



**CONSOB**

COMMISSIONE NAZIONALE  
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

---

*Associazione per lo Sviluppo degli Studi di Banca e Borsa*  
«Le regole e la governance: gli effetti del recepimento della direttiva MiFID»

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

*Vittorio Conti*  
*Commissario Consob*

---

Perugia 22-23-24 marzo 2007

## INDICE

---

<b>A - PREMESSA.....</b>	<b>3</b>
<b>B - La “MARKET in FINANCIAL INSTRUMENTS DIRECTIVE” (MiFID) .....</b>	<b>7</b>
B.1 Tutela degli investitori .....	11
B.2 Incentivi (inducements) .....	14
B.3 Imprese di investimento, attività e strumenti finanziari .....	15
B.4 Passaporto.....	18
B.5 Cooperazione tra le Autorità di Vigilanza.....	20
<b>C - ALCUNE CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE .....</b>	<b>21</b>
C.1 Le stime di impatto.....	21
C.2 Oltre le stime di impatto .....	26

---

## 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 77/780) cui è seguita dodici anni dopo una seconda direttiva<sup>2</sup> (la 89/646) destinata a

---

\* 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*”.

<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*

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 fondamentalmente "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 settore

---

*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.

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 condizioni 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>.

---

<sup>4</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

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

---

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.

## **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

---

<sup>5</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).

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 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 Sistemati* 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 Il 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 rispettare 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 sé 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**

25. 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 essere 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.*