



UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI NAPOLI FEDERICO II  
FACOLTÀ DI GIURISPRUDENZA

# **INNOVAZIONE E DIRITTO**

## NUOVI ASSETTI DEI MERCATI MOBILIARI. LA MIFID 2\*

di Gian Luca Greco

### ABSTRACT

*The MIFID directive has recently been replaced by new rules governing the financial instruments and markets. Mifid 2 consists of 140 articles which are becoming effective on July 3rd, 2016 and must be transposed by January 3rd, 2017, by EU's Member States. The new regulatory framework aims to respond to the needs caused by the current financial crisis, which brought to lacks in operation and transparency of financial markets, as well as in investor protection.*

SOMMARIO: 1. Premessa – 2. La ri-regolamentazione dei mercati finanziari: le nuove *trading venue* e la riforma degli obblighi informativi – 3. Gli interventi sul fronte della tutela degli investitori: le misure di vigilanza sul mercato dei prodotti (segue) – 4. (segue) e le novità in tema di consulenza in materia di investimenti su strumenti finanziari

### 1. Premessa

Il 12 giugno sono state pubblicate in GUUE le nuove regole europee in materia di strumenti finanziari e mercati, che vanno a sostituire le precedenti direttive Mifid (direttiva 2004/39/CE e 2006/73/CE).

In particolare, la direttiva 2014/65/UE del 15 maggio 2014 (di seguito anche la “Direttiva”) disciplina la procedura autorizzativa e i requisiti organizzativi per la prestazione dei servizi di investimento, mentre il regolamento n. 600/2014 del 15 maggio 2014 (di seguito anche il “Regolamento”, assieme alla Direttiva anche “MIFID II”) definisce il regime di trasparenza degli strumenti finanziari.

La MIFID II è tanto recente quanto ponderosa, constando complessivamente di oltre 140 articoli, molti dei quali, peraltro, corposi, per cui il mio intervento si limiterà a scorrere, a volo d’uccello, le novità più significative (o forse, meglio, più appariscenti), proponendo spunti ricostruttivi piuttosto che commenti articolati.

---

\* Relazione alla Giornata di studi Banche e imprese nella crisi: nuova regolamentazione dei soggetti e dei mercati, organizzata dalla Cattedra di Diritto Bancario, Dipartimento di Giurisprudenza, dell’Università degli Studi di Napoli “Federico II”, Napoli, 16 giugno 2014.

D'altra parte, gli effetti della riforma sono tutt'altro che immediati e questo mi consola, perché non mancherà il tempo per riflessioni più approfondite rispetto a quelle che riuscirò a formulare oggi. È previsto, infatti, che, fatte salvo alcune specifiche disposizioni, la Direttiva venga recepita entro il 3 luglio 2016 e che gli Stati membri applichino le misure di recepimento a decorrere dal 3 gennaio 2017. Da quest'ultima data dovranno essere applicate anche le previsioni del Regolamento.

## **2. La ri-regolamentazione dei mercati finanziari: le nuove *trading venue* e la riforma degli obblighi informativi**

La nuova disciplina dei mercati finanziari e dei servizi di investimento risponde ad esigenze manifestatesi soprattutto nel momento più critico della recente crisi finanziaria, durante la quale sono state riscontrate debolezze nel funzionamento e nella trasparenza dei mercati finanziari, da un lato, e carenze nella tutela degli investitori, per altro verso.

Occorre prima di tutto ricordare che, tra il 2009 e il 2011, G20, Commissione UE e IOSCO hanno condiviso la necessità di migliorare la regolamentazione, il funzionamento e la trasparenza dei mercati finanziari e delle merci per rimediare all'eccessiva volatilità dei prezzi.

In risposta a tale richiesta, la MIFID II sottopone le negoziazioni su strumenti finanziari nuovi e complessi – quali i contratti energetici soggetti a regolamento fisico, per esempio – ad una regolamentazione comparabile con quella propria delle operazioni su strumenti finanziari tradizionali, che assicuri un funzionamento efficiente e ordinato dei mercati finanziari nonché l'assenza di lacune normative.

Nascono così gli OTF (*Organised Trading Facility*), una nuova *trading venue* che va ad aggiungersi a quelle (mercati regolamentati, sistemi multilaterali di negoziazione e internalizzatori sistematici) già previste dalla direttiva 2004/39/CE.

L'OTF o "sistema organizzato di negoziazione" è, infatti, un sistema multilaterale diverso da un mercato regolamentato o sistema multilaterale di negoziazione che consente l'interazione tra interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a obbligazioni, strumenti finanziari strutturati, quote di emissione e strumenti derivati, in modo da dare luogo a contratti (cfr. art. 4, n. 23 della Direttiva).

Rispetto al MTF, che negozia sulla base di regole non discrezionali per l'esecuzione degli ordini sul sistema (cfr. art. 19 della Direttiva), l'OTF si limita, nei casi in cui il cliente vi abbia acconsentito, a effettuare *matched principal trading* (eseguire cioè per proprio conto operazioni a

compensazione di quelle dei clienti con la cosiddetta tecnica del *back to back trading*, per la definizione cfr. art. 4, n. 38 della Direttiva) per gli strumenti sopra richiamati (cfr. art. 20 della Direttiva). L'intermediario autorizzato a gestire l'OTF (attività ricompresa ora tra i servizi di investimento) non deve essere mai esposto al rischio di mercato durante l'intera esecuzione della transazione, essendo le due parti della transazione eseguite simultaneamente, e la transazione deve essere conclusa ad un prezzo al quale l'intermediario non realizza né utili né perdite, fatta eccezione per le commissioni, gli onorari o le spese comunicati precedentemente alle parti.

All'obbligo di concentrazione degli scambi e di compensazione su controparte centrale degli strumenti finanziari derivati, su merci e non (cfr. artt. 28 e 29 del Regolamento), la MIFID II affianca il potere delle autorità competenti di ottenere informazioni da qualsiasi persona con riguardo all'entità e alla finalità di una posizione in contratti derivati su merci e di chiedere a detta persona di prendere provvedimenti per ridurre l'entità della posizione nei contratti derivati (cfr. considerando 126 della Direttiva).

È previsto, a tal fine, un obbligo di *reporting* da parte dei gestori delle *trading venues*, su base aggregata, delle posizioni su tali strumenti assunte dai diversi *position holders* che eccedono le soglie che saranno individuate nelle misure di esecuzione (cfr. art. 58 della Direttiva).

Premesso che i limiti di posizione dovrebbero essere stabiliti per ogni singolo contratto derivato su merci, al fine di evitare l'elusione del regime dei limiti con l'elaborazione di nuovi contratti derivati su merci, l'ESMA (*European Securities and Markets Authority*) provvederà a determinare metodologie di calcolo che tengano conto delle posizioni aperte complessive in altri strumenti derivati su merci con lo stesso sottostante (cfr. art. 57 della Direttiva).

Ancora sul piano istituzionale, va notata la creazione del "mercato di crescita per le PMI", detto anche mercato *junior*. Trattasi di sistemi multilaterali di negoziazione (MTF) dedicati, appunto, al mercato di crescita delle PMI (piccole e medie imprese) e nati per facilitarne l'accesso al capitale e soddisfare le esigenze dei piccoli e medi emittenti (cfr. considerando 132 della Direttiva). Tra i vari requisiti che deve soddisfare questa sottocategoria di MTF, è richiesto che almeno il 50% degli emittenti, i cui strumenti finanziari sono ammessi a negoziazione su un MTF registrato come mercato di crescita per le PMI, siano piccole e medie imprese. Le regole di tali mercati devono prevedere, tra l'altro, un'informativa finanziaria periodica adeguata per gli emittenti e l'applicazione delle norme in materia di abusi di mercato (cfr. art. 33 della Direttiva).

Al fine di mitigare le debolezze riguardanti le modalità con le quali vengono rese disponibili ai partecipanti al mercato le informazioni sulle opportunità di negoziazione e i prezzi degli strumenti finanziari diversi dalle azioni, soprattutto in termini di tempistica, articolazione, accesso equo e affidabilità, la MIFID II provvede poi all'estensione del regime di trasparenza agli strumenti *non-equity*, come bond, prodotti strutturati, derivati e quote di emissione. Da osservare, al proposito, che la Direttiva (Allegato I, sezione C, punto 11) ricomprende tra gli strumenti finanziari anche le “quote di emissioni che consistono di qualsiasi unità riconosciuta conforme ai requisiti della direttiva 2003/87/CE (sistema per lo scambio di emissioni)”.

Per migliorare la qualità delle informazioni sulla trasparenza delle negoziazioni pubblicate nel contesto dei mercati fuori borsa (OTC) e contribuire in misura significativa ad assicurare che tali dati siano pubblicati in modo tale da facilitarne il consolidamento con i dati pubblicati dalle sedi di negoziazione, anche a beneficio degli emittenti, la MIFID II introduce una disciplina specifica per la pubblicazione e la segnalazione delle operazioni concluse su strumenti finanziari, sottoponendo ad autorizzazione preventiva i fornitori di tali servizi.

Trattasi degli APA (dispositivo di pubblicazione autorizzato, cfr. art. 4, punto 52 della Direttiva), deputati a pubblicare i *report* delle operazioni concluse per conto di imprese di investimento, dei CTP (fornitore di un sistema consolidato di pubblicazione, cfr. art. 4, punto 53 della direttiva) per la raccolta presso mercati regolamentati, sistemi multilaterali di negoziazione, OTF e APA e per il consolidamento dei *report* medesimi in flussi elettronici e successiva pubblicazione a condizioni commerciali ragionevoli e degli ARM, o meccanismi di segnalazione autorizzati, che provvedono a segnalare le informazioni di dettaglio sulle operazioni concluse alle autorità competenti o all'ESMA per conto delle imprese di investimento.

I requisiti organizzativi di APA, CTP e ARM sono disciplinati agli artt. 64, 65 e 66 della Direttiva e riguardano le caratteristiche minime (standard e formati) delle informazioni, le tempistiche massime di diffusione ed il perimetro di consolidamento in termini di *trading venues*.

### **3. Gli interventi sul fronte della tutela degli investitori: le misure di intervento sul mercato dei prodotti (segue)**

Trattata sommariamente la riforma dei mercati finanziari, la nostra attenzione deve essere

rivolta agli interventi della MIFID II sul fronte della tutela degli investitori.

Di grande interesse è la disciplina sulla *product governance*, a cui si affiancano inediti poteri di intervento delle autorità. Gli impatti negativi di carattere sistemico sugli investitori causati da offerte massive di prodotti tossici o opachi hanno spinto il legislatore comunitario a dotare le autorità di vigilanza di strumenti di monitoraggio e di misure inibitorie preventive e successive, per quanto temporanee, sulla scia di quanto in Italia già previsto, per i servizi e prodotti bancari e finanziari diversi da quelli di investimento, dall'art. 128-ter del D.lgs. 385/1993.

Le imprese di investimento sono innanzi tutto chiamate a comprendere le caratteristiche degli strumenti finanziari offerti o raccomandati nonché a istituire e riesaminare politiche e disposizioni efficaci per identificare la categoria di cliente alla quale fornire i prodotti e i servizi. Per assicurare che le informazioni su servizi e strumenti finanziari in possesso dell'intermediario siano veicolati efficacemente ai clienti, la Direttiva prescrive il possesso da parte degli addetti di conoscenze e competenze necessarie ad adempiere ai loro obblighi di comportamento e, in particolare, ai doveri informativi.

Per quel che concerne le imprese "produttrici" di strumenti finanziari, esse devono garantire che i prodotti siano concepiti per rispondere alle esigenze di un determinato mercato di riferimento di clienti finali all'interno della pertinente categoria di clienti e devono adottare provvedimenti ragionevoli per garantire che gli strumenti finanziari siano distribuiti al mercato di riferimento individuato, riesaminando regolarmente l'identificazione del mercato di riferimento dei prodotti che offrono e il loro rendimento.

Fermi restando gli obblighi circa la valutazione di appropriatezza o adeguatezza, le imprese di investimento che offrono o raccomandano ai propri clienti strumenti finanziari realizzati da altri intermediari devono disporre di meccanismi adeguati per ottenere e comprendere le pertinenti informazioni relative al processo di approvazione del prodotto, compreso il mercato di riferimento identificato e le caratteristiche del prodotto che offrono o raccomandano (cfr. art. 24 della Direttiva).

La MIFID II introduce altresì misure di vigilanza di cui possono disporre le autorità (ESMA, EBA e autorità nazionali) per controllare e intervenire, in via preventiva e nel durante, sulla commercializzazione, distribuzione e vendita di prodotti nell'Unione.

Le misure spaziano dal monitoraggio sul mercato (cfr. art. 39 del Regolamento) a poteri di intervento, che consentono a ESMA (per gli strumenti finanziari, cfr. art. 40 del

Regolamento) e a EBA (per i depositi strutturati, cfr. art. 41 del Regolamento) di vietare temporaneamente o limitare la commercializzazione, la distribuzione o la vendita di determinati strumenti finanziari o depositi strutturati, aventi particolari caratteristiche specifiche, ovvero un tipo di attività o pratica finanziaria, allorquando siano soddisfatte le seguenti condizioni: *a)* la misura proposta è volta a fronteggiare un timore significativo in merito alla protezione degli investitori o una minaccia all'ordinato funzionamento e all'integrità dei mercati finanziari o dei mercati delle merci o alla stabilità dell'insieme o di una parte del sistema finanziario dell'Unione; *b)* i requisiti normativi applicabili conformemente al diritto dell'Unione allo strumento finanziario (o al deposito strutturato) o all'attività in questione non sono atti a far fronte alla minaccia; *c)* un'autorità competente o le autorità competenti non hanno adottato misure per affrontare la minaccia o le misure adottate non sono sufficienti per farvi fronte.

In assenza di tali condizioni, le predette autorità hanno comunque facoltà di imporre a titolo precauzionale i divieti o le restrizioni appena ricordati prima che uno strumento finanziario o un deposito strutturato sia commercializzato, distribuito o venduto alla clientela.

Gli interventi non devono, inoltre, comportare effetti negativi sproporzionati rispetto ai suoi benefici sull'efficienza dei mercati finanziari o sugli investitori ovvero rischi di arbitraggio normativo. Quando le misure imposte dall'ESMA riguardano derivati su merci agricole, devono altresì essere consultati gli organismi pubblici competenti per la vigilanza, la gestione e la regolamentazione dei mercati agricoli fisici ai sensi del regolamento (CE) n. 1234/2007.

I poteri assegnati ad ESMA ed EBA sono attribuiti anche alle autorità nazionali (cfr. art. 42 del Regolamento), senza distinzione tra categorie di prodotti (strumenti finanziari o depositi strutturati) ma solo con riferimento ad un determinato Stato membro.

Tra le condizioni di intervento si prevede – in alternativa alla presenza di un timore significativo sulla protezione degli investitori o alla minaccia al funzionamento o all'integrità dei mercati, finanziari o merci, o del sistema finanziario – anche la presenza di ripercussioni negative di un derivato sul meccanismo di formazione dei prezzi nel mercato. In considerazione della necessità di evitare che misure siffatte possano compromettere l'efficienza e la concorrenza nei mercati dell'Unione, la MIFID II introduce anche altre condizioni: una migliore vigilanza o applicazione dei requisiti normativi esistenti non deve consentire di fronteggiare il problema in modo più efficace; la misura deve essere proporzionata in rapporto alla natura dei rischi identificati, al livello di sofisticazione degli

investitori o dei partecipanti al mercato interessati e al suo probabile impatto sugli investitori e sui partecipanti al mercato che potrebbero detenere, utilizzare o trarre beneficio dallo strumento finanziario, dal deposito strutturato, dall'attività o dalla pratica in questione; l'autorità competente deve aver consultato le autorità competenti degli altri Stati membri sui quali la misura potrebbe incidere in modo significativo; la misura non deve avere un effetto discriminatorio sui servizi o sulle attività fornite a partire da un altro Stato membro.

Infine, salvo situazioni di particolari urgenza, l'autorità nazionale è tenuta a comunicare all'ESMA e alle altre autorità competenti interessate, con preavviso di almeno un mese, i dettagli della misura che intende adottare. Spetta infatti ad ESMA ed EBA (cfr. art. 43 del Regolamento) agevolare e coordinare le misure adottate dalle autorità competenti nazionali, nonché assicurare che le stesse siano giustificate e proporzionate.

#### **4. *Segue.* E le novità in tema di consulenza in materia di investimenti su strumenti finanziari**

Le disposizioni sulle politiche di prodotto sono affiancate da misure sulla gestione dei conflitti di interesse, nell'ambito delle quali la MIFID II ricomprende espressamente le politiche di remunerazione del personale e gli incentivi.

Circa le prime, l'art. 24 della Direttiva dispone che l'intermediario evita di remunerare o valutare le prestazioni del proprio personale secondo modalità incompatibili con il suo dovere di agire nel migliore interesse dei clienti. In particolare «non adotta disposizioni in materia di remunerazione, target di vendita o d'altro tipo che potrebbero incentivare il personale a raccomandare ai clienti al dettaglio un particolare strumento finanziario, se l'impresa di investimento può offrire uno strumento differente, più adatto alle esigenze del cliente». Il principio dell'agire nel "miglior interesse del cliente" deve quindi rappresentare anche una guida nella configurazione dei meccanismi retributivi della rete di vendita.

Per quanto riguarda gli incentivi, la MIFID II prescrive in primo luogo, sul piano soggettivo, che le misure per l'identificazione, la prevenzione e la gestione dei conflitti di interesse non riguardano le sole imprese di investimento, ma anche i suoi dirigenti, dipendenti, agenti collegati e le persone direttamente o indirettamente connesse. Sul piano oggettivo, il disposto dell'art. 23 della Direttiva si estende espressamente anche ai conflitti d'interesse determinati dall'ottenimento di indebiti incentivi da parte di terzi o dalla remunerazione e da piani di incentivazione della stessa impresa di investimento.

Sempre in merito al tema incentivi, ma con particolare riferimento alla *best execution*, l'art. 27 della Direttiva dispone che gli intermediari non possono percepire remunerazioni, sconti o benefici non monetari per il fatto di canalizzare gli ordini verso una particolare sede di negoziazione o di esecuzione, laddove ciò impedisca di ottenere il miglior risultato possibile per i loro clienti (che per i clienti al dettaglio è sempre determinato in termini di corrispettivo totale, massimo in vendita e minimo in acquisto).

La MIFID II contiene significative novità anche sulla consulenza in materia di investimento in strumenti finanziari.

Notevolmente ampliati sono gli obblighi informativi precontrattuali. Gli intermediari che offrono tale servizio sono tenuti a comunicare il costo del servizio e chiarire: *a)* la base della consulenza che forniscono, in particolare circa la gamma di prodotti che esse considerano nel fornire raccomandazioni personalizzate ai clienti; *b)* se offrono consulenza in materia di investimento su base indipendente; *c)* se forniscono ai clienti la valutazione periodica dell'adeguatezza degli strumenti finanziari da essi raccomandati.

Con riferimento al "perimetro" della consulenza, l'art. 24 della Direttiva prevede che le informazioni devono specificare se la consulenza «è basata su un'analisi del mercato ampia o più ristretta delle varie tipologie di strumenti finanziari, e in particolare se la gamma è limitata agli strumenti finanziari emessi o forniti da entità che hanno stretti legami con l'impresa di investimento o altro stretto rapporto legale o economico, come un rapporto contrattuale talmente stretto da comportare il rischio di compromettere l'indipendenza della consulenza prestata». L'intento è quello di ridurre l'asimmetria informativa circa le caratteristiche peculiari del servizio, ossia in merito all'effettivo valore aggiunto della consulenza rispetto a forme di collocamento "mascherate".

L'eventuale requisito di "indipendenza" della consulenza comporta due obblighi aggiuntivi per il fornitore del servizio, che, in primo luogo, è tenuto a valutare una congrua gamma di strumenti finanziari disponibili sul mercato, sufficientemente diversificati in termini di tipologia ed emittenti o fornitori di prodotti da garantire che gli obiettivi di investimento del cliente siano opportunamente soddisfatti e che, in ogni caso, non devono essere limitati agli strumenti finanziari emessi o forniti dall'impresa di investimento stessa o da entità che hanno con essa stretti legami ovvero da altre entità che hanno con l'impresa di investimento stretti legami o rapporti legali o economici - come un rapporto contrattuale - tali da comportare il rischio di compromettere l'indipendenza della consulenza prestata.

In secondo luogo, all'intermediario è fatto divieto di accettare e trattenere onorari, commissioni o altri benefici monetari o non monetari pagati o forniti da terzi o da una persona che agisce per conto di terzi in relazione alla prestazione del servizio ai clienti. Sono esclusi i benefici non monetari di entità minima che possono migliorare la qualità del servizio offerto ai clienti e che, per la loro portata e natura, non possono essere considerati tali da pregiudicare il rispetto da parte delle imprese di investimento del dovere di agire nel migliore interesse dei clienti. In ogni caso, tali benefici devono essere comunicati chiaramente al cliente.

La disposizione ora richiamata riprende la previgente disciplina degli incentivi, limitandone ulteriormente la legittimità sotto il profilo quantitativo, visto che i benefici non possono che essere minimi, a prescindere dal valore aggiunto a favore del cliente.

Infine, la disposizione per cui, in sede precontrattuale, l'intermediario deve comunicare ai clienti se il servizio di consulenza prevede la valutazione periodica dell'adeguatezza degli strumenti finanziari da esse raccomandati, pare legittimare sia una consulenza "statica" (relativa all'adeguatezza dell'operazione sul singolo strumento finanziario nel momento del consiglio) che "dinamica", con un impegno del fornitore a valutare l'adeguatezza nel continuo e, per tale via, consigliare operazioni periodiche di "riallineamento" del portafoglio.

Al di là del fatto che tale seconda impostazione ravvicina ancor più, nei contenuti sostanziali, consulenza a gestione di portafogli (già accomunati dall'obbligo di valutazione dell'adeguatezza, come è noto), si è dell'avviso che tale opzione non intervenga sull'obbligo del consulente di informare il cliente in merito alle circostanze sopravvenute – quale, ad esempio, l'improvvisa variazione negativa del *rating* di uno strumento finanziario in precedenza consigliato – in quanto trattasi di obbligo "naturale" del mandato che il cliente stesso ha conferito all'intermediario quando lo ha incaricato di trattare i propri affari.