



Gli impatti delle regole di Best Execution della Mifid sui gruppi bancari che gestiscono SSO: una visione prospettica

di Alessandro Zignani, Direttore Generale TLX S.p.A.

7 giugno 2006

La comprensione delle dinamiche che saranno provocate dalla Mifid è ormai di stretta attualità. La recente Direttiva Europea 2006/31/CE del 5 aprile u.s., infatti, individua nel 1° novembre 2007 il termine perentorio di applicazione delle nuove disposizioni nei singoli Stati Membri.

Quando in Italia si parla degli impatti della Mifid sui mercati finanziari, normalmente ci si riferisce al venir meno della regola della concentrazione e alle conseguenze sugli scambi nei mercati regolamentati.

Così facendo si rischia di perdere di vista che le conseguenze più dirimpenti della nuova Direttiva potrebbero riguardare i sistemi di scambi organizzati e, in particolare, i Gruppi bancari che si avvalgono di SSO proprietari. Basti pensare che dei circa 330 SSO la gran parte di essi potrebbe cessare o ridurre significativamente la propria attività.

E' infatti probabile che le nuove regole di Best Execution, pur abolendo la regola della concentrazione, portino ad un effetto a prima vista paradossale: ovvero alla concentrazione degli scambi in pochi sistemi di negoziazione o "Trading Venue".

La prevedibile dinamica innescata dalle nuove regole di best execution sugli SSO

Attualmente la maggior parte dei Gruppi Bancari si avvale di un SSO proprietario per fornire ai propri clienti un servizio di trading sulle obbligazioni non negoziate in mercati italiani o comunque esentate dall'obbligo di concentrazione, che – come notorio – rappresentano la quasi totalità del segmento. Sui medesimi titoli la veicolazione degli ordini della clientela captive verso l'SSO di Gruppo non risulta soggetta a particolari vincoli e, di conseguenza, avviene di regola senza alcuna eccezione di sorta.

In questo contesto l'organizzazione e la gestione degli SSO proprietari è concepita come una facility accessoria e ancillare rispetto al servizio di negoziazione, di fatto non coinvolta in dinamiche competitive. Ad oggi, non vi è pertanto una reale concorrenza tra SSO.

Con la Mifid non potrà più essere così, perlomeno sui titoli scambiati in più sistemi di negoziazione. Le nuove regole di Best Execution mirano infatti a porre in concorrenza tutte le trading venue – addirittura su scala europea – e a costringere gli intermediari a preferire le trading venue in grado di assicurare realmente il miglior risultato possibile per la propria clientela.

Nel nuovo contesto non sarà più possibile la semplice veicolazione degli ordini della clientela captive verso l'SSO di Gruppo. Essa potrà rimanere possibile solo se la trading venue di Gruppo risulti e rimanga nel tempo la venue che assicuri il miglior risultato possibile per soddisfare gli interessi della propria clientela. Allo stesso modo si dovranno comportare le reti non captive, che saranno tenute a privilegiare le trading venue migliori. La valutazione della trading venue migliore dovrà avvenire sulla base dei criteri individuati ex ante nelle cd. Best Execution Policy, e del rispetto dei parametri definiti dalla nuova disciplina comunitaria. La veicolazione dei flussi captive e non captive deve poi rimanere nel tempo giustificata dalle performance della trading venue. La nuova Direttiva prevede addirittura la sostituzione della venue non performante.

La Mifid pertanto comporterà una netta scissione tra l'attività e le responsabilità relative all'organizzazione di una trading venue e quelle concernenti la gestione degli ordini della clientela



retail. Un'eventuale scelta da parte di una venue di Gruppo non competitiva comporterebbe un'infrazione degli obblighi di Best Execution e esporrebbe l'intermediario gestore degli ordini della propria clientela a alti rischi legali– nei confronti dei clienti medesimi – aggravati dalla situazione di conflitto di interessi e a rischi di compliance.

L'organizzazione e la gestione di qualsiasi trading venue – sia multilaterale (mercato regolamentato o MTF), sia bilaterale (Internalizzazione) – non potrà che basarsi su una seria valutazione della propria capacità di competere nel tempo con le altre venue. Il mantenimento della propria capacità competitiva potrà richiedere la necessità di investimenti anche ingenti, che inevitabilmente andranno ad aggiungersi all'incremento di costi comportati dall'adeguamento ai nuovi requisiti di organizzazione previsti dalla Mifid.

Queste circostanze potranno favorire iniziative di aggregazione di più market maker nell'ambito di una medesima trading venue. La realizzazione di aggregazioni aumenterebbe la capacità competitiva delle venue interessate e potrebbe portare nel tempo ad aggregazioni più vaste o all'emersione di altre strutture aggregate; con il risultato di un progressivo inasprimento delle dinamiche competitive. In questo contesto la scelta di rimanere player isolati può rivelarsi molto onerosa e non conveniente per la maggior parte dei gestori degli attuali 330 SSO italiani.

Il contesto determinato dalla Mifid per il segmento retail rende le strategie aggregative congeniali a coniugare e soddisfare nel miglior modo possibile le esigenze di profitto derivante dall'attività di market making con quelle di offerta di servizi di trading qualitativamente elevati e competitivi nei confronti delle reti commerciali.

Grazie all'armonizzazione delle regole comportata dalla Mifid, i Gruppi che hanno reti commerciali di diverse nazionalità potranno utilizzare la venue condivisa per offrire alle varie reti i medesimi livelli di servizio tramite un unico modello organizzativo, beneficiando dei vantaggi in termini di stabilità competitiva e di costi derivanti dall'aggregazione con altri player.

La logica delle regole previste dalla bozza della Direttiva di attuazione della Mifid: il cd. Ciclo di best execution

Se pur le misure di attuazione della Mifid non siano ancora definitive, è ragionevole prevedere che l'impianto delle regole di Best Execution non subisca modifiche dell'ultima ora. I nuovi obblighi sono infatti centrali nella struttura e nella logica della Mifid. Essi sono stati congegnati non solo come strumento di tutela degli interessi degli investitori, ma anche come pilastro fondamentale per il conseguimento di un mercato unico a livello europeo attraverso la promozione della competizione tra trading venue e la minimizzazione delle possibili dinamiche di frammentazione del mercato comportate dall'abolizione della regola di concentrazione.

Le regole sulla Best Execution riflettono queste finalità di carattere generale e, non a caso, si applicano a qualsiasi tipologia di strumento finanziario. Destinatari diretti sono tutti gli intermediari che eseguono o raccolgono ordini per conto dei loro clienti. Le regole si applicano a qualsiasi servizio di investimento, compresa la gestione patrimoniale.

La logica delle nuove disposizioni è profondamente diversa da quella dell'attuale disciplina vigente in Italia. Non si concentra nella fase di mera esecuzione degli ordini, ma si dipana nell'ambito di un processo a più fasi che – parafrasando la Commissione europea - integra un vero e proprio "ciclo di Best Execution".

In questo ciclo sono chiaramente individuabili quattro fasi: tre dedicate alla definizione e implementazione della cd. Best Execution Policy, una all'effettivo conseguimento del miglior risultato possibile per il cliente in occasione dell'esecuzione dei singoli ordini. A queste quattro fasi



si potrebbe aggiungere una quinta finalizzata al monitoraggio che le trading venue prescelte sulla previsione della loro capacità di permettere il conseguimento del miglior risultato possibile per il cliente, si confermino e mantengano tali nel tempo.

La Mifid prevede sette fattori sulla base dei quali gli intermediari sono chiamati ex ante a predisporre la propria Best Execution Policy. Lo step iniziale del ciclo di Best Execution riguarda la prioritizzazione di questi fattori in termini di importanza. Nel fare questo gli intermediari saranno tenuti a prendere in considerazione le caratteristiche e la tipologia dei clienti, nonché i bisogni di questi ultimi a cui riferire il conseguimento del miglior risultato possibile.

La fase successiva riguarda la scelta delle trading venue, che dovrà avvenire sulla base dei fattori "prioritizzati" nella fase precedente. La scelta risulta pertanto vincolata a parametri oggettivi e comporta l'inevitabile effettuazione o disponibilità di analisi sulle performance delle singole trading venue.

La terza fase riguarda il collegamento alle trading venue individuate in precedenza. In linea di massima non sarà possibile il ricorso ad una sola trading venue; non sarà comunque necessario il collegamento diretto a più trading venue, potendo conseguire il medesimo risultato attraverso la trasmissione degli ordini ad altri intermediari.

La quarta fase è quella relativa all'esecuzione vera e propria degli ordini. La bozza di Direttiva di attuazione della Mifid descrive in maniera chiara e univoca che gli intermediari saranno tenuti a fornire questo livello una Best Execution "order by order", veicolando il singolo ordine alla trading venue che, nell'ambito di quelle prescelte, offra in quel momento le migliori condizioni per il cliente. Pertanto la comparazione tra l'offerta delle diverse trading venue è sì richiesta, se pur limitata ai soli sistemi di negoziazione a cui ci si è collegati.

La quinta fase, quella del monitoraggio periodico, coincide nel contenuto con la seconda fase, restituendo così il senso di un "ciclo" che si rinnova – all'infinito - nel tempo.

Considerazioni conclusive

Per gli intermediari italiani i cambiamenti comportati dal "ciclo di Best Execution" sono di sicuro rilievo e richiedono scelte strategiche sia in termini organizzativi, procedurali e tecnologici. I tempi di adeguamento previsti fanno sì che sia giunto il momento di queste scelte.

Relativamente agli aspetti strategici, riteniamo che ciascun intermediario sia costretto ad un'attenta riflessione in merito alla sostenibilità del proprio business model alla luce delle nuove sfide in termini di competitività e di compliance.

Le nuove regole sono tali per cui ciascun intermediario, per puntare su modelli di business caratterizzati da esecuzione *in house*, sia costretto ad offrire servizi di elevata qualità in linea con le migliori performance di mercato, su tutte le aree di business coperte (le scelte devono essere fatte per categorie di strumenti finanziari).

Errori di valutazione e la difficile sostenibilità degli investimenti necessari per reggere nel tempo la sfida competitiva potrebbero altresì condurre all'emersione di costi di riconversione del modello prescelto anche solo per meri motivi di compliance.

Allo stesso tempo, il mantenimento in essere di modelli organizzativi *in house* non competitivi comporterebbe l'emersione di rischi legali e di compliance difficilmente sopportabili.



E' ragionevole ipotizzare che gli intermediari debbano poi orientarsi verso soluzioni tecnico-organizzative di lungo periodo al fine di evitare i costi che si potrebbero avere nei casi in cui si sia costretti a cambiare trading venues a causa dei risultati delle rilevazioni periodiche.

In sintesi, riteniamo che gli intermediari siano chiamati ad effettuare scelte strategiche in grado di essere vincenti o quantomeno sostenibili nel lungo periodo. In questo contesto l'opzione per soluzioni di minimizzazione delle ipotesi di conflitti di interessi quale l'utilizzazione di trading venue multilaterali (sia a livello di compagine sociale che di trading) può essere un'ottima soluzione per il contenimento di rischi legali e di compliance. La scelta della multilateralità e della cooperatività si pone altresì funzionale a supportare la sfida competitiva con un contenimento significativo dei costi necessari.