

*I-com roundtable*  
*Roma, 29 marzo 2007*

---

**La delega per l'attuazione della direttiva MIFID e il futuro decreto delegato: cosa cambierà nel sistema finanziario italiano?**

---

*Laura Ferrari Bravo, Direttore Area Finanza I-com*  
*Federico Mucciarelli, Research Fellow I-com*

# I-com Roundtable

- Ore 17.00 CHAIRMAN **Stefano DA EMPOLI**, Presidente I-com
- INTRODUZIONE
- **Laura FERRARI BRAVO**, Direttore Area Finanza I-com
- **Federico MUCCIARELLI**, Ricercatore di Diritto Commerciale Università di Bologna & I-com
  
- Ore 17.15 RELAZIONI
- 
- **Donato MASCIANDARO**, Professore di Economia della Regolamentazione Finanziaria  
Università Bocconi
- *Il sistema finanziario italiano e il possibile impatto della direttiva MIFID*
- **Giovanni SABATINI**, Capo Direzione Sistemi bancari e finanziari – Affari Legali  
Ministero dell'Economia e delle Finanze
- *L'attuazione della direttiva in Italia: le questioni aperte.*
- 
- 
- Ore 17.45 - 18.30 ROUNDTABLE (interventi esponenti società, banche, sim e associazioni,  
esperti e rappresentanti istituzioni)
- Ore 18.30 CONCLUSIONI
- 
- **Natale D'AMICO**, Membro Commissione Finanze e Tesoro Senato della Repubblica
- **Benedetto DELLA VEDOVA**, Membro Commissione Finanze Camera dei Deputati

# Direttiva 2004/39/CE Mercati degli strumenti finanziari (MiFID)

- E' parte del FSAP (Commissione Europea, 1999)

Fanno parte del Piano:

- Direttiva Prospetti
- Direttiva Market Abuse
- Direttiva Trasparenza
- Post Trading?

# Attuazione nel diritto italiano

- Legge Comunitaria 2007 art. 10  
Delega al Governo ad attuare la direttiva 2004/39/CE (Mifid)
- Scadenza: 31 gennaio 2007

# Direttiva 2004/39/CE Mercati degli strumenti finanziari (MiFID)

## Obiettivi:

- Favorire una maggiore concorrenza tra i sistemi di negoziazione a livello europeo
- Recuperare efficienza anche con riferimento alle operazioni finanziarie transfrontaliere.

# Direttiva 2004/39/CE Mercati degli strumenti finanziari (MiFID)

## Strumenti:

- Passaporto unico europeo
- Abolizione dell'obbligo di concentrazione degli scambi
- Best execution rule
- Trasparenza

# Passaporto Unico Europeo

- L'ambito di applicabilità della normativa sui servizi finanziari viene esteso fino a includere:
  - nuovi servizi (consulenza agli investimenti)
  - nuovi strumenti (derivati su merci)
- Singola autorizzazione: i servizi e gli strumenti possono essere offerti su tutti i mercati degli Stati membri con la sola autorizzazione rilasciata dal paese di origine.
- Singola reportistica: le società d'investimento comunicano l'operazione effettuata soltanto all'autorità di supervisione del paese di appartenenza. Quest'ultima trasmette il report all'omologa autorità dell'altro paese che dovesse essere interessato dall'operazione.

# Direttiva 2004/39/CE Mercati degli strumenti finanziari (MiFID)

## Strumenti:

- Passaporto unico europeo
- Abolizione dell'obbligo di concentrazione degli scambi
- Best execution rule
- Trasparenza



# Direttiva 2004/39/CE Mercati degli strumenti finanziari (MiFID)

## Strumenti:

- Passaporto unico europeo
- Abolizione dell'obbligo di concentrazione degli scambi
- Best execution rule
- Trasparenza

# Abolizione dell'obbligo di concentrazione degli scambi

I servizi di negoziazione potranno essere offerti attraverso:

- negoziazione organizzata:
  - Mercati regolamentati
  - Sistemi Multilaterali di Negoziazione (MTF)
- negoziazione bilaterale:
  - Intermediari autorizzati (internalizzatori sistemati)

# Direttiva 2004/39/CE Mercati degli strumenti finanziari (MiFID)

## Strumenti:

- Passaporto unico europeo
- Abolizione dell'obbligo di concentrazione degli scambi
- Best execution rule
- Trasparenza

# Best Execution

Al fine di garantire adeguata protezione agli investitori, le imprese di investimento devono:

- Garantire che gli ordini siano eseguiti alle condizioni più favorevoli per il cliente;
- Definire e attuare, a tal fine, una strategia di esecuzione degli ordini che specifichi i fattori (prezzo, costo, probabilità di esecuzione, ecc) che determinano la scelta della sede.

# Direttiva 2004/39/CE Mercati degli strumenti finanziari (MiFID)

## Strumenti:

- Passaporto unico europeo
- Abolizione dell'obbligo di concentrazione degli scambi
- Best execution rule
- Trasparenza

# Direttiva 2004/39/CE Mercati degli strumenti finanziari (MiFID)

## Strumenti:

- Passaporto unico europeo
- Abolizione dell'obbligo di concentrazione degli scambi
- Best execution rule
- Trasparenza

# Trasparenza

Imposizione di uno standard comune di trasparenza per le operazioni finanziarie (su titoli azionari). In particolare:

- Internalizzatori sistematici: obbligo di pubblicare quotazioni irrevocabili (trasparenza pre-trade) e volume e prezzo delle operazioni svolte (trasparenza post-trade)
- Mercati regolamentati e MTF: obbligo di rendere pubblici i prezzi correnti di acquisto e vendita e la profondità del mercato a tali prezzi.

# Direttiva 2004/39/CE Mercati degli strumenti finanziari (MiFID)

## Strumenti:

- Passaporto unico europeo
- Abolizione dell'obbligo di concentrazione degli scambi
- Best execution rule
- Trasparenza



# Spunti di riflessione

- L'obbligo di best execution, così come previsto, è sufficiente a superare la barriera all'entrata costituita dalla liquidità? In caso affermativo, esiste il rischio di una eccessiva frammentazione della liquidità?
- Le regole di trasparenza sono sufficienti a garantire il consolidamento delle informazioni provenienti dalle diverse sedi di negoziazione e dunque un efficiente meccanismo di formazione del prezzo?
- Il regime di trasparenza riguarda solo le azioni. E' necessario estenderlo agli altri strumenti finanziari?

# Direttiva 2004/39/CE Mercati degli strumenti finanziari (MiFID)

## Strumenti:

- Passaporto unico europeo
- Abolizione dell'obbligo di concentrazione degli scambi
- Best execution rule
- Trasparenza

# Principali novità della direttiva MiFID

- Eliminazione dell'obbligo di concentrazione delle negoziazioni in borsa (Art. 7 Regolamento Consob Mercati)

Sistema multilaterale di negoziazione: “sistema multilaterale gestito da un'impresa di investimento o da un gestore del mercato che consente l'incontro - al suo interno ed in base a regole non discrezionali - di interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari, in modo da dare luogo a contratti [...]” (Art. 4 (1) (15) Direttiva)

E' un nuovo servizio di investimento, ammesso alla libera prestazione di servizi.

# Principali novità della direttiva MiFID

- Eliminazione dell'obbligo di concentrazione delle negoziazioni in borsa (Art. 7 Regolamento Consob Mercati)

Internalizzazione sistematica: attività dell'impresa di investimento che “in modo organizzato, frequente e sistematico negozia per conto proprio eseguendo gli ordini del cliente al di fuori di un mercato regolamentato o di un sistema multilaterale di negoziazione” (Art. 4 (1) (7) Direttiva)

Unifica due servizi di investimento già esistenti: negoziazione per conto proprio ed esecuzione di ordini per conto dei clienti.

# Principali novità della direttiva MiFID

- Eliminazione dell'obbligo di concentrazione delle negoziazioni in borsa (Art. 7 Regolamento Consob Mercati)

# Conseguenze

- Semplicità delle negoziazioni di titoli
- I mercati regolamentari hanno dei “concorrenti” (molto sviluppati nel mercato anglosassone)



Internalizzazione sistematica: attività dell'impresa di investimento che “in modo organizzato, frequente e sistematico negozia per conto proprio eseguendo gli ordini del cliente al di fuori di un mercato regolamentato o di un sistema multilaterale di negoziazione” (Art. 4 (1) (7) Direttiva)

Unifica due servizi di investimento già esistenti: negoziazione per conto proprio ed esecuzione di ordini per conto dei clienti.

# Regole di trasparenza

- Assicurare che il prezzo dei titoli sia significativo
- Garantire la correttezza delle negoziazioni

Problema comune a mercati regolamentati, sistemi multilaterali di negoziazioni e internalizzatori sistematici

# Regole di trasparenza

Questione più rilevante:

Trasparenza pre-trading e post-trading degli internalizzatori sistemati (Art. 27 e 28 Direttiva)

Pubblicano quotazioni irrevocabili per le azioni:

- che siano negoziate in un mercato regolamentato
- per le quali esiste un mercato liquido
- solo se l'internalizzatore negozia quantitativi inferiori alla "quantità standard del mercato"

Problema per il legislatore nazionale: le norme della Mifid sono armonizzazione massima o minima?

Se di armonizzazione minima: occorre valutare se estendere i requisiti di trasparenza oltre a quanto previsto espressamente nella Direttiva

# Regole di trasparenza

- Assicurare che il prezzo dei titoli sia significativo
- Garantire la correttezza delle negoziazioni

Problema comune a mercati regolamentati, sistemi multilaterali di negoziazioni e internalizzatori sistematici

Problema estraneo alla Mifid: applicazione delle norme che fanno riferimento alle società quotate (es.: opa obbligatoria)