

CONSOB

ASSORETI CONVEGNO ANNUALE
FORTE DEI MARMI, 19 MAGGIO 2007

LE AUTORITÀ DI REGOLAZIONE DEL MERCATO E LE RETI DI
PROMOTORI FINANZIARI
PROBLEMI E PROSPETTIVE ALLA LUCE DEL QUADRO COMUNITARIO

II SISTEMA DELL'INTERMEDIAZIONE
MOBILIARE ITALIANO E LA MIFID

INTERVENTO DI ANTONIO ROSATI

IL SISTEMA DELL'INTERMEDIAZIONE MOBILIARE ITALIANO E LA MiFID

1. PREMESSA

Nel corso del 2007 troveranno accoglimento nell'ordinamento italiano la MiFID (2004/39/CE) e le relative misure di attuazione (Regolamento CE n. 1287/2006 e Direttiva n. 2006/73/CE).

E' facile prevedere che l'entrata in vigore di queste nuove regole dispiegherà effetti economici rilevanti sugli operatori del settore.

L'implementazione della nuova disciplina europea non si tradurrà, in un mero sforzo di *compliance*; ma considerata la portata innovatrice della disciplina in parola, è molto probabile che essa produca effetti sulla posizione competitiva dei singoli intermediari.

Di seguito procederò dapprima a svolgere talune osservazioni sullo stato del settore dell'intermediazione mobiliare nazionale (cfr. par. 2). Successivamente fornirò una breve illustrazione delle analisi preliminari condotte dalla Consob in relazione ai costi e benefici, minacce ed opportunità, derivanti dall'implementazione della MiFID (cfr. par. 3). Infine mi soffermerò su alcuni temi che toccano più da vicino l'industria della distribuzione dei prodotti finanziari (par. 4).

2. ANALISI DI SETTORE

2.1 Gli operatori

Il settore italiano dei servizi di investimento conta al 31 dicembre 2006, n. 736 banche, n. 106 SIM e n. 196 SGR.

Risultano pure abilitate 46 imprese di investimento comunitarie con succursale e oltre 1200 imprese di investimento comunitarie operano in libera prestazione di servizi.

2.1.2 Le SIM

L'**Albo** delle SIM ha fatto registrare negli ultimi anni un andamento flettente: 106 iscritti al 31/12/06 rispetto a n. 108 del 2005, 171 nel 2000.

I **sogetti di nuova iscrizione** nel 2006 risultano caratterizzati da un'elevata specializzazione: n. 7 delle n. 8 nuove autorizzazioni sono state rilasciate a SIM monoservizio¹. In particolare n. 3 SIM sono state autorizzate all'esercizio del servizio di gestione di patrimoni, n. 2 a quello di ricezione e trasmissione di ordini nonché mediazione, n. 2 a quello di collocamento senza

¹ L'unica SIM pluriservizio autorizzata riviene da trasformazione di studio di agente di cambio.

preventiva sottoscrizione, assunzione a fermo o concessione di garanzia. Si osserva dunque come il settore della negoziazione non sembri ritenuto “aggregabile” dai nuovi entranti.

Le **uscite** dall’Albo (n. 10) restano, in termini quantitativi, sostanzialmente in linea con quelle registrate nel 2005, tuttavia, per il 2006 esse sono caratterizzate da differenti e specifiche motivazioni.

Va rilevato in particolare il rilievo assunto dai provvedimenti amministrativi di liquidazione coatta che spiegano il 40% delle uscite di soggetti dall’Albo nel 2006; per alcuni intermediari marginali le situazioni economiche non soddisfacenti hanno costituito un incentivo a porre in essere comportamenti scorretti: i procedimenti di liquidazione coatta sono stati avviati dalle Autorità nei confronti di operatori marginali, non riconducibili a gruppi, a causa di situazioni di grave irregolarità, spesso in violazione dei principi di separazione patrimoniale, unite a situazioni economico/patrimoniali deteriorate.

Permane fra le motivazioni all’uscita, quella del processo di concentrazione delle SIM nelle altre tipologie di intermediari operanti nel mercato mobiliare, caratterizzati o da una maggiore specializzazione (SGR, figura del gestore unico) o, viceversa, da un’estrema ampiezza dell’operatività (banche).

L’esame del **numero di servizi** autorizzato conferma la marcata specializzazione degli operatori con oltre il 42% delle SIM autorizzate alla prestazione di un solo servizio, e con circa i due terzi autorizzati allo svolgimento di non più di due servizi; i soggetti realmente polifunzionali, abilitati allo svolgimento di tutti i servizi, sono pari al 7,5% del totale iscritti. Il fenomeno emerge anche analizzando il numero medio di servizi autorizzati per ciascun intermediario, che mostra nell’ultimo quinquennio una riduzione da circa 2,5 a 2,27.

Circa i **singoli servizi**, autorizzati al 31 dicembre 2006, quello più frequentemente autorizzato risulta essere il “collocamento senza preventiva sottoscrizione”, esercitabile da circa il 70% dei soggetti iscritti nell’Albo SIM.

Quanto alla **struttura proprietaria**, le SIM continuano ad essere possedute in prevalenza dalle persone fisiche che detengono, al 31 dicembre 2006, il controllo di circa la metà dei soggetti iscritti. Solo il 46% delle SIM è riconducibile nell’alveo di gruppi finanziari e di essi circa il 17% fa parte di gruppi bancari od assicurativi esteri.

2.1.3 Le banche abilitate alla prestazione di servizi di investimento

L’andamento dei **soggetti iscritti nell’Albo delle banche** autorizzati alla prestazione di servizi di investimento conferma anche per il 2006 la dinamica crescente.

In particolare dopo anni di contrazione (n.781 banche abilitate nel 2000, n. 710 nel 2003), si registra, come già nell’ultimo biennio (n. 716 banche abilitate nel 2004, n. 725 nel 2005), una crescita dei soggetti abilitati (+1%) che raggiungono un totale di n. 736 unità.

L’**incidenza percentuale delle banche abilitate** alla prestazione di servizi di investimento rispetto al totale delle banche complessivamente iscritte nell’Albo tenuto dalla Banca d’Italia supera ormai stabilmente il 90%.

Quanto alla **distinzione per categorie giuridiche** emerge che gli enti creditizi in forma di cooperativa (popolari e bcc) sono pressoché tutti abilitati alla prestazione di almeno un servizio

di investimento, diversamente da quanto si rileva per le banche SPA e per le filiali di banche estere per le quali la più bassa incidenza di abilitazioni allo svolgimento di servizi di investimento (rispettivamente 87% e 53%) appare riconducibile alla presenza, in tali categorie, di soggetti fortemente specializzati in attività prettamente bancarie (credito a medio-lungo termine, credito al consumo, mutui casa, emissione e gestione di carte di credito, leasing e factoring).

Si rileva comunque una maggiore “polifunzionalità” degli intermediari creditizi rispetto alle SIM: le banche infatti sono autorizzate in media a 3,6 servizi fronte, come detto, di 2,27 delle SIM.

I servizi maggiormente autorizzati in capo alle banche risultano quelli di ricezione e trasmissione di ordini e di collocamento senza preventiva sottoscrizione, che fanno registrare altresì una costante crescita e risultano esercitabili da quasi tutti i soggetti bancari autorizzati alla prestazione di almeno un servizio; il dato appare evidenziare, come si dirà meglio in seguito, il ruolo prettamente commerciale e distributivo che ha assunto il sistema bancario italiano.

D’altro canto il servizio di gestione è esercitabile da un numero ristretto di soggetti (n. 226) che vanno peraltro continuamente riducendosi come dimostra la flessione del 2006 pari ad oltre il 5%, a conferma della concentrazione dell’attività di *asset management* (spesso nelle SGR di gruppo). Il fenomeno deve ricondursi allo sfruttamento delle economie di scala. Peraltro il diretto svolgimento dell’attività gestoria è riconducibile ad un numero ancor più ridotto di operatori per effetto dell’ampio utilizzo dello strumento della delega di gestione da parte di soggetti che in tal modo conferiscono ad altri enti le concrete scelte di investimento sui portafogli gestiti, mantenendo però la relazione commerciale con la propria clientela. Da analisi condotte emerge che oltre il 40% delle banche esercenti il servizio di gestione ha delegato le scelte su oltre i due terzi del patrimonio gestito.

2.3 I principali aggregati del settore

2.3.1 *Le masse operative*

Dal punto di vista dei **volumi**, il settore dell’intermediazione mobiliare è dominato dalle SGR (per il servizio di gestione individuale) e dalle banche (per tutti gli altri servizi); le SIM rappresentano nel loro insieme una quota minore del comparto, pur se con talune significative eccezioni: sussistono infatti, come si dirà in seguito, a causa del grado di concentrazione del comparto, società di intermediazione mobiliare in grado di sviluppare volumi particolarmente rilevanti in specifici servizi di investimento.

Nel 2006 sono state confermate tali evidenze con un andamento lievemente differenziato nell’ambito dei diversi servizi di investimento.

In particolare, nel servizio di **gestione individuale** si è verificata una nuova contrazione della quota di mercato riconducibile alle banche (28%) ed alle SIM (4%), a favore di un’ulteriore crescita delle SGR, che detengono ormai oltre i due terzi delle masse nel complesso gestite dagli intermediari operanti in Italia.

Peraltro le SGR maggiormente rilevanti risultano di emanazione bancaria; in particolare si stima che oltre il 90% del patrimonio gestito da SGR sia riconducibile ad SGR facenti capo a banche.

Esse, infatti, assumono, sempre più di frequente, il ruolo di “gestore unico” nell’ambito dei gruppi bancari di maggiori dimensioni.

Nel servizio di **negoziazione in conto proprio** le SIM mantengono una quota marginale (3%), in un’attività dominata dalle banche (97%), maggiormente dotate dei mezzi patrimoniali necessari a fronteggiare i rischi insiti nell’operatività in discorso.

I servizi di **ricezione e trasmissione di ordini** e di **negoziazione in conto terzi** risultano quelli in cui le SIM sono maggiormente presenti in termini di volumi sviluppati, confermando la loro storica natura di “operatori di borsa”; peraltro la preponderanza delle banche anche in questo settore è ormai netta.

In particolare, nel primo semestre del 2006 si rileva peraltro un forte calo della quota di mercato delle SIM nel servizio di ricezione e trasmissione di ordini, passata dal 24% al 17%, a vantaggio delle banche (83%); la contrazione è peraltro da attribuirsi ad un evento straordinario, l’uscita dall’Albo delle SIM alla fine del 2005 di un soggetto particolarmente rilevante per l’operatività in discorso.

Nel medesimo periodo le SIM riescono a mantenere una rilevante quota di mercato nel servizio di negoziazione per conto di terzi, che permane l’attività nella quale tale tipologia di intermediario conserva un peso particolarmente significativo coprendo circa il 40% del mercato.

Nel servizio di **collocamento senza garanzia** si rileva una crescita della quota di mercato riconducibile alle SIM (da circa il 5% a circa il 6%) rispetto alle banche (94% da 95%); le SIM perdono però ulteriore peso nell’ambito del **collocamento svolto con offerta di garanzia** all’emittente, dove detengono ormai una presenza marginale (0,4%); in tale ultimo segmento di attività, infatti, le banche (99,6%) possono far prevalere le loro maggiori dotazioni patrimoniali, che consentono una più ampia assunzione di rischi.

Anche nell’attività di **offerta fuori sede** le SIM mostrano una presenza significativa; ad esse sono riferibili circa il 20% dei promotori finanziari operativi mentre il restante 80% è appannaggio delle banche. Ancor più rilevante la quota delle SIM se si considerano solo i promotori con contratto diverso da quello di lavoro dipendente: in tal caso la percentuale di soggetti riferibili a SIM è pari a circa il 24%.

I volumi dell’attività riflettono queste evidenze: le SIM detengono una quota di mercato sui volumi offerti fuori sede di circa il 23% a fronte del 77% circa riconducibile a enti creditizi. Inoltre in questo segmento operativo le SIM non appaiono subire erosioni di quote di mercato da parte delle banche, come dimostra il confronto dei dati dell’ultimo biennio, sostanzialmente stabili. Peraltro, è opportuno sottolineare che l’elevato grado di concentrazione rilevabile nel comparto dell’offerta fuori sede delle SIM, fa ricondurre oltre il 90% dei volumi operativi alle prime 5 società.

Emerge che il veicolo SIM è ritenuto, per un verso, da importanti gruppi bancari o assicurativi, come idoneo a divenire il contenitore dell’attività di offerta fuori sede di gruppo, consentendo di segregare i rischi reputazionali in un’entità separata da quella bancaria/assicurativa; d’altro canto, la forma giuridica della SIM consente ad operatori indipendenti, intenzionati a costruire reti alternative a quelle facenti capo a banche o assicurazioni, di entrare sul mercato con una struttura più specializzata e dunque più “agile” di quella bancaria.

2.3.2 I ricavi

Per quanto riguarda il profilo reddituale, l'esame della ripartizione dei ricavi da intermediazione mobiliare fra le varie categorie di attori presenti nel settore fa ancora emergere la centralità del sistema bancario.

In particolare, alle banche sono riconducibili circa il 90% del totale ricavi da intermediazione mobiliare. E' confermata la preminenza pressoché assoluta delle banche Spa che detengono quote dominanti in tutti i servizi di investimento (oltre il 76% del totale ricavi è riconducibile alle banche SPA, meno del 2% alle BCC, circa il 7,5% alle popolari e circa il 3,5% alle filiali di banche estere). Alle SIM ed alle SGR (limitatamente alla prestazione del servizio di gestione individuale) sono riconducibili quote nell'ordine del 5,4% del totale ricavi della specie.

Quanto alla contribuzione dei singoli servizi di investimento al processo di formazione del reddito, l'attività che maggiormente consente alle SIM di incamerare commissioni attive risulta essere quella di distribuzione (collocamento e offerta fuori sede).

Tale segmento operativo assume un'incidenza di circa il 55% (in forte crescita rispetto al 45% del dicembre 2005) sul totale delle commissioni attive incassate dalle SIM; particolarmente rilevante risulta l'incidenza dell'offerta fuori sede il cui peso è inoltre sensibilmente cresciuto nel corso del primo semestre 2006 (dal 33% al 42%).

Peraltro, qualora si volesse considerare come attività di distribuzione anche quella di ricezione e trasmissione di ordini, in cui risulta spesso effettivamente prevalente la componente "commerciale" del rapporto col cliente rispetto a quelle di "produzione" del servizio, si osserva che il peso dell'attività distributiva aumenterebbe superando il 65% del totale commissioni attive.

Tale informazione, letta alla luce del ridotto apporto ai volumi totali del sistema SIM dell'attività distributiva, appare dimostrare l'alto valore aggiunto di questo segmento operativo.

Quanto sopra appare indicare che anche le SIM, in linea con una tendenza in atto nel sistema finanziario italiano, stanno sempre più indirizzandosi verso attività tipicamente commerciali.

Infatti anche le banche presentano una predominante incidenza delle commissioni rivenienti da attività distributiva che contano per circa l'80% del totale commissioni attive da servizi di investimento incassate. Anche in questo caso, qualora si volesse considerare come attività di distribuzione quella di ricezione e trasmissione di ordini la percentuale raggiungerebbe circa il 90%.

Tuttavia differente è la natura di ricavi da attività distributiva incassata da SIM e banche che riflette la diversa struttura delle reti: per le prime è predominante l'introito da offerta fuori sede (75%), mentre per le seconde è nettamente prevalente il ricavo allo sportello (80%).

Per gli enti creditizi di rilievo risultano poi gli introiti da negoziazione in conto proprio (12% del totale ricavi da intermediazione mobiliare) che, peraltro, essendo correlati all'andamento del mercato, mostrano una marcata ciclicità.

3. L'IMPATTO DELLA MiFID

3.1 *I benefici*

Nel contesto di riferimento poc'anzi delineato, l'introduzione nell'ordinamento italiano delle misure di recepimento della MiFID potrà esplicare effetti, come anticipato, non di sola necessità di *compliance*, ma di tipo strategico-competitivo, sugli intermediari mobiliari.

In proposito, le analisi costi/benefici da più parti² condotte sulla materia, nonché le prime riflessioni svolte dalla Consob, rinviengono i principali “vantaggi” prodotti dall'implementazione della disciplina in discorso nel “livellamento del campo da gioco” in ambito europeo nel settore dell'intermediazione mobiliare, che determinerà, a livello macro economico, la creazione di un mercato dei capitali di maggiori dimensioni, più competitivo, più efficiente e più liquido.

Per le imprese del settore questo dovrebbe declinarsi in una **riduzione dei costi** per l'operatività transfrontaliera grazie alla omogeneizzazione delle regole di condotta da rispettare per lo svolgimento di attività in diversi Paesi ed all'ampliamento della copertura del passaporto europeo, nonché per l'eliminazione delle residue barriere all'entrata tuttora sussistenti sotto il “regime ISD”.

Infatti:

- la possibilità di operare in mercati nazionali realmente omogenei dal punto di vista della disciplina di settore determinerà un risparmio in termini di costi di adattamento dei sistemi operativi e dei sistemi informativi aziendali alle realtà locali, tuttora, vigente l'ISD, di rilevante misura;
- la copertura del passaporto europeo sarà più ampia ricadendo in esso l'operatività su un novero di prodotti derivati molto più ampio in termini di sottostanti (ad es. merci, energia, crediti, variabili meteorologiche...) nonché nuove attività e servizi di investimento o accessori (gestione di MTF, consulenza, produzione di studi e ricerche), il che renderà possibile alle imprese interessate operare senza sottostare a processi di autorizzazione da parte delle Autorità nazionali ospitanti;
- saranno definitivamente eliminate le barriere per l'accesso ai mercati ancora esistenti sotto la ISD in termini di costi sostenuti dagli operatori non insediati nei Paesi di origine dei mercati, nonché in relazione ai servizi di *post trading*.

I medesimi fattori sopra descritti, uniti all'eliminazione degli obblighi di concentrazione degli scambi nei mercati regolamentati, produrranno d'altro canto **nuove opportunità di business** per gli operatori, che potranno adottare strategie commerciali unitarie sul mercato europeo, ragionando realmente in ottica di mercato unico, con la possibilità di generare correlati **maggiori ricavi**.

Si potranno così raggiungere dimensioni operative maggiori ed i connessi, benèfici effetti in termini di economie di scala e di scopo.

² Cfr. FSA, “The overall impact of MIFID”, 2006; JPMorgan, “MIFID Report II”, 2006; KPMG, “Capturing value from MIFID”, 2006; ECMI Policy brief “The MiFID revolution”, 2006 .

In particolare, la eliminazione della concentrazione degli scambi nei mercati regolamentati ed il conseguente superamento della presunzione di *best execution* per le transazioni ivi concluse³, apriranno agli “internalizzatori sistematici” ed agli “organizzatori di MTF (*multilateral trading facilities*)” la concorrenza alle borse valori. Costoro potranno dunque “distrarre” parte del flusso di ordini che oggi confluiscono nei mercati regolamentati, incamerando i connessi ricavi in termini di commissioni o di *spread*.

La rimozione dell’obbligo di concentrazione dovrebbe altresì creare opportunità di *business* in materia di produzione e diffusione dei dati di mercato. Ad oggi, anche in tale settore, i mercati regolamentati agiscono come monopolisti nella gestione dell’informazione *pre - trading* e *post - trading*, introitando tutti i ricavi da essa generati⁴. Con la moltiplicazione delle *trading venues* i dati di mercato saranno invece prodotti da diverse entità (internalizzatori, MTF, mercati regolamentati) che dunque potranno autonomamente sfruttarne il valore economico.

Inoltre, opportunità di ricavi aggiuntivi saranno generate dalla maggiore apertura del mercato dell’offerta di servizi di *post trading*, conseguenza diretta della concorrenza fra *trading venues*, soprattutto nei Paesi dove oggi i mercati regolamentati sono organizzati nel sistema c.d. a “*silos*” (ad. es. l’Italia) che prevede l’integrazione verticale dell’attività di gestione del mercato con quelle di *clearing* e di *settlement*⁵. Infatti in tali contesti il *clearing* ed il *settlement*, in presenza di concorrenza fra diversi luoghi di esecuzione delle transazioni, potranno essere forniti da operatori a loro volta in concorrenza, su un piano di parità rispetto all’attuale situazione di incipiente monopolio dei gestori dei mercati regolamentati.

3.2 I costi

I ridetti benefici in termini di riduzione di costi e di incremento di specifiche categorie di ricavi, saranno peraltro accompagnati da una prevedibile **crescita di altre tipologie di costi**.

Ogni cambio di regole nel settore dell’intermediazione mobiliare porta necessariamente con sé l’onere di un rapido adattamento del personale degli intermediari, dei loro sistemi informativi, nonché di tutti i processi operativi aziendali, cui corrisponderanno incrementi di spesa.

I maggiori oneri derivanti dal conformarsi alla MiFID saranno di due tipi: costi di primo impianto e costi ricorrenti.

³ L’art. 32 del Regolamento CONSOB n. 11522, ai commi 3 e 4, stabilisce infatti quanto segue:

“3. [...] gli intermediari autorizzati eseguono in conto proprio o in conto terzi le negoziazioni alle migliori condizioni possibili con riferimento al momento, alle dimensioni e alla natura delle operazioni stesse. Nell’individuare le migliori condizioni possibili si ha riguardo ai prezzi pagati o ricevuti e agli altri oneri sostenuti direttamente o indirettamente dall’investitore.

4. Le condizioni di cui al comma 3 si considerano soddisfatte nel caso in cui la negoziazione sia eseguita:

- durante l’orario ufficiale di negoziazione, come definito dal regolamento previsto dall’articolo 25, comma 2, del Testo Unico, in un mercato regolamentato;
- al di fuori dell’orario ufficiale di negoziazione, come definito dal regolamento previsto dall’articolo 25, comma 2, del Testo Unico, in un mercato regolamentato o in un sistema di scambi organizzati.”

⁴ Studi recenti riferiscono che il peso dei ricavi da *data selling* conti fra il 12% ed 20% del totale ricavi dei mercati regolamentati.

⁵ Si osserva che, oltre che la MiFID, incideranno sul settore del *post trading* le numerose iniziative in corso in sede UE. Si fa riferimento in particolare ai recenti studi pubblicati dalla BCE sulla creazione di un sistema di *settlement* centralizzato da essa gestito, ed alle azioni della Commissione Europea in materia di apertura alla concorrenza dei sistemi finanziari che suscitano dubbi sulla compatibilità del sistema c.d. “a *silos*” con un mercato realmente concorrenziale.

Quanto alla destinazione delle maggiori spese, appaiono assumere particolare rilievo, anche sulla base di ricerche condotte da altre Autorità, le seguenti tematiche:

- **best execution:** maggiori oneri derivanti dalle nuove previsioni in materia che impongono agli intermediari che eseguono o ricevono e trasmettono ordini per conto della clientela di implementare e mantenere efficienti procedure in grado di valutare una pluralità di piattaforme, fra le quali dover scegliere la migliore per l'interesse del cliente; abrogato ogni obbligo sulla concentrazione degli scambi, le procedure dovranno quindi assicurare un'ideale selezione delle *trading venues* per ciascuna differente tipologia di strumento finanziario che l'impresa si predispone a trattare con la propria clientela;
- **transaction reporting:** maggiori oneri derivanti dalla dettagliata informativa che gli intermediari dovranno trasmettere alle Autorità di vigilanza in relazione alle singole transazioni poste in essere su strumenti finanziari ammessi alla negoziazione in un qualsiasi mercato regolamentato.

Oltre a questo incremento dei costi, si segnala infine, con specifico riferimento ai soggetti esercenti attività di negoziazione, che potrebbero determinarsi negative rifluenze anche dal lato dei ricavi.

Infatti nel nuovo ordinamento, secondo una possibile lettura di alcune disposizioni contenute nella MiFID e nelle relative misure di secondo livello, di recente fatta propria anche dalla Commissione Europea, i soggetti "gestori" potranno eseguire direttamente le operazioni, da essi stessi decise, a valere sui portafogli gestiti per conto della clientela, pur senza essere autorizzati allo svolgimento di servizi di negoziazione (aderendo ad esempio direttamente ai mercati regolamentati od agli MTF) .

Tale circostanza condurrebbe ad una potenziale erosione dei ricavi per i soggetti "negoziatori" che basano la propria attività sulla esecuzione di ordini provenienti da "gestori terzi", i quali, nel mutato quadro normativo, sarebbero in grado di provvedere autonomamente alla concreta attuazione delle scelte operative effettuate sui portafogli gestiti, disintermediando in tal modo i "negoziatori".

* * *

Sulla base di quanto fin qui descritto, è evidente in primo luogo come le attività direttamente interessate, dal punto di vista "economico", dalle imminenti modifiche normative saranno quelle di **negoziazione e di ricezione e trasmissione di ordini**.

In tale contesto, vari fattori lasciano ipotizzare che i soggetti marginali che traggono la parte preponderante dei loro ricavi dallo svolgimento di questi servizi possano subire una contrazione dei fatturati che, unita alla crescita dei costi indotti dal mutato ambito normativo, potranno spingerli fuori mercato.

Tali operatori, infatti non godranno, se non in misura limitata, dei benefici indotti dalla MiFID in termini di maggiori ricavi o minori costi.

In particolare le ridotte dimensioni potrebbero non consentire a tali soggetti di svolgere in maniera efficiente l'attività di internalizzatori né di canalizzare ordini in misura tale da costituire un MTF. Neppure potranno essi porsi come "data vendors" o ritagliarsi un ruolo nel segmento

del post trading, ove è preminente lo sfruttamento delle economie di scale riveniente dalle grandi dimensioni.

Né i vantaggi provenienti da una più agevole operatività transfrontaliera potranno essere sfruttati da soggetti da sempre caratterizzati da un'operatività limitata ad ambiti locali. Anzi, l'ingresso nel mercato di più numerosi operatori esteri potrebbe incrementare il livello di concorrenza, riducendo i margini di guadagno dei soggetti in discorso.

Inoltre una riduzione dei ricavi potrà essere determinata, come detto, dall'opportunità concessa, secondo possibili interpretazioni, dalla nuova disciplina ai soggetti "gestori", di eseguire direttamente le disposizioni a valere sui portafogli da essi gestiti.

Viepiù la rimozione dell'obbligo di concentrazione degli scambi potrebbe tradursi in una ulteriore minaccia per i negozianti marginali; infatti tale circostanza potrebbe determinare l'avvio di una intensa concorrenza da parte di soggetti di grandi dimensioni, internalizzatori degli ordini della clientela, che potrebbero attirare volumi di ordini prima convogliati verso i soggetti marginali e da questi "girati" ai mercati regolamentati. Anche l'eventuale adesione al mercato regolamentato, potrebbe dunque non costituire, in tale contesto, un vantaggio competitivo sufficiente a garantire la sopravvivenza.

D'altro canto i costi aggiuntivi di implementazione della nuova disciplina, in specie quelli di natura fissa, graveranno quindi su conti economici già asfittici ed in un contesto di possibile ulteriore contrazione dei ricavi. Si fa in particolare riferimento alle spese da sostenere per le procedure di *best execution*, che andranno, oltrechè costituite, continuamente revisionate, nonché ai costi che, in via generale, dovranno sostenersi per l'addestramento del personale e le modifiche ai sistemi informativi aziendali.

4. L'IMPATTO DELLA MiFID SULLA DISTRIBUZIONE

La preliminare ricostruzione dell'impatto della MiFID sopra condotta tiene conto esclusivamente dei più probabili e valutabili effetti dell'implementazione della nuova normativa.

Merita ora di condurre alcune riflessioni sull'impatto della normativa comunitaria sul segmento di attività della distribuzione. E va subito detto sul punto che hanno effetti rilevanti su tali industrie le tematiche degli inducement e del servizio di consulenza, introdotto dalla MiFID come nuovo servizio di investimento.

Nel tracciato normativo della MiFID, il risparmiatore può accedere o essere orientato ad un investimento in strumenti finanziari (e, in particolare quote di fondi comuni) mediante quattro distinte modalità, che implicano distinte relazioni negoziali nei confronti di intermediari offerenti servizi diversi.

Le attività di intermediazione che consentono l'accesso ad investimenti in strumenti finanziari (e in particolare, quote di fondi comuni) possono essere distinte in:

- 1) ricezione e trasmissione di ordini in modalità *execution only*;
- 2) ricezione e trasmissione di ordini (*tout court*);
- 3) collocamento;

4) consulenza in materia di investimenti⁶.

Le prime tre attività possono ricollegarsi al concetto economico di distribuzione in senso lato, da tenere logicamente distinte dal servizio di consulenza “in senso proprio”. Va peraltro osservato che, **nella cornice della direttiva MiFID, il servizio di collocamento⁷ e quello di “ricezione e trasmissione di ordini” non** sono definiti né dalla direttiva di livello 1 né dalle misure di livello 2; gli stessi sono solo “denominati” nell’elenco dei servizi e delle attività di investimento e incidentalmente evocati in talune disposizioni.

Di seguito, si forniscono gli elementi peculiari delle suddette attività (*rectius* “servizi di investimento”) sulla base della ricostruzione del contenuto della prestazione sottostante, nonché le relative previsioni della MiFID.

1) RICEZIONE E TRASMISSIONE DI ORDINI IN MODALITÀ “EXECUTION ONLY”

Si tratta di un’operatività che vede il soggetto abilitato attivo in fase di mera ricezione di specifiche proposte negoziali da parte dell’investitore, con successiva esecuzione per conto di questo (direttamente nei confronti della SGR, nel caso di quote di OICR⁸) o ulteriore trasmissione ad altro soggetto abilitato per la conclusione della sottoscrizione (è il caso, ad esempio, dell’utilizzo di piattaforme di distribuzione *on-line*).

In tale contesto, anche alla luce della circostanza che il servizio può essere reso in tale modalità solo “*a iniziativa del cliente o potenziale cliente*” (par. 6 dell’art. 19 della MiFID), gli **obblighi** gravanti sull’intermediario nel contesto della MiFID si limitano, per quanto qui di rilievo, a quelli **di tipo informativo** (che potranno estrinsecarsi rendendo disponibile all’investitore il prospetto informativo del prodotto oggetto dell’ordine), con esclusione pertanto dell’obbligo di “conoscere il proprio cliente” e di valutare la coerenza dello strumento rispetto alle caratteristiche personali di questi⁹.

2) RICEZIONE E TRASMISSIONE DI ORDINI (TOUT COURT)

L’operatività in oggetto ricalca lo schema logico applicato in precedenza, con la differenza che, in questo caso, il cliente non ha espresso la volontà di ricevere un servizio di “mera esecuzione”.

⁶ Prima della MiFID, il servizio di consulenza era classificato tra i servizi accessori e in quanto tale poteva essere svolto liberamente da chiunque, non essendo soggetto a riserva di attività né, conseguentemente, a specifica autorizzazione. Qualora, tuttavia, il servizio fosse prestato dagli intermediari autorizzati alla prestazione dei servizi di investimento – nei limiti di cui si dirà nel prosieguo – la consulenza, rientrando tra i servizi accessori, era assoggettata, in via generale, alle regole di condotta dettate dal testo unico e dal Regolamento della Consob.

⁷ Non è privo di pregio rammentare che il “collocamento” costituisce, per taluni aspetti, il servizio su cui è costruita la disciplina nazionale dell’*“offerta fuori sede”* che continua anche con la MiFID) ad essere area sostanzialmente rimessa ai singoli Stati membri.

⁸ Nel caso di quote di fondi comuni, la modalità di “*execution only*” è limitata ai fondi armonizzati.

⁹ E’ peraltro utile rammentare che, ai sensi dello stesso art. 19 par. 6 (in materia di *execution only*), l’impresa di investimento deve comunque rispettare i propri obblighi discendenti dalla disciplina dei conflitti di interesse.

Il rapporto intermediario/cliente è pertanto presidiato da obblighi ulteriori rispetto a quello di tipo informativo, avendo particolare riguardo all'operatività dell'obbligo di conoscere il proprio cliente e di valutare la coerenza dello strumento rispetto alle sue caratteristiche personali, sia pure in quella forma "minore" rispetto ai servizi di consulenza e gestione di portafogli costituita dalla valutazione di appropriatezza e non di adeguatezza (*suitability*)

La comprensione del prodotto da parte dell'investitore che sottoscrive dovrà dunque essere verificata da parte dell'intermediario, tramite la raccolta di informazioni in merito alle **conoscenze ed alle esperienze in materia di investimenti** del soggetto ordinante (test di "*appropriateness*").

3) COLLOCAMENTO

Nell'esercizio di tale attività, il distributore assume le funzioni di vero e proprio "venditore" del prodotto per conto di uno o più gestori. Lo scambio informativo con il cliente avviene su basi episodiche, ma può essere reiterato in relazione allo spettro delle attività promozionali poste in essere dal collocatore sui prodotti che intende commercializzare e, naturalmente, in coerenza con il profilo del cliente così come rappresentato dallo stesso.

L'attività informativa svolta dal collocatore ha una matrice propriamente promozionale, nel senso che risulta intenta a veicolare, in relazione agli accordi pregressi raggiunti tra collocatore e gestore, il consenso del risparmiatore su una tipologia di prodotti finanziari.

Anche in questo caso, il soggetto abilitato sarà chiamato a verificare la compatibilità dell'investimento proposto con il profilo conoscitivo del cliente (test di *appropriateness*).

4) CONSULENZA IN MATERIA DI INVESTIMENTI

L'art. 1, comma 1, lett. e) della legge n. 1/1991 includeva la "*consulenza in materia di valori mobiliari*" tra le "attività di intermediazione mobiliare" (oggi, servizi di investimento). L'esercizio di tale attività era pertanto riservato a sim e banche ed era subordinato al rilascio di apposita autorizzazione.

La direttiva 93/22/CEE, diversamente dalla pregressa scelta italiana, ha classificato l'attività di consulenza in esame tra i servizi accessori e non tra i servizi di investimento. Conseguentemente, all'atto del recepimento della direttiva, il decreto legislativo n. 415/1996 ha ricompreso la consulenza tra i servizi accessori, scelta successivamente confermata dall'art. 1, comma 6, lett. f) del testo unico della finanza.

La classificazione della consulenza tra i servizi accessori ha determinato la conseguenza, di grande importanza, che il servizio in questione potesse essere svolto liberamente da chiunque, non essendo soggetto a riserva di attività né, conseguentemente, a specifica autorizzazione.

Quando il servizio veniva prestato dagli intermediari autorizzati alla prestazione dei servizi di investimento, la consulenza, rientrando tra i servizi accessori, era assoggettata, in via generale,

alle regole di condotta dettate dal testo unico e dal regolamento n. 11522/1998¹⁰. Vieppiù la disciplina in discorso, secondo l'interpretazione della Commissione, doveva essere applicata quando gli intermediari prestavano il servizio di consulenza senza alcun collegamento con un servizio di investimento.

Inoltre la Consob, sulla base delle disposizioni vigenti, ha nel tempo tracciato un confine tra una consulenza “**in senso proprio**” e una “**consulenza incidentale**”¹¹.

La direttiva 2004/39/CE include ora nuovamente la “*consulenza in materia di investimenti*” tra i servizi (e le attività) di investimento, sottoponendo ad autorizzazione il suo svolgimento abituale a titolo professionale e riservandolo ad imprese di investimento, banche e società di gestione del risparmio¹². Ad esso sarà pienamente applicabile la disciplina sull'adeguatezza, sotto certi profili “rafforzata” rispetto alla disciplina nazionale vigente: il rifiuto della clientela a fornire le informazioni richieste dalla normativa e necessarie per la prestazione del “consiglio” determinerà infatti per l'intermediario l'impossibilità di prestare il servizio.

Ciò che preliminarmente conta è che la MiFID contiene una specifica definizione per la consulenza in materia di investimenti, ulteriormente precisata dalla disciplina di Livello 2, che fa segnare una netta differenza rispetto alla disciplina nazionale vigente.

In particolare, ora, per la nuova direttiva, la **consulenza** quale servizio di investimento deve avere per oggetto i singoli strumenti finanziari, concretizzarsi nel consiglio su quello specifico strumento finanziario. Resta fuori dalla nozione di consulenza propriamente detta, come servizio di investimento, la consulenza sui “tipi” di strumento finanziario, o il *financial planning*, definiti dalla disciplina di “livello 2”, quali forme di *consulenza generica*, che non configurano di per sé attività riservate, ma possibili attività strumentali e preparatorie ad ogni servizio di

¹⁰ Tale trattamento differenziato in ordine allo svolgimento della medesima attività da parte di soggetti diversi (intermediari ovvero altri soggetti) ha trovato giustificazione, nella disciplina emanata dalla Consob, nella “*superiore capacità di attrazione del pubblico di cui [gli intermediari] ... godono in ragione del proprio status di operatori vigilati in regime di riserva di attività. La tutela che gli investitori ricevono nella fruizione dei servizi di investimento si estende per tale ragione anche ai servizi accessori*” (comunicazione Consob n. DI/99038880 del 14 maggio 1999).

¹¹ La consulenza “in senso proprio” era la “*consulenza in materia di investimenti in strumenti finanziari*”, ricompresa tra i servizi accessori di cui all'art. 1, comma 6 del Tuf (si rammenta, che, nel vigore della legge n. 1/1991 la consulenza “in senso proprio” rientrava tra i servizi di investimento). La Consob ne aveva evidenziato alcuni elementi caratterizzanti tra cui, in particolare, un rapporto “personalizzato”; la posizione di strutturale indipendenza del consulente rispetto agli investimenti consigliati ovvero l'inesistenza di limiti predeterminati in capo al consulente circa gli investimenti da consigliare; la prestazione di tale servizio da parte degli intermediari richiedeva sempre la conclusione di un contratto scritto.

La seconda figura (“consulenza incidentale”) era quella ritenuta potenzialmente insita nella prestazione di ogni servizio di investimento, sia pure con alcune differenze: nella gestione individuale, infatti, la prestazione consulenziale era “assorbita” nell'attività svolta dal gestore il quale, di norma, individua le operazioni da compiere e le pone direttamente in essere; nel caso dei servizi di negoziazione e di ricezione e trasmissione di ordini essa può invece consistere nel consiglio fornito a seguito di una specifica domanda e in rapporto di connessione o similarità con la prestazione richiesta in via principale dal cliente. Rispetto alla consulenza-servizio accessorio, quella “incidentale” presentava pertanto una portata strutturalmente meno ampia e doveva quindi ritenersi assorbita nella disciplina riguardante, in via generale, i servizi principali: in questo quadro erano quindi applicabili tutte le regole di condotta.

¹² Si precisa che lo svolgimento dell'attività di consulenza è consentita alle società di gestione di OICVM a titolo di servizio accessorio. La direttiva UCITS precisa inoltre che “*le società di gestione non possono in nessun caso essere autorizzate ai sensi della presente direttiva a prestare unicamente i servizi citati nel presente paragrafo [consulenza e custodia e amministrazione di quote di OICVM] senza essere autorizzate a svolgere il servizio di cui alla lettera a)*” (gestione individuale).

investimento¹³, alla cui disciplina sono quindi attratte. In tale concezione, si registra una rilevante differenza con la disciplina italiana (anche vigente) che ricomprendeva la consulenza sulle tipologie di valori mobiliari e il *financial planning* nella consulenza in materia di investimenti (quale servizio accessorio) ed il consiglio “spot” sul singolo prodotto, come sostanzialmente ricompreso nell’abilitazione allo svolgimento di un servizio di investimento (negoziazione; raccolta ordini; collocamento).

* * *

Gli inducement

L’art. 26 della direttiva di “livello 2” adottata dalla Commissione europea prevede e regola la materia degli *inducement* al fine di dettare una disciplina che assicuri l’applicazione degli obblighi generali di agire “*in modo onesto, equo e professionale, per servire al meglio gli interessi*” dei clienti (art. 19. par. 1, MiFID), nella specifica situazione nella quale si trova un’impresa che riceva (o offra) pagamenti o altri benefici in connessione con la prestazione dei servizi. La scelta della Commissione UE di inquadrare gli *inducement* nell’ambito dell’art. 19, par. 1, della MiFID, e quindi nel generale dovere di correttezza dell’intermediario, non è privo di implicazioni, alla luce di una “tradizione”, anche comunitaria (Standard CESR del 2002), più abituata a ricondurre gli incentivi nella disciplina dei “conflitti di interessi”¹⁴.

Nell’ottica segnalata, finalizzata all’applicazione alla materia in esame degli obblighi generali di correttezza nei confronti dei clienti, l’art. 26 presenta un ambito di applicazione molto ampio.

Più in dettaglio, la norma si articola come un generale divieto di ricevere (o offrire) pagamenti o altri benefici in connessione con la prestazione dei servizi ad eccezione di tre ipotesi, enumerate nelle lettere a), b) e c).

L’art. 26, **lett. a)**, in modo ovvio, consente ogni pagamento intercorrente tra l’impresa e i clienti. E’ infatti evidente che, in relazione alla prestazione di un servizio al cliente, questi effettuati dei pagamenti all’impresa di investimento che svolge il servizio; peraltro è richiesta una connessione stretta tra il cliente e il pagamento ricevuto dall’impresa. Difficile è parso al regolatore comunitario ricondurre in tale fattispecie il caso del collocamento nel quale la remunerazione del servizio avviene ad opera diretta non del cliente finale (investitore), ma dell’emittente il prodotto o il servizio collocato.

L’art. 26, **lett. c)**, ammette l’effettuazione di quei pagamenti che siano strettamente e necessariamente connessi con la prestazione del servizio al cliente: l’impresa non potrebbe infatti

¹³ Al fine di evitare comportamenti elusivi da parte degli intermediari, si ritiene peraltro fin d’ora che una consulenza apparentemente generica, ma in realtà agevolmente riconducibile a un singolo strumento finanziario, debba essere considerata quale consulenza vera e propria. Si tratta comunque di una valutazione di fatto che solo la concreta attività di vigilanza può qualificare e fare emergere.

¹⁴ “Ultima” traccia della riconduzione degli incentivi all’istituto del “conflitto di interessi”, è costituita dalla menzione degli stessi nell’art. 21, lett. e), della dir. di “livello 2”, ai sensi del quale, fra i casi di conflitto di interessi, rientrano le fattispecie nelle quali l’intermediario riceve “*da una persona diversa dal cliente un incentivo, in relazione con il servizio pretrato al cliente, sotto forma di denaro, di beni o di servizi, diverso dalle commissioni o dalle competenze normalmente fatturate per tale servizio*”.

svolgere il servizio se non pagasse, ad esempio, le dovute commissioni di regolamento delle transazioni ovvero di custodia degli strumenti finanziari ai subdepositari.

La parte più rilevante dell'art. 26, in commento, è tuttavia contenuta nella **lett. b)**, che riguarda gli incentivi pagati o ricevuti da soggetti **terzi**, diversi dai clienti a cui il servizio è prestato. In particolare, la disposizione fissa le seguenti condizioni che rendono ammissibili i pagamenti della specie:

- gli incentivi in questione devono essere comunicati al cliente in modo completo, accurato e comprensibile, prima della prestazione del servizio (*disclosure*). La comunicazione, riguarda l'esistenza, la natura e l'importo degli incentivi;
- l'incentivo deve essere volto ad accrescere la qualità del servizio fornito al cliente e non deve ostacolare l'adempimento, da parte dell'impresa, dell'obbligo di servire al meglio gli interessi del cliente.

La specificità di tali requisiti, ovviamente, implica una valutazione fattuale del “caso concreto” al fine di dare contenuto, in particolare, a quanto richiesto dalla lett. b, punto ii (miglioramento della qualità del servizio e assenza di ostacolo all'adempimento, da parte dell'impresa, dell'obbligo di servire al meglio gli interessi del cliente).

In proposito il CESR ha fornito taluni esempi di applicazione.

Una situazione esemplificata che può essere opportuno menzionare è quella dell'intermediario che distribuisce strumenti finanziari per conto di una società prodotto, ricevendo un pagamento dalla stessa. In Italia, tale situazione è quella del collocatore che riceve pagamenti (retrocessioni di commissioni) da parte della SGR.

La posizione affermata si è quella secondo cui la disciplina degli *inducement* di cui all'art. **26, lett. b)** – e tutte le condizioni ivi previste – **si applica** alla fattispecie in questione.

Viene peraltro riconosciuto, partendo dal peculiare trattamento che il 39° considerando riserva alla situazione del consulente che riceva pagamenti di terzi¹⁵, che altri modelli distributivi in cui un emittente o una società prodotto pagano un'impresa di investimento per la distribuzione non sono esclusi dalla MiFID. Al riguardo, il documento fa presente che in situazioni della specie – nelle quali quindi è possibile riconoscere anche la figura del collocatore – la condizione di accrescimento della qualità del servizio possa essere considerata adempiuta dall'intermediario, il quale, ad esempio, consente l'accesso ad un novero di strumenti più ampio.

Ovviamente, le altre condizioni dell'art. 26, come già nel caso dei consulenti, devono poi sussistere (*disclosure* e non ostacolo all'obbligo di servire al meglio gli interessi dei clienti).

In ogni caso le scelte della disciplina comunitaria in tema di *inducement*, sottendono un ruolo del collocatore, nella catena “società prodotto/distributore/cliente”, maggiormente orientato, anche nell'assetto della remunerazione, all'investitore.

¹⁵ Il 39° considerando della direttiva di “livello 2” prevede che “*ai fini delle disposizioni della presente direttiva riguardanti gli incentivi, la ricezione da parte dell'impresa di investimento di una in relazione ad una consulenza in materia di investimenti o a raccomandazioni generali, in circostanze in cui la consulenza o le raccomandazioni non siano distorte a seguito della ricezione della commissione, deve essere considerata come volta a rafforzare la qualità della consulenza in materia di investimenti data al cliente*”.

* * *

Traendo le primissime conclusioni, si può affermare che, per **le reti**, la disciplina degli inducement e della consulenza determina la necessità e l'opportunità di una verifica interna per esaminare "costi e benefici" delle diverse possibili opzioni strategiche percorribili dall'azienda per il prossimo futuro.

La continuità sostanzialmente piena con l'attuale operatività delle reti (impegnate nella gestione complessiva del cliente ed in una assistenza ampia allo stesso) transita per l'investimento (anche) sull'attività di consulenza, pur con gli oneri alla stessa connessi, e per rivolgere la propria professionalità alla, ulteriore, valorizzazione dell'interesse e della fiducia del risparmiatore.

Questa prossimità al cliente è ulteriormente sviluppata quando, accanto al servizio di collocamento, l'intermediario presta la consulenza. La prestazione congiunta dei ridetti servizi che risulta una modalità operativa vicina all'attuale realtà delle reti, domani avrà, da un lato, bisogno di una duplice autorizzazione e dall'altro, dovrà tener conto del fatto che non è possibile prestare consulenza in assenza di informazioni fornite dai clienti.

Prevedibilmente, potrà anche aversi un esercizio "isolato" del collocamento (che peraltro, proprio perché "isolato" rinuncia al maggior valore aggiunto veicolabile con la consulenza), transitando tuttavia per una necessaria e preventiva piena informativa al cliente sui limiti e sugli ambiti del servizio prestato.

Vicinanza al cliente, centralità del rapporto con lo stesso, esigenze di trasparenza da collocatore a cliente sui limiti dell'attività distributiva in assenza di informazioni rilasciate dal cliente sul proprio profilo (ed in assenza, quindi, di consulenza) sono tutti elementi che concorrono per l'opportunità di un "contratto quadro" fra distributore e cliente, riprendendo un'ipotesi già delineata dalla Consob in sede di prospettata riforma del regolamento intermediari (agosto 2003).

* * *

E' evidente come gli effetti delineati possano radicalmente mutare la configurazione della catena del valore dell'attività di intermediazione mobiliare instauratasi a disciplina vigente, con particolare riferimento all'attività di distribuzione di prodotti finanziari.

L'attività ed il criterio di remunerazione del distributore (e quindi degli stessi prodotti collocati), problemi centrali nel sistema finanziario italiano, potranno quindi subire nel medio periodo significativi mutamenti.

L'innalzamento da parte della MiFID a rango di servizio di investimento dell'attività di consulenza, determinerà la possibile rimodulazione della ripartizione, nonché della genesi degli introiti dei diversi servizi di investimento con esso in qualche modo collegati.

La separata valenza del consiglio, anche "incidentale", rispetto agli altri servizi connessi (tipicamente, per quanto più interessa in questa sede, il collocamento) potrà determinare che anche la remunerazione di questa prestazione, ad oggi inglobata nel prodotto/servizio distribuito, assuma separata evidenza. Ancora, se oggi il distributore, ad esempio di quote di fondi comuni,

è remunerato con una retrocessione (in media pari al 70%) delle commissioni di gestione incassate dalla SGR-prodotto nel rapporto con il cliente, domani, almeno la consulenza (incidentale) resa dal distributore al cliente, potrà essere remunerata da una specifica commissione pagata dall'investitore direttamente al distributore e non compresa nel prezzo del prodotto distribuito o consigliato.

5. CONCLUSIONI

La rilevanza della normativa europea in fase di introduzione nell'ordinamento italiano richiede agli operatori dell'intermediazione mobiliare di compiere uno sforzo rilevante per rendere la propria struttura *compliant* con l'emananda disciplina.

Peraltro le mutazioni indotte dalle nuove norme nel contesto economico di riferimento determineranno, come visto, effetti forse anche più profondi sullo scenario competitivo.

In tale ambito, i soggetti che saranno meglio in grado di cogliere le opportunità e di anticipare le minacce derivanti dai cambiamenti in corso potranno essere in grado di rafforzare le proprie posizioni.

Al contrario ulteriori ritardi nel comprendere l'entità delle nuove sfide che l'Europa ci chiama ad affrontare potranno determinare l'uscita dal mercato degli operatori meno preparati a fronteggiare il cambiamento.