

# Le novità in tema di mercati e gli impatti della MiFID sulla gestione di SSO

Milano, 30 novembre 2006

Stefano Cuccia  
Head of Market Supervision



# Agenda:

## **Parte I – Le Novità in tema di mercati:**

- MTF e Internalizzazione: i nuovi requisiti di organizzazione;
- Le nuove logiche di best execution;
- I nuovi obblighi di trasparenza pre e post trade.

## **Parte II – Gli impatti della MiFID sulla gestione degli SSO:**

- I prevedibili cambiamenti nel settore degli SSO;
- Le strategie possibili per i gestori di SSO.



# **Parte I**

## **Le Novità in tema di Mercati**

## Il quadro delle novità in tema di mercati:

- 1) Il concetto di Trading Venue quale nuovo riferimento “chiave”;
- 2) Sottoposizione a regolamentazione di sistemi di negoziazione diversi dai mercati regolamentati: MTF e Internalizzatori;
- 3) Nuovi e ridotti confini per gli scambi OTC;
- 4) L’abolizione della concentrazione e la concorrenza tra Trading Venue provocata dalle nuove regole di best execution;
- 5) Un nuovo regime di trasparenza e consolidamento dei dati lasciato alle forze di mercato;
- 6) Armonizzazione UE delle regole con la sola eccezione della *Non-Equities Transparency*.

## Oggi

**Distinzione tra mercati regolamentati e non reg.:**

- **Mercati Regolamentati;**
- **Sistemi di Scambi Organizzati (SSO in Italia – ATS in EU):**
  - multilaterali;
  - bilaterali.

## Domani

**Il concetto di Trading Venue:**

- **Mercati Regolamentati;**
- **Multilateral Trading Facility (MTF),** che sostituiscono gli attuali SSO multilaterali;
- **Internalizzatori sistematici,** che sostituiscono gli attuali SSO bilaterali.



# Le ragioni della centralità delle Trading Venue

## 1) La MiFID:

- le pone in concorrenza tra loro a livello UE;
- si prefigge di creare per loro un “level playing field”, attraverso discipline che, se pur diverse, costituiscano un regime per l’esecuzione degli ordini *organico, coerente e sensibile al rischio (considerando n. 5 MiFID)*.

2) Tutta la disciplina della best execution – cuore della MiFID - è incentrata sulle Trading Venue e sull’obbligo di eseguire gli ordini nelle trading venue migliori.



## Il mantenimento di un minimo *favor* per Mercati Regolamentati e MTF

La MiFID considera “tecnicamente” mercati solo le Trading Venue Multilaterali, equiparandole totalmente in termini di valore con riferimento all’esecuzione degli ordini (considerando 5, MiFID).

Solo i mercati regolamentati e gli MTF sono Trading Venue Multilaterali.

**Gli scambi potranno essere effettuati al di fuori di mercati regolamentati e MTF solo previa espressa autorizzazione dei clienti.**

Rispetto agli MTF, ai Mercati Regolamentati rimangono come peculiari le fondamentali funzioni di “listing” degli strumenti finanziari e la sottoposizione degli emittenti a obblighi di informazione continua

(si pensi poi che la disciplina sulla market abuse si applica ai soli titoli ammessi alla negoziazione in mercati regolamentati, così come il nuovo regime di trasparenza).

## Oggi

Gli SSO:

- non sono sottoposti ad autorizzazione;
- Unica fonte di regolamentazione: una comunicazione Consob (la 14035 del 2003) che prevede un limitato regime di trasparenza.

## Domani

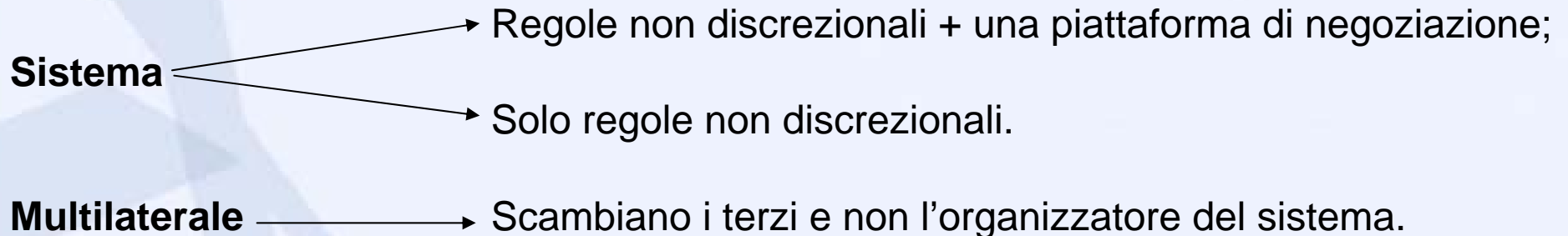
- La gestione di un MTF costituisce un nuovo servizio di investimento.
- L'internalizzazione costituisce una specifica modalità del servizio di negoziazione in conto proprio.
- Discipline specifiche per MTF e Internalizzatori.



## La definizione di MTF

**Art. 4, comma 1, paragrafo 15, MiFID:**

**“Sistema Multilaterale di Negoziazione:** sistema multilaterale, gestito da un’impresa di investimento o da un gestore del mercato, che consente e facilita l’incontro – al suo interno e 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 ai sensi delle disposizioni del titolo II”.



La definizione è molto simile a quella di “mercato regolamentato” (paragrafo 14).



## Le altre caratteristiche fondamentali degli MTF

Art. 14, MiFID:

**Il sistema di regole deve:**

**a) essere trasparente e non discrezionale, basato su criteri oggettivi;**

**b) definire le modalità di:**

- ammissione degli operatori (accesso al sistema);
- ammissione degli strumenti;
- negoziazione tra operatori ammessi e di conclusione di contratti;
- trasparenza;

**c) essere “atto a garantire un processo di negoziazione equo e ordinato”**  
(richiamo rieccheggianti la garanzia dell’ordinato svolgimento delle negoziazioni e della formazione di un mercato regolare previsto per i mercati regolamentati).



# La definizione di Internalizzazione

## Art. 4, comma 1, paragrafo 7, MiFID:

**“Internalizzatore sistematico:** un’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”.

La definizione non è incentrata sul sistema di negoziazione (il sistema bilaterale), ma sul soggetto (l’impresa di investimento), che:

- è sempre controparte necessaria di ogni transazione;
- esegue gli ordini in modo organizzato, frequente e sistematico;
- si assume posizioni rischio (considerando 5).



## **Criteri per determinare l'esistenza di una Internalizzazione**

Art. 21, Regolamento CE di attuazione della MiFID:

### **Tre criteri qualitativi per determinare *l'organizzazione, la frequenza e la sistematicità*:**

- l'attività ha un ruolo commerciale importante per l'intermediario (quando è fonte di reddito o costi significativi – si veda anche il considerando 15) ed è condotta sulla base di regole non discrezionali;
- l'attività è svolta tramite personale e/o sistemi tecnici automatizzati destinati a tale compito (anche se non in via esclusiva);
- l'attività è accessibile ai clienti su base regolare e continua.

Non si ha internalizzazione se l'attività è saltuaria o ad hoc, oppure se le operazioni sono eseguite al di fuori dei sistemi utilizzati per l'internalizzazione (comma 3, art. 21).

## La Disciplina degli MTF

- Servizio di investimento sottoposto ad autorizzazione, esercitabile da Imprese di investimento (Banche e SIM) o da Gestori di mercati regolamentati.
- Applicabilità della parte generale sui servizi di investimento della Direttiva (art. dal 5 al 12, dal 16 al 19):
  - > Business continuity;
  - > Possibilità di outsourcing di funzioni rilevanti;
  - > Conservazione registrazione sufficienti (anche delle attività di ammissione);
  - > Informazioni sugli strumenti proposti.
- Essere in grado di eseguire prontamente un'istruzione dell'Autorità e di sospendere uno strumento dalla negoziazione (art. 14).
- Controlli efficaci e continuativi sul rispetto delle Regole dell'MTF e di Mkt Abuse, e comunicazione senza indugio all'Autorità delle infrazioni (art. 26).
- Transaction Reporting all'Autorità di Vigilanza (art. 25).
- Pre e Post Trade Transparency (art. 29 e 30).

## La Disciplina dell'Internalizzazione

- Modalità rilevante di esercizio del servizio di negoziazione in conto proprio, oggetto di “autodenuncia” all’Autorità (art. 21 Reg.).
- Applicabilità della parte generale sui servizi di investimento della Direttiva (art. dal 5 al 12, dal 16 al 19):
  - > Business continuity;
  - > Possibilità di outsourcing di funzioni rilevanti;
  - > Conservazione registrazione sufficienti (anche delle attività di ammissione);
  - > Informazioni sugli strumenti proposti.
- Quotazioni irrevocabili sulle azioni liquide comunicate al pubblico in via continuativa (art. 27) – regole di dettaglio nel Reg. CE.
- Mantenimento di prezzi che riflettano le condizioni di mercato prevalenti (art. 27).
- Scelta dei clienti su basi non discriminatorie e oggettive – mitigazione con valutazione di rischio di credito e controparte (art. 27).
- Controlli efficaci e continuativi sulla Mkt Abuse (disciplina apposita).
- Transaction Reporting all’Autorità di Vigilanza (art. 25).

## Nuovi e ridotti confini per gli scambi OTC

Quadro di riferimento:

- > regole di best execution incentrate sul concetto di Trading Venue;
- > nelle best execution policy devono essere inserite Trading Venue;
- > parificazione tra mercati regolamentati e MTF – scambi *al di fuori* di essi solo se autorizzati dal cliente (tra cui anche quelli tramite internalizzazioni).

Il termine **OTC** potrebbe essere utilizzato solo limitatamente agli scambi che avvengono *al di fuori di una trading venue* o di un'entità che svolga una funzione simile in un Paese extra UE.

In ogni caso, si ritiene che gli scambi OTC possano avvenire solo se a condizioni migliori di quelle delle trading venue:

- > di sicuro, rispetto alle trading venue inserite nella BE Policy;
- > molto probabile che il parametro siano le condizioni prevalenti di mercato al momento della ricezione dell'ordine.

Le negoziazioni in conto proprio al di fuori di internalizzazioni sono OTC.

## Le nuove regole di Best Execution

- Scelta delle Trading Venue in grado di assicurare il miglior risultato per i clienti su base duratura:
  - Per tipologia di titoli (ad es: obbligazioni corporate - titoli di Stato Italia/UE).
  - Sulla base delle caratteristiche:
    - > dei clienti (retail – professionali) e degli ordini;
    - > delle Trading Venue;
    - > delle performance delle Trading Venue valutate su 7 fattori (i principali sono i prezzi e i costi di transazione).
- Inserimento delle Trading Venue nelle *Best Execution Policy* (BEP) e obbligo di inserire nella BEP le Trading Venue migliori su base duratura.
- Consegna al clienti retail della BEP e accettazione da parte degli stessi.
- Esecuzione degli ordini nelle Trading Venue migliori inserite nella BEP.
- Monitoraggio costante delle performance delle Trading Venue e obbligo di sostituire nella BEP le Trading Venue meno performanti con le più performanti.



# Le nuove regole di Best Execution dal punto di vista delle Trading Venue

- Necessità per ciascuna Trading Venue di essere competitiva:
  - > sulle singole tipologie di titoli;
  - > sulle diverse fasce di clienti (possibili esempi: retail e professionali – trading on line – segmentazione per profili soggettivi degli investitori) e di dimensioni degli ordini;
- attraverso:
  - > le caratteristiche del proprio modello di business o di mercato;
  - > le proprie performance valutate su 7 fattori (i principali sono i prezzi e i costi di transazione).
- Necessità di comunicare al mercato i propri fattori di forza su base duratura e la qualità delle proprie performance (tipicamente i prezzi) su base continuativa (*pre e post trade transparency*).
- Monitoraggio delle performance delle altre Trading Venue e predisposizione di strategie e piani di azione in grado di mantenerne la competitività.



# Le nuove regole di Best Execution dal punto di vista delle Trading Venue

- I fattori sulla base dei quali le Trading Venue sono valutate e su cui devono dimostrarsi competitive:
  - > Prezzi problema di performance e di modello
  - > Costi di transazione problema di modello
  - > Natura degli ordini problema di modello
  - > Size degli ordini problema di performance e di modello
  - > Rapidità di esecuzione problema di performance e di modello
  - > Probabilità di esecuzione problema di performance e di modello
  - > Probabilità di settlement problema di performance e di modello
- Le valutazioni sono di due tipi:
  - > su base previsionale e duratura (per essere inserite nelle BE Policy);
  - > su base continuativa (per essere utilizzate per l'effettiva esecuzione degli ordini tra le Trading Venue inserite nelle BE Policy).



# Con la MiFID occorre ragionare per scambi su titoli branded e non branded

Una suddivisione del mondo titoli necessaria date le nuove regole di Best Execution:

- **Titoli Branded:**

- > i titoli di regola negoziati solo sull'SSO “proprietario” e non soggetti a competizione tra Trading Venue;
- > tipicamente le obbligazioni bancarie.

- **Titoli Non Branded:**

- > i titoli di regola scambiati su più Trading Venue;
- > azioni, obbligazioni corporate, Titoli di Stato, ecc.

# L'esecuzione degli ordini sui mercati: come cambia

## Oggi

- **Obbligo di concentrazione degli scambi sui mercati regolamentati.**
- **Esecuzione sugli SSO proprietari degli scambi sui titoli non negoziati nei mercati regolamentati italiani:**
  - titoli branded;
  - titoli non branded.

## Domani

- **Abolizione della concentrazione e sua sostituzione con nuovo set di regole di *Best Execution*.**
- **Esecuzione degli ordini sulle Trading Venue migliori su base duratura:**
  - per singole tipologie di titoli;
  - per singole tipologie di clienti.
- **Concorrenza tra Trading Venue per le negoziazioni su titoli non branded.**
- **Possibile segmentazione per fasce di investitori.**



## I nuovi obblighi di Trasparenza Pre e Post Trade

Obbligo di pre e/o post trade transparency diversamente configurato e modulato **nelle previsioni normative** a seconda che ci si riferisca:

- all'impresa di investimento;
- all'internalizzatore sistematico;
- al sistema multilaterale di negoziazione (MTF);
- al mercato regolamentato.

Gli **obblighi normativi** sono formulati come **requisiti minimali** di trasparenza **sulle azioni**.

**Le logiche di best execution e commerciali dovrebbero portare a forme di trasparenza ben più robuste:**

- > le Trading Venue sono incentivate a comunicare le proprie performance su tutte le tipologie di titoli – la best execution riguarda tutti i titoli;
- > molto dipenderà anche dall'enforcement sulle regole di Best Execution.

Anche il **consolidamento dei dati** è lasciato (almeno inizialmente) alle forze di mercato.



## Regole comuni per Trasparenza Pre e Post Trade

Art. 29, 30 Reg. CE di attuazione della MiFID:

Mercati Regolamentati, MTF e Internalizzatori devono pubblicare le informazioni pre e post trade:

- > a prezzi ragionevoli;
- > in via continuativa (quando aperti);
- > possibilmente in tempo reale e comunque entro 3 minuti.

Per le operazioni al di fuori di una Trading Venue (OTC), le informazioni post trade devono:

- > essere pubblicate per quanto possibile in tempo reale e comunque entro 3 minuti durante l'orario di negoziazione sul mercato più pertinente o durante il normale orario di contrattazione dell'impresa di investimento;
- > in caso contrario entro l'apertura successiva del mercato più pertinente.

Pubblicità attraverso Mercati Regolamentati, MTF, terzi, dispositivi propri.



# Esenzioni alle regole per Trasparenza Pre e Post Trade

## Esenzioni valide per tutte le Trading Venue:

- > pre e post trade: parziale deroga per le operazioni di portafoglio (basket): per quanto possibile in tempo reale;
- > pre trade: prezzi relativi a ordini eccedenti determinati quantitativi calcolati sul ctv medio degli scambi sull'azione nel mercato (art. 20 Reg.) - 5 classi di azioni (tabella 2, Allegato II Reg.).

## Esenzioni per gli Internalizzatori alla pubblicazione di quote irrevocabili:

- > azioni quotate illiquide;
- > ordini per controvalori superiori alla *standard market size*;
- > per i soli clienti professionali, possibilità di *price improvement* per ordini con ctv. superiori alla *retail size*;
- > per i soli clienti professionali, ordini su più titoli (basket orders);
- > per i soli clienti professionali, ordini soggetti a condizioni diverse dal prezzo corrente di mercato;
- > per ridurre il rischio di posizione, molteplicità di ordini da parte del medesimo investitore;
- > per ridurre il rischio di posizione, molteplicità di ordini nello stesso momento da parte di differenti investitori per volumi o numerosità notevolmente superiori alla media.



## Non Equities Transparency

- Estensione delle regole di trasparenza lasciata alla discrezione di ogni singolo Stato Membro:
  - > possibili casi di non armonizzazione UE e arbitraggi normativi.
- Trasparenza lasciata alle forze di mercato, ovvero alle Trading Venue che decidono di utilizzare la trasparenza per le logiche di best execution:
  - > possibile emersione di best practices;
  - > utilizzazione della trasparenza per porsi come benchmark di mercato.
- Possibile estensione futura da parte della Commissione UE.
- Nelle recenti consultazioni la Consob e i mercati regolamentati italiani si sono schierati a favore di un'estensione delle regole agli strumenti *non equities*.
- Non sono ancora conosciute le intenzioni del Legislatore Italiano.

## **Parte II**

# **Gli impatti della MiFID sulla gestione di SSO**



## Cosa sta avvenendo nel settore delle Trading Venue

- A) Molteplici iniziative di accordi tra Borse tradizionali:
  - > Merger tra Borse Europee e Mercati USA;
  - > Alleanze con altre Borse Extra UE (es. LSE e Tokio);
  - > Progetto di Borsa Pan Europea.
  
- B) Acquisizione di piattaforme quali Instinet (Nasdaq) e Archipelago (Nyse).
  
- C) Progetto di un sistema multilaterale su azioni promosso da 7 tra le maggiori banche internazionali.
  
- D) Acquisizione del 50% di TLX da parte di Banca IMI, con dichiarazioni ufficiali dei Soci di voler allargare la compagine azionaria ad altri Gruppi bancari.



# Il Focus delle iniziative nel settore delle Trading Venue

## Iniziative:

- A) Molteplici iniziative di accordi tra Borse tradizionali
  - > Merger tra Borse Europee e Mercati USA
  - > Alleanze con altre Borse Extra UE
  - > Progetto di Borsa Pan Europea
- B) Acquisizione di piattaforme quali Instinet (Nasdaq) e Archipelago (Nyse)
- C) Progetto di un sistema multilaterale su azioni promosso da 7 tra le maggiori banche internazionali
- D) Acquisizione del 50% di TLX da parte di Banca IMI con dichiarazioni ufficiali dei Soci di voler allargare la compagine azionaria ad altri Gruppi bancari

## Focus:

Consolidamento sul listing azionario e sugli scambi nel comparto azionario

Acquisizione di piattaforme elettroniche di negoziazione competitive

Aggregazione su scambi azionari nel segmento professionale

Aggregazione su scambi prevalentemente obbligazionari nel segmento retail

## Il quadro attuale degli SSO italiani

- Oggi sono più di 330 – di regola ogni Gruppo ne ha uno.
- Principalmente dedicati agli scambi con i clienti retail “*captive*”.
- La veicolazione degli ordini della clientela retail avviene di regola solo sulla base di una logica di appartenenza al medesimo Gruppo.
- Spesso ancora organizzati come panieri.
- Spesso ancora sprovvisti dei presidi organizzativi richiesti dalla MiFID.
- Nel 2005 sui 330 SSO italiani sono stati scambiati circa 20 mila strumenti finanziari per la quasi totalità (99%) titoli obbligazionari ed in particolar modo obbligazioni bancarie. Il numero totale di contratti è stato nell’anno circa 3,8 milioni (fonte: dati Consob).



## I cambiamenti con la MiFID per gli SSO italiani

- Netta separazione di responsabilità tra la gestione di un sistema di negoziazione e la veicolazione degli ordini della clientela retail.
- Non è più possibile la semplice veicolazione degli ordini della clientela captive verso il mercato del Gruppo.
- Le reti captive devono valutare il sistema di internalizzazione del proprio Gruppo alla stregua di una qualsiasi Trading Venue.
- Competizione da parte delle altre Trading Venue sui titoli non branded.
- Incremento dei costi per far fronte ai nuovi requisiti di organizzazione e gestione.
- Sottoposizione a vigilanza Consob.

## I rischi con la MiFID per gli SSO italiani

- Rischi di business:
  - > difficoltà a difendere i flussi captive;
  - > diminuzione degli spread per reggere la competizione;
  - > incremento dei costi di struttura (anche per gli scambi sui titoli branded).
  
- Rischi di compliance e rischi legali:
  - > in caso di performance della Trading Venue prescelta non in linea con quelle migliori del mercato, i rischi legali e reputazionali derivanti ricadono su chi gestisce le reti;
  - > se la Trading Venue è l'internalizzatore\MTF del Gruppo, per le reti captive a tali rischi si aggiungono quelli derivanti dai conflitti di interessi.



## Le questioni fondamentali per la definizione di una strategia nel segmento retail

- Gestire una grande massa di ordini aventi ad oggetto la compravendita di strumenti finanziari per importi di piccole dimensioni:
  - > offrendo ai clienti retail il miglior servizio possibile;
  - > minimizzando i costi e gli oneri di gestione;
  - > minimizzando i rischi legali e di compliance.
- Convogliare gli ordini della propria clientela retail verso la propria struttura di market making, massimizzandone i ricavi.
- Sfruttare e non subire la concorrenza delle altre Trading Venue.



## Le possibili scelte strategiche per gli SSO italiani

Cinque possibili opzioni:

- Competere da soli su Titoli Branded e Non Branded;
- Concentrazione su Titoli Branded e ritiro dalla competizione su Titoli Non Branded;
- Adesione a modelli aggregativi già esistenti per condivisione delle opportunità e degli oneri della competizione;
- Promozione di nuovi modelli aggregativi per condivisione delle opportunità e degli oneri della competizione;
- Chiusura e utilizzazione di Trading Venue terze tramite conclusione di accordi per negoziazioni sui propri titoli branded.

# Il Modello TLX Vs le nuove Direttive UE

## TLX Vs MiFID:

### 1) Aggregazione di più MM

- Pool di liquidità captive più ampio
- Prezzi più competitivi



Grazie alle regole di best execution grande capacità di attrazione di flussi captive e non captive



### 2) Caratteristiche del modello

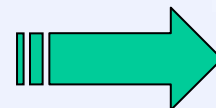
- Status di Società-mercato
- Trasparenza pre e post trading
- Trasparenza su strumenti (schede prodotto)



Grande capacità di rispondere alle esigenze di compliance delle reti captive e non captive

## TLX Vs Direttiva Prospetto:

### 1) Listing sul Mercato Reg. con valenza UE



TLX come principale mercato di quotazione per i titoli emessi dai Gruppi dei Soci

### 2) Costi di Listing molto bassi



Risparmi significativi per i Soci in termini di costi di quotazione



## Contatti

Per maggiori informazioni è possibile contattare:

- Stefano Cuccia                      Head of Market Supervision                      +39 02 3030.1422
- Luigi Campa                          Head of Marketing                                      +39 02 3030.1451
  
- Mail: [nome.cognome@eurotlx.com](mailto:nome.cognome@eurotlx.com)

TLX S.p.A  
[www.eurotlx.com](http://www.eurotlx.com)  
Via Cavriana 20  
20134 Milano  
Tel: 02 3030141  
Fax: 02 30328543