

Spettabile
Ministero dell'Economia e delle Finanze
Dipartimento del Tesoro
Direzione IV
Via XX Settembre, 97
00187 – Roma

Roma, 31 marzo 2008

Prot. n. 69/08

Oggetto: consultazione relativa alla bozza del Decreto del Ministro dell'Economia e delle Finanze che sostituisce il DM n. 219/1999.

Si manifesta vivo apprezzamento per l'iniziativa di codesto spettabile Ministero volta a sottoporre a consultazione il testo del Decreto del Ministro che abroga e sostituisce il DM n. 219/1999, contenente il Regolamento recante norme sull'individuazione delle caratteristiche delle negoziazioni all'ingrosso di strumenti finanziari e sulla disciplina delle negoziazioni all'ingrosso dei titoli di Stato. Al riguardo, si coglie l'occasione per auspicare che tale prassi, già sperimentata in altri paesi e consolidatasi in occasione del recepimento della direttiva MIFID, venga confermata anche per gli interventi futuri così accrescendo l'efficacia e la trasparenza del processo normativo, in linea coi principi della *better regulation*.

Ringraziando per il coinvolgimento nell'attività di consultazione, si riportano di seguito le osservazioni al documento di consultazione (Allegato 1).

Con la presente ci è gradita l'occasione per porgere i migliori saluti, rimanendo a disposizione per eventuali chiarimenti ed approfondimenti.



Ciro Pietroluongo

(Presidente del Consiglio di Gestione)

Allegato 1

**COMMENTI ALLA CONSULTAZIONE PUBBLICA SULLA BOZZA DI
REGOLAMENTO RELATIVO ALLE SEDI DI NEGOZIAZIONE
ALL'INGROSSO DI TITOLI DI STATO**

Nelle pagine successive sono riportate le osservazioni alla bozza dell'adottando regolamento che abroga e sostituisce il testo del DM 13/05/1999, n. 219 come modificato dal DM 26/02/2007.

In prima istanza si rileva come l'approccio seguito nel testo in consultazione appare largamente ispirato alla struttura e alla disciplina dei mercati organizzati definiti dalla direttiva MiFID. Sul punto, però, è opportuno sottolineare come quest'ultima direttiva ha tra i suoi obiettivi principali quello di favorire l'integrazione dei mercati finanziari azionari. Più nello specifico, nel duplice intento di tutelare gli investitori e garantire il buon funzionamento dei mercati, sono state tra l'altro stabilite precise regole di trasparenza, sia *pre-trade* che *post-trade*, relative ad operazioni su azioni. Tali regole, a detta del legislatore comunitario, sarebbero necessarie per garantire l'effettiva integrazione dei mercati azionari degli Stati membri, per rafforzare l'efficacia del processo globale di formazione dei prezzi degli strumenti rappresentativi del capitale nonché per favorire il rispetto effettivo dell'obbligo di esecuzione alle condizioni migliori¹.

Al contrario, la stessa direttiva MiFID non contiene disposizioni specificamente riferite ai mercati all'ingrosso di titoli di Stato, tenuto anche conto del fatto che tale tipologia di mercato risulta essere già ampiamente integrato a livello europeo e non sembrerebbe subire quelle localizzazioni territoriali tipiche dei mercati azionari. Ed infatti, un'effettiva concorrenza ai mercati organizzati di titoli di Stato è rappresentata principalmente da tutte quelle contrattazioni che avvengono fuori mercato tra broker internazionali (cosiddetto *Over The Counter*). Inoltre, la partecipazione a tali mercati è riservata principalmente ad investitori professionali, i quali sono evidentemente in grado di valutare appieno sia le condizioni di negoziazione, tra cui quelle relative alle migliori condizioni ("*best execution*") sia i relativi costi di partecipazione.

Pertanto, ad opinione di chi scrive, la decisione di regolamentare i mercati all'ingrosso dei titoli di Stato sembrerebbe ispirata da motivazioni diverse da quella della direttiva MiFID. Più in particolare, la disciplina delle negoziazioni all'ingrosso dei titoli di Stato, peculiarità italiana, appare guidata dal ruolo svolto da detti mercati nel sistema italiano e troverebbe piena giustificazione nella correlazione esistente tra la gestione del debito pubblico e il funzionamento del mercato secondario dei titoli di Stato.

Premesso quanto sopra, si desidera sottolineare che l'ampliamento delle piattaforme di trading specializzate nelle negoziazioni all'ingrosso in titoli di Stato anche ai sistemi multilaterali di negoziazione (cosiddetti MTF), in aggiunta ai mercati regolamentati, dovrebbe in ogni caso salvaguardare l'efficacia dei meccanismi di funzionamento degli stessi mercati organizzati all'ingrosso dei titoli di Stato.

In particolare, rileva sottolineare come un efficiente mercato all'ingrosso dei titoli di Stato rappresenti un fondamentale strumento informativo per le Autorità di vigilanza. Pertanto, un

¹ Si vedano, sul punto, i considerando 5 e 44 della direttiva MiFID 2004/39/CE.

eventuale indebolimento delle funzioni di *price discovery* o della liquidità del mercato potrebbe avere delle concrete conseguenze in termini di efficienza dell'intero mercato (si pensi, ad esempio, al potenziale ampliamento degli *spread* di negoziazione e ai relativi effetti sul finanziamento del debito pubblico italiano).

In tale ottica, la moltiplicazione del numero di *trading venues* presso le quali possono essere svolte le negoziazioni all'ingrosso di titoli di Stato potrebbe esporre il sistema della gestione del debito pubblico sia ad una possibile frammentazione della liquidità sia ad una perdita di efficienza della funzione di *price discovery* dell'attuale mercato MTS. Si pensi, ad esempio, al potenziale rischio di disallineamento dei prezzi fatti registrati su più sedi di negoziazione (mercati regolamentati e MTF), nonché al rischio della perdita del valore di riferimento dei prezzi che si formerebbero nelle diverse *trading venues*.

A tale riguardo giova da ultimo segnalare che i prezzi forniti da MTS (che rappresentano il pressoché unico riferimento per tutta l'attività internazionale sui titoli di Stato europei ed in particolare su quelli italiani) sono prezzi "obbligatori" ai quali, cioè, vengono effettivamente concluse operazioni, mentre le altre *trading venues* pubblicano prezzi prevalentemente "indicativi", passibili, cioè, di ulteriori negoziazioni bilaterali che sfuggono ad ogni possibile rilevazione.

A parere della scrivente, pertanto, ogni scelta regolamentare avente ad oggetto gli scambi all'ingrosso di titoli di Stato dovrebbe garantire l'assoluta efficienza delle funzioni svolte da tale mercato e mantenere efficaci strumenti informativi e di intervento per le Autorità di controllo. Inoltre, la scelta di introdurre in Italia la figura degli MTF all'ingrosso di titoli di Stato dovrebbe essere valutata al seguito di un'analisi costi-benefici che tenga conto dell'effetto complessivo delle modifiche introdotte.

Alla luce di quanto sopra premesso, pur ribadendo le perplessità con riferimento all'estensione della disciplina dei mercati all'ingrosso anche agli MTF e consapevoli delle previsioni contenute nel Testo Unico della Finanza, si desidera evidenziare che, qualora si intendesse procedere secondo la proposta individuata nel documento di consultazione, sia i mercati regolamentati che gli MTF dovrebbero essere soggetti ad obblighi equivalenti.

Proposta nr. 1

Più in particolare, sia la disciplina a carico del gestore del mercato che quella relativa ai partecipanti ai mercati dovrebbe essere sostanzialmente simile, sulla base del cosiddetto approccio funzionale, teso a stabilire un regime normativo organico che disciplini l'esecuzione delle operazioni su strumenti finanziari, indipendentemente dal sistema di negoziazione utilizzato.

Per quanto riguarda, invece, la disciplina degli "Specialisti in titoli di Stato italiani", si osserva quanto segue.

Il testo in consultazione prevede che, per l'individuazione dei suddetti specialisti, i mercati regolamentati nonché gli MTF all'ingrosso siano posti su di un medesimo piano. Infatti, tutti i mercati regolamentati all'ingrosso sono idonei ai fini della selezione degli operatori specialisti, mentre i sistemi multilaterali di negoziazione sono individuati sulla base di criteri stabiliti con decreto dal Ministero dell'Economia e delle Finanze.

Come considerazione generale, si desidera chiarire l'effettivo ambito di applicazione della disciplina in questione. Infatti, il concetto di "negoziazione all'ingrosso di titoli di Stato" è definito dall'articolo 3 del testo in commento, ma è valido ai fini dell'applicazione delle sole

disposizioni del Testo Unico della Finanza, ed in particolare dell'articolo 66. Pertanto, potrebbe accadere che una tale definizione non sia presente nelle regolamentazioni degli altri Stati membri. Di conseguenza, i mercati regolamentati e/o gli MTF esteri potrebbero non essere qualificabili come mercati al dettaglio oppure all'ingrosso, ma genericamente come MR oppure MTF².

Sul punto, pertanto, sarebbe opportuno chiarire se nella definizione di mercati regolamentati e sistemi multilaterali all'ingrosso di titoli di Stato, di cui al comma 1 dell'articolo 23 del decreto in commento, siano ricompresi i soli mercati italiani oppure anche quelli esteri. Nel caso in cui la norma sia da riferire anche ai mercati organizzati all'ingrosso esteri, allora potrebbe risultare opportuno prevedere, stante la possibile mancanza di definizione estera, che gli stessi mercati rispettino, oltre a quanto previsto dall'articolo 23, anche il contenuto dell'articolo 3, relativo all'"*individuazione delle caratteristiche delle negoziazioni all'ingrosso di strumenti finanziari*".

Fermo restando quanto sopra detto, si desidera osservare come l'approccio suggerito dal testo in commento potrebbe comportare un aumento considerevole dei soggetti "*eligible*" ad acquisire lo status di "Specialista in titoli di Stato italiani"³. Difatti, l'ampliamento della categoria dei mercati organizzati che possono essere presi a riferimento per l'individuazione degli operatori specialisti determina, in maniera quasi automatica, l'ampliamento dei soggetti che possono rientrare in tale definizione. Anche tale fattispecie, a parere di chi scrive, potrebbe determinare una diminuzione dell'efficienza del mercato e della significatività dei prezzi dei titoli di Stato.

Inoltre si sottolinea che, in termini generali, il mercato regolamentato offre al pubblico una piena informativa sia *pre-trade* che *post-trade*, diversamente dai sistemi multilaterali di negoziazione e dagli internalizzatori sistematici che trattano titoli di Stato, spesso caratterizzati da un livello di trasparenza più basso. Pertanto, mentre le quotazioni esposte sul mercato regolamentato rappresentano impegni irrevocabili all'acquisto e/o alla vendita, i prezzi esposti sugli MTF potrebbero non essere vincolanti⁴.

Tale fattispecie (quotazioni indicative degli MTF) potrebbe non agevolare la valutazione dell'efficienza della partecipazione degli operatori al mercato secondario dei titoli di Stato italiani, così come richiesto dall'articolo 23, comma 5, ai fini dell'iscrizione degli stessi operatori nell'*Elenco degli Specialisti in Titoli di Stato Italiani*⁵.

Proposta nr. 2

Pertanto, sulla base di quanto argomentato, si propone di considerare i soli mercati regolamentati per la selezione degli "Specialisti in titoli di Stato italiani" e di riferire i criteri, di cui all'articolo 23, comma 3 ai mercati regolamentati esteri, se applicabile sulla base dei chiarimenti richiesti.

² Le informazioni disponibili sul database del CESR (http://mifiddatabase.cesr.eu/Index.aspx?sectionlinks_id=4&language=0&pageName=Home) relativamente ai mercati regolamentati e agli MTF non indicano, infatti, la caratteristica "*al dettaglio*" oppure "*all'ingrosso*" del mercato stesso. A titolo esemplificativo, nella lista dei MR è presente sia MTS che TLX, mentre nella lista degli MTF sono presenti mercati quali ICAP Brokertec, EUROMTS, EuroTLX e così via.

³ Al riguardo, è interessante notare come il Ministero del Tesoro Francese non considera l'attività svolta sul mercato secondario per la valutazione dei SVT (*Specialistes en valeurs du Tresor*).

⁴ Sul punto si sottolinea che sistemi di negoziazione quali ICAP, Cantor e Tradeweb, qualificati come MTF nella disciplina MiFID come si evince dal database del CESR, non prevedono l'irrevocabilità delle quotazioni pubblicate dai market maker.

⁵ Si pensi, ad esempio, al calcolo della qualità della quotazione, del contributo alla profondità del mercato e dell'indice di efficienza in presenza di quotazioni non irrevocabili e impegnative.