

INTRODUZIONE

Nell'attuale complesso momento storico che l'Unione Europea sta vivendo, si è manifestata la necessità di un intervento normativo atto a migliorare i mercati finanziari europei attraverso l'introduzione di strumenti capaci di aumentare la trasparenza e di diminuire le frequenti asimmetrie informative tra intermediario finanziario e investitore.

La crisi finanziaria che ha colpito nel 2007 i mercati finanziari globali ha dato il via alla ridefinizione, da parte del legislatore europeo, degli obblighi comportamentali e informativi gravanti su coloro che operano al servizio del cliente e alla riforma dei meccanismi di vigilanza dei mercati finanziari.

In tale contesto si colloca l'intervento normativo europeo che mira alla regolarizzazione degli strumenti finanziari, composto da una direttiva, detta MIFID II, e da un regolamento, direttamente applicabile negli ordinamenti statali, detto MIFIR.

Si procederà quindi all'analisi di un composito quadro disciplinare che avrà un forte impatto sull'organizzazione degli operatori finanziari e sul mercato finanziario nel suo complesso.

Il cambiamento in atto sarà amplificato inoltre, come si puntualizzerà, dall'imminente uscita del Regno Unito dall'Unione Europea e dal Mercato Unico Europeo.

Tale evento comporterà certamente un nuovo assetto di equilibri tra i mercati finanziari europei e globali, soprattutto considerando la peculiare situazione in corso nei mercati scozzesi.

Capitolo I

I MERCATI FINANZIARI ALLA LUCE DELLA NUOVA DISCIPLINA

SOMMARIO: 1. Premessa - 2. La direttiva 2014/65/UE MIFID II: il quadro normativo europeo – 2.1. I limiti e il superamento della precedente direttiva 2004/39/CE MIFID I – 2.2. Obiettivi principali: un'analisi ai tentativi di rafforzamento e armonizzazione dei mercati europei – 3. Il regolamento UE n. 600/2014 MIFIR – 3.1. Poteri di intervento e doveri di segnalazione delle operazioni alle autorità: la trasparenza delle sedi di negoziazione – 3.2. La disciplina per gli internazionalizzatori sistematici – 4. Principi e profili innovativi: prime riflessioni

1. Premessa

La disciplina giuridica che regola le attività dei mercati e i servizi offerti dagli intermediari finanziari è per sua natura complessa.

Questa complessità nasce dalla peculiarità della materia oggetto di regolazione, che spesso sfugge a regole e vincoli, e da un continuo mutamento delle leggi che governano il mercato finanziario.

In primis, si tratta di un ramo del diritto caratterizzato da un articolato tecnicismo, un vero e proprio linguaggio derivante da istituti di economia e finanza¹.

Ciò ha comportato la necessità di diversi interventi giuridici da parte dell'ordinamento settoriale al fine di evitare che la normativa si esaurisse in disposizioni statiche².

Inoltre il cosiddetto "pluralismo delle fonti", che conta provvedimenti normativi interni statali e amministrativi e interventi comunitari, ha causato ingenti problematiche relative ai criteri di

¹In CARRIERO G. *L'assetto delle fonti normative finanziarie* – saggio FCHUB 2015: "Oltre che contorto, involuto, ossessivamente descrittivo, il linguaggio non è (non è più) veicolo di trasmissione di enunciati normativi quanto piuttosto vero e proprio tecno – linguaggio, sideralmente lontano dall'assetto ordinamentale al quale pure si ascrive. Al tecno – linguaggio (ma, più spesso, si tratta di vero e proprio linguaggio burocratico – gergale) si accompagna, come si è visto, la indicazione di formule matematiche, la rappresentazione di elementi patrimoniali e contabili, la disciplina di operazioni bancarie, finanziarie, attuariali. L'interpretazione e, prima ancora, la sola acquisizione del significato e degli scopi della norma sconta perciò il concorso di saperi complementari".

²CAPRIGLIONE F. *Manuale di diritto bancario e finanziario* – CEDAM 2015 "L'impianto organico delle fonti normative nell'ordinamento finanziario riflette la peculiarità della materia oggetto di regolazione. Conseguente che, se da un lato, a monte dell'intelaiatura normativa, si rinvenivano alcune statuizioni della legge fondamentale ed il complesso dispositivo codicistico, dall'altro sono richieste forme disciplinari particolari connesse alla specificità delle strutture finanziarie e delle fattispecie negoziali emergenti dai rapidi mutamenti della realtà economica e sociale. A ciò si aggiunga l'ulteriore necessità di evitare che la normativa si esaurisca in schemi statici, i quali di certo risulterebbero contrari alla coerenza ed all'adeguatezza delle fonti rispetto ad una materia in divenire e, pertanto, suscettibile di mutamenti".

classificazione delle fonti stesse e ha dato vita ad una produzione legislativa spesso disorganica e confusa.

Per quanto attiene le fonti comunitarie, che a partire dagli anni Settanta hanno contribuito in maniera significativa, se non addirittura predominante, al tentativo di armonizzazione dei sistemi finanziari, esse si distinguono in fonti primarie e fonti secondarie³.

Le fonti primarie sono individuate nei trattati, tra cui è fondamentale citare il Trattato di Roma del 1957 che, con l'istituzione della Comunità economica europea, ha fin da subito mirato alla fondazione di un mercato interno unitario e il successivo Trattato di Lisbona del 2009, che ha sancito la liberalizzazione dei servizi bancari e finanziari⁴.

Le fonti secondarie si suddividono invece in fonti di carattere vincolante e fonti di carattere non vincolante, come le raccomandazioni e i pareri, a seconda del peso legislativo che esse possiedono.

Nell'ambito degli atti giuridicamente vincolanti si collocano i regolamenti, le direttive e le decisioni.

Le direttive⁵ costituiscono tuttora lo strumento che maggiormente viene utilizzato dal legislatore europeo nel settore dei

³SFAMENI G. *Diritto degli intermediari e dei mercati finanziari* – Giannelli editore- seconda edizione aprile 2015.

⁴Art. 58, co. 2 del *Trattato sul funzionamento dell'Unione Europea*.

⁵Art. 288 *Trattato sul funzionamento dell'Unione Europea*: "La direttiva vincola lo Stato membro cui è rivolta per quanto riguarda il risultato da raggiungere, salvo restando la competenza degli organi nazionali in merito alla forma e ai mezzi".

mercati finanziari per raggiungere un alto grado di armonizzazione e di mutuo riconoscimento dei servizi offerti tra gli Stati membri.

Si noti che per il raggiungimento di una convergenza funzionale sul piano normativo, il legislatore comunitario ha attuato una nuova strategia.

Infatti lo strumento tecnico di cui si è servito il legislatore è individuabile nella procedura Lamfalussy⁶, che è stata anche utilizzata per l'introduzione della direttiva 2004/39/CE MIFID, con l'intento di rinnovare la disciplina dei mercati finanziari.

La crisi che ha colpito i mercati finanziari nel 2008 ha però messo in luce la mancanza di uniformità della normativa che disciplina il settore finanziario, ciò anche sul piano dei meccanismi di controllo delle autorità di vigilanza comunitarie e nazionali.

⁶RAZZIANTE R. *Il contenzioso finanziario nell'era MIFID – diritto professione - 2010*: "La procedura *Lamfalussy* è stata ideata per agevolare e snellire le modalità di adozione della normativa comunitaria nel settore dei servizi e dei mercati finanziari, facilitandone l'adeguamento ai rapidi sviluppi delle prassi commerciali. Il Consiglio dell'UE ha istituito, nel luglio 2000, un comitato di saggi, i cui lavori si sono conclusi nel febbraio del 2001 con la pubblicazione di una relazione sulla regolamentazione dei mercati dei valori mobiliari europei. Nella relazione è stata proposta l'introduzione di nuove tecniche legislative e regolamentari basate su un approccio a quattro livelli e l'istituzione di due comitati incaricati di assistere la Commissione Europea nella formulazione delle proposte relative all'adozione degli atti normativi comunitari: il rapporto *Lamfalussy* prevede infatti la creazione di due nuovi organismi: ESC e CESR. Il primo (*European Securities Committee*) è composto da rappresentanti degli Stati membri, tipicamente provenienti dalle autorità e dagli enti nazionali competenti in materia economica e finanziaria, ed è presieduto da un rappresentante della Commissione Europea. Il CESR è un comitato di natura tecnica ed è composto dai rappresentanti delle Autorità di vigilanza competenti nel settore dei mercati finanziari degli Stati membri; esso svolge attività di consulenza per la preparazione delle misure esecutive di secondo livello".

Si è constatato infatti che la capacità di cogliere segnali sistemici di rischio da parte delle autorità di vigilanza, collocate su diversi livelli, è stata frammentaria.

Le problematiche causate dalla crisi finanziaria hanno evidenziato la necessità di una riforma internazionale del quadro istituzionale della vigilanza che desse vita ad un sistema integrato, e non più periferico, di vigilanza a livello europeo.

Come si vedrà successivamente, la riforma ha istituito tre Autorità di vigilanza europee che svolgono il compito di coordinare le autorità di vigilanza nazionali, garantendo una maggiore capacità di interscambio di informazioni tra gli Stati membri.

Sia Banca d'Italia che Consob devono infatti conformare il loro agire e i loro poteri alle norme dispositive dettate dal legislatore comunitario⁷.

Per quanto attiene le fonti interne, si deve anzitutto fare riferimento alle norme di rango costituzionale collocate agli articoli 41⁸ e 47⁹ Costituzione, che rispettivamente fissano il principio di libertà economica e giustificano il controllo pubblico dei mercati finanziari.

⁷ SFAMENI G. *Diritto degli intermediari e dei mercati finanziari*, Giannelli editore, seconda edizione, aprile 2015.

⁸ Art. 41 *Costituzione*: "Non può svolgersi in contrasto con l'utilità sociale o in modo da recare danno alla sicurezza, alla libertà, alla dignità umana. La legge determina i programmi e i controlli opportuni perché l'attività economica pubblica e privata possa essere indirizzata e coordinata a fini sociali".

⁹ Art. 47 *Costituzione*: "La Repubblica incoraggia e tutela il risparmio in tutte le sue forme; disciplina, coordina e controlla l'esercizio del credito".

Inoltre occorre soffermarsi sulle norme interne di rango inferiore.

La materia dei mercati finanziari è caratterizzata da un ampio utilizzo di norme di emanazione governativa, quali i decreti legislativi, spesso qualificati come testi unici.

Si ricordi a tal proposito il Testo Unico Bancario¹⁰, che contiene la disciplina dell'attività bancaria, finanziaria e degli intermediari finanziari non bancari e il Testo Unico della Finanza¹¹, che contiene le norme che regolamentano le attività delle imprese di investimento, dei servizi e delle attività di investimento e dei mercati di strumenti finanziari.

La normativa interna secondaria invece è affidata alla competenza delle autorità di vigilanza di settore indipendenti.

Si possono individuare quattro differenti categorie di atti che possono essere emanati dalle autorità di vigilanza: i provvedimenti di carattere generale¹², i regolamenti della Consob e della Banca d'Italia¹³, i regolamenti del Comitato Interministeriale per il Credito e il Risparmio e i regolamenti del Ministero delle Finanze¹⁴.

¹⁰ Decreto Legislativo n. 385/1993.

¹¹ Decreto Legislativo n. 58/1998.

¹² Art. 8 *Testo Unico Bancario* e art. 3 co. 3 *Testo Unico della Finanza*.

¹³ Art. 4 co. 1 *Testo Unico Bancario* e art. 3 co. 3 *Testo Unico della Finanza*.

¹⁴ Art. 8 co. 2 *Testo Unico Bancario* e art. 3 co. 1 *Testo Unico della Finanza*.

Sempre sotto il profilo delle fonti, va infine sottolineato il ruolo crescente che ha assunto, nella materia finanziaria, la tecnica della *soft law*¹⁵.

Le caratteristiche di questa tipologia di provvedimenti sono la mancanza di obblighi giuridici e di vincolatività per le parti, ma soprattutto il riconoscimento di una rilevanza giuridica dell'accordo.

Infatti l'utilizzo di questa tecnica legislativa permette di sancire principi che possono successivamente divenire vere e proprie regole o essere inseriti in trattati internazionali e garantisce la risoluzione di problematiche emerse in tempi celeri.

Si ricordi, a tal proposito, il primo Comitato di Basilea del 1974¹⁶, costituito per definire le linee guida sul piano comunitario della vigilanza sugli enti creditizi e il *Financial Stability Board* del 1999,

¹⁵ CARRIERO G. *L'assetto delle fonti normative finanziarie* – saggio FCHUB 2015 “Non si può omettere di ricordare l'imponente reticolo normativo rappresentato dalla c.d. *soft law*. Diritto “mite” solo nella corrente accezione semantica del termine, atteso che le innovazioni prospettate in importanti consessi sovranazionali determinano poi l'adozione di vere e proprie norme di diritto europeo (es. i noti standard internazionali di vigilanza prudenziale e di solvibilità, non a caso noti come “Basilea” I, II, e III)”.

¹⁶ MASERA F. e MAZZONI G. *Basilea III. Il nuovo sistema di regole bancarie dopo la grande crisi*, Am, 2012:

“Il Comitato di Basilea è diffusamente riconosciuto come il forum internazionale principale per lo sviluppo della normativa sul controllo dell'operatività del settore bancario. Esso fu istituito nel 1975, dopo il fallimento della Bankhaus Herstatt, dai governatori delle banche centrali del G10, ed è composto dai rappresentanti delle Autorità di Vigilanza di alcuni paesi. Il Comitato di Basilea lavora attraverso riunioni plenarie, che si tengono tre o quattro volte l'anno, e attraverso commissioni tecniche, supportate in modo permanente dalla Banca per i Regolamenti Internazionali. Il Comitato di Basilea non ha il potere di imporre le proprie decisioni; l'implementazione degli standard da esso proposti è affidata alla cooperazione degli stati membri”.

fondato al fine di aumentare lo scambio di informazioni tra le istituzioni responsabili della stabilità finanziaria.

Il pluralismo delle fonti in materia finanziaria sin qui illustrato ha inevitabilmente avuto consistenti ripercussioni sull'indice di certezza del diritto e sulla stabilità delle leggi¹⁷.

Inoltre questa incertezza normativa è aggravata, in ambito europeo, dalla mancanza di un'unione politica definita e dall'assenza di un disegno istituzionale organico.

Il quadro normativo MIFID II, composto da una direttiva e da un regolamento che devono operare congiuntamente, cerca di riparare a queste problematiche tentando di definire un insieme unico di norme che regolino le attività e i servizi offerti nell'ambito dei mercati finanziari e tentando di assicurare una maggiore certezza del diritto¹⁸.

In questo quadro si inserisce inoltre la scelta di disciplinare alcune materie tramite l'utilizzo della tecnica del regolamento, per sua natura direttamente applicabile in ciascuno Stato membro dell'Unione Europea senza necessità di recepimento.

Questa scelta rende evidente la volontà del legislatore europeo di sottrarre alla discrezionalità delle autorità nazionali quelle materie ritenute fondamentali al fine di una uniforme e certa disciplina dei mercati finanziari¹⁹.

¹⁷CARRIERO G. *L'assetto delle fonti normative finanziarie* – saggio FCHUB 2015.

¹⁸Considerando n. 3 *Regolamento UE n. 600/2014 MIFIR*.

¹⁹SFAMENI G. *Diritto degli intermediari e dei mercati finanziari*, Giannelli editore, seconda edizione, aprile 2015.

Partendo dall'individuazione delle fonti giuridiche che disciplinano i mercati finanziari, si procederà all'analisi delle peculiarità che porta con sé la nuova normativa di rango europeo.

2. La direttiva 2014/65/UE MIFID II: il quadro normativo europeo

La direttiva 2014/65/UE, nota come MIFID II, acronimo di “*Market in Financial Instruments Directive*”, è l’ultimo intervento del legislatore europeo in tema di mercati degli strumenti finanziari.

Essa modifica le norme che disciplinano i requisiti di organizzazione per i prestatori di servizi di investimento e la tutela degli investitori, tentando di ridurre le asimmetrie informative²⁰ che comunemente colpiscono la posizione del contraente.

Sono state infatti introdotte diverse misure disciplinari che fanno riferimento all’identificazione degli strumenti giuridici offerti dall’ordinamento per raggiungere un elevato livello di tutela.

Ciò è avvenuto ricorrendo ad una innovativa revisione di taluni servizi, ad una modifica delle modalità di esecuzione degli ordini della clientela e, più in generale, interagendo sull’operatività dei mercati²¹.

Accanto ad essa, il rafforzamento del quadro normativo è stato realizzato tramite l’introduzione del regolamento n. 600/2014, detto MIFIR, ovvero “*Markets in Financial Instruments Regulation*”, che si pone come obiettivo il miglioramento della trasparenza e della concorrenza nelle attività di negoziazione²².

²⁰PERRONE A. *Il diritto del mercato dei capitali*, Milano, 2016, pag. 195-227.

²¹CAPRIGLIONE F. *Prime riflessioni sulla MIFID II, tra aspettative degli investitori e realtà normativa*, in *Riv. trim. di diritto dell’economia*, n. 2/2015.

²²Considerando n. 10 *Regolamento n. 600/2014 MIFIR*: “Occorre che la totalità delle negoziazioni organizzate sia condotta in sedi regolamentate e sia interamente trasparente, sia pre che post negoziazione. È dunque opportuno applicare requisiti di

Le normative MIFID II e MIFIR sono state emanate a livello europeo e recepite a livello nazionale al fine di disciplinare un mercato finanziario che negli ultimi anni è stato protagonista di importanti cambiamenti, tra i quali assume particolare rilievo lo sviluppo di rapporti economici e finanziari a livello globale e il sempre maggiore impiego di tecnologie informatiche e telematiche per la negoziazione²³.

Si è in presenza di un composito sistema normativo che mira al miglioramento sia dei criteri di governo e condotta delle imprese di investimento, sia dei parametri di intervento ascrivibili alle autorità di settore.²⁴

Su un piano generale, tramite la riforma, si vuole procedere alla riorganizzazione del sistema dei mercati, in modo che anche le sedi di negoziazione secondarie siano regolamentate.

Ciò avverrà attraverso la creazione di una nuova sede di negoziazione, detta *Organized Trading Facility* (OTF), che si aggiungerà alle sedi esistenti.²⁵

trasparenza adeguatamente calibrati a qualsiasi tipo di sedi di negoziazione e alla totalità degli strumenti ivi finanziari negoziati”.

²³DI CIOMMO F. *La consulenza finanziaria alla luce della MIFID 2: profili giuridici*, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, 2017.

²⁴TROIANO V. *La MiFID II: Rapporti con la clientela - regole di governance – mercati*, CEDAM 2016, pag. 185 ss.

²⁵Art. 4, paragrafo 1, punto 23, *Direttiva 2014/65/UE MIFID II*: “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 conformemente al titolo II della presente direttiva”.

La direttiva MiFID II ha inoltre consentito un'armonizzazione a livello europeo della negoziazione algoritmica²⁶ ed ha previsto un notevole ampliamento dell'ambito di applicazione non solo del regime di trasparenza pre e post negoziazione, ma anche degli obblighi di *transaction reporting*²⁷ degli scambi.

Il nuovo quadro normativo, composto da una direttiva e da un regolamento, prevede inoltre l'adozione da parte della Commissione europea di numerosi atti delegati, riportanti disposizioni che attuano e arricchiscono di significato i principi contenuti nelle fonti normative di rango primario.

Tali atti assumono per la maggior parte la forma di un regolamento e sono per loro natura di immediata applicazione negli Stati membri²⁸.

Risulta inoltre fondamentale, al fine di un'attenta analisi, esaminare la decisione presa dal Parlamento europeo e dal Consiglio dell'Unione Europea di prorogare la data di applicazione del pacchetto MIFID II dal 3 gennaio 2017 al 3 gennaio 2018²⁹.

²⁶In PUORRRO S. *High Frequency Trading: una panoramica*, in *Questioni di Economia e Finanza (Occasional Papers)* Banca d'Italia, n. 198/2013:

“L'attività di negoziazione algoritmica può, pertanto, essere definita come quel particolare metodo di *trading* fondato su parametri dispositivi che vengono determinati da uno specifico *set* di regole (contenute, appunto, in un algoritmo) con lo scopo di automatizzare le decisioni di investimento”.

²⁷Comunicazione che le imprese di investimento che effettuano operazioni riguardanti strumenti finanziari ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato devono compiere per informare le autorità competenti dei dettagli delle operazioni svolte.

²⁸CONSOB, *Modifiche al regolamento mercati: documento per la consultazione*, 07.2017.

²⁹Commissione europea, *Proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica la direttiva 2014/65/UE*, 10 febbraio 2016: “Nel corso dell'iter legislativo erano stati riconosciuti il livello molto elevato di complessità del pacchetto MiFID II e la necessità di un numero significativo di misure di esecuzione. A tal fine, invece

Le ragioni a sostegno di tale disposizione sono rinvenibili nelle difficoltà sul piano dell'attuazione tecnica a cui l'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA), le autorità nazionali competenti e le parti interessate devono far fronte.

Il corretto funzionamento della rinnovata normativa prevede infatti la creazione di complesse reti elettroniche di raccolta dati tra le sedi di negoziazione, le autorità nazionali di regolamentazione e l'ESMA.

È proprio l'autorità di regolamentazione indipendente dell'Unione Europea, in stretta collaborazione con le autorità nazionali competenti, a dover dar vita al *Financial Instruments Reference Data System*, il sistema di dati che prevede il collegamento dei flussi di dati tra ESMA, autorità nazionali competenti e le sedi di negoziazione in tutta l'Unione Europea.

Questa decisione ha quindi permesso di evitare la creazione di norme transitorie e lo svilupparsi di gravi perturbazioni del mercato.³⁰

degli abituali 18-24 mesi, è stato previsto un periodo di 30 mesi tra l'adozione e l'applicazione. Nonostante il lasso di tempo insolitamente lungo, l'ESMA ha comunicato alla Commissione che le sfide poste dall'attuazione tecnica sono di tale ampiezza che non sarà possibile realizzare in tempo utile per il 3 gennaio 2017 le infrastrutture di dati essenziali. Se la data di applicazione rimanesse invariata, né le autorità competenti né gli operatori di mercato sarebbero di fatto in grado di applicare le nuove norme il 3 gennaio 2017. Ne deriverebbero incertezza giuridica e potenziali perturbazioni del mercato”.

³⁰Commissione europea, *Proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica la Direttiva 2014/65/UE*, 10 febbraio 2016: “La mancanza di dati ha ramificazioni su diversi aspetti disciplinati da MiFID II. Per quanto riguarda la regolamentazione del mercato, è evidente che senza la base costituita dalle infrastrutture per i dati di riferimento (ID degli strumenti) e per i dati aggiuntivi necessari per i calcoli a fini di trasparenza e la segnalazione delle posizioni non sarà possibile applicare la maggior parte delle norme sul mercato”.

Infine il rinvio del recepimento del complesso normativo operato dal legislatore europeo dimostra quanto incisivo sia l'impatto che esso avrà sui mercati finanziari europei e globali, nonché il timore di commettere nuovamente l'errore di dare applicazione ad una normativa che, a causa dei tempi stretti di recepimento, si potrebbe rivelare portatrice di diversi limiti, come ora si analizzerà.

2.1. I limiti e il superamento della precedente direttiva 2004/39/CE MIFID I

La direttiva 2014/65/UE MIFID II estende il perimetro di operatività della direttiva 2004/39/CE MIFID, rafforzando e ampliando il quadro normativo di regolamentazione dei mercati finanziari³¹.

Gli obiettivi principali della direttiva adottata nel 2007 venivano individuati nella promozione di un mercato unitario guidato dai principi di equità e trasparenza, nell'aumento della concorrenza tra le piattaforme di negoziazione e nella libertà di iniziativa economica e di circolazione dei capitali.

La crisi finanziaria iniziata nel 2008 ha comportato la richiesta di una maggiore vigilanza e ha avuto un impatto parzialmente negativo sul processo innovativo intrapreso tramite l'emanazione della MIFID³².

I meccanismi previsti dalla direttiva 2004/39/CE si sono infatti rivelati inadatti e incompleti nel combattere le fragilità venutesi a creare a causa del turbamento del sistema finanziario verificatosi negli ultimi anni³³.

La revisione del pacchetto normativo MIFID si è resa necessaria

³¹MOLONEY N. *EU Securities and Financial Markets Regulation* (Oxford European Union Law Library) (7539-7543). OUP Oxford – 2014.

³²Parere del Comitato economico e sociale europeo in merito alla proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica la direttiva 2014/65/UE - Gazzetta ufficiale dell'Unione Europea Bruxelles, 26 maggio 2016.

³³TROIANO V. *La MiFID II: Rapporti con la clientela - regole di governance – mercati*, CEDAM, 2016, pag. 2547 ss.

inoltre a seguito dell'aumento della complessità dei mercati, caratterizzati da un crescente numero di strumenti finanziari e di sistemi di *trading*.

Questa complessità nasce da una serie di fattori dinamici che hanno contribuito al continuo mutamento del panorama finanziario e a causa dei quali il legislatore europeo si è visto imporre una rivalutazione della precedente normativa vigente.

Tra le cause che hanno evidenziato i limiti della direttiva MIFID, giova ricordare lo sviluppo dei mezzi tecnologici³⁴, la globalizzazione dei mercati e l'internazionalizzazione dei sistemi.³⁵

È a partire da questo scenario di mutevolezza che si è manifestata la necessità di un ampliamento delle modalità di acquisizione dei dati conoscitivi e di una maggiore regolamentazione del principio di trasparenza.

L'esigenza di una più incisiva trasparenza del mercato è stato uno dei temi maggiormente dibattuti poiché il regime di traspa-

³⁴DI CIOMMO F. *Civiltà tecnologica, mercato ed insicurezza: le responsabilità del diritto*, in Riv. crit. diritto privato, 2010.

³⁵TROIANO V. *La MiFID II: Rapporti con la clientela - regole di governance – mercati - Saggi e monografie diritto dell'economia*, CEDAM, 2016, pag. 3905 ss.:

“L'evoluzione tecnologica con l'affermarsi di prassi di negoziazione basate sull'immissione automatica di ordini sulla base di un algoritmo, senza o con limitato intervento umano, c.d. negoziazione algoritmica, con la variante della negoziazione algoritmica “ad alta frequenza” in cui un sistema di negoziazione analizza dati o segnali del mercato a velocità elevata per poi inviare o aggiornare un gran numero di ordini entro un brevissimo tempo”.

renza previsto dalla MIFID concedeva ampio margine di discrezionalità agli Stati membri dell'Unione Europea³⁶.

L'intervento del legislatore europeo rivisita profondamente questa tematica, prevedendo un meticoloso regime di trasparenza *pre* e *post* negoziazione.

Si è in presenza di un rinnovamento disciplinare incentrato sullo sviluppo e sull'attivazione di crescenti livelli di trasparenza nelle forme di negoziazione previste dalla Direttiva e dal Regolamento MIFID II.

Si tratta di una tecnica normativa che rinvia nella specificità del suo significato alla correttezza dei comportamenti contrattuali e sottolinea la necessità in capo agli intermediari di fornire esaurienti informazioni alla propria controparte in merito al contenuto di una attività o di un servizio fornito³⁷.

Al nuovo quadro normativo viene inoltre richiesto di tutelare in maniera più adeguata gli investitori, anche mediante l'attribuzione ai *regulators* di maggiori poteri di controllo sulle materie prime³⁸. Il rafforzamento dei poteri delle autorità di vigilanza, come meglio si esaminerà, si manifesta ora nella possibilità di vietare temporaneamente la commercializzazione dei prodotti offerti, qualora le autorità abbiano il sospetto che tali prodotti

³⁶GRECO F., *Dall'informazione pre-contrattuale alla product governance: la tutela del risparmiatore tra paternalismo normativo e nuovi modelli di controllo*, in Riv. dir. bancario, n. 25/2017.

³⁷CAPRIGLIONE F. *Prime riflessioni sulla MIFID II, tra aspettative degli investitori e realtà normativa*, in Riv. trim. di diritto dell'economia, n. 2/2015.

³⁸FRANZA E. *Mercati regolamentati, sistemi multilaterali di negoziazione, internalizzatori sistematici ed il direct market access. Criticità emerse in applicazione MiFID I e prospettive nella MiFID II*, approfondimento CONSOB, 15 luglio 2016.

possano ridurre o paralizzare l'integrità dei mercati e gli interessi della clientela³⁹. Ciò si realizza con l'intento di rafforzare e aumentare la fiducia che l'investitore ripone nel buon funzionamento dei meccanismi alla base dei mercati finanziari.

³⁹Art. 32 *Direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio*: "l'autorità competente, nella cui giurisdizione ha avuto luogo la sospensione o l'esclusione, prescrive che i mercati regolamentati, gli altri sistemi multilaterali di negoziazione, gli altri sistemi organizzati di negoziazione e gli internalizzatori sistematici che rientrano nella sua competenza e negoziano lo stesso strumento finanziario sospendano o escludano anch'essi tale strumento finanziario o tali strumenti finanziari derivati dalla negoziazione se la sospensione o l'esclusione è dovuta a presunti abusi di mercato, a un'offerta d'acquisto o alla mancata divulgazione di informazioni privilegiate riguardanti l'emittente o lo strumento finanziario in violazione degli articoli 7 e 17 del regolamento (UE) 596/2014, tranne qualora tale sospensione o esclusione possa causare un danno. rilevante agli interessi dell'investitore o al funzionamento ordinato del mercato".

2.2. Obiettivi principali: un'analisi ai tentativi di rafforzamento e armonizzazione dei mercati europei

Le modifiche apportate alla direttiva 2004/39/CE si sono rivelate sostanziali e hanno fatto sì che essa venisse parzialmente rifiuta e sostituita dalla direttiva 2014/65/UE e dal regolamento UE n. 600/2014.

L'evoluzione dei mercati finanziari ha reso ben visibile la debolezza normativa delle disposizioni regolatrici vigenti e ha evidenziato il bisogno di un rafforzamento del quadro legislativo.

Il legislatore europeo ha inoltre accolto positivamente la richiesta degli operatori di aumentare il raggio d'azione del mercato unico, introducendo un regime armonizzato per l'accesso ai mercati dell'Unione Europea da parte di soggetti di paesi terzi, basato su un giudizio di equivalenza⁴⁰ compiuto dalla Commissione.

La normativa MIFID II introduce infatti una serie di disposizioni che disciplinano l'accesso ai mercati dell'Unione Europea da parte di soggetti insediati in paesi terzi.

Esso è basato appunto su una valutazione di equivalenza dei paesi terzi svolta dalla Commissione, la quale dovrà valutare se

⁴⁰Art. 47 *Regolamento n. 600/2014/UE*: "La Commissione può adottare una decisione conformemente alla procedura di esame di cui all'articolo 51, paragrafo 2, in relazione a un paese terzo per attestare che il regime giuridico e di vigilanza del paese terzo garantisce che le imprese autorizzate nello stesso si conformino a requisiti giuridicamente vincolanti in materia di norme di comportamento e prudenziali e che quel paese terzo prevede un efficace regime equivalente di riconoscimento delle imprese di investimento autorizzate ai sensi della giurisdizione del paese terzo".

sussista o meno un valido regime giuridico e di vigilanza del paese terzo affinché quest'ultimo sia in grado di imporre alle imprese autorizzate il rispetto delle norme di comportamento previste dalla normativa europea.

Il nuovo regime trova applicazione unicamente in ambito di prestazione di servizi e attività di investimento su base transfrontaliera.

Esso è applicabile unicamente nei confronti di investitori professionali e di controparti qualificate.

Inoltre si sottolinea che, per un periodo transitorio di tre anni e, successivamente, in pendenza delle valutazioni di equivalenza da parte della Commissione, continueranno a trovare applicazione le disposizioni degli ordinamenti nazionali circa l'accesso al mercato domestico da parte di intermediari di paesi terzi.

Questo tema risulta particolarmente interessante con riferimento agli scenari futuri prospettabili a seguito del fenomeno Brexit, i quali verranno analizzati più avanti.

Uno dei principali obiettivi della direttiva MIFID II è la valorizzazione della tutela dell'investitore che, per difendersi dal fenomeno delle asimmetrie informative, ha a disposizione l'arma della trasparenza.

Essa si sostanzia soprattutto sotto il profilo dei costi e degli oneri, che dovranno essere comunicati obbligatoriamente al cliente in modo da consentirgli di conoscere le ripercussioni che essi potrebbero avere sul rendimento dell'investimento.

La MIFID II inoltre aumenta sensibilmente il numero di obblighi che gravano sull'impresa di investimento.

Come meglio si analizzerà, essa deve avviare una consultazione nei confronti del cliente per acquisire le informazioni sull'esperienza pregressa che egli ha maturato riguardo allo specifico servizio offerto, sulla sua situazione finanziaria e sulla sua tolleranza al rischio⁴¹.

La conoscenza che l'intermediario deve avere del cliente è fondamentale anche ai fini di una consapevole adozione delle misure di *product governance*.

Il prodotto finanziario, quando viene concepito dalla società che lo collocherà sul mercato, deve avere già una sua categoria di clienti di riferimento.

Questa misura permette la distribuzione di prodotti e servizi coerenti con i bisogni e le esigenze della clientela.

Un altro aspetto che merita attenzione sono i poteri di *product intervention* che vengono attribuiti alle autorità di vigilanza.

È previsto un intervento di blocco degli strumenti pericolosi da parte degli organi autorizzati.

L'Autorità europea per gli strumenti finanziari ed i mercati, l'European Banking Authority e le autorità di controllo nazionali potranno vietare o limitare temporaneamente la commercializzazione di alcuni prodotti, ma solo se considerati pericolosi per la stabilità dei mercati.

⁴¹DI CIOMMO F. *La consulenza finanziaria alla luce della MIFID 2: profili giuridici*, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, 2017.

Il fine di tale previsione è la limitazione della diffusione sul mercato di prodotti potenzialmente dannosi o inadeguati per la clientela⁴².

Tra le novità più rilevanti va inoltre segnalata la regolamentazione della consulenza indipendente⁴³.

L'intervento del legislatore europeo nell'ambito del servizio di consulenza finanziaria alla clientela appare utile poiché contribuisce a guidare le scelte dell'investitore non professionale in una realtà complessa, quale è quella dei mercati che offrono strumenti finanziari⁴⁴.

Le principali novità della disciplina della consulenza indipendente si sostanziano nell'obbligo di comunicazione al cliente nel caso di prestazione del servizio offerta con base indipendente, nell'obbligo di offrire al cliente un'ampia gamma di strumenti diversificati e nel divieto di ricevere da parti terze degli incentivi in denaro.

⁴²MOLONEY N., *EU Securities and Financial Markets Regulation*, Oxford, 2014, pag. 825.

⁴³Considerando n. 73 *Direttiva 2014/65/UE*: "Al fine di definire il quadro regolamentare per la prestazione di servizi di consulenza in materia di investimenti, è opportuno stabilire le condizioni per le prestazioni di tale servizio quando le imprese informano i clienti che il servizio è fornito su base indipendente. Quando la consulenza è fornita su base indipendente, prima di formulare una raccomandazione personalizzata dovrebbe essere valutata una gamma sufficiente di prodotti offerti da diversi fornitori".

⁴⁴TROIANO V. *La MiFID II: Rapporti con la clientela - regole di governance – mercati*, Saggi e monografie diritto dell'economia, CEDAM, 2016, pag. 6785 ss.

Il legislatore europeo valorizza ulteriormente la tutela del risparmiatore introducendo degli obblighi informativi in capo al consulente con riferimento all'onorario, al tipo di servizio prestato e alla profilatura del cliente⁴⁵.

Tra gli interventi ritenuti necessari al fine di aumentare la fiducia degli investitori e rafforzare la trasparenza del mercato, il legislatore ha previsto delle disposizioni normative orientate alla responsabilizzazione degli intermediari.

Spetta infatti all'intermediario, come stabilisce l'articolo 25 della direttiva 2014/65/UE⁴⁶, garantire la massima qualificazione del personale.

La normativa non si limita però a richiedere che il personale preposto possieda un idoneo livello di conoscenza dei servizi e prodotti offerti, ma pretende che l'intermediario effettui, con frequenza almeno annua, una revisione della qualificazione del personale e garantisca una specifica formazione dei consulenti⁴⁷.

⁴⁵TROIANO V. *La MiFID II: Rapporti con la clientela - regole di governance - mercati* - Saggi e monografie diritto dell'economia, CEDAM, 2016, pag. 1055 ss.

⁴⁶Art. 25 co. 1 *Direttiva 2014/65/UE*: "Gli Stati membri prescrivono alle imprese d'investimento di garantire e dimostrare alle autorità competenti su loro richiesta che le persone fisiche che forniscono consulenza alla clientela in materia di investimenti o informazioni su strumenti finanziari, servizi d'investimento o servizi accessori per conto dell'impresa d'investimento sono in possesso delle conoscenze e competenze necessarie ad adempiere ai loro obblighi ai sensi dell'articolo 24 e del presente articolo. Gli Stati membri pubblicano i criteri da utilizzare per valutare tali conoscenze e competenze".

⁴⁷Il focus del Sole 24 ore, *le nuove tutele per chi investe*, n. 28 del 18 ottobre 2017: "Obblighi imposti a chi offre prodotti finanziari sono: la definizione di una precisa mappatura dei compiti del personale a diretto contatto con la clientela, il bilanciamento tra esperienza e titoli di studio conseguiti (più bassa la qualifica del personale, maggiore l'esperienza richiesta), l'introduzione del concetto di lavoro sotto supervisione e supervisore, l'obbligo di effettuare una revisione periodica delle conoscenze e competenze del personale, l'introduzione di percorsi di formazione nel continuo,

Il sistema di mercato che si proietta attraverso l'applicazione della nuova regolamentazione si pone quindi l'obiettivo di potenziare la trasparenza degli intermediari e la tutela dell'investitore.

Ulteriore importante novità riguarda la creazione di una nuova piattaforma di negoziazione, l'*Organised Trading Facility*⁴⁸, che garantisce che tutte le negoziazioni organizzate avvengano in sedi regolamentate di negoziazione.

L'*Organised Trading Facility* si affianca alle due, già precedentemente conosciute, sedi di mercati regolamentati e di sistemi multilaterali di negoziazione.

Alle tre piattaforme di negoziazione vengono ora applicati i medesimi requisiti di trasparenza *pre e post trading*.

Si prevede infatti, per coloro che gestiscono una piattaforma OTF, l'obbligo di indicare con precisione i criteri di selezione degli strumenti finanziari ammessi alla negoziazione e l'obbligo di informare le autorità di vigilanza nazionali circa le modalità di funzionamento delle piattaforme da essi gestite⁴⁹.

la tracciatura delle conoscenze e competenze di ogni dipendente che presta il servizio di consulenza o fornisce informazioni alla clientela, l'obbligo di svolgimento di un test di verifica a completamento dei corsi tenuto da un soggetto diverso da quello che ha effettuato la formazione".

⁴⁸Considerando n. 8 *Regolamento UE n. 600/2014*: "Allo scopo di rendere i mercati finanziari dell'Unione più trasparenti ed efficienti nonché di definire condizioni eque tra le varie sedi che offrono servizi di negoziazione multilaterale è opportuno introdurre una nuova categoria di sede di negoziazione, quella di sistema organizzato di negoziazione (OTF), così come provvedere a che sia adeguatamente regolamentata e applichi regole non discriminatorie in relazione all'accesso al sistema stesso".

⁴⁹SFAMENI G. *Diritto degli intermediari e dei mercati finanziari*, Giannelli editore, seconda edizione, aprile 2015, pag. 37 ss.

La creazione di questa piattaforma di negoziazione nasce come conseguenza delle lacune causate dalla precedente normativa MIFID.

La disciplina prevista dal quadro normativo MIFID non garantisce infatti una corretta formazione del prezzo degli strumenti finanziari poiché in quel sistema sfuggivano ad una completa regolamentazione le piattaforme OTF, permettendo al gestore di stabilire di volta in volta come abbinare le proposte di vendita a quelle di acquisto.

Il legislatore europeo ha voluto dunque creare una piattaforma che integrasse i sistemi di negoziazione già esistenti e che rimediassero alle lacune disciplinari poste in atto dalla Direttiva MIFID. Si sottolinea inoltre che tra gli elementi distintivi di tale nuova piattaforma, vi è la circostanza che, al contrario di ciò che avviene nei mercati regolamentati e negli MTF⁵⁰, gli OTF operano sulla base di un approccio discrezionale nelle modalità di esecuzione delle transazioni.

La disciplina prevede l'applicazione del regime degli OTF ai soli strumenti *non equity*, come le obbligazioni, i prodotti di finanza strutturata, le *emission allowances* e i derivati, e il divieto per il gestore di un OTF di operare per conto proprio⁵¹.

⁵⁰I sistemi multilaterali di negoziazione sono dei sistemi che consentono l'incontro, al loro interno e in base a regole non discrezionali, di interessi multipli d'acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari, in modo da dare luogo a contratti. Si veda art. 1 co. 5 *octies* Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58.

⁵¹CONSOB, *Mappatura delle infrastrutture di negoziazione in Italia*, 5 giugno 2014.

La volontà del legislatore di procedere all'attuazione di significativi cambiamenti della disciplina dei mercati e *delle trading venues* prende avvio dal tentativo di ricollocare la clientela al centro del mondo finanziario, senza però ridurre quell'aspetto concorrenziale caratteristico del mercato dei capitali⁵².

⁵²CAPRIGLIONE F. *La finanza come fenomeno di dimensione internazionale, Manuale di diritto bancario e finanziario*, Padova, CEDAM, 2015, pag. 82 ss.

3. Il regolamento UE n. 600/2014 MIFIR

Il regolamento è un atto giuridico di diritto secondario utilizzato dal legislatore europeo con lo scopo di assicurare un'applicazione uniforme della normativa comunitaria in tutti i paesi membri dell'Unione Europea.

I tratti caratterizzanti di un regolamento sono la sua diretta applicabilità, senza alcuna necessità di trasposizione in una legge nazionale, la vincolatività di tutti i suoi elementi e l'astrattezza dei suoi destinatari, non più identificati come specifici individui, ma come un'ampia e astratta categoria di persone⁵³.

La necessità di rafforzamento e di armonizzazione del quadro normativo che disciplina gli istituti finanziari e l'esigenza di limitare il rischio di arbitraggi normativi, nonché di assicurare ad ogni Stato membro dell'Unione Europea una maggiore certezza del diritto, hanno portato all'utilizzo giustificato di un regolamento come base

giuridica della normativa MIFID II⁵⁴.

⁵³Art. 288 del *Trattato sul funzionamento dell'Unione Europea*, Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea.

⁵⁴Considerando n. 3 *Regolamento UE n. 600/2014 MIFIR*: "Il presente regolamento dovrebbe pertanto essere letto in combinato disposto con la direttiva. La necessità di definire un insieme unico di norme per l'insieme degli istituti finanziari per quanto riguarda certi requisiti e di evitare il potenziale arbitraggio normativo, nonché di fornire una maggiore certezza del diritto e ridurre la complessità normativa per i partecipanti al mercato giustifica il ricorso a una base giuridica che permetta l'adozione di un regolamento. Al fine di rimuovere i restanti ostacoli alla negoziazione transfrontaliera e le distorsioni significative alla concorrenza derivanti da leggi nazionali divergenti, nonché evitare l'insorgere di ulteriori probabili ostacoli alla negoziazione transfrontaliera e distorsioni significative della concorrenza, è opportuno adottare un regolamento che definisca norme uniformi in tutti gli Stati membri. Tale atto giuridico direttamente applicabile mira a contribuire in modo