



**LE NUOVE REGOLE DI
BEST EXECUTION
DELLA MIFID**

TLX s.p.a. – Agosto 2006



Mifid: le nuove regole di Best Execution (B.E.)

Agenda:

- Principi e obiettivi della Mifid: la centralità delle nuove regole di Best Execution;
- Le nuove regole di Best Execution: cosa prescrivono;
- Il coordinamento con le 9 regole a carico degli intermediari;
- Le dinamiche comportate dal nuovo contesto normativo/competitivo;
- Gli impatti sulle Trading Venues di Gruppo.

I principi cardine e gli obiettivi della Mifid

Principi cardine e obiettivi della nuova regolamentazione:

- Creare un mercato finanziario unico europeo;
- Porre e rafforzare la concorrenza tra i sistemi di negoziazione;
- Rafforzare la protezione degli investitori non professionali;
- Minimizzare le situazioni di conflitto di interessi.

Le nuove regole di Best Execution:

- Rappresentano lo strumento principale per conseguire questi obiettivi;
- Devono essere interpretate alla luce di questi principi;
- Creano una situazione dinamica in potenziale costante evoluzione.



Da ciò 2 importanti indicazioni per gli interventi sulla struttura organizzativa:

- Devono essere coerenti con quanto sopra evidenziato;
- Devono portare la struttura a gestire la dinamicità in maniera adeguata ed economicamente efficiente.



Mifid: i tempi di attuazione

31 gennaio 2007: termine perentorio per l'adozione da parte dei singoli Stati Membri dell'UE delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative necessarie per conformarsi alla Mifid;

1° novembre 2007: termine perentorio per l'applicazione delle nuove disposizioni nei singoli Stati Membri dell'UE;

Entro tale data tutti gli intermediari dovranno organizzarsi per ottemperare alle nuove regole.

Le Trading Venues in concorrenza: i modelli previsti

- Mercati Regolamentati e MTF sono multilaterali;
- Le Internalizzazioni sono sistemi bilaterali (market Maker controparte necessaria);

**Sistemi di negoziazione
(trading venues o
execution venues)**

Mercati Regolamentati (RM)

**Sistemi Multilaterali di Negoziazione
(Multilateral Trading Facilities – MTF)**

**Intermediari
operanti in qualità di
“Internalizzatori Sistematici”**

- Solo Mercati e MTF sono tecnicamente considerati mercati
- Questa differenza ha rilevanza nell’ambito di alcune regole della Mifid (conflitti di interessi, informazioni ai clienti, valutazione delle caratteristiche delle sedi di negoziazione nell’ambito della predisposizione della Best execution Policy, gestione degli ordini con limiti di prezzo)



Le nuove regole di B.E.: cosa prescrivono

Articolo 21- Best Execution: Obbligo di eseguire gli ordini alle condizioni più favorevoli per il cliente – si sostanzia di 9 regole:

- 1) Istituire una strategia di esecuzione o Best Execution Policy (B.E.P.);
- 2) Attuare la B.E.P. (scelta delle Trading Venues);
- 3) Fornire informazioni appropriate alla clientela sulla B.E.P.;
- 4) Ottenere dalla clientela il consenso preliminare sulla B.E.P.;
- 5) Ottenere dalla clientela il consenso preliminare in caso di esecuzioni fuori da RM e MTF;
- 6) Eseguire gli ordini della clientela nella Trading Venue che, tra quelle inserite nella B.E.P., offre le condizioni migliori al momento dell'invio dei singoli ordini;
- 7) Controllare l'efficacia dei propri dispositivi di esecuzione degli ordini;
- 8) Controllare regolarmente l'efficacia della B.E.P. e, se del caso, correggerla;
- 9) Essere in grado di dimostrare ai clienti di aver eseguito gli ordini in conformità della B.E.P..



Le nuove regole di B.E.

L'ambito di applicazione delle regole di B.E. ed il coordinamento con le altre norme:

- Sono di carattere generale e riguardano l'esecuzione degli ordini della clientela aventi ad oggetto qualsiasi strumento finanziario;
- Devono essere coordinate con le altre regole generali applicabili ai rapporti con la clientela;
- Sono un'applicazione specifica del principio generale sancito dall'articolo 19, comma 1, che pone l'obbligo di servire al meglio gli interessi dei clienti, agendo in modo onesto, equo e professionale e nel rispetto degli altri commi dell'articolo 19 medesimo;
- Devono essere attuate sulla base dei più generali requisiti di organizzazione (art. 13) e di minimizzazione dei conflitti di interesse (art. 18).



Le regole di B.E.: il coordinamento con le altre norme

Le indicazioni desumibili dalle altre disposizioni generali per l'attuazione delle regole di B.E.:

Art.13 (Requisiti di organizzazione)

- procedure efficaci e in grado di minimizzare i conflitti di interessi;
- garanzia della continuità e regolarità dei servizi prestati;
- utilizzazione di sistemi, risorse e procedure appropriate;
- possibilità di outsourcing nei limiti di misure di contenimento dei rischi operativi e di garanzia di efficacia del sistema di controllo interno;
- mantenimento di registrazioni sufficienti.

Art. 18 (Conflitti di interesse)

- Obbligo di identificazione, minimizzazione e informazioni ai clienti

Art. 19 (Norme di comportamento)

- Obbligo di informazioni ai clienti corrette, chiare e non fuorvianti;
- Garanzia dell'investimento consapevole: informazioni appropriate su strumenti finanziari, strategie di investimento proposte (orientamenti, avvertenze sui rischi associati), sedi di esecuzione, costi e oneri connessi;
- Richiesta di informazioni alla clientela e avvertenze in caso di rifiuto di fornire informazioni;
- Limiti all'Execution Only;
- Relazioni adeguate alla clientela.



Le 8 regole per la B.E.: i driver che guidano la loro attuazione

Dal coordinamento con le regole generali si possono desumere i seguenti driver:

- L'approccio richiede una segmentazione necessaria per tipologia di strumenti finanziari;
- Altamente opportuna è una segmentazione per tipologia di clientela;
- Documentabilità di quanto implementato e della sua efficacia.

Nelle pagine successive le 8 regole vengono analizzate in dettaglio.



Regola 1: L'istituzione di una strategia di esecuzione /1

Finalità della B.E.P.: ottenere il miglior risultato possibile per gli ordini dei clienti su base duratura e per ciascuna categoria di strumenti;

La B.E.P. deve essere predisposta sulla base:

- delle caratteristiche della clientela: requisito minimale: distinzione tra clientela professionale e non professionale – altamente raccomandabile e una segmentazione per fasce di clientela sulla base dei loro profili soggettivi;
- delle caratteristiche delle Trading Venues: da valutare alla luce delle caratteristiche della clientela – sussiste una differenza qualitativa tra Mercati Regolamentati, MTF e Internalizzazioni;
- delle performance delle Trading venues: da valutare su base duratura sulla base di 7 fattori (prezzi, costi, probabilità di esecuzione e di settlement, size, natura strumenti, trasparenza, informazioni..) e in termini previsionali (la strategia di esecuzione è per il futuro).

Regola 1: L'istituzione di una strategia di esecuzione /2

La B.E.P. deve specificare (per ciascuna categoria di strumenti):

- Le informazioni sulle sedi di esecuzione su cui sono eseguiti gli ordini;
- I fattori che influenzano la scelta delle sedi di esecuzione;
- Le Trading Venue che permettono di ottenere in modo duraturo il miglior risultato possibile per l'esecuzione del cliente.

Appare difficilmente sostenibile l'esclusione delle Trading Venue migliori su base previsionale;

In questo senso, le Trading Venue multilaterali con maggior liquidità appaiono più sicure su base previsionale (e prudenziale);



Netta scissione tra titoli "branded" e "non branded" (negoziati su più Trading Venues);

Le logiche di B.E. riguardano essenzialmente i titoli non branded.



Regola 2: L'attuazione della strategia di esecuzione

Viene richiesta la predisposizione di tutte le misure ragionevoli per ottenere il miglior risultato possibile.

Vuol essenzialmente dire:

- Predisporre la B.E.P. tenendo conto di quanto evidenziato per il requirement 1 e conformemente al principio di correttezza, equità e professionalità;
- Acquisire o effettuare analisi sulle caratteristiche e sulle performance delle Trading Venues;
- Adottare (in via preventiva) criteri di valutazione delle analisi di cui sopra – differenziati, se opportuno, per tipologia di clientela;
- Laddove vi siano più Trading Venues valutate come potenzialmente ottimali stabilire criteri per l'esecuzione dei singoli ordini (possibile in un futuro la disponibilità sul mercato di sistemi informativi di comparazione dei prezzi delle varie Trading Venues);

L'intermediario che ha il rapporto con la clientela finale non può liberarsi della responsabilità della scelta delle Trading Venues demandando il compito all'intermediario negoziatore



Regola 3: Fornire informazioni ai clienti sulla BEP

Art. 21: Gli intermediari devono fornire informazioni appropriate sulla loro strategia di esecuzione.

Art. 19: Obbligo di informazioni ai clienti corrette, chiare e non fuorvianti. La garanzia dell'investimento consapevole: informazioni appropriate su:

- strumenti finanziari;
- strategie di investimento proposte (orientamenti, avvertenze sui rischi associati);
- sedi di esecuzione;
- costi e oneri connessi.

Art. 18: Rappresentazione dei conflitti di interessi esistenti

Bisogna interpretare questa regola in chiave dinamica: qualsiasi correzione alla B.E.P., compresa la sostituzione di una Trading Venue, e le ragioni di essa deve essere notificata ai clienti.



Regola 4: ottenere il consenso preliminare sulla BEP

La scelta con il cliente della B.E.P. rappresenta un “momento contrattuale” di primaria importanza.

Il documento di “execution policy” dovrebbe costituire il “patto” tra il cliente e la banca nel senso che le modalità di esecuzione, le piazze, il regolamento dell’operazione, gli oneri derivanti e i criteri adottati dalla banca per salvaguardare il rispetto della best execution devono essere chiaramente esplicitati in modo anche da ridurre al massimo il sorgere di eventuali contestazioni.

Regola 5: ottenere il consenso preliminare per esecuzioni fuori da mercati Regolamentati e MTF

Il consenso preliminare si richiede alla clientela :

- Per il semplice inserimento nella B.E.P. della possibilità di eseguire operazioni al di fuori di un mercato regolamentato o di un MTF (opportuno ma non strettamente necessario – basterebbe la semplice informazione);
- Per l'effettiva esecuzione di ordini al di fuori di un mercato regolamentato o di un MTF (consenso necessario – anche sotto forma di accordo generale).

Regola 6: esecuzione degli ordini nella Trading Venue offerente le condizioni migliori

La bozza di Direttiva di attuazione della Mifid prevede un livello di B.E. "order by order":



- quando ricevono un ordine, gli intermediari devono veicolarlo nella Trading Venue che, nell'ambito di quelle inserite nella B.E.P., offra in quel momento le migliori condizioni per il cliente;
- la comparazione tra l'offerta delle diverse Trading Venue è sì richiesta, ma è limitata ai soli sistemi di negoziazione inseriti nella B.E.P.



Regola 7: Controllare l'efficacia dei propri dispositivi di esecuzione degli ordini

E' sufficiente un controllo periodico purché documentabile;

Eventuali carenze devono essere corrette;

L'attuazione di questo requisito dipenderà molto dalla strutturazione delle B.E.P. e dai dispositivi di natura informatica che il mercato metterà a disposizione.



Regola 8: controllare regolarmente l'efficacia della B.E.P.

Vale quanto detto per il requisito 6 e per il requisito 2 (effettuazione di analisi e valutazioni vincolate a criteri predefiniti);

Per sostanziare questo requisito in maniera precisa occorre aspettare la disciplina definitiva di Livello II;

Possibili adempimenti richiesti:

- Revisione almeno annuale;
- Revisione necessaria ogniqualvolta intervengano novità apprezzabili da parte delle Trading Venue (apertura di nuove, chiusure, mutamenti di offerta, fusioni...).

In ogni caso, i criteri individuati non potranno che essere espressione dell'obbligo di diligenza professionale.



Regola 9: dimostrare ai clienti di aver eseguito gli ordini in conformità della B.E.P.

Il cliente ha diritto a richiedere la prova della soddisfazione di questo requisito;

Non è richiesta la prova che l'ordine sia stato eseguito sulla Trading Venue migliore in quel momento, ma solamente che l'ordine sia stato eseguito in conformità della B.E.P. (la cui adeguatezza è da valutare su base duratura).



Le regole per Execution Only

L'art. 19, comma 6 della Mifid la definisce come la possibilità di eseguire gli ordini dei clienti senza dover assumere informazioni riguardanti il cliente (esperienza, disponibilità finanziarie, propensione al rischio, ecc.);

Tale possibilità è limitata:

- ai soli strumenti individuati come non complessi (azioni, obbligazioni plain vanilla, quote di OICVM);
- all' iniziativa del cliente.

Anche l'Execution Only è pienamente soggetta alle medesime regole di B.E. esposte in precedenza.



Gli impatti prevedibili derivanti dalle regole di B.E.

Le dinamiche generate dalle regole di B.E. riguardano pressoché esclusivamente i titoli negoziati su più Trading Venues (i cd. “non branded”);

Gli intermediari non saranno in grado di difendere modelli *in house* di esecuzione degli ordini non competitivi, essendo invece costretti a convogliare gli ordini dei propri clienti verso le trading venues migliori;

Le Trading Venues saranno spinte ad offrire servizi di eccellenza, nonché un’adeguata disclosure delle proprie performance;

Spinta alla concentrazione dei flussi di ordini verso quelle Trading Venues che si dimostreranno in grado di offrire servizi qualitativamente superiori a quelli degli altri competitors e alla scomparsa di gran parte di tali sistemi di scambi organizzati;

Vi saranno forti innovazioni nell’offerta di informazioni e strumenti da parte degli info-provider e delle software-house.



Gli impatti per gli SSO dei gruppi bancari

La Mifid comporta una netta scissione tra l'attività (e le responsabilità) di organizzazione di una Trading Venue e quella di gestione degli ordini della clientela retail;

Tutte le reti (captive e non) sono tenute a veicolare gli ordini dei propri clienti verso le Trading Venues migliori;

Le reti captive devono valutare il sistema di internalizzazione del proprio Gruppo alla stregua di una qualsiasi Trading Venues;

Nel nuovo contesto non sarà più possibile la semplice veicolazione degli ordini della clientela captive verso il mercato del Gruppo (a meno che assicurarsi il miglior risultato possibile per soddisfare gli interessi della clientela sulla base delle norme in tema di B.E.)

In caso di performance della Trading Venue prescelta non in linea con quelle migliori del mercato, i rischi legali e reputazionali derivanti ricadono sulle 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.



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

TLX S.p.A
www.eurotlx.com
Via Cavriana 20
20134 Milano
Tel: 02 3030141
Fax: 02 30328543