



LA PROPOSTA DI REVISIONE DELLA DIRETTIVA MiFID

(LA CD. MiFID II)

Il *corpus* normativo che regola i mercati finanziari all'interno dell'Unione Europea, meglio conosciuto come "MiFID", è attualmente composto dalla direttiva 2004/39/CE (la *Market in Financial Instruments Directive*; di seguito, la "**Direttiva MiFID**"), dalla direttiva di secondo livello 2006/73/CE, e dal regolamento di attuazione 1287/2006/UE.

In vigore dal 1° novembre 2007, la MiFID è stata oggetto di una proposta di modifica, pubblicata dalla Commissione europea il 20 ottobre 2011 (la "**Proposta**"), che riguarda:

- a) un nuovo regolamento sui mercati in strumenti finanziari (c.d. MiFIR); e
- b) una nuova direttiva che modifica la Direttiva MiFID (la "**Nuova Direttiva**").

La Proposta, divulgata in forma di bozza, ha così intrapreso l'*iter* legislativo suo proprio che prevede la trasmissione al Parlamento europeo ed al Consiglio e la successiva discussione. L'approvazione della Nuova Direttiva e del MiFIR è pertanto prevista per la fine del 2012, anche se i documenti introduttivi non contengono riferimenti ai tempi di approvazione negli Stati membri dell'Unione Europea.

Le principali novità

La Proposta, pur mantenendo invariata la struttura della Direttiva MiFID, aggiorna quest'ultima alla luce delle disposizioni contenute nelle direttive introdotte successivamente¹ e la arricchisce di nuovi contenuti, con riferimento a:

- ambito di applicazione e regime delle esenzioni;
- nuove piattaforme di negoziazione;
- regolamentazione dell'attività delle imprese di investimento e degli operatori di mercato comunitari (di seguito, per brevità, gli "**Operatori**");
- regole applicabili alle imprese di investimento extracomunitarie;

¹ Tra queste: (i) la direttiva 2007/44/CE, contenente regole procedurali e criteri per la valutazione prudenziale di acquisizioni e incrementi di partecipazioni finanziarie, (ii) la direttiva 2008/10/CE, che modifica la Direttiva MiFID per quanto concerne le competenze di esecuzione

conferite alla Commissione, e (iii) la direttiva 2010/78/UE, che istituisce le nuove Autorità europee di vigilanza in materia finanziaria, bancaria e assicurativa.

A cura del Dipartimento Italiano di Corporate Law.

Giovanni Carotenuto
Of Counsel
gcarotenuto@orrick.com

Stefano Alifano
Trainee

Giuseppe Di Gesù
Trainee

Il presente documento è una nota di studio. Quanto nello stesso riportato non potrà pertanto essere utilizzato o interpretato quale parere legale né utilizzato a base di operazioni straordinarie né preso a riferimento da un qualsiasi soggetto o dai suoi consulenti legali per qualsiasi scopo che non sia un'analisi generale delle questioni in esso affrontate.

- nuovi poteri delle autorità di vigilanza degli Stati membri dell’Unione Europea;
- atti delegati².

Ambito di applicazione e regime delle esenzioni

Le disposizioni contenute nella Proposta si applicheranno, una volta approvate, alle imprese di investimento comunitarie, ai mercati regolamentati, ai centri di raccolta dati, nonché alle imprese extracomunitarie che prestano servizi o attività di investimento nell’Unione Europea. Nella Proposta sono indicati altresì, in maniera puntuale, i soggetti cui la Nuova Direttiva non si applica: sostanzialmente gli stessi di quelli previsti nella Direttiva MiFID.

Inoltre, gli Stati membri dell’Unione Europea potranno esentare dall’applicazione della Nuova Direttiva specifiche categorie di soggetti, a condizione che le disposizioni di legge nazionale applicabili a questi ultimi siano almeno equivalenti a quelle di cui alla Nuova Direttiva.

È fatto obbligo agli Stati membri di dare comunicazione dell’adozione del regime di esenzione facoltativa alla Commissione ed all’ESMA³, indicando a quest’ultima la

normativa interna ritenuta “equivalente” a quella comunitaria.

Gestione e organizzazione delle imprese di investimento

La Proposta consolida l’elenco dei requisiti personali e professionali che i responsabili della gestione delle imprese di investimento devono possedere, tra cui esperienza, adeguata conoscenza della materia, integrità, nonché il fondamentale requisito dell’indipendenza, e demanda all’ESMA l’emanazione delle norme di dettaglio.

Specifico rilievo è altresì attribuito alle politiche di selezione dei componenti l’organo gestionale, nonché alla necessità di garantire un adeguato bilanciamento tra membri interni ed esterni di tale organo.

Si segnala, infine, l’obbligo di registrazione delle conversazioni telefoniche o delle comunicazioni elettroniche relative *almeno* alle operazioni concluse nell’ambito della negoziazione per conto proprio e agli ordini dei clienti nell’ambito dei servizi di ricezione e trasmissione ordini e cd. *execution only*. La Proposta prevede che le registrazioni vadano fornite ai clienti su loro richiesta e conservate per un periodo di tre anni.

Trading algoritmico

Le imprese di investimento che intendono servirsi del cd. *trading* algoritmico⁴ sono tenute ad adottare misure idonee a prevenire l’invio di ordini errati o il verificarsi di brusche reazioni che possano inasprire condizioni di mercato già difficili.

² La MiFID è stata adottata nel rispetto della procedura *Lamfalussy*, introdotta nel 2001 al fine di rafforzare il quadro europeo della regolamentazione del settore finanziario. Tale procedura si compone di quattro livelli: adozione della legislazione quadro (livello 1), emanazione di misure esecutive di dettaglio da parte della Commissione europea, su delega del Parlamento e del Consiglio (livello 2), elaborazione tecnica delle misure di esecuzione da parte dell’ESMA (v. nota 4, *infra*), al fine di assicurare una trasposizione omogenea e coerente delle disposizioni di livello 1 e 2 (livello 3) e verifica da parte della Commissione del recepimento della legislazione europea nel diritto nazionale (livello 4).

³ L’ESMA (acronimo di *European Securities and Markets Authority*) è la nuova autorità europea di vigilanza sui mercati finanziari, con sede a Parigi ed operativa a partire dal 1° gennaio 2011, che ha sostituito il Comitato europeo delle autorità nazionali di regolamentazione dei valori mobiliari (CESR), con l’obiettivo di proteggere l’interesse pubblico,

contribuendo alla stabilità del sistema finanziario, a beneficio dell’economia dell’Unione Europea, dei suoi cittadini e delle sue imprese.

⁴ Il sistema di negoziazioni in strumenti finanziari basato su un algoritmo informatico che determina automaticamente i singoli parametri (quali inizio, tempo, prezzo, quantità) relativi a ciascun ordine, senza ricorrere, o ricorrendo in misura ridotta, all’intervento umano.

Tali imprese dovranno fornire alla competente autorità nazionale, con cadenza almeno annuale, una descrizione:

- delle strategie di *trading* adottate;
- dei parametri di negoziazione o dei limiti a cui il sistema di *trading* è sottoposto; nonché
- dei sistemi di controllo utilizzati per assicurare un ordinato svolgimento delle negoziazioni.

È inoltre previsto che le imprese di investimento che forniscono a terzi l'accesso elettronico diretto ad una piattaforma di negoziazione allo scopo di trasmettere ordini relativi ad uno strumento finanziario debbano verificare l'affidabilità di tali soggetti terzi, e monitorarne l'operato al fine di prevenire turbolenze nelle negoziazioni.

È affidato alla Commissione il compito di disciplinare nel dettaglio i requisiti organizzativi che le imprese dovranno possedere per utilizzare il *trading* algoritmico.

Operazioni su piattaforme MTF e OTF

Una delle principali novità della Proposta riguarda l'istituzione e la regolamentazione dei c.d. sistemi organizzati di negoziazione (*Organised Trading Facilities*; in breve, “**OTF**”), che ricomprendono tutte le piattaforme di negoziazione diverse dai mercati regolamentati o dalle *Multilateral Trading Facilities* (o MTF)⁵.

La regolamentazione di MTF e OTF ha come scopo il rafforzamento della trasparenza delle negoziazioni degli strumenti finanziari. In particolare, la MiFIR prevede che tali piattaforme rispettino identici requisiti di

⁵ Introdotti dalla Direttiva MiFID, gli MTF sono sistemi multilaterali di negoziazione mediante i quali gli Operatori consentono l'incontro di interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari. Ciò che maggiormente li contraddistingue dagli OTF è che questi ultimi usufruiscono di un'ampia discrezionalità nell'esecuzione degli ordini impartiti.

trasparenza *pre* e *post* negoziazione ed indichino pubblicamente i criteri di selezione degli strumenti finanziari ammessi alla negoziazione, onde consentire agli investitori di attuare scelte di investimento informate⁶.

Gli Operatori debbono altresì informare dettagliatamente le competenti autorità nazionali circa le modalità di funzionamento delle piattaforme da essi gestite, mentre le autorità nazionali hanno l'obbligo di inoltrare all'ESMA le autorizzazioni rilasciate per la gestione delle piattaforme.

La pubblicazione della lista delle piattaforme regolamentate è demandata all'ESMA, che è chiamata ad adottare standard tecnici per definire forme e contenuto delle notifiche e delle rendicontazioni richieste dalle autorità nazionali.

Consulenza indipendente

La Proposta introduce nuove regole per la consulenza in materia di investimenti, imponendo l'obbligo di comunicare alla clientela se quella fornita è una consulenza di tipo indipendente.

Per potersi definire tale, il consulente indipendente dovrà fondare la propria valutazione su un numero sufficientemente ampio di strumenti finanziari presenti sul mercato e verificare costantemente l'adeguatezza degli investimenti raccomandati ai propri clienti.

Inoltre, coerentemente con quanto disposto per le imprese di investimento che prestano il servizio di gestione di portafogli, il consulente indipendente non potrà accettare o ricevere, nello svolgimento dei propri servizi, incentivi da

⁶ La MiFIR fissa altresì per gli Stati membri obblighi uniformi in relazione a (i) notifica delle transazioni alle autorità di vigilanza nazionali, (ii) negoziazione di strumenti derivati su piattaforme organizzate, (iii) accesso alle controparti centrali in modo non discriminatorio, (iv) attribuzione di poteri di intervento alle autorità nazionali e all'ESMA ed infine (v) prestazione di servizi di investimento da parte di imprese extracomunitarie nell'Unione Europea senza stabilimento di succursale.

parte di terzi o di persone che agiscono per conto di terzi.

Nel caso in cui un servizio di investimento sia offerto congiuntamente ad un altro, nell'ambito di un pacchetto, o come condizione all'acquisto di un pacchetto di servizi da parte dei clienti, l'impresa dovrà informare questi ultimi della possibilità di acquistare disgiuntamente i diversi servizi che compongono il pacchetto, indicandone i relativi costi.

Trasparenza ed integrità dei mercati

La Proposta estende anche alle obbligazioni, ai prodotti finanziari strutturati ed agli strumenti derivati le regole di trasparenza già previste dalla Direttiva MiFID per i mercati azionari⁷.

Sono inoltre previsti (i) un regime di notifica di tutte le operazioni in strumenti finanziari nei confronti delle singole autorità nazionali, che avranno pieno accesso ad ogni fase della negoziazione, e (ii) un sistema di cooperazione e scambio di informazioni tra piattaforme MTF e OTF, avente ad oggetto, tra l'altro, possibili turbolenze nelle negoziazioni, condotte abusive ai sensi della Direttiva *Market Abuse*⁸, o interruzioni di sistema. In questo modo si è inteso arginare la frammentazione degli scambi, frutto dell'abolizione, ad opera della Direttiva MiFID, dell'obbligo di concentrazione delle negoziazioni sui mercati regolamentati.

È inoltre stabilito che, qualora un Operatore sospenda o ritiri uno strumento finanziario dalle negoziazioni, tale decisione venga comunicata obbligatoriamente anche agli altri mercati su cui il medesimo strumento è negoziato, oltre che all'autorità nazionale competente. Quest'ultima

⁷ Questi ultimi, quando *over the counter*, dovranno essere obbligatoriamente negoziati su piattaforme sicure, quali mercati regolamentati, MTF ed OTF. Tale obbligo si applicherà a tutte le controparti, finanziarie e non, al superamento di determinate soglie di compensazione.

⁸ Direttiva 2003/6/CE relativa all'abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato.

comunicherà altresì la decisione alle corrispondenti autorità degli altri Stati membri, affinché esse possano, di concerto, deliberare la sospensione o il ritiro dello strumento in questione, quando ciò sia giustificato da carenze informative relative all'emittente o allo strumento medesimo.

È previsto infine che la Commissione, tramite l'ESMA, emani norme di attuazione per la comunicazione alle autorità competenti delle informazioni rilevanti sulle negoziazioni da parte dei gestori di mercati regolamentati, nonché degli MTF o degli OTF.

Il Mercato delle PMI in crescita

Tra le principali novità introdotte dalla Proposta, si segnala l'istituzione del c.d. "Mercato delle PMI in crescita", una nuova piattaforma di negoziazione, ricompresa nell'ambito degli MTF, sulla quale vengono scambiati strumenti finanziari emessi prevalentemente da piccole e medie imprese, la cui capitalizzazione media non eccede i 100 milioni di euro, sulla base dei bilanci relativi agli ultimi tre esercizi sociali.

Gli MTF che intendono operare come "Mercato delle PMI in crescita" devono presentare un'apposita richiesta alla competente autorità nazionale, che concederà la relativa autorizzazione, a condizione che:

- la maggioranza degli emittenti ammessi alla negoziazione su tale mercato siano piccole e medie imprese;
- vengano rispettati specifici criteri per l'iniziale e la successiva ammissione alle negoziazioni dei suddetti emittenti;
- sia fornita un'adeguata informativa agli investitori che intendono investire negli strumenti negoziati in tale mercato;
- gli emittenti rispettino i requisiti previsti dalla Direttiva *Market Abuse*;
- sia assicurata la conservazione e la diffusione al pubblico delle informazioni

relative agli emittenti operanti su tale mercato;

- siano predisposti sistemi di controllo finalizzati alla prevenzione di eventuali abusi di mercato.

Sulla base delle autorizzazioni rilasciate dalle autorità nazionali, l'ESMA curerà la pubblicazione sul proprio sito, e l'aggiornamento periodico, della lista dei Mercati delle PMI in crescita.

Operatività transfrontaliera

In aggiunta a quanto già disposto dalla Direttiva MiFID, la Proposta introduce per le imprese di investimento che si avvalgono di promotori finanziari nella prestazione di servizi in uno Stato membro diverso da quello di appartenenza (lo “**Stato ospitante**”) l'obbligo di comunicare i nominativi dei promotori finanziari per il tramite dei quali intendono operare all'autorità competente dello Stato d'origine. Quest'ultima, entro un mese dal ricevimento della comunicazione, dovrà inoltrare i suddetti dati alla corrispondente autorità dello Stato ospitante.

Tale regola si applica anche agli enti creditizi autorizzati, salvo che essi intendano avvalersi di promotori finanziari stabiliti in Stati membri diversi da quello di origine. In tal caso, la competente autorità dello Stato d'origine, che ritenga finanziariamente affidabile il soggetto vigilato, informerà, entro tre mesi dal ricevimento della relativa comunicazione, la corrispondente autorità dello Stato ospitante.

Imprese di investimento extracomunitarie

Al fine di prestare servizi di investimento nei confronti di clientela *retail* in uno o più Stati membri dell'Unione Europea, un'impresa extracomunitaria, dopo essere stata autorizzata nello Stato d'origine (che non rientri però tra i Paesi cd. “non collaborativi” di cui alla normativa antiriciclaggio), dovrà stabilire una succursale nel territorio degli Stati membri in cui intende operare.

Per l'impresa extracomunitaria che intenda prestare servizi di investimento solo nei confronti di controparti qualificate sarà invece sufficiente l'iscrizione, previa verifica di alcuni requisiti⁹, in un apposito registro tenuto dall'ESMA.

Invero, tutte le imprese extracomunitarie autorizzate dovranno essere iscritte in appositi registri, accessibili al pubblico e regolarmente aggiornati. Di ciascuna autorizzazione sarà data notizia all'ESMA che, al verificarsi di determinate circostanze, potrà revocare l'autorizzazione concessa dall'autorità nazionale dello Stato membro ospitante.

L'impresa extracomunitaria sarà in ogni caso soggetta alla vigilanza dell'autorità competente dello Stato d'origine riguardo a (i) composizione dell'organo di gestione, (ii) partecipazioni rilevanti, (iii) adesione a sistemi di compensazione e garanzia per gli investitori o altro sistema di tutela equivalente, (iv) capitale prudenziale, (v) requisiti organizzativi, e (vi) regole di *compliance*. Sono previsti, inoltre, adeguati canali che favoriscano lo scambio di informazioni tra le autorità competenti degli Stati interessati dall'attività di tale impresa.

Posizioni in strumenti derivati su merci

Al fine di sostenere la liquidità dei mercati, prevenire il verificarsi dei reati finanziari e garantire un'ordinata formazione dei prezzi, la Proposta attribuisce alle autorità competenti dei singoli Stati membri la facoltà di richiedere a qualsiasi soggetto che detenga posizioni in strumenti derivati informazioni circa la

⁹ I requisiti oggetto di verifica riguardano, in particolare, l'autorizzazione dell'impresa extracomunitaria ad operare nello Stato d'origine e l'equivalenza tra la normativa (anche di vigilanza) vigente in quest'ultimo con quella contenuta nella Nuova Direttiva, nel *MiFIR* e nella direttiva 2006/49/CE relativa all'adeguatezza patrimoniale delle imprese di investimento e degli enti creditizi. La valutazione dell'equivalenza normativa è rimessa alla Commissione europea.

dimensione e le finalità di tali posizioni e, ove necessario, di invitare tale soggetto a ridurre l'ammontare di strumenti derivati in suo possesso.

Le autorità competenti possono altresì fissare limiti alla sottoscrizione di contratti derivati o prevedere determinate soglie alla detenzione degli stessi, in conformità a criteri non discriminatori e nel rispetto delle peculiarità del mercato di riferimento.

ALL'ESMA è affidato il compito di garantire un'uniforme applicazione di tali limiti all'interno dell'Unione Europea, realizzabile mediante l'applicazione di soglie quantitative al numero di contratti che ogni singolo soggetto potrà sottoscrivere in un certo periodo di tempo.

Poteri delle autorità di vigilanza degli Stati membri

La Proposta investe le autorità di vigilanza degli Stati membri di poteri di verifica dei prodotti finanziari e dei servizi offerti sui mercati, nonché di poteri sanzionatori più efficaci di quelli attualmente posseduti.

Tra essi si segnalano (i) la revoca delle autorizzazioni alle imprese di investimento ovvero agli MTF o OTF, (ii) il potere di imporre limitazioni alla commercializzazione, distribuzione o vendita di determinati strumenti finanziari, (iii) l'applicazione di limiti allo svolgimento di alcune attività o pratiche finanziarie, (iv) l'imposizione di sanzioni amministrative ai singoli componenti o all'intero organo di gestione di imprese di investimento, nonché di sanzioni pecuniarie pari almeno al 10% dei profitti annuali, nel caso di imprese, ovvero a 5 milioni di euro o al 10% del reddito annuale, nel caso di persone fisiche. In ogni caso, le sanzioni dovranno essere maggiori dei benefici prodotti dalla violazione, ove questi ultimi possano essere quantificati.

Le autorità nazionali saranno investite di ampi poteri investigativi e cautelari nell'ambito dell'attività sanzionatoria cui sono preposte. In virtù di tali poteri, esse potranno richiedere ai

soggetti interessati l'esibizione di documenti, la produzione di verbali di conversazioni telefoniche o dati sul traffico telefonico, nonché stabilire il temporaneo congelamento dei titoli o la sospensione delle negoziazioni di un determinato strumento finanziario.

Atti delegati alla Commissione

In base alla Proposta, il Parlamento e il Consiglio possono conferire alla Commissione il potere di adottare atti delegati, che definiscano i criteri per, *inter alia*, (i) la valutazione delle partecipazioni in imprese di investimento, (ii) la gestione dei conflitti di interesse, (iii) il rispetto degli obblighi di condotta degli intermediari, (iv) l'esecuzione di ordini in termini più favorevoli per il cliente, (v) i requisiti organizzativi dei Mercati delle PMI in crescita, (vi) l'ammissione alle negoziazioni di alcuni strumenti finanziari, ed infine (vii) la cooperazione tra le autorità nazionali.

Osservazioni conclusive

La pubblicazione della Proposta è stata oggetto di molte critiche da parte di operatori ed esperti del settore.

In primis, è stata sottolineata la necessità di accelerare l'approvazione dei provvedimenti di cui alla Proposta, per non diluire nel tempo l'effetto benefico degli stessi sui mercati finanziari.

Nello specifico, ampio dibattito ha suscitato il processo di standardizzazione dei dati sulle negoziazioni, dettato al fine di ridurre la frammentazione del *trading* e promuovere l'efficienza dei meccanismi di formazione dei prezzi (v. par. "Trasparenza ed integrità dei mercati", pag. 4, *supra*). Ed invero, tale processo - che prevede l'obbligo a carico di ogni piattaforma di servirsi di determinati intermediari per canalizzare verso l'esterno i dati relativi alle negoziazioni - palesa il limite di un'eccessiva fiducia nello spontaneo scambio di informazioni tra gli Operatori e non vale ad escludere l'ipotesi di un ulteriore intervento

regolamentare per far fronte all'eventuale inattività degli Operatori.

Da altre parti si è sottolineato che la Proposta lascia inalterato il criterio di c.d. “auto-classificazione del cliente”, introdotto dalla Direttiva MiFID, in base al quale gli intermediari classificano i propri clienti al dettaglio sulla base delle conoscenze ed esperienze in materia di investimenti che questi ultimi affermano di possedere. Tale schema è stato fortemente criticato, data la diffusa incapacità dei clienti a fornire una rappresentazione fedele delle proprie competenze finanziarie.

Da ultimo, si richiamano le nuove regole sul *trading* algoritmico. Il legislatore, nei considerando della Proposta, riconosce che l'utilizzo di sistemi di negoziazione ad alta frequenza ha prodotto effetti positivi, quali la crescita esponenziale del volume di negoziazioni giornaliere, una maggiore facilità di accesso ai mercati, l'aumento della liquidità e la riduzione, nel breve termine, della volatilità dei titoli, nonché la riduzione degli *spread*. Tuttavia, la Proposta impone specifici obblighi informativi in capo agli Operatori e limiti al volume delle negoziazioni da questi effettuate mediante il *trading* algoritmico (v. par. “*Trading* algoritmico”, pag. 2, *supra*), allo scopo di limitare il verificarsi di errori che, considerato l'ampio volume di ordini negoziati, potrebbero produrre gravi turbolenze sui mercati interessati¹⁰.

¹⁰ Si noti, al riguardo, che il 3 novembre 2011 la Consob ha richiesto a Borsa Italiana l'introduzione di penali, per sanzionare gli Operatori che superino certe soglie di “ineseguito”, nell'intento di rallentare l'operatività del *trading* algoritmico in attesa della definitiva approvazione della Proposta. Il *trading* algoritmico permette infatti di impartire migliaia di ordini su più mercati in pochi millisecondi, ma solo l'1% di tali ordini viene eseguito, mentre le restanti negoziazioni rimangono inconcluse, intasando le piattaforme di negoziazione.