

I rischi della MIFID

di Giovanni Bottazzi , Malcolm Duncan e Alfonso Scarano

Le novità introdotte dalla direttiva Mifid 2 rappresentano un passaggio epocale, di cui l'opinione pubblica non sembra avere una percezione adeguata. Con qualche rischio perché resta irrisolta la questione della migliore esecuzione dell'ordine di acquisto o vendita e della trasparenza nei nuovi mercati internalizzati. Le informazioni su prezzi e volumi dei titoli scambiati vanno concentrate in un organismo istituzionale indipendente e facilmente accessibile a tutti gli investitori. Altrimenti si darà l'impressione di una giungla degli scambi.

Le innovazioni introdotte dalla direttiva **Mifid 2** rappresentano un passaggio epocale, ben oltre quella che sembra essere la percezione dell'opinione pubblica. Lascia quindi stupiti che rivolgimenti in campo finanziario di così grande rilievo, perché forieri di importanti conseguenze anche per gli investitori, siano stati predisposti in un ambiente quasi ovattato, in modo garbato e, in apparenza, senza grandi tensioni, in un processo per lo più condotto dagli addetti ai lavori, caratterizzati da una singolare e invidiabile concordia di intenti. Non sono trapelati i contrasti che normalmente emergono quando si toccano interessi forti, complessi e per di più riguardanti un perimetro multinazionale. Il grande pubblico sembra essere

rimasto in un suo incosciente nirvana, da cui però potrebbe venire richiamato bruscamente alla realtà.

La Borsanon sarà più la stessa

Molti possono ingenuamente pensare che, in fondo, la Borsa è e sarà sempre la stessa, poco importa se gridata o 'cliccata', e che gli intermediari comunque ricopriranno sempre lo stesso ruolo svolto in passato. La situazione è invece ben diversa, tanto che lo stesso nome Borsa, se pure si manterrà per il vecchio ma sminuito mercato regolamentato, sarà più o meno svuotato di contenuto, di fatto e di diritto, col rischio di diventare un mero paravento dietro il quale si muoveranno vari segmenti di un mercato non più tale, se non in quanto i segmenti stessi siano tenuti insieme dai fili dell'**informativa**, pre e post-trading. Sempre che tali fili permangano davvero e non vengano, di fatto, recisi. Non è possibile pensare che nello spirito di rispetto della competitività possa essere tollerata una situazione di rischio per cui possano ingenerarsi occasioni per alcune categorie di operatori professionali di istituzionalizzare una **asimmetria informativa** potenzialmente a scapito della propria clientela. Essi potrebbero beneficiare di un'informazione privilegiata captata attraverso il flusso degli ordini della clientela, come del resto già avviene anche a beneficio di intermediari che operino come market maker. Ma, in più, gli internalizzatori sarebbero messi in condizione di beneficiare direttamente addirittura di una rendita di posizione per la possibilità di lucrare uno "spread" senza rischio, ove potessero operare sul timing delle negoziazioni in modo opportunistico. Occorre quindi che sia evitato alla base uno scenario simile e, allo scopo, sia posta la massima attenzione perché si renda effettiva e agevole la facoltà da parte di chiunque vi abbia interesse di **verificare ex-post** l'effettivo rispetto della "best execution" attraverso la puntuale e sistematica "contestualizzazione" ex-post delle condizioni di ogni negoziazione. Era, del resto, proprio quanto postulava anche l'**Abi** in una nota del novembre 2002 quando affermava: "La concorrenza tra le trading venues si realizza solo se viene garantita, in tempo reale e su base aggregata, l'informazione sulle proposte di negoziazione provenienti da tutte le trading venues Alla

luce di quanto precede, l'Abi ritiene che l'obiettivo di un "single european financial market" si realizzi con l'adozione dei seguenti strumenti:

a) la piena **confrontabilità** delle condizioni offerte dalle trading venues, assicurata dalla market transparency pre e post-trade;

b) il libero accesso degli intermediari e investitori comunitari a tutte le trading venues e alle relative strutture di post-trading, attraverso la previsione dell'obbligo, per tutti gli Stati membri, di rimuovere gli ostacoli (legislativi, fiscali, tecnici ed amministrativi) a tale accesso.

Fintantoché tale sistema competitivo non sarà realizzato, non vi sarà concorrenza effettiva tra trading venues; sarà allora opportuno che i singoli Stati membri non rinuncino, a livello nazionale, alla disciplina della market transparency (pre e/o post-trade) attualmente vigente, eventualmente utilizzando, come supporto, lo strumento della concentrazione».

Gli **intermediari finanziari**, ancorché sia loro concessa la facoltà di trasformarsi in società-mercato, debbono ricordare di rimanere pur sempre parte di uno schema più ampio, che ha lo scopo di migliorare il rapporto rendimento/rischio sia per gli emittenti titoli, sia per i loro sottoscrittori. Devono rimanere quindi entità fornitrici di servizi ed è opportuno non possano incorrere nel rischio di strumentalizzare lo schema a proprio vantaggio. Le società-mercato non dovrebbero dunque essere esclusivo appannaggio degli intermediari, ma vedere una significativa partecipazione delle altre componenti del mercato finanziario.

Una situazione rischiosa

Un pessimo esempio di quanto paventato è già sotto gli occhi di tutti: la trasformazione pressoché inarrestabile e generale degli intermediari bancari da prestatori di denaro in importanti emittenti, essi stessi, di strumenti finanziari complessi, in sostanza veicoli del trasferimento del rischio dalla banca al mercato, dove inconsapevoli investitori sottoscrivono titoli non quotati, assumendo potenziali rischi ben al di là del ragionevole in un ambiente di scarsa o nulla trasparenza. Poco è mancato si arrivasse già in questa estate del 2007 a una **crisi del sistema** a livello mondiale, ben maggiori sono però i rischi che possono derivare da questa situazione. Riteniamo, infatti, che le normative sinora predisposte non diano agli utenti finali del mercato una completa e inoppugnabile garanzia dell'effettiva e controllabile migliore (per loro) esecuzione degli ordini. Solo la concentrazione ex-post delle informazioni di prezzi e volumi dei titoli scambiati in un **organismo istituzionale** indipendente, che permetta in modo facile e gratuito una visura sulla "contestualizzazione" dell'eseguito dell'ordine, può evitare di istituzionalizzare agli occhi degli investitori una **giungla degli scambi**. Un concreto e grave rischio reputazionale potrebbe infatti innescarsi se si generasse presso gli investitori il sospetto dell'esistenza nel mercato di un sistematico e irrisolto conflitto di interessi a loro svantaggio.