle direttive quando si parla di regolamentazione “essenziale, necessaria e sufficiente” ed auspicato da Autorità di vigilanza ed operatori.

È significativo segnalare al riguardo che la FSA inglese, da sempre per un approccio *principle based*, ha prodotto un manuale di regole per il recepimento della nuova direttiva di oltre 500 pagine.

A fronte di tale complessità non stupisce la **difficoltà di quantificare** l’impatto della direttiva e, di conseguenza, la presenza nel dibattito di visioni contrastanti. C’è chi la dipinge come un “mostro” e chi, al contrario, ne sottolinea il ruolo di stimolo per accrescere l’efficienza e l’integrazione dei mercati con benefici per gli investitori finali ed enormi opportunità per gli operatori che sapranno ripensare il proprio posizionamento competitivo, alla luce dell’ampliamento dei mercati di riferimento e della possibilità di operare in segmenti nuovi.

Va ancora precisato che una spiegazione a valutazioni così discordanti la possiamo trovare non solo nelle obiettive difficoltà di quantificazione dei costi e dei potenziali benefici associati ad una direttiva unanimemente considerata rivoluzionaria, ma anche nel peso rilevante che possono avere su entrambe le componenti le posizioni di partenza che caratterizzano i singoli contesti nazionali.

22. Con riferimento ai **costi**, sia di “primo impatto” che “ricorrenti”, le stime concordano nel segnalare importi particolarmente elevati. Tra le principali determinanti è frequente il riferimento agli interventi necessari per adeguare i sistemi informativi, per ristrutturare i meccanismi di formazione delle commissioni ed i sistemi di rendicontazione, per rivedere gli strumenti di segmentazione e gestione della clientela, per formare il personale, per rafforzare i sistemi di controllo interno e di misurazione dei rischi, per “ricomporre” la filiera produttiva dalla fabbrica dei prodotti/servizi fino ai canali distributivi.

Le analisi quantitative disponibili sono caratterizzate da una elevata varianza riconducibile sia alla dimensione e al tipo di operatività delle imprese di investimento considerate, sia al diverso allineamento tra le prassi che caratterizzano i rispettivi contesti operativi nazionali ed i requisiti che la MiFID sta imponendo.

A questo proposito la FSA inglese ha dichiarato di avere in molti settori sistemi già “*super equivalent*” rispetto ai nuovi standard. In altri paesi invece, anche in quelli con approcci regolamentari tradizionalmente molto strutturati come la Francia, si guarda con preoccupazione alle numerose aree su cui occorrerà intervenire e ai tempi necessari per confrontarsi con il mercato, per adattare o scrivere le regolamentazioni nazionali e, infine, per consentire agli operatori di realizzare gli indispensabili adattamenti organizzativi e strutturali.

23. Un’idea più precisa, anche se indiretta, sull’elevato grado di complessità realizzativa della direttiva e sulla diversa consapevolezza presente tra gli operatori, si può ricavare non tanto dalle stime dei costi, quanto piuttosto dall’esame delle *survey* condotte lo scorso anno sul **grado di preparazione** dei diversi paesi.

A metà 2006, solo il 50% circa degli operatori intervistati aveva iniziato a considerare il problema; tra questi un 30%

circa aveva varato progetti dedicati alle problematiche MiFID, mentre solo il 15% mostrava di avere una conoscenza approfondita delle nuove regole e delle implicazioni operative ad esse associate. Le politiche di budget confermavano un ritardo abbastanza generalizzato, con il rinvio delle fasi realizzative al 2007. In quel periodo il nostro paese si collocava tra i meno virtuosi, collocazione questa che risulta confermata da recenti rilevazioni comunitarie.

Consapevole di questi ritardi, la Commissione ha frequentemente ribadito che sarà inflessibile nel perseguire i paesi che non dovessero applicare correttamente quanto stabilito dalla direttiva con il primo novembre 2007.

24. La possibilità di ottenere quantificazioni credibili dei **benefici** è ancora più remota.

In effetti su questo versante c'è una certa riluttanza a esporsi con valutazioni quantitative. Sono al contrario frequenti giudizi di tipo qualitativo, che sottolineano innanzi tutto i vantaggi macroeconomici legati alla creazione di un mercato dei capitali più ampio ed omogeneo dal punto di vista delle regole. Il tutto collocato in un contesto in cui la trasparenza e la correttezza dei comportamenti dovrebbero essere garantiti da azioni di vigilanza coordinate a livello europeo, a presidio del corretto funzionamento dei meccanismi concorrenziali e a tutela degli investitori finali.

A livello microeconomico, ciò dovrebbe mettere in moto meccanismi capaci di penalizzare le imprese di investimento e gli operatori che fino ad ora sono stati protetti da segmentazioni ed opacità comportamentali di varia natura. Il funzionamento virtuoso delle regole del mercato dovrebbe portare con se più efficienza, più liquidità, maggiore innovazione di processo e di prodotto, un ampliamento della gamma dei servizi di investimento disponibili per la clientela, maggiore qualità e costi più bassi.

Per le imprese di investimento l'occasione di ripensare al proprio posizionamento competitivo all'interno del nuovo perimetro di mercato disegnato dalla MiFID – ampliato dal passaporto sia sul versante geografico sia su quello del portafoglio operativo – viene indicata come fonte di rilevanti opportunità **“per gli operatori che le sapranno cogliere”**.

Quest'ultima qualificazione, in aggiunta a quanto detto in precedenza, aiuta a render più esplicita una connotazione della direttiva che la professione ha ignorato, più o meno consapevolmente, per molto tempo. Mi riferisco al fatto che la direttiva è stata considerata a lungo come puro **problema di “IT compliance”**. Molte meno sono state le riflessioni dedicate a capire l'impatto della modifica del quadro competitivo di riferimento sulla propria operatività ed a valutare le conseguenti opzioni di **riposizionamento strategico** percorribili.

A chi si è cimentato con l'obiettivo di condurre le analisi di impatto sono così mancati importanti elementi per quantificare non solo i potenziali benefici a livello di sistema, ma anche per valutare in che direzione opereranno **i meccanismi redistributivi tra operatori e tra paesi**, innescati dalle diverse capacità e velocità di adattamento al nuovo che li caratterizza.

## **C.2 Oltre le stime di impatto**

Nel periodo più recente si è diffusa anche nel nostro paese la consapevolezza che **tutti gli operatori del mercato** saranno toccati, sia dalla ulteriore riduzione delle segmentazioni che hanno pervasivamente caratterizzato in passato i mercati e le diverse forme di intermediazione, sia dalla crescente competizione tra prodotti bancari, finanziari, assicurativi ed i fondi.

Tale consapevolezza sta facendo emergere, accanto alle riflessioni sui passi da compiere per il recepimento e per avviare eventuali scelte di riposizionamento competitivo, il



timore che l'approccio regolamentare scelto per accelerare la formazione di un mercato unico dei capitali nello spazio europeo possa originare in alcuni stati membri pesanti impatti negativi, alla luce di condizioni nazionali di contorno a volte significativamente diverse.

In altri termini si temono le conseguenze della forzatura dall'alto di un **“livellamento normativo di dettaglio”**, in presenza di un **“terreno di gioco non ancora livellato”** dal punto di vista **sostanziale - effettivo**. Differenze significative tra gli Stati membri sono infatti facilmente riscontrabili non solo nelle prassi operative, ma anche, ad esempio, nel diverso ruolo di intermediari e mercati, nella cultura finanziaria dei risparmiatori, nei modelli di controllo societario, nei sistemi di *governance*, nel peso della fiscalità, negli approcci regolamentari e sanzionatori, nei meccanismi legislativi e nei tempi della giustizia.

Da quanto detto prendono corpo nei diversi paesi sollecitazioni volte a considerare, non soltanto le attività necessarie per essere *compliant* con quanto richiesto della nuova direttiva nei tempi previsti, ma anche quelle finalizzate ad individuare le misure necessarie per rendere compatibili le condizioni di contorno, al fine di evitare che nel breve periodo il mancato livellamento del terreno di gioco effettivo trasformi le opportunità in minacce. L'iniziativa di riavviare nel nostro paese la discussione sull'idea di “piazza finanziaria” può certamente esse letta in questa chiave.

Le considerazioni appena fatte muovendo da una rappresentazione statica del problema del livellamento del terreno di gioco valgono, a maggior ragione, se la prospettiva diventa quella dinamica imposta dalla rapida evoluzione dei mercati e dell'innovazione finanziaria.

26. Lo scenario che si va configurando con la MiFID sollecita riflessioni non soltanto da parte degli operatori, ma

anche sul versante della regolamentazione. E questo non solo perché, per i motivi appena richiamati, la **capacità di regolamentare** in modo efficace e tempestivo è destinata a trasformarsi in una sfida continuamente aperta.

La complessità e la pervasività della MiFID stanno imponendo riflessioni sui possibili approcci di vigilanza, molto più approfondite di quelle che hanno accompagnato le direttive precedenti. In particolare ci si sta confrontando su due tematiche distinte:

- la “*better regulation*” e
- la *cooperazione* tra le diverse Autorità.

27. Con riferimento alla “*better regulation*” i temi sul tappeto sono quelli dell’efficacia e dell’efficienza delle scelte regolamentari e di vigilanza.

Gli orientamenti che stanno emergendo in questo ambito, attribuiscono alle Autorità il difficile compito di individuare i settori in cui sono maggiori i rischi per la tutela dei risparmiatori e degli investitori, per il corretto funzionamento dei mercati e per la concorrenza. Si dice inoltre che tale sforzo deve essere compiuto considerando anche gli oneri che possono gravare direttamente ed indirettamente sugli operatori.

In altri termini, si auspica che le scelte regolamentari e gli approcci di vigilanza originino da un’attenta valutazione dei costi e dei benefici ad essi associati, per far sì che le priorità di intervento e la conseguente allocazione delle risorse rispondano sempre alla verifica dell’esistenza di **proporzionalità tra sforzi e risultati**.

28. Il tema della “*cooperazione*” ci proietta dal mondo dei buoni consigli, o dei buoni propositi, in quello molto più pragmatico delle cose da avviare nell’immediato per ricercare le condizioni che consentano di applicare le norme nel rispetto sostanziale dei principi cui si ispira la nuova direttiva.

In precedenza si è avuto modo di sottolineare come lo sforzo per promuovere la “*regulatory convergence*” tra gli Stati Membri, sia indispensabile al fine di evitare che un sistema regolamentare frammentato (*multiple regulation regime*) possa creare costose duplicazioni, incompatibilità con gli obiettivi delle direttive, spazi per arbitraggi regolamentari e lasciare alcune aree non presidiate.

Tale sforzo rischia ora di disperdersi se non è accompagnato da un impegno altrettanto determinato sul versante della “*supervisory convergence*”.

Questo difficile compito è sull’agenda delle Autorità Europee, sempre più frequentemente sollecitate dalla Commissione a farsene carico, con l’obiettivo di contribuire alla creazione di un mercato comune in cui valgano la stesse regole di comportamento per gli operatori e di funzionamento dei mercati, poste a tutela dei risparmiatori e della concorrenza. Le rilevanti differenze riscontrabili negli approcci di vigilanza, nei sistemi di *enforcement* e nei meccanismi sanzionatori fanno però presagire un processo di convergenza problematico e certamente non rapido.

Nel frattempo i contenuti delle direttive in fase di implementazione (e di quella sugli UCITS ancora in formazione) impongono che, con specifico riferimento alle attività transfrontaliere e all’operare del passaporto, alcuni dei *gap* che caratterizzano i diversi approcci vengano affrontati rapidamente, sia attraverso una chiara definizione dei compiti affidati alle singole Autorità coinvolte, sia sviluppando la cooperazione. Occorre infatti evitare che da un lato si attenui l’efficacia dei presidi posti a tutela dei risparmiatori e della concorrenza e che dall’altro si generino in capo agli operatori costi aggiuntivi legati all’allungamento dei tempi di risposta delle Autorità, ad accresciute complessità burocratiche, alla indeterminatezza dei requisiti da rispettare.

I passi da compiere per realizzare un efficace coordinamento stanno conducendo le Autorità a confrontarsi:

- sia su **aspetti tecnico organizzativi**, quali la creazione di *data base* condivisi, la strutturazione di architetture di comunicazione per lo scambio delle informazioni ed il confronto sul mix di metodologie quali/quantitative a supporto dei propri compiti istituzionali,
- sia su **tematiche procedurali** come le modalità di conduzione delle attività di vigilanza ed ispettive, gli approcci “*risk based*” utilizzati per identificare le priorità di intervento e l’articolazione dei rispettivi sistemi sanzionatori.

29. È presto per dire come evolveranno in concreto queste attività. In generale si può però ritenere che le iniziative allo studio contribuiranno a stimolare gli stati membri a mettere in campo approcci di vigilanza e di *enforcement* allineati alle *best practice* europee. Si accrescerà così l’efficienza e l’efficacia complessiva dei sistemi di vigilanza e si ridurranno al contempo i costi della regolamentazione.

*Il dibattito in corso testimonia la difficoltà, ma allo stesso tempo la necessità, di avviare al più presto riflessioni che aiutino a guardare oltre il breve termine e ad accrescere la consapevolezza che il nuovo contesto richiederà sempre di più agli operatori visione e prontezza di adattamento ed alle Autorità la capacità di leggere i cambiamenti e di concepire un quadro normativo in grado di garantire che il processo di integrazione dei mercati dei capitali voluto a livello europeo, avvenga nel rispetto dei principi di stabilità, trasparenza e correttezza, posti a presidio del corretto funzionamento dei meccanismi concorrenziali ed a tutela dei risparmiatori.*

*A questo punto lascio volentieri la parola ai relatori che in queste due giornate ci aiuteranno ad approfondire le tematiche legate ai nuovi orientamenti regolamentari e ad introdurre il dibattito.*

**Dott. Giovanni SABATINI,**

Dirigente Generale Capo Divisione IV Sistema Bancario e Finanziario - Affari Legali Dipartimento del Tesoro Ministero Economia e Finanze

**Lo stato di attuazione della Direttiva MiFID in Italia**

Ringrazio l'Associazione per lo Sviluppo degli Studi di Banca e Borsa e il Presidente Vigorelli per avermi invitato oggi a questo importante convegno.

Nella mia relazione affronterò tre temi: lo stato di attuazione della Direttiva in Italia; le principali novità contenute nel documento di consultazione che illustra le modifiche da apportare al Testo Unico della Finanza per adeguarlo alla normativa comunitaria; la necessità di una strategia comune della Piazza Finanziaria Italiana per reagire ad una fase di intenso cambiamento del quadro normativo e del contesto competitivo europeo.

Venendo a trattare il primo tema, lo stato di attuazione della Direttiva, credo sia a tutti noto che dal 3 marzo è disponibile sul sito del Tesoro un documento che contiene le modifiche necessarie affinché il Testo Unico della Finanza sia adeguato alla Direttiva 2004/39 (c.d. MiFID) e alla relative norme di secondo livello (Direttiva 2006/73 e Regolamento n. 1287/2006).

Sfortunatamente chiuso l'iter di consultazione, non si potrà procedere tempestivamente alla redazione del testo definitivo da sottoporre all'approvazione del Consiglio dei Ministri in quanto al momento manca una delega al Governo per poter procedere in tal senso. L'iter di approvazione della legge comunitaria - che conteneva anche i criteri per l'esercizio da parte del Governo della delega per il recepimento della Direttiva MiFID - purtroppo è stato tale da fare entrare in

vigore la legge comunitaria in un momento successivo a quello che la medesima legge aveva fissato come termine ultimo per l'esercizio della delega: la comunitaria prevedeva l'esercizio della delega entro il 31 gennaio 2007 ma questa è entrata in vigore solo a metà febbraio. Per ovviare a tale situazione è in corso di discussione, presso la Commissione Finanze del Senato un disegno di legge n. 1332 che, con un articolo molto semplice, riapre e proroga i termini per l'esercizio della delega ai fini del recepimento della MiFID al 30 settembre di quest'anno.

Qui un chiarimento si impone, tenuto conto che i giornali, nel dar conto della presentazione del disegno di legge, ne hanno travisato il significato rappresentando la notizia come uno slittamento al 30 settembre del termine per il recepimento della MiFID, cioè come se il legislatore delegato non potesse dar corso al recepimento prima di quella data. In realtà, sebbene un ritardo non possa negarsi, il disegno di legge pone semplicemente il 30 settembre del 2007 come termine ultimo per l'esercizio della delega. Ciò non implica che il legislatore delegato debba aspettare quella data. Tutt'altro. Non a caso il Dipartimento del Tesoro si è mosso con largo anticipo in modo da avere tempestivamente un testo di decreto da sottoporre al primo Consiglio dei Ministri successivo alla data di entrata in vigore delle legge di delega. Sarà poi necessario un lasso di tempo di 45 giorni durante il quale le commissioni parlamentari formuleranno le loro osservazioni al Governo. Successivamente il decreto diventerà effettivamente operativo.

C'è in ogni caso una grande consapevolezza della necessità e dell'urgenza di procedere a questo atto normativo: si è quindi ipotizzato che si possa ricorrere, come estrema ratio, a un Decreto Legge, qualora la strada della legge ordinaria risultasse troppo lenta o impervia, similmente a quanto è stato fatto in occasione del recepimento della Direttiva di Basilea 2. In seguito dovranno essere approvati i regolamenti Consob

che detteranno le disposizioni di dettaglio delle previsioni contenute nel Testo Unico della Finanza.

Un'ultima osservazione sui tempi per il recepimento della MiFID negli ordinamenti nazionali: la Commissione Europea non ha nessuna intenzione di concedere proroghe: il termine del 30 ottobre 2007 per l'entrata in vigore in tutti gli Stati membri dell'Unione è perentorio. A conferma di ciò si fa presente che la Commissione ha già avviato un esercizio di rilevazione dello stato di attuazione della Direttiva nei vari Paesi anche al fine di essere pronta ad aprire rapidamente le procedure di infrazione.

Questo per quanto riguarda lo stato di attuazione della Direttiva dal punto di vista dell'iter normativo. La Direttiva, però, oltre che in norme di attuazione deve essere tradotta dagli intermediari in modifiche organizzative e procedurali e in comportamenti. Occorre quindi chiedersi, al di là della cornice normativa, che cosa stia accadendo nel sistema finanziario e come questo si stia preparando.

In proposito giova ricordare che le disposizioni comunitarie definiscono un sistema normativo estremamente puntuale, rispetto al quale il Legislatore e le Autorità di vigilanza nazionali non possono discostarsi. Non a caso nella Direttiva di secondo livello è presente una norma, l'art. 4, che impedisce agli Stati di aggiungere norme che siano più stringenti rispetto a quelle previste dalla Direttiva (cosiddetto *gold plating*). Soltanto nei casi in cui specificità nazionali evidenzino l'esistenza di rischi non coperti o non adeguatamente gestiti dalla disciplina comunitaria, gli Stati membri possono adottare norme ulteriori. Ma in questo caso le eventuali ulteriori misure adottate debbono essere comunicate alla Commissione, che provvederà a valutarle e a riferire periodicamente al Parlamento Europeo.

Il sistema della Direttiva è dunque un sistema compiuto che non ha bisogno di "integrazioni" nazionali: estremizzan-

do, si sarebbe potuto immaginare un recepimento della Direttiva con un solo articolo di legge il cui contenuto avrebbe potuto essere il seguente: “dal 31 gennaio 2007 la Direttiva MiFID è recepita nell’ordinamento nazionale”.

Questo significa che, quanto meno da settembre dell’anno scorso, data in cui sono state adottate la Direttiva di secondo livello e il regolamento, il quadro normativo è sufficientemente definito per consentire agli intermediari europei di cominciare a fare le loro valutazioni sull’impatto delle nuove regole sulla loro organizzazione.

Tali valutazioni sono contemporaneamente valutazioni strategiche e di “*compliance*”, due attività che non possono essere assolutamente disgiunte. La MiFID rappresenta un sostanziale cambiamento del quadro di riferimento entro il quale si svolge la prestazione dei servizi di investimento e quindi richiede innanzitutto una valutazione della compatibilità (economica e normativa) dei modelli di business adottati rispetto a questo mutamento. Inoltre l’accresciuto peso della regolamentazione (e i maggiori costi che ne derivano) aumenta la tendenza alla concentrazione: l’aumento dei costi si traduce in un innalzamento dei volumi necessari per raggiungere il “punto di pareggio”. Questo è un elemento di cui si deve prendere atto e che deve essere incorporato nelle valutazioni degli intermediari.

Per rendere concreti i concetti sopra espressi può essere utile citare alcuni esempi. Chi oggi presta il servizio di negoziazione dovrebbe innanzitutto cominciare a chiedersi come strutturare la propria attività a MiFID attuata. Dovrà chiedersi se i volumi di attività sono sufficienti per proporsi come “internalizzatore sistematico”, o addirittura come “*Multilateral Trading Facility*” (sistema alternativo di negoziazione). All’estremo opposto dovrà chiedersi se il volume di affari attuale sarà sufficiente ad assorbire i maggiori costi che la MiFID impone. Queste sono considerazioni strategiche, non sono considerazioni di *compliance*.



Stesso tipo di riflessioni possono farsi con riferimento al servizio di gestione e alla consulenza. Le masse gestite sono sufficienti per continuare ad avere una fabbrica di prodotti redditizia? O piuttosto, avendo una massa troppo piccola, non conviene cederla e focalizzarsi sull'attività di consulenza e distribuzione?

Ancora, la MiFID amplia le possibilità di ricorso alla esternalizzazione di funzioni connesse alla prestazione di servizi di investimento: quali attività fare in casa e quali dare in *outsourcing*? Ancora una volta viene in rilievo il profilo strategico prima ancora di quello di mero adeguamento alle nuove regole.

La MiFID richiede anche incisivi interventi sull'organizzazione e sulle procedure: non consente un adeguamento attraverso semplici modifiche di circolari interne e con un mero aggiornamento dei riferimenti alle nuove norme; richiede al contrario, un profondo cambiamento non solo nell'organizzazione ma anche nella cultura degli intermediari.

Dal punto di vista dell'organizzazione si pensi, ad esempio, a come si modificano le disposizioni in materia di conflitto d'interessi. L'attuale disciplina prevede l'obbligo d'informare in ogni caso il cliente circa il potenziale conflitto di interessi eventualmente connesso alla prestazione di un servizio di investimento: non vale ad esimere da questo obbligo di informazione il fatto che esistessero misure organizzative interne volte a gestire i conflitti d'interesse. La MiFID cambia completamente questa impostazione. Gli elementi fondamentali per la gestione dei conflitti d'interesse sono: a) l'esistenza di misure organizzative volte a ridurre al minimo il rischio che dal conflitto d'interesse derivi un danno per il cliente b) una *policy* per la gestione di tali conflitti, che viene resa nota al cliente nel momento in cui apre il rapporto con l'intermediario. Solo quando l'intermediario valuti che le misure adottate, rispetto a un caso specifico, non siano sufficienti a

gestire quel conflitto d'interessi, allora sorge l'obbligo di dare un'informazione specifica al cliente. Il focus è dunque sulle misure organizzative, sulle cosiddette *chinese walls*.

La MiFID, inoltre, riconosce il principio della proporzionalità: le misure da adottare per la gestione dei conflitti d'interesse non sono uguali per tutti, ma vanno valutate in relazione a parametri dimensionali e qualitativi quali il volume d'affari dell'intermediario o il tipo di clientela.

Questa valutazione dell'adeguatezza delle misure adottate è rimessa all'intermediario stesso che in autonomia si assume la responsabilità delle scelte operate. Non si tratta più di un adeguamento rispetto a una norma scritta e dettagliata dall'Autorità di vigilanza. L'intermediario fa una scelta organizzativa, ne valuta l'adeguatezza rispetto agli obiettivi di tutela del cliente e si comporta di conseguenza.

Da questa impostazione deriva una maggiore responsabilizzazione dell'intermediario e a tal fine è necessario che i Consigli di amministrazione acquisiscano piena consapevolezza di questi temi e dei problemi organizzativi che ne derivano.

Alla luce di queste considerazioni credo si possa affermare che il documento cruciale in base al quale si realizzerà un buon recepimento della Direttiva MiFID è il budget 2007 degli intermediari. Le scelte e le valutazioni (e, quindi, gli investimenti conseguenti) che la MiFID richiede dovrebbero già essere incorporati nei piani 2007-2009. Se ciò non è avvenuto, temo si sia in grave ritardo; lo siamo - se volete - dal punto di vista normativo, ma non vorrei che lo fossimo anche dal punto di vista delle valutazioni strategiche e organizzative.

Passo ora a trattare il secondo tema della mia relazione: il commento alle principali novità del testo che è in consultazione. Mi limiterò soltanto ad alcune osservazioni generali sui due articoli che ritengo siano i più innovativi rispetto al limitato spazio che la Direttiva lascia al Legislatore nazionale. Si

tratta dei due articoli che contengono le disposizioni generali relative all'esercizio della vigilanza sugli intermediari e nei quali si è concentrato lo sforzo per recepire questo spirito nuovo - sotteso alla Direttiva MiFID - volto ad aumentare la responsabilizzazione degli intermediari e a valorizzarne l'autonomia organizzativa. Allo stesso tempo si è voluto anche dare il giusto peso all'esigenza di salvaguardare la capacità competitiva dell'industria nazionale nell'ambito di un mercato dei servizi finanziari europeo.

Gli obiettivi della vigilanza risultano ampliati rispetto al TUF vigente e contemplano:

- la salvaguardia della fiducia nel sistema finanziario
- la tutela degli investitori
- la stabilità e il buon funzionamento del sistema finanziario
- la competitività del sistema finanziario
- il rispetto delle disposizioni in materia finanziaria.

Il principio della competitività del sistema finanziario che non è - e non deve essere - inteso come un invito al protezionismo, ma piuttosto come un invito alle Autorità a fare una valutazione comparativa rispetto al contesto europeo degli oneri imposti alla nostra industria.

Vi è anche un secondo motivo per aver inserito questo richiamo. Le Autorità, incluso ovviamente il Tesoro, devono avere un ruolo attivo nella definizione delle norme comunitarie affinché queste, sia pur nel processo di armonizzazione, tengano anche conto delle peculiarità del sistema nazionale. Purtroppo ciò non è stato nel caso della Direttiva MiFID: non siamo riusciti a incidere come invece forse facemmo sulla vecchia Direttiva 93/22/Ce (la cosiddetta ISD) affinché la nuova Direttiva rispondesse meglio alle peculiarità del nostro sistema.

Questa minor capacità d'incidere sul processo decisionale europeo si traduce in un maggior costo di adeguamento del

nostro sistema e, quindi, in una minor competitività del sistema rispetto ad altri Paesi che trovano nella MiFID un modello più simile a quello passato.

A questo proposito, vale ricordare cosa accadde agli inizi degli anni '90. Nel 1986 la Borsa di Londra aveva lanciato una sfida ai mercati europei con una importante serie di riforme; tra le numerose iniziative si annoverava il lancio del segmento *Seaq International* della Borsa di Londra. Su tale segmento venivano quotate le principali *Blue chips* italiane, francesi, tedesche e olandesi nel tentativo di fare della piazza di Londra il principale mercato di negoziazione. Agli inizi degli anni novanta, i mercati dell'Europa continentale riuscirono a contrastare efficacemente la competizione con Londra grazie anche all'entrata in vigore della Direttiva Europea 93/22. Quest'ultima - facendo della trasparenza un obiettivo della regolamentazione<sup>1</sup> e imponendo stringenti requisiti di disseminazione delle informazioni prima e dopo l'esecuzione delle transazioni nei mercati regolamentati - diede un vantaggio ai mercati dell'Europa continentale basati su sistemi elettronici di negoziazione.

Dieci anni dopo, nel momento in cui si è proceduto ad una revisione della ISD, questa capacità di incidere sul processo decisionale europeo è tornata al Regno Unito. L'FSA è stata bravissima a portare avanti le esigenze strategiche della piazza finanziaria londinese e a far sì che la MiFID riflettesse modelli regolamentari più vicini ai modelli di intermediazione di tipo anglosassone.

Quanto più procede il processo d'integrazione del mercato Europeo, tanto più è necessario che si torni a giocare un ruolo propulsivo nelle sedi europee per tutelare la competitività del nostro sistema.

---

<sup>1</sup> In occasione della Direttiva ISD, un contributo fondamentale affinché passasse la linea dell'importanza della trasparenza *pre-trade* e *post-trade* fu dato da un documento della Consob, un libretto intitolato *Transparency in secondary Markets, a synthesis of a Iosco debate*, che fu predisposto dalla Divisione Mercati della Consob.

Un'altra importante innovazione del Testo Unico messo in consultazione riguarda il regolamento previsto al comma 2 bis dell'art. 6 in materia di organizzazione e procedure degli intermediari. La norma prevede che Consob e Banca d'Italia, congiuntamente, disciplinino con un regolamento unico i requisiti generali di organizzazione degli intermediari, i principi generali di *business continuity*, nonché l'organizzazione amministrativa e contabile.

Il regolamento congiunto ha l'obiettivo di far cogliere alla regolamentazione l'unitarietà degli aspetti organizzativi del soggetto vigilato nonostante la sua capacità di offrire una molteplicità di servizi anche di natura differente (creditizia, mobiliare, assicurativa).

Anche qui, un esempio sul tema dei conflitti d'interesse può aiutare a esplicitare i termini del problema. Il tipico conflitto d'interesse che sorge all'interno di una banca che presta servizi di investimento è quello tra la funzione di erogazione del credito e la prestazione di alcuni servizi d'investimento, ad esempio il collocamento. Una disciplina di presidi organizzativi e di procedure segmentata per attività rischia di non cogliere le interconnessioni organizzative e funzionali all'interno del soggetto unico con il rischio di essere costosa, per effetto di potenziali duplicazioni, e allo stesso tempo di non essere efficiente.

Nell'esercizio della vigilanza, poi, Consob e Banca d'Italia interverranno – anche con riferimento al regolamento congiunto – secondo le proprie specifiche aree di competenza: trasparenza e correttezza dei comportamenti per Consob, stabilità per Banca d'Italia.

Per aiutare la gestione del regolamento unico e per contribuire anche a rendere trasparente il comportamento delle Autorità, il nuovo Testo Unico, all'art. 5, prevede che la vigilanza di Consob e di Banca d'Italia sia coordinata; predetto

coordinamento deve avvenire attraverso la definizione di un protocollo d'intesa che deve essere reso pubblico al fine di chiarire le rispettive competenze e responsabilità nella gestione dei regolamenti, in particolare nella gestione e amministrazione del regolamento unico, affinché questo sia noto in anticipo agli intermediari.

Vengo all'ultimo tema della mia relazione: il metodo per affrontare e gestire una fase di forte cambiamento. È una fase che ci ha imposto l'Europa: l'attuazione del *Financial Services Action Plan* ha richiesto l'adozione di 42 misure normative, tra direttive e regolamenti. Questa imponente produzione ha richiesto e richiede un impegno straordinario per le Autorità, sia comunitarie sia nazionali, e ancor di più per il sistema degli intermediari. Questo è maggiormente vero per il sistema italiano, a causa del ritardo accumulato, anche per effetto della complessità dell'iter legislativo richiesto per il recepimento delle Direttive.

Ci stiamo adoperando per recepire la MiFID, ma ancora dovremo recepire la Direttiva sulle Offerte pubbliche di Acquisto. Abbiamo recepito la Direttiva sui requisiti minimi di capitale delle banche (la cosiddetta Basilea 2), dovremo recepire la Direttiva *Transparency*. Abbiamo recepito gli IAS, ma dovremo recepire l'ottava Direttiva in materia di revisione contabile. Insomma, è un momento di grande affaticamento del sistema.

È chiaro che servono anche sedi dove vengano svolte riflessioni congiunte, anche per arrivare alla definizione di una strategia comune da presentare nelle sedi europee. In questo senso penso che un ulteriore passo avanti sia stato compiuto con il Comitato Strategico per la Piazza Finanziaria Italiana, recentemente attivato con la Direttiva del Presidente del Consiglio, attuata nella pratica con i decreti di nomina del Ministro Tommaso Padoa-Schioppa. Quello sicuramente sarà un Tavolo dove discutere dei problemi di implementazione e

dei punti di forza e di debolezza del sistema italiano, proprio per cercare di accrescerne la competitività, nella convinzione che l'industria dei servizi finanziari crea valore e quindi contribuisce alla crescita del Paese.

È dunque necessario uno sforzo comune, che consenta di recuperare una visione strategica e di ampio respiro, perché le potenzialità del sistema finanziario nazionale possano essere espresse al meglio.

**Dott. Carlo COMPORTI,**

Vice Segretario Generale - CESR (Committee of European Securities Regulators)

## **Lo Stato di attuazione della Direttiva negli altri Paesi dell'Europa**

### **Introduzione**

Mi è stato chiesto di intervenire sul processo di recepimento ed attuazione della Direttiva n. 2004/39/CE, c.d. MiFID, avendo quale punto di riferimento quanto sta accadendo in Europa. Per far ciò, ho creduto di articolare il mio intervento in tre passaggi: il primo è relativo all'inquadramento della MiFID nel contesto della *procedura Lamfalussy* ed al giudizio complessivo che si può trarre da questa esperienza; il secondo è relativo ad alcuni problemi posti dall'attuazione della MiFID con particolare riferimento alle maggiori innovazioni di processo (quelle che chiamo *innovazioni culturali*); il terzo riguarda l'impatto della MiFID sulle funzioni di vigilanza svolte dalle autorità a livello europeo.

### **1. La MiFID nel contesto della procedura Lamfalussy**

Sul primo punto vorrei sviluppare due ordini di considerazioni: da un lato, un giudizio sul funzionamento della *procedura Lamfalussy* alla luce dell'adozione della MiFID e, dall'altro, il problema della partecipazione degli operatori a detto processo.

Premessa quantomai ovvia, ma pur sempre meritevole di menzione, è la constatazione che il processo normativo del mercato finanziario è sempre più attratto, negli anni recenti, a livello comunitario e concentrato sulle Istituzioni competenti. Ciò comporta, non solo la compressione degli spazi regolamentari delle autorità nazionali, ma un loro diverso ruolo, in quanto sono chiamate a partecipare al processo comunita-



rio. In sostanza – con la *procedura Lamfalussy* – il sistema delle fonti del diritto del mercato finanziario si è, non solo spostato verso il sistema comunitario, ma anche, e soprattutto, ulteriormente complicato con una complessa articolazione degli interventi delle Istituzioni comunitarie e nazionali e di quelli delle autorità (quest'ultime riunite in seno ai Comitati europei).

Cominciamo ad analizzare, in via generale, il funzionamento della *procedura Lamfalussy* nell'adozione della direttiva MiFID. Questo passaggio rappresenta il punto di partenza fondamentale per cogliere certe disomogeneità nel processo di attuazione. È, inoltre, importante prendere coscienza di tali elementi, anche in vista della revisione della *procedura Lamfalussy*, prevista per la fine dell'anno in corso. Proprio con la MiFID la *procedura Lamfalussy* ha subito un'importante test, dopo i primi passi – sicuramente positivi - mossi con le direttive sugli abusi di mercato (n. 2003/6/CE) e sul prospetto informativo (n. 2003/71/CE).

Senza entrare nel merito del funzionamento della procedura, che di per sé meriterebbe un incontro *ad hoc*, mi permetto di richiamarne, brevemente, le più importanti innovazioni ed i benefici che queste apportano al processo legislativo comunitario. In primo luogo, è necessario richiamare la forte trasparenza del processo, con le ampie consultazioni pubbliche delle parti interessate, che, al contempo, costituiscono importante strumento di *accountability* e canale di conoscenza delle più diverse istanze del mercato nei vari Paesi europei. In secondo luogo, vi è la celerità nell'adozione di misure (anche di dettaglio), che, sfruttando la flessibilità di intervento al c.d. livello 2, dovrebbe garantire il costante allineamento delle norme alle esigenze di mercato. Tra i fattori positivi occorre anche sottolineare l'impatto della *procedura Lamfalussy* nel processo di recepimento nazionale: in tutti i Paesi europei le istituzioni nazionali e, se del caso, le autorità di vigilanza

hanno provveduto ad effettuare consultazioni (pubbliche od informali) con le parti interessate sul recepimento della MiFID. Tutte queste innovazioni sono da accogliere con favore.

Nonostante alcune difficoltà, sicuramente dovute alla intrinseca complessità della materia ed alla delicatezza dei temi affrontati, mi pare che nel complesso la procedura abbia dato buona prova anche con la MiFID. Vi sono, comunque, alcune zone d'ombra.

Il primo aspetto critico riguarda la scarsa partecipazione nei meccanismi di consultazione da parte dei rappresentanti dei consumatori e degli operatori meno organizzati o meno attivi, con conseguente ridotta rappresentatività dei loro interessi. Per quanto attiene gli investitori non professionali le ragioni sono, principalmente, da imputare alla loro insufficiente organizzazione su scala europea, che impedisce l'interazione su temi di alta complessità tecnica con gli altri attori del mercato e le autorità di vigilanza. Per gli altri soggetti, non si è ancora acquisita quella consapevolezza dei cambiamenti di processo e l'importanza di prenderne parte. Il CESR ha, di recente, promosso iniziative volte a favorire il coinvolgimento dei rappresentanti dei consumatori nei lavori del Comitato.

Il secondo profilo critico consiste nel fatto che la ripartizione tra i vari livelli della procedura (il primo relativo ai principi generali ed il secondo alle norme attuative di dettaglio) non è stata sempre rispettata. Occorre riflettere sulla demarcazione tra profili tecnici della regolamentazione secondaria (per i quali sarebbe opportuno fare affidamento alle indicazioni fornite dai comitati di *regulators*) ed i profili, pur sempre tecnici, ma con portata od implicazioni più strettamente politiche, per i quali risulta necessario effettuare un ulteriore approfondimento in seno alle istituzioni competenti, per un corretto vaglio delle scelte operate dal CESR, alla luce dei più ampi interessi in giuoco. Tale linea di confine è difficile da definire

in via generale e deve essere determinata, caso per caso, dalla Commissione europea, dietro indicazione del CESR; così facendo, si concentrerebbe l'attenzione, nella fase formale di comitologia, sui profili più discussi di *policy*, che necessitano di un più ampio dibattito, guadagnando nella tempistica.

Il terzo è che la iniziale previsione della tempistica per tutte le fasi del processo non è stata adeguatamente valutata e non ha consentito di allocare sufficientemente tempo per la predisposizione della consulenza tecnica, anche alla luce delle ampie consultazioni pubbliche con le parti interessate.

Sul potere regolamentare – nel cui ambito il *network* delle autorità di vigilanza esprime la propria potenzialità nel ruolo di consulente della Commissione Europea, nella sua qualità di legislatore delegato – mi limito a formulare due brevi osservazioni di ordine generale.

- a) La prima verte sull'equivalenza dei poteri attribuiti alle autorità nazionali.

La *procedura Lamfalussy* può sfruttare appieno i propri vantaggi di centralizzazione, snellimento e flessibilità, se tutte le autorità dispongono di poteri regolamentari, tali da consentire il rapido recepimento nazionale delle disposizioni tecniche adottate al livello 2 e delle loro successive revisioni, senza che sia necessario procedere ad un passaggio parlamentare (o di altra natura) per il loro recepimento. Tale beneficio potrebbe essere pienamente realizzato se tutti gli Stati membri recepissero le direttive di primo livello con le c.d. leggi cornice, lasciando il recepimento delle misure di secondo livello (cioè delle disposizioni tecniche) alle norme emanate dalle autorità nazionali, in forza di un'apposita delega ad emanare regolamentazione secondaria. Tuttavia, recenti indagini dimostrano come solamente meno della metà delle autorità di vigilanza dell'Unione Europea siano dotate di tale potere. È, allora, evidente

che i tempi necessari per il recepimento nazionale possano rappresentare un ostacolo, soprattutto quando le misure di livello 2 dovessero essere oggetto di modifiche frequenti; peraltro, tale è il motivo per il quale il rapporto Lamfalussy e la Commissione europea favoriscono l'adozione di misure attuative nella forma di regolamenti.

b) La seconda osservazione verte proprio sull'esercizio del potere regolamentare da parte delle autorità nazionali. È, senza dubbio, eccessivo ritenere che detto potere sia stato sostanzialmente sottratto alle autorità nazionali per essere avvocato alle competenti sedi comunitarie; certo è che le autorità nazionali esercitano il proprio potere in modo diverso da quello sino ad ora seguito a livello nazionale. Infatti: da un lato, esse condividono con le altre autorità, in seno al CESR, la predisposizione delle misure tecniche di attuazione della normativa comunitaria (al livello 2) ovvero di *standards* tecnici di vigilanza (al livello 3); dall'altro, le stesse - quando le disposizioni siano adottate nelle forme di direttive - provvedono al loro successivo recepimento a livello nazionale (basti pensare alla recente regolamentazione da parte della Consob in materia di abusi di mercato e di prospetti informativi). Ma il grado di dettaglio delle norme tecniche adottate al livello 2 è tale da ridurre a margini risicati il grado di discrezionalità in sede di recepimento nazionale; più spesso l'intervento si limita ad un mero recepimento letterale delle disposizioni. È, allora, evidente che il processo di accentramento a livello comunitario della definizione di norme sempre più dettagliate va ad occupare spazi regolamentari che sino ad ora erano di esclusiva competenza (sebbene non in tutti i paesi dell'Unione Europea) delle autorità di vigilanza nazionali. Nel caso, poi, di adozione di norme comunitarie sotto forma di regolamenti, tale potestà regolamentare

viene, di fatto, esautorata. Quindi, si può parlare di “*competenza concorrente*” nell’esercizio del potere regolamentare, sempre più attratto, in verticale, a livello comunitario.

Pertanto, il potere regolamentare delle autorità di vigilanza non viene più esercitato in completa autonomia, ma incontra due tipi di limiti: il primo, interno al network, consiste nella condivisione con le altre autorità della consulenza tecnica alla Commissione europea sulle misure delegate di livello 2; l’altro, esterno al network, consiste nell’intervento della Commissione, degli Stati membri e, in parte anche del Parlamento Europeo, nell’approvazione definitiva di tali misure. Quest’ultimo tipo di interventi, in particolare, rappresenta una limitazione dell’autonomia nell’esercizio del potere regolamentare attribuito alle autorità di vigilanza a livello nazionale e rileva, in ultima analisi, sul piano della più complessa opera di bilanciamento dei poteri tra soggetti, istituzioni ed organi nel c.d. “spazio regolatorio”. Anche in questo ambito si può, sebbene impropriamente, parlare di “*competenza concorrente*” nell’esercizio del potere regolamentare, sebbene, questa volta, in senso orizzontale, per la partecipazione di altri intervenenti nel processo regolamentare.

Svolte queste brevi considerazioni sul funzionamento della *procedura Lamfalussy*, mi sembra sia, oramai, di tutta evidenza che la partecipazione a tale processo rappresenta un passaggio imprescindibile nella dimensione operativa degli operatori, vuoi per il tramite delle associazioni di categoria, vuoi direttamente. Innanzitutto, la partecipazione consente di prendere conoscenza e consapevolezza delle innovazioni regolamentari sin dalle loro origini e, pertanto, consente di mettere tutti gli operatori sullo stesso piano conoscitivo, soprattutto ai fini della comprensione della *ratio* e la genesi delle nuove disposizioni, favorendo così la

loro futura applicazione. La partecipazione consente, poi, di influenzare il processo di formazione delle norme, apportando quell'esperienza specifica del settore e del mercato in cui si opera. Questo consente, in ultima analisi, di beneficiare di un sistema di norme coerente con la prassi operativa già in atto, senza che si creino forti discontinuità, foriere di importanti costi di transizione. Da ultimo, la partecipazione consente di sfruttare questa conoscenza in chiave competitiva, per riposizionarsi nelle scelte strategiche di *business*, consentendo di cogliere in anticipo le nuove opportunità offerte dal nuovo contesto regolamentare. Questo è un passaggio fondamentale per collocare la produzione regolamentare in un contesto di opportunità, oltre che di meri costi, in un sistema nel quale – è sempre più evidente – la regolamentazione costituisce fattore competitivo tra le piazze finanziarie. La nascita di recenti iniziative nel settore della negoziazione o della diffusione di dati di mercato è evidente conferma di come alcuni operatori si siano mossi in anticipo, cercando di sfruttare le nuove opportunità introdotte dalla MiFID.

Alcuni Paesi hanno colto i vantaggi della partecipazione al processo regolamentare, sia perché già connaturale al loro *modus operandi*, sia perché ne hanno colto da subito l'importanza, pur provenendo da contesti socio-economici diversi. Non è difficile individuare detti Paesi, i quali per forza di mercato, per cultura e prassi regolamentare ispirata alla compartecipazione al processo regolamentare, hanno per primi sfruttato tali opportunità. Altri, accorgendosi del divario, si sono mossi per colmare il ritardo. L'intervento si è organizzato a sistema, con il coinvolgimento di tutte le parti, siano esse nel settore pubblico o privato, ciascuna ovviamente nel rispetto dei rispettivi ruoli. È importante che la partecipazione al processo regolamentare sia la più ampia possibile contribuendo alla definizione di un quadro regolamentare che rifletta correttamente le esigenze di tutti i mercati dell'Unione e dei diversi attori del mercato.

È indubbio che la MiFID, al pari di ogni altro processo di regolamentazione europea, ha comportato un riavvicinamento (in effetti un'armonizzazione quasi massima) delle regole sul funzionamento dei mercati mobiliari, al cui esito mi è difficile valutare l'impatto sui relativi sistemi nazionali. Ma al di là di un giudizio specifico sulle singole disposizioni, mi sembra che, ancor più urgente, sia una valutazione complessiva dell'esportazione od importazione di complessi di norme od istituti che vengono calati (potremmo dire trapiantati) in contesti socio-economico-giuridico diversi da quelli di origine. Questo comporta cambiamenti dello scenario operativo, con impatto sui comportamenti dei singoli operatori. Cercando di essere più preciso, ricorrendo ad un esempio, uno dei temi più dibattuti è quello relativo al grado di dettaglio della regolamentazione: è noto che gli operatori cerchano al contempo regole meno stringenti, ma sufficientemente certe da minimizzare il rischio legale nella loro operatività. Non è agevole trovare un giusto bilanciamento di queste legittime richieste. La regolamentazione per principi – adottata anche nella MiFID – consente agli operatori di godere di maggiori spazi di flessibilità; ciò è, comunque, temperato dalla maggiore responsabilizzazione del vertice delle imprese nell'adozione di modelli volti a consentire il raggiungimento degli obiettivi della regolamentazione, tenuto conto delle specifiche esigenze nel contesto dell'impresa. Altri Paesi sono già abituati a questi modelli; anche in Italia si sta velocemente aderendo a questo sistema. Ne sono testimonianza: la MiFID, e soprattutto le disposizioni sulla *best-execution*, sui conflitti di interesse e sull'*outsourcing*; la direttiva sugli abusi di mercato con la segnalazione di operazioni sospette; i modelli interni previsti dal d. lgs. 8 giugno 2001, n. 231. È indubbio che questo rappresenta una delle maggiori innovazioni culturali della recente regolamentazione, sulle quali tornerò tra breve.

## **2. L'attuazione della MiFID e le principali innovazioni di processo**

Venendo al secondo punto che vorrei sviluppare, la direttiva MiFID comporta notevoli sforzi – a tutti i livelli – nel recepimento legislativo e nella successiva attuazione pratica delle regole da parte delle imprese. Anche sotto questo profilo la situazione in Europa non è omogenea: si va da un estremo, rappresentato da quei Paesi (pochi, per la verità) che hanno già provveduto a recepire la MiFID nei rispettivi ordinamenti e che si stanno ora concentrando sugli aspetti dell'attuazione operativa, all'estremo opposto, costituito da quei Paesi (anch'essi pochi, sembra) che recepiranno la MiFID con notevole ritardo ed in prossimità della data di effettiva attuazione delle nuove misure (novembre 2007). Nel mezzo vi sono tutti gli altri Paesi (la maggioranza, sembra) che dovrebbero recepire la MiFID nei prossimi mesi, e comunque entro l'inizio dell'estate. La Commissione europea è molto vigile ed è sul punto di avviare procedure formali di infrazione ed esercita costante pressione sugli Stati membri perché venga minimizzato il ritardo nel recepimento. A ciò si aggiunge la pressione degli operatori che temono che venga eroso parte o tutto il tempo loro riconosciuto per l'adeguamento dei sistemi, in vista dell'entrata in vigore effettiva della nuova disciplina. La situazione potrebbe, poi, ulteriormente complicarsi se, alla data del 1° novembre 2007, alcuni Stati non dovessero aver recepito le disposizioni della MiFID: si aprirebbe, infatti, una seria incertezza giuridica sul regime del passaporto attuale, soprattutto per le filiali comunitarie di intermediari stabiliti in quei Paesi che non abbiano recepito la MiFID. Il venire meno delle regole della direttiva attuale (abrogate per effetto della MiFID a decorrere dal 1° novembre 2007) potrebbe far insorgere delicati problemi giuridici di continuità nell'operatività di tali filiali.

La MiFID introduce nuovi spazi operativi per gli intermediari ed un allargamento del potenziale mercato di riferimento. Non entro nel merito di queste innovazioni. Mi limito ad



osservare che vi sono importanti novità che comportano un'*innovazione culturale*. Le regole dettate a livello comunitario sono improntate a principi (pur nella loro declinazione più dettagliata a livello 2): vi è, quindi, ampio spazio lasciato alle imprese per il raggiungimento degli obiettivi, secondo le modalità più opportune, e tenuto conto della specificità aziendale. Sempre più si fa ricorso all'adozione di *politiche interne* che devono consentire il raggiungimento di determinati obiettivi: così è, ad esempio, in materia di *best execution*, di conflitti di interesse, di *outsourcing*. È, allora, evidente che questo cambiamento comporta tre conseguenze maggiori: innanzitutto, il rafforzamento della responsabilità del c.d. *senior management* nell'assicurare che queste politiche, calate nella realtà aziendale, siano effettive e consentano di perseguire gli obiettivi della regolamentazione; inoltre, comporta una revisione dei sistemi di controllo interno e, soprattutto, della funzione di *compliance* (diversa da quella a cui erano sin qui abituati gli intermediari italiani); infine, vi è sicuramente spazio per l'autoregolamentazione, con l'adozione di modelli, codici o *best practices*, a condizione che questi vengano poi calati nella specifica realtà aziendale.

### **3. La sfida per la vigilanza dei mercati finanziari europei**

La MiFID costituisce un complesso sistema di norme che per il loro effettivo funzionamento e dispiegamento di tutti gli effetti positivi di cui è portatrice necessita il contributo di tutte le forze: ciascuno deve fare la sua parte, sia il mercato, sia le autorità di vigilanza.

La fase regolamentare è, in larga misura, finita, ma si entra ora in una fase non meno delicata: quella dell'applicazione concreta delle norme. È necessario che anche in questa fase – anch'essa centralizzata in larga parte a livello comunitario in seno al CESR, al c.d. livello 3 – si facciano sentire le esigenze degli operatori di tutti i paesi per addivenire ad una condivisione delle prassi attuative (le c.d. *best practices*).

È chiaro che i tempi futuri vedranno sempre più impegnate le autorità di vigilanza a raggiungere posizioni comuni in punto di applicazione della disciplina comunitaria. In tal senso si sono già espressi i Ministri economici europei con le conclusioni dell'Ecofin del 5 maggio 2006. Molte sono le iniziative in cantiere per favorire la convergenza dei sistemi di *enforcement* a livello nazionale: penso, ad esempio, a strumenti per favorire lo sviluppo di una comune cultura di vigilanza quali, ad esempio, iniziative di *training* del personale delle autorità ovvero il sistema di mediazione che il CESR ha di recente predisposto per tentare di risolvere divergenze nell'attuazione delle disposizioni comunitarie tra due o più autorità di vigilanza.

È sempre più evidente come i problemi attuativi vengono ora posti dagli operatori su base europea attendendosi soluzioni e risposte univoche da parte di tutte le autorità di vigilanza. Questo rappresenta una sfida anche per le stesse autorità: c'è piena consapevolezza delle difficoltà che l'integrazione dei mercati pone al sistema di vigilanza nazionale; proprio per questo i comitati europei delle autorità di vigilanza (inclusi quelli attivi in materia bancaria ed assicurativa) hanno predisposto programmi di lavoro, anche congiunti, molto ambiziosi, nella consapevolezza che il loro successo verrà misurato sulla base dei risultati raggiunti e della capacità di soddisfare dette aspettative.

Prima di concludere vorrei sottolineare che la MiFID, oltre al già richiamato bisogno di fornire risposte comuni agli operatori facilitando il *level playing field* nell'applicazione delle medesime regole, ha anche comportato l'emersione di alcuni progetti comunitari: cito, per tutti, il sistema che consentirà alle autorità di vigilanza di scambiarsi i flussi giornalieri delle transazioni (*transaction reporting*) degli intermediari rilevanti per la vigilanza operata da altre autorità. Tale progetto (*Transaction Reporting Exchange Mechanism*, c.d. TREM) costituisce il primo abbozzo di gestione di un sistema

centralizzato di raccolta di dati; nel progetto, esso costituisce solamente uno *hub* per lo scambio di messaggi da un'autorità ad altre, ma sicuramente, è da considerare quale prima risposta (contemplata dalla Direttiva) per consentire alle autorità nazionali di continuare a svolgere la vigilanza dei mercati in un contesto nel quale le negoziazioni non saranno più concentrate in mercati nazionali, ma potrebbero essere disperse in più piattaforme, anche estere.

Più in generale, si può poi rilevare come il fenomeno dell'integrazione dei mercati e l'intensificarsi dell'operatività *cross-border* pongono nuove sfide alla vigilanza nazionale; il rapporto tra le autorità dei paesi di origine e quelle dei paesi ospitanti – che già forma oggetto di vivace dibattito per quanto attiene alla vigilanza delle *branches* - dovrà essere risolto con una rafforzata cooperazione da parte delle autorità coinvolte. Sarà necessario sviluppare, in seno al CESR, modelli di cooperazione del tipo di accordi quadro. È, probabile, che nel futuro gli strumenti previsti dalla MiFID non siano più sufficienti e che sia necessario adottare un quadro normativo che consenta il ricorso a strumenti giuridici per rafforzare tale cooperazione; penso, ad esempio, alla delega di compiti di vigilanza.

**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 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 Garanzza  
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.  
Carichi 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.  
Intesa San Paolo 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 Advisory 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](http://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»

- N. 214 G. Morcaldo - S. Rossi - M. Lossani - luglio 2004  
**“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. Ornaghi - 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
- N. 233**      **“L’IMPATTO DELLA DIRETTIVA MiFID SUI MERCATI”**  
M. Anolli - G. Petrella - C. Faissola - G. Cammarano - maggio 2007
- N. 234**      **“IL FEDERALISMO FISCALE IN ITALIA: FATTI E PROBLEMI”**  
M. Bordignon - F. Ambrosiano - A. Zanardi - A. Staderini - maggio 2007
- N. 235**      **“IL CONFLITTO DI INTERESSI NELLA PRESTAZIONE DEI SERVIZI DI INVESTIMENTO: DIAGNOSI E TERAPIE”**  
G. Presti - M. Rescigno - maggio 2007
- N. 236**      **“IL RUOLO DELLE AUTORITÀ NELLA REGOLAZIONE DELLA FINANZA”**  
M. Onado - G. Calabrò - F. Saccomanni - maggio 2007
- N. 237**      **“I CONFLITTI D’INTERESSE E I SERVIZI D’INVESTIMENTO”**  
T. Bianchi - M. Bianco - M. Sarcinelli - maggio 2007 - luglio 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](mailto:assbb@bpci.it)

Finito di stampare Settembre 2007