

# LA PROTEZIONE DELL'INVESTITORE NEL QUADRO DEI PIÙ RECENTI INTERVENTI COMUNITARI: LA PROPOSTA DI DIRETTIVA MIFID 2 E IL REGOLAMENTO EMIR.

Di Serena Meucci

| 321

**SOMMARIO:** 1. *Evoluzione del quadro normativo europeo e protezione dell'investitore.* - 2. *Dalla Investment Services Directive del maggio 1993 alla Direttiva MiFID (2004).* - 3. *Le recenti novità in tema di protezione dell'investitore. La proposta di Direttiva (c.d. Mifid 2) e di Regolamento (c.d. Mifir).* - 4. *Il Regolamento EMIR (European Market Infrastructure Regulation) e le novità in punto di negoziazione di contratti derivati.*

## 1. Le Evoluzioni del quadro normativo europeo e protezione dell'investitore.

Il settore dei mercati finanziari e della armonizzazione della disciplina e delle tutele dell'investitore delinea uno degli ambiti più rilevanti e propositivi nel quadro dell'attività normativa europea. Numerosi sono gli interventi che si sono succeduti, ispirati spesso a logiche di ordine sistematico e strutturale, oltre che di disciplina puntuale. Un primato che risulta confermato dall'analisi dell'attualità.

Basti considerare gli interventi adottati o proposti in questi mesi nell'ambito dei mercati finanziari e delle tutele dell'investitore per comprendere la centralità di tali aspetti nell'ottica del legislatore comunitario. I recenti fatti che hanno travolto l'economia globale hanno evidenziato tanto i limiti di ordinamenti ritenuti tra i più avanzati, quanto le esigenze di protezione degli investitori sui quali sono ricadute, a cascata, i fallimenti del mercato<sup>1</sup>. Da ultimo, la crisi e le profonde difficoltà dell'economia reale hanno inaugurato una stagione di interventi normativi di armonizzazione a livello europeo senza precedenti.

L'obiettivo della presente riflessione è proprio quello di valutare dal punto di vista dell'integrazione dei mercati finanziari le novità che caratterizzano l'investitore nel riformato quadro normativo europeo.

Con tali premesse e concentrando la nostra indagine sulla protezione dell'investitore, l'analisi si dipanerà intorno a due profili: il recente Regolamento n. 236/2012 in tema di derivati OTC (c.d Emir) e le proposte di Direttiva della Commissione Europea dell'ottobre 2011 finalizzata ad abrogare la direttiva del 2004, (Mifid 2) e di regolamento sui mercati degli strumenti finanziari a modifica del Regolamento 648/2012. Partiamo da queste ultime.

Con tali premesse e concentrando la nostra indagine sulla protezione dell'investitore, l'analisi si dipanerà intorno a due profili: il recente Regolamento n. 236/2012 in tema di derivati OTC (c.d Emir) e le proposte di Direttiva della Commissione Europea dell'ottobre 2011 finalizzata ad abrogare la direttiva del 2004, (Mifid 2) e di regolamento sui mercati degli strumenti finanziari a modifica del Regolamento 648/2012. Partiamo da queste ultime.

<sup>1</sup> G. VETTORI, *Diritti fondamentali e diritti sociali. Una riflessione fra due crisi*, in *Persona e Mercato*, 2011, 1, p. 3 ss.



## 2. Dalla *Investment Services Directive* del maggio 1993 alla Direttiva MiFID (2004).

322

Le proposte di revisione all'esame della Commissione si inseriscono su una base normativa già profondamente innovata e armonizzata dal sistema delle direttive MiFID il cui antecedente - la "*Investment Services Directive*" Direttiva n. 93/22/CEE del maggio 1993 - aveva contribuito in modo significativo alla modernizzazione e uniformazione dei mercati finanziari europei<sup>2</sup>.

Successivamente all'entrata in vigore della Direttiva 93/22 e ancor più nell'ultimo decennio, si è assistito ad una accelerazione del processo di trasformazione del mercato europeo dei capitali.

Alcuni dati. In dieci anni il mercato dei *bond* è raddoppiato, la capitalizzazione del mercato azionario è triplicata e il numero dei contratti derivati è aumentato in modo particolarmente sensibile. In parallelo è notevolmente cresciuto il numero degli investitori attivi sui mercati e si è ampliata la gamma e la complessità dei servizi e degli strumenti offerti accanto a quelli tradizionali. Sono inoltre sorti sistemi organizzati di negoziazione (MTF) innovativi rispetto ai mercati regolamentati<sup>3</sup>.

Tutto ciò ha portato le istituzioni comunitarie alla riscrittura della Direttiva del 1993 e all'adozione di un nuovo approccio con l'intento di velocizzare i processi di recepimen-

to nazionale della disciplina comunitaria e ridurre al minimo il rischio di frammentazione del quadro normativo europeo.

L'esigenza di fondo che ha guidato le istituzioni nell'apprestare un intervento sistematico quale quello risultante dalla direttiva MiFID è quella di assicurare nel mutato contesto economico e sociale più efficaci strumenti di protezione degli investitori e maggiore libertà di servizi nella Comunità sulla base di principi di vigilanza armonizzati.

L'evoluzione che si registra segna infatti il passaggio verso una disciplina comunitaria di armonizzazione massima, quale strumento per realizzare un mercato finanziario europeo integrato ed unico.

Significativo è l'approccio adottato, noto come "procedura Lamfalussy", varato con una risoluzione dell'European Council del 2001 ed articolato su quattro livelli legislativi; il primo, riguarda la formulazione di principi quadro e trova concretizzazione nella direttiva di primo livello 2004/39/CE. Il secondo, consiste nelle "misure attuative", ovvero le misure necessarie per implementare a livello operativo quanto deciso al primo livello. Si tratta, più precisamente, di interventi elaborati dalla Commissione Europea e confluiti in due provvedimenti: il regolamento n. 1287/2006 concernente la disciplina dei mercati, e, in particolare, la regolamentazione della "*pre-trade e post-trade transparency*" delle operazioni; e la direttiva n. 2006/73/CE che detta disposizioni concernenti le regole di condotta (informazione; best execution; adeguatezza e appropriatezza; incentivi e così via) e di organizzazione degli intermediari.

Il terzo livello (Cooperazione) consiste nel recepimento delle Direttive da parte degli Stati membri e nella predisposizione e attuazione delle misure di cui al secondo livello apprestate dalla Commissione, il tutto con il supporto del "Comitato di livello 3" (CESR - *Committee of European Securities Regulators*, composto da rappresentanti delle Autorità di Vigilanza degli Stati membri dell'UE). L'obiettivo del terzo livello è quello di realizzare una effettiva cooperazione tra le autorità nazionali di vigilanza e agevolare l'applicazione uniforme della normativa negli Stati membri.

Il quarto livello (Controllo) trova concretizzazione tramite l'attività di monitoraggio da

<sup>2</sup> Il sistema MiFID, in vigore dal 1° novembre 2007, conclude un lungo ed incisivo processo di innovazione normativa, nel quale si sono intrecciati interventi di fonte nazionale e comunitaria. Esso ha ridisegnato la disciplina degli intermediari e dei mercati definendo un nuovo quadro di regole con l'obiettivo di rispondere ai considerevoli mutamenti nelle attività di intermediazione ed alle nuove esigenze di tutela del risparmio. L'evoluzione economica e sociale ha reso necessario l'adozione di un approccio nuovo rispetto a quello sotteso alla *Investment Services Directive* del 1993. Per ulteriori approfondimenti al riguardo, v. S. MEUCCI, "Operatore qualificato" nei contratti derivati: le incertezze della recente giurisprudenza e l'impatto della direttiva MiFID, in *obbl. contr.*, 2008, 4, p. 341 ss.

<sup>3</sup> In tema, v. D.I. PACE, I sistemi organizzativi di negoziazione nella proposta di revisione della MiFID: un primo raffronto con le altre sedi di negoziazione, *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2012, 3, p. 485 ss.





parte della Commissione circa il corretto recepimento della legislazione europea nei singoli Stati. Ove siano riscontrate difformità, la Commissione è legittimata a intraprendere una procedura di infrazione presso la Corte Europea di Giustizia<sup>4</sup>.

Il nuovo sistema di regole in vigore nel nostro ordinamento dal 2007 risulta, come anticipato, assai più ampio, articolato e dettagliato della precedente disciplina (Direttiva n. 93/22/CEE) che si era limitata a dettare regole generali di armonizzazione minima. Non è questa la sede per approfondirne gli aspetti di novità<sup>5</sup>. Il profilo che qui interessa indagare riguarda gli strumenti di tutela e di protezione dell'investitore nell'evoluzione della disciplina comunitaria. Si tratta cioè di esaminare il *dopo-MiFID* e le ragioni che hanno indotto le istituzioni europee a ripensare il quadro normativo.

Gli effetti dell'applicazione del nuovo sistema all'indomani della sua entrata in vigore sono a ben vedere variegati. E ciò è dovuto in larga parte alla profonda instabilità che ha caratterizzato i mercati finanziari sin dai primi anni di vita della MiFID<sup>6</sup>. Risultati positivi, e come tali riconosciuti anche dalle istituzioni comunitarie, si sono registrati sul piano della concorrenza. Risulta infatti rafforzata la concorrenza tra le sedi di negoziazione degli strumenti finanziari, alla quale si è accompagnata una più ampia scelta degli investitori in termini

di fornitori di servizi e strumenti finanziari disponibili.

Sarebbe tuttavia riduttivo arrestarsi a tali considerazioni senza indagare le ricadute con particolare riguardo all'incidenza sulle tutele dell'investitore. A questo riguardo si può osservare come i risultati di maggiore concorrenzialità del mercato non abbiano portato miglioramenti agli investitori (soprattutto quelli al dettaglio) non foss'altro perché i relativi effetti virtuosi non si sono distribuiti in modo equo.

L'andamento dei mercati finanziari e gli sviluppi tecnologici hanno evidenziato una compromissione delle condizioni di parità e di trasparenza tra le diverse sedi di negoziazione degli strumenti finanziari tale da incidere sulla posizione e sulle tutele dell'investitore.

Non solo. La crisi finanziaria ha rivelato le debolezze della regolamentazione normativa della circolazione di strumenti diversi dalle azioni, in primis i derivati OTC (ovvero i derivati negoziati fuori dai mercati regolamentati). Con riferimento a questo tipo di negoziazioni, la MiFID ha adottato un approccio "leggero" perseguendo obiettivi di trasparenza minima al fine di favorire l'efficienza del mercato, una scelta che si è mostrata ben presto insufficiente e per certi aspetti dannosa. Proprio tale impostazione viene rivoluzionata, lo vedremo, con la MiFID 2 il cui asse ruota intorno all'esigenza di garantire una più intensa protezione degli investitori resa necessaria dal rapido sviluppo e dalla complessità crescente degli strumenti finanziari<sup>7</sup>.

D'altra parte, la prospettiva di una revisione del sistema è insita nella stessa direttiva MiFID la quale opportunamente contiene clausole di adeguamento. Si tratta di meccanismi volti a valutare la bontà e l'efficacia della normativa sin dalla fine del primo triennio di applicazione così da poter, se del caso, intervenire sulla disciplina. Già alla prima scadenza triennale, si è manifestata l'opportunità di una rivisitazione<sup>8</sup>

<sup>4</sup> Completa il sistema così delineato il c.d. "gold plating" tra gli Stati membri, principio che indica il divieto di adottare norme più restrittive sulle materie regolate nelle direttive, salvo diversa previsione. La direttiva MiFID di secondo livello (2006/73/CE) sancisce infatti che per l'applicazione uniforme dei "requisiti armonizzati", "gli Stati membri e le autorità competenti non devono aggiungere regole vincolanti supplementari all'atto del recepimento e dell'applicazione delle disposizioni contenute nella presente direttiva, salvo qualora quest'ultima lo preveda espressamente" (7° Considerando).

<sup>5</sup> Le principali novità introdotte dalla MiFID quanto alla disciplina dei mercati finanziari sono state la creazione di nuove figure di trading venues (Mercati regolamentati, I multilateral trading facilities, MTF, e gli internalizzatori sistematici), l'abolizione dell'obbligo di concentrazione degli scambi in Borsa; l'introduzione di regole di trasparenza pre e post – trading sui titoli e di un nuovo regime di transaction reporting.

<sup>6</sup> In tema si veda altresì le considerazioni e i dati riportati in G. SABATINI, *Il bilancio della MiFID a due anni dalla sua entrata in vigore*, in *Banche e banchieri*, 2010, Vol. 37, p. 209.

<sup>7</sup> In tema v. le riflessioni di G. VETTORI in *Introduzione. Oltre il consumatore e l'impresa debole*, in *Contratto e Responsabilità. Il contratto dei consumatori, dei turisti, dei clienti, degli investitori e delle imprese deboli. Oltre il consumatore* (a cura di G. Vettori), Padova, 2013, p. 4.

<sup>8</sup> E' la stessa Commissione a enucleare nel testo della MiFID 2 i limiti del vigente sistema normativo, ovvero: la circostanza che i vantaggi conseguenti alla maggiore concorrenza non si sono distribuiti equamente fra tutti i

per garantire “un livello maggiore e aggiornato di tutela degli investitori”<sup>9</sup>. E’ la stessa Relazione alla proposta di Direttiva MiFID 2 licenziata dalla Commissione a precisare che “il riesame della MiFID costituisce una parte integrante del processo di riforma volto ad attuare un sistema finanziario più sicuro, solido, trasparente e responsabile nonché ad assicurare un mercato finanziario dell’UE più integrato, efficiente e competitivo”.

Il processo di revisione, avviato a partire dal 2010, persegue due obiettivi precisi: introdurre strumenti più efficaci di protezione degli investitori, e realizzare una uniformità applicativa più intensa nei diversi sistemi. Tali obiettivi erano già emersi con forza nel G-20 di Pittsburgh del 25 settembre 2009 celebratosi all’indomani degli scandali dei sistemi finanziari<sup>10</sup> e nel successivo G-20 di Toronto del giugno 2010. L’impegno europeo espresso anche in sede internazionale ha originato due filoni di intervento: il regolamento UE n. 648/2012 emanato il 4 luglio 2012 sugli strumenti derivati OTC, le controparti centrali e i repertori di dati sulle negoziazioni (cd *Regolamento EMIR*), e l’adozione da parte della Commissione di un testo di proposta di nuova direttiva (c.d. *Mifid 2*) e di regolamento sui mercati degli strumenti

partecipanti al mercato; le difficoltà - soprattutto per quanto riguarda la raccolta dei dati - dovute alla frammentazione del mercato e alla assenza di una effettiva armonizzazione, circostanze che hanno reso particolarmente complesso il contesto in cui avviene la negoziazione.

<sup>9</sup> Così la Relazione alla proposta di Direttiva MiFID 2 COM(2011) 656 definitivo, ove si osserva altresì che “sebbene ampiamente giustificate nell’ambito dell’esperienza della crisi finanziaria, le norme generali della MiFID rivelano tuttavia l’esigenza di miglioramenti mirati, ma ambiziosi”.

Il progetto di una revisione della MiFID era all’ordine del giorno dell’attività della Commissione già nel 2010. V. al riguardo quanto riportato in : Proposte di modifica alla Direttiva MIFID da parte della Commissione Europea, Riv. Soc., 2011, 6, p. 1338.

<sup>10</sup> V. dichiarazione dei capi di Stato o di governo del G-20 a Pittsburgh, 24-25 settembre 2009, in [www.pittsburghsummit.gov](http://www.pittsburghsummit.gov): “All standardized OTC derivative contracts should be traded on exchanges or electronic trading platforms, where appropriate, and cleared through central counterparties by end 2012 at the latest. OTC derivative contracts should be reported to trade repositories. Non-centrally cleared contracts should be subject to higher capital requirements”.

finanziari che modifica il Regolamento n. 648/2012 (c.d. *Mifir*)<sup>11</sup>.

Partiamo dalla proposta di Direttiva (MiFID 2), espressiva di obiettivi ambiziosi e di importanti novità in punto di protezione dell’investitore.

### 3. Le recenti novità in tema di protezione dell’investitore. La proposta di Direttiva (c.d. *Mifid 2*) e di Regolamento (c.d. *Mifir*).

Le proposte della Commissione sono il risultato di consultazioni e di un dialogo intensi. Esse prendono in considerazione i pareri espressi nella consultazione pubblica tenutasi tra l’8 dicembre 2010 e il 2 febbraio 2011 nonché i suggerimenti ottenuti negli incontri con le principali parti in causa, quali le autorità di regolamentazione dei valori mobiliari, gli operatori del mercato, gli emittenti e gli investitori al dettaglio. Digni di nota, anche per il ruolo che tale istituto è destinato a svolgere, sono i pareri espressi dalla Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (AESFEM)<sup>12</sup>

<sup>11</sup> La Commissione precisa nelle relative relazioni di accompagnamento che le proposte di Direttiva Midif 2 e di Regolamento Mifir ed il Regolamento Emir del 4 luglio 2012 intendono realizzare gli obiettivi prefissati dal G-20 di Pittsburgh del 25 settembre 2009 e dal G-20 di Toronto del giugno 2010.

<sup>12</sup> Dal 1 gennaio 2011 il ruolo di Autorità di regolamentazione europea degli strumenti finanziari e dei mercati spetta all’AESFEM che ha così sostituito il Comitato delle autorità europee di regolamentazione dei valori mobiliari (CESR). La missione dell’AESFEM è di migliorare la tutela degli investitori e promuovere il buon funzionamento di mercati finanziari stabili nell’ambito dell’Unione europea (UE). In quanto istituzione indipendente, l’AESFEM persegue i propri obiettivi creando un corpus unico di

norme per i mercati finanziari dell’Unione (si tratta più precisamente di norme tecniche di regolamentazione armonizzate in diversi ambiti di regolamentazione dei valori mobiliari) e ne assicura l’applicazione uniforme sia tramite la supervisione diretta sia attraverso il coordinamento con le autorità di vigilanza nazionali. Non solo. Tale Autorità, oltre al ruolo normativo e di coordinamento, è l’unico ente con poteri di vigilanza diretta sui mercati finanziari, compresa l’area fondamentale della vigilanza sulle agenzie di rating del credito, prima non soggette ad alcuna regolamentazione. Dal luglio 2011, infatti, le agenzie di rating che intendano esercitare la propria attività nell’ambito dell’UE devono registrarsi presso





incentrati prevalentemente su un'analisi dei costi/benefici dei diversi scenari da prendere in considerazione nel riesame della direttiva MiFID<sup>13</sup>.

Il processo di revisione si articola, come detto, in due parti: una direttiva (MiFID 2) ed un Regolamento (Emir).

La direttiva interviene sui requisiti organizzativi e di condotta<sup>14</sup> in merito alla prestazione di servizi di investimento, sui poteri anche sanzionatori spettanti alle autorità competenti<sup>15</sup>, e

---

l'AESFEM quale autorità di vigilanza unica. Al riguardo, di particolare interesse è la relazione sul primo anno di attività dell'AESFEM (2011) reperibile sul sito [www.esma.europa.eu](http://www.esma.europa.eu).

<sup>13</sup> Per approfondimenti, CESR, Consulenza tecnica alla Commissione europea nel contesto del riesame della MiFID e risposte alla richiesta della Commissione europea di informazioni complementari, 29 luglio 2010 e CESR, Seconda serie di consulenze tecniche alla Commissione europea nel contesto del riesame della MiFID e risposta alla richiesta della Commissione europea di informazioni complementari, 13 ottobre 2010; entrambi i documenti sono consultabili in [www.esma.europa.eu](http://www.esma.europa.eu). La preparazione del riesame della MiFID è stata altresì oggetto di due studi commissionati dalle istituzioni europee a consulenti esterni. Il primo, richiesto a PriceWaterhouseCoopers del luglio 2010, riguarda la raccolta dei dati sulle attività dei mercati e altre questioni relative alla MiFID. Il secondo, richiesto a Europe Economics del maggio 2011, si è focalizzato sull'analisi costi-benefici delle varie possibilità di intervento politico da considerare nel contesto del riesame della MiFID. Giva infine precisare che l'AESFEM sostituisce il Comitato delle autorità europee di regolamentazione dei valori mobiliari (CESR).

<sup>14</sup> A questo riguardo la MiFID 2, in linea con i lavori della Commissione in materia di governo societario nel settore finanziario COM (2010) 284, prevede il rafforzamento delle disposizioni relative al ruolo e alle responsabilità degli amministratori con incarichi esecutivi e non esecutivi, oltre ad equilibrare la struttura degli organi direttivi. In particolare, le proposte sono volte a garantire che i membri degli organi direttivi possiedano conoscenze e competenze sufficienti per valutare i rischi legati all'attività dell'impresa affinché la gestione avvenga in modo sano e prudente nell'interesse degli investitori e dell'integrità di mercato.

<sup>15</sup> Tale intervento si fonda sulla presa d'atto della frammentazione delle competenze di monitoraggio e sorveglianza proprie delle diverse autorità di regolamentazione (v. al riguardo gli articoli 61, 72, 83 della proposta di Direttiva MiFID 2). Oltre all'ampliamento della possibilità di richiedere informazioni in merito alle posizioni detenute su strumenti derivati e su quote di emissioni, la MiFID 2 autorizza le autorità di vigilanza a intervenire in qualsiasi momento della vita di un contratto derivato e prendere le misure ritenute adeguate. A tali interventi per così dire ex post, si aggiunge il potere preventivo di limi-

sulle norme applicabili alle imprese di paesi terzi che operano in Europa attraverso succursali<sup>16</sup>.

Più precisamente la MiFID 2 si propone di estendere l'ambito di applicazione della normativa ad una gamma di operazioni più ampia rispetto allo scenario vigente ed opera una riorganizzazione complessiva del sistema dei mercati finanziari con effetti tutt'altro che secondari in punto di tutela e protezione dell'investitore.

Una delle principali (e al contempo discusse) novità riguarda proprio le negoziazioni degli strumenti finanziari. L'obiettivo del legislatore comunitario è quello di garantire che *tutte* le negoziazioni organizzate avvengano in sedi regolamentate, ricondotte a tre precise tipologie: mercati (regolamentati), sistemi multilaterali di negoziazione e sistemi organizzati di negoziazione<sup>17</sup>. Il regime di trasparenza pre- e post-

---

tare ex-ante certe concentrazioni purchè ciò avvenga in modo non discriminatorio.

Il rafforzamento dei poteri delle Autorità nazionali si accompagna comunque a un coordinamento a livello europeo dal momento che tutte le azioni come sopra intraprese dovranno essere comunicate all'AESFEM.

<sup>16</sup> Uno degli aspetti principali della proposta riguarda proprio il regime predisposto per i paesi terzi e le regole applicabili alle imprese di investimento extracomunitarie, regole che variano in base alla prestazione di servizi in favore di clienti al dettaglio ovvero a controparti qualificate (cfr. artt. 41 ss.).

Per tutte le imprese è prevista una valutazione preliminare circa l'equivalenza delle giurisdizioni dei paesi terzi, rimessa alla Commissione. Adottata la decisione, le imprese dei paesi terzi potranno chiedere di prestare servizi nell'Unione.

A questo punto, qualora sia prevista la fornitura di servizi ai clienti al dettaglio, dovrà essere aperta – previa relativa autorizzazione - una succursale in uno degli Stati membri, a ciò conseguendo l'applicazione degli obblighi in ordine ai requisiti organizzativi, alle norme di condotta, al conflitto di interessi, alla trasparenza e così via. Diversamente, in caso di servizi prestati a controparti qualificate non è richiesta l'apertura di una succursale, ma la preventiva registrazione presso l'AESFEM. L'attività di controllo sarà in questo caso svolta dalle autorità del rispettivo paese, pur dovendo predisporre un adeguato accordo di collaborazione tra le autorità di vigilanza dei paesi terzi, le autorità nazionali degli Stati membri e l'AESFEM.

<sup>17</sup> Viene così introdotta una nuova - la terza - sede di negoziazione (o trading venue), denominata "Sistema organizzato di negoziazione" (Organised Trading Facility - OTF).

negoziazione e di conflitti di interesse viene così esteso a tutte le diverse sedi di contrattazione. Non solo. Le sedi di negoziazione secondarie sono equiparate ai mercati regolamentati sicché i requisiti che riguardano gli aspetti di organizzazione e di vigilanza risulteranno sostanzialmente identici<sup>18</sup>.

Obiettivo analogo perseguono quelle disposizioni della MiFID 2 che introducono un sostanziale rafforzamento del quadro normativo sulla protezione dell'investitore<sup>19</sup>. Ed è questo l'ambito che qui ci interessa e che consente di dare conto delle novità prospettate a livello comunitario.

Se confrontato con il sistema delineato dalla Direttiva "Investment Services Directive" n. 93/22/CEE del maggio 1993, la MiFID già ha apportato notevoli miglioramenti in punto di protezione degli investitori<sup>20</sup>, sia di quelli al

E' bene precisare che mentre in tutte e tre le sedi il gestore della piattaforma è neutrale, le prime due (mercati regolamentati e sistemi multilaterali di negoziazione) sono caratterizzate dall'assenza di discrezionalità nell'esecuzione delle operazioni le quali sono cioè svolte secondo norme predefinite.

Gli OTF (i sistemi organizzati di negoziazione) si caratterizzano invece per un certo margine di discrezionalità sul modo di eseguire un'operazione. Ciò significa che se le disposizioni relative all'accesso e alla metodologia di esecuzione devono essere chiare e trasparenti, i servizi per i clienti possono essere diversi da quelli offerti dai mercati regolamentati e dai sistemi multilaterali di negoziazione, sia dal punto di vista qualitativo che funzionale. Come detto, il gestore è comunque soggetto ai requisiti sulla protezione dell'investitore, sull'esercizio dell'attività e sulla migliore esecuzione nei confronti dei clienti che utilizzano la piattaforma.

<sup>18</sup> Va tuttavia notato che i requisiti di trasparenza sono calibrati per i diversi tipi di strumenti, quali azioni, obbligazioni e derivati, e per i diversi tipi di negoziazione, basati sugli ordini o sulle quotazioni.

<sup>19</sup> Si tratta degli articoli 13, 24, 25, 27, 29, allegato I, sezione A del testo della proposta di Direttiva MiFID 2.

<sup>20</sup> Significativo al riguardo è il Secondo Considerando della Direttiva MiFID di primo livello (Direttiva 2004/39/CE) ove si osserva come circostanze quali la crescita del numero degli investitori che operano nei mercati finanziari e la sempre più ampia gamma (e complessità) dei servizi e strumenti offerti richiedono "che il quadro giuridico comunitario disciplini tutte le attività destinate agli investitori. A tal fine è indispensabile assicurare il grado di armonizzazione necessario per poter offrire agli investitori un livello elevato di protezione e consentire alle imprese di investimento di prestare servizi in tutta la Comunità, nel quadro del mercato unico, sulla base della vigilanza dello Stato membro di origine".

dettaglio che di quelli professionali. E lo abbiamo in altra sede argomentato<sup>21</sup>. A questo riguardo sia consentito solo osservare come il legislatore della MiFID 2 confermi nella sostanza l'impianto vigente in tema di articolazione della clientela, con alcune precisazioni in punto di controparti qualificate speciali quali sono gli enti locali<sup>22</sup>. Sono noti anche alla cronaca gli esiti spesso disastrosi delle operazioni di investimento in strumenti finanziari complessi effettuate da enti pubblici e autorità locali, soggetti che nell'attuale impianto normativo vengono annoverati tra le "controparti qualificate"<sup>23</sup>. La proposta di direttiva, al di là dei limiti e dei divieti recentemente stabiliti dalle discipline dei singoli Stati<sup>24</sup> tra i quali anche

<sup>21</sup> V. S. MEUCCI, "Operatore qualificato" nei contratti derivati: le incertezze della recente giurisprudenza e l'impatto della direttiva MiFID, cit.

<sup>22</sup> La relazione di accompagnamento alla proposta di Direttiva MiFID 2 evidenzia come la classificazione vigente presenta un grado di flessibilità adeguato e soddisfacente.

<sup>23</sup> L'estensione del mercato dei derivati (soprattutto Interest rate swap) sottoscritti dai Comuni prima del 2008 (data del primo intervento normativo di contenimento, per il quale si veda la successiva nota) è particolarmente significativa e risulta con chiarezza dai dati forniti dalla Corte dei Conti, autorità alla quale il legislatore con l'art. 1, comma 737 della legge finanziaria per il 2007 (Legge 27 dicembre 2006 n. 296) ha attribuito la competenza sulla relativa vigilanza e sulla verifica della regolarità contabile delle operazioni di investimento in strumenti finanziari derivati. V. al riguardo la relazione di apertura del Presidente al Convegno del 23 maggio 2011 sul tema "L'esperienza nell'utilizzo dei derivati da parte degli enti locali italiani", reperibile sul sito [www.corteconti.it](http://www.corteconti.it).

<sup>24</sup> In Inghilterra è vietato da tempo il ricorso ai derivati da parte delle municipalities. A fondamento di tale divieto vi è la nota pronuncia della Camera dei Lords del 24 gennaio 1991 (caso *Hazell vs. Hammersmith and Fulham London Borough Council* in Foro it., 1991, IV, 309) la quale, tra l'altro, ha affermato la natura "aleatoria" e l'"intento speculativo" di tali contratti, per concludere che, ove stipulati da un ente pubblico territoriale, risultano nulli in quanto ultra vires. Da tale pronuncia è disceso il principio che le autorità locali non hanno la capacità di concludere validamente contratti derivati, né a fini di copertura, né tanto meno a fini speculativi.

La scelta risulta dunque diversa da quella accolta dal legislatore italiano il quale, come si vedrà alla successiva nota, ha optato per una rigida regolamentazione legale della materia, limitando l'utilizzo dei derivati solo a finalità di copertura e non speculative e secondo le modalità fissate da un regolamento del MEF. In Inghilterra, la Corte, avendo riconosciuto la natura aleatoria dei contrat-



l'Italia<sup>25</sup>, si propone di “calibrare meglio i requisiti applicabili alle diverse categorie di

ti derivati in parola, ne ha di fatto escluso la legittimazione negoziale agli enti pubblici.

<sup>25</sup> L'art. 62 del decreto legge 25 giugno 2008, n. 112, convertito con modificazione con L. 6 agosto 2008 n. rubricato “Contenimento dell'uso degli strumenti derivati e dell'indebitamento delle regioni e degli enti locali” singolarmente qualifica le disposizioni dallo stesso dettate come “principi fondamentali per il coordinamento della finanza pubblica ai sensi degli articoli 117, terzo comma, e 119, secondo comma, della Costituzione” e sancisce, poi, “ai fini della tutela dell'unità economica della Repubblica” e nel rispetto dei principi di cui agli articoli 119 e 120 della Costituzione il divieto per le regioni, le province autonome di Trento e Bolzano e gli enti locali di stipulare contratti relativi agli strumenti finanziari derivati di cui all'articolo 1, comma 3, TUF nonche' di ricorrere all'indebitamento attraverso contratti che non prevedano modalità di rimborso mediante rate di ammortamento comprensive di capitale e interessi.

Tale divieto nasce come temporaneo giacché destinato a essere superato con l'entrata in vigore del regolamento – rimesso alla competenza del Ministro dell'economia e delle finanze, sentite la Banca d'Italia e la Consob - volto a individuare la tipologia dei contratti relativi a strumenti finanziari derivati stipulabili dagli enti locali e a stabilire criteri e condizioni per la conclusione delle relative operazioni.

L'art. 62 e il divieto temporaneo di stipulazione di nuove operazioni in derivati sono stati sottoposti alla verifica di costituzionalità. La Consulta con sentenza n. 52 del 18 febbraio 2010 (in Banca borsa tit. cred., 2011, II, nota di E. GIRINO, Natura e funzioni della disciplina dei servizi di investimento e qualificazione degli strumenti derivati nella giurisprudenza costituzionale; e in Contratti, 2010, 12 con nota di A.M. BENEDETTI, La competenza statale sulla tutela della pubblica amministrazione-cliente nel settore dei derivati, p. 1109) ha sancito la legittimità di siffatte previsioni in considerazione della natura fortemente aleatoria degli strumenti derivati e del carattere di pericolosità oggettiva per l'equilibrio della finanza locale stante i rischi di oneri impropri a carico dei bilanci pubblici. Più precisamente, ad avviso della Corte, la realtà ha “ampiamente dimostrato che persino le operazioni di rinegoziazione dei contratti derivati, a seguito di ristrutturazione del debito, nel prevedere fin dall'inizio condizioni di sfavore degli enti, comportano l'assunzione di rischi aggiuntivi mediante lo spostamento nel tempo degli oneri derivanti da condizioni ancora più penalizzanti rispetto a quelle iniziali”. In tema v. M. ANTONIOLI, Enti pubblici e strumenti finanziari: i nuovi confini della finanza globale, in Il diritto dell'economia, 2011, 1, p. 19. Al riguardo, la recente legge costituzionale n. 1 del 2012 ha modificato, con decorrenza dall'anno 2014, l'articolo 119 della Costituzione prevedendo che la possibilità per gli enti territoriali di ricorrere all'indebitamento, oltre ad avvenire solo per finanziare spese di investimento, deve essere correlata alla contestuale definizione di piani di

clienti” (così il Considerando n. 67), estendendo alcune previsioni in materia di tutela degli strumenti finanziari, di informazione e di segnalazione, con particolare riguardo alle operazioni più complesse e rischiose. Più precisamente, l'allegato II alla proposta di Direttiva MiFID 2 da un lato esclude i “comuni e le autorità pubbliche locali” dall'elenco delle controparti qualificate e dei clienti considerati professionali, dall'altro consente a tali soggetti, su loro richiesta, di ottenere un trattamento analogo ai clienti professionali. La tutela così facendo si amplia sensibilmente giacché la disciplina regolare diventa quella della clientela al dettaglio.

Più in generale, l'esperienza maturata dopo l'entrata in vigore del sistema MiFID a nostro avviso ha dimostrato che, per minimizzare il rischio di danni agli investitori, non è sufficiente introdurre obblighi di informazione o comunque forme di tutela “dirette”, siano esse contrattuali o meno. La posizione dell'investitore è il frutto dell'applicazione di molteplici disposizioni che *prima facie* ne sono estranee ma che, a ben vedere, non possono che ricadere sulla relativa sfera giuridica ed economica. E ciò risulta ancor più vero e concreto nelle dinamiche dei mercati finanziari i cui profili di complessità e le interrelazioni tra i molteplici piani coinvolti sono acuiti e financo esasperati dalle difficoltà dell'economia reale.

Questa consapevolezza ha guidato il legislatore comunitario nel perseguire l'obiettivo di rafforzare la posizione dell'investitore in sede di revisione del sistema MiFID. Ne è esempio la previsione, cui abbiamo fatto sopra riferimento, per la quale tutte le negoziazioni organizzate di strumenti finanziari debbano svolgersi in sedi regolamentate. Ancora. Si pensi alla rinnovata disciplina sulla gestione e organizzazione delle imprese di investimento con particolare riguardo all'offerta di consulenza in

ammortamento e a condizione che sia rispettato l'equilibrio di bilancio.

L'articolo 10 della legge n. 243 del 2012, ha poi disciplinato le modalità di ricorso all'indebitamento da parte delle regioni e degli enti locali, stabilendo in particolare che le operazioni di indebitamento siano effettuate in coerenza all'adozione di piani di ammortamento di durata non superiore alla vita utile dell'investimento e nei quali devono essere evidenziate l'incidenza delle obbligazioni assunte sui singoli esercizi finanziari futuri e le modalità di copertura degli oneri corrispondenti.



materia di investimenti e di gestione del portafoglio<sup>26</sup>. Se l'applicazione della direttiva MiFID risulta chiara quando viene fornita, appunto, *consulenza* in materia di investimenti nel corso di una vendita, vi è un (rischioso) vuoto di tutela che investe un ambito assai delicato quale quello della vendita di strumenti finanziari *senza* consulenza. In questi casi l'impresa di investimento o la banca potrebbero fornire un servizio che non rientra nell'ambito applicativo della MiFID. Emblematico e tutt'altro che infrequente è il caso della vendita da parte di enti creditizi di depositi strutturati o prodotti di investimento *propri*: ipotesi in cui il rischio di conflitto di interesse – e, in modo correlato, le esigenze di protezione – si fanno più intensi. Ebbene, l'art. 1 della MiFID 2 si propone di estendere le norme di condotta e sui conflitti di interesse alle imprese di investimento e agli enti creditizi che vendono titoli senza fornire alcuna consulenza in senso tecnico<sup>27</sup>.

In conformità all'obiettivo di consolidare il quadro normativo sulla protezione degli investitori, la proposta di Direttiva prevede poi un rafforzamento degli obblighi delle imprese di investimento e dei relativi agenti quanto alla ge-

<sup>26</sup> L'obiettivo perseguito dal legislatore comunitario è altresì quello di porre fine alla frammentazione normativa tra gli Stati membri con riferimento alla disciplina applicabile alle imprese non soggette alla direttiva MiFID e che offrono una gamma limitata di servizi di investimento, frammentazione "non più sostenibile alla luce delle lezioni impartite dalla crisi finanziaria, della complessità dei mercati e dei prodotti finanziari e della necessità degli investitori di poter contare su livelli di protezione simili indipendentemente dalla sede o dalla natura dei fornitori del servizio" (così la Relazione alla proposta di Direttiva).

<sup>27</sup> La formulazione del comma 2 dell'art. 1 nel testo aggiornato della proposta di Direttiva stabilisce che determinate disposizioni "si applicano anche agli enti creditizi autorizzati a norma della direttiva 2006/48/CE, quando prestano uno o più servizi e/o effettuano una o più attività di investimento e quando vendono o consigliano ai clienti depositi diversi da quelli con un tasso di rendimento determinato in relazione a un tasso di interesse". Più precisamente viene estesa l'applicazione degli articoli 2, paragrafo 2, 9, paragrafo 6, 14, 16, 17 e 18; nonché del capo II del titolo II e del capo III del titolo II, escluse certe previsioni. Infine, sono estesi gli articoli da 69 a 80 e gli articoli 84, 89 e 90.

La proposta di Direttiva richiede inoltre agli Stati membri di inserire all'interno delle norme applicabili alle società nazionali obblighi in materia di autorizzazioni e di condotta simili a quelli previsti dalla MiFID.

stione dei fondi e degli strumenti dei clienti. A questo riguardo degna di nota – e significativo nel contesto della nostra riflessione – è l'espressa qualificazione della tutela degli strumenti finanziari per conto del cliente come *servizio di investimento*. L'allegato 1 sezione A della proposta di Direttiva ricomprende infatti tra i "Servizi e attività di investimento", circostanza la quale consegue l'applicazione della relativa disciplina, la "Custodia e amministrazione di strumenti finanziari per conto dei clienti, inclusi la custodia e i servizi connessi come la gestione di contante/garanzie reali"<sup>28</sup>.

La proposta di Direttiva precisa inoltre l'ambito di applicazione con riguardo al regime delle esenzioni. La MiFID, come è noto, inserisce fra i servizi di investimento e le attività che richiedono autorizzazione – cui consegue l'applicazione delle norme in tema di condotta e informazione oltre che di vigilanza e sanzionatorie – le negoziazioni per conto proprio in strumenti finanziari. A questo riguardo la proposta di Direttiva appare più precisa della disciplina vigente nel confinare l'applicazione delle disposizioni alle imprese che forniscono servizi di investimento a livello professionale, così escludendo i casi in cui lo svolgimento di tali attività ha natura prettamente proprietaria o commerciale o che non costituisce attività di negoziazione ad alta frequenza.

Nella rivisitazione del sistema MiFID alla luce degli obiettivi sopra detti è opportuno menzionare infine l'intervento sugli aspetti relativi alle informazioni alla clientela con riguardo ai servizi offerti e all'esecuzione degli ordini. La proposta da un lato incrementa e precisa in più norme gli obblighi di informazione<sup>29</sup>, dall'altro traspone la normativa in materia

<sup>28</sup> Altra novità è l'inserimento nel menzionato elenco di cui all'Allegato A della attività di "Gestione di sistemi organizzati di negoziazione".

<sup>29</sup> A titolo esemplificativo, si veda l'art. 24 comma 1 bis della proposta di Direttiva MiFID 2 ai sensi del quale "quando l'impresa di investimento informa il cliente che la consulenza in materia di investimenti è fornita su base indipendente" essa deve valutare "un numero sufficientemente ampio di strumenti finanziari disponibili sul mercato". Nei casi di vendita abbinata, ipotesi in cui un servizio di investimento è offerto insieme a un altro servizio o prodotto come parte di un pacchetto o come condizione per l'ottenimento di tale accordo o pacchetto, l'impresa informa "il cliente se è possibile acquistare i diversi componenti separatamente e fornisce giustificati-





di “trasparenza” in un regolamento (cd *Mi-fir*<sup>30</sup>) nel quale, tra l’altro, vengono definiti i requisiti in punto di comunicazione al pubblico dei dati relativi alle negoziazioni.

#### 4. Il Regolamento EMIR (*European Market Infrastructure Regulation*) e le novità in punto di negoziazione di contratti derivati.

Uno degli obiettivi emersi a livello internazionale ed espressamente perseguiti dal legislatore europeo è quello di occuparsi dei settori del sistema finanziario meno trasparenti e caratterizzati da scarsa regolamentazione. In questo contesto è avvertita come prioritaria l’esigenza di tutela che investe la negoziazione di quegli strumenti derivati che, pur essendo di fatto standardizzati, vengono negoziati fuori listino (c.d. strumenti OTC, over-the-counter).

L’esperienza maturata dopo l’entrata in vigore del sistema MiFID ha individuato proprio nei contratti derivati negoziati tra le parti fuori del mercato regolamentato (OTC) una grave lacuna in punto di tutela dell’investitore. Si tratta infatti di una forma di contrattazione caratterizzata da scarsa trasparenza e dall’assenza di un soggetto organizzatore o di una pubblica autorità dotata di potere di supervisione e controllo<sup>31</sup>. Tale circostanza ha contribuito in modo

vi separati dei costi e degli oneri di ciascun componente”.

<sup>30</sup> Si tratta della “Proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio sui mercati degli strumenti finanziari e che modifica il Regolamento (UE) n. 648/2012 sugli strumenti derivati OTC, le controparti centrali e i repertori di dati sulle negoziazioni”

<sup>31</sup> Il problema della scarsa trasparenza dei derivati OTC è emerso con particolare gravità con riguardo agli strumenti finanziari sottoscritti dai Comuni fino al 2007/2008. E lo ha evidenziato più volte la Corte dei Conti all’esito delle verifiche effettuate. Diversamente da quanto accade per i derivati emessi in serie e con caratteristiche standardizzate, i derivati OTC conclusi dagli enti locali non sono destinati alla circolazione e non hanno prezzi di riferimento generati in mercati secondari liquidi; essi sono, pertanto, privi di quelle tutele e garanzie che l’ordinamento ha riservato ai contratti standardizzati. In particolare manca quella forma di tutela che deriva dall’esistenza di una controparte centrale che garantisca il buon fine delle operazioni. Inoltre, non vi sono strumenti e modalità di verifica “preventiva” dei contratti

sensibile a destabilizzare il sistema in occasione della recente crisi finanziaria<sup>32</sup>.

In risposta alla situazione creatasi, la Commissione ha reagito con due Comunicazioni, una del marzo 2009 con cui si era impegnata a presentare, sulla base di una relazione sui derivati e su altri prodotti strutturati complessi, iniziative idonee per aumentare la trasparenza e affrontare i problemi connessi alla stabilità finanziaria, e l’altra di luglio dello stesso anno relativa all’analisi del ruolo svolto dai derivati nella crisi finanziaria, dei benefici e dei rischi associati a tale mercato e dei mezzi per ridurre i rischi<sup>33</sup>.

L’attenzione su tali aspetti e sulle esigenze di tutela che ne derivano è stata recepita anche sul piano internazionale.

In sede di G20 di *Pittsburgh* del settembre 2009 e, poi, di Toronto del giugno 2010 i paesi membri si sono impegnati a delineare un quadro normativo di riferimento per i contratti derivati OTC stabilendo che - al più tardi entro la

---

all’atto della loro commercializzazione da parte degli intermediari, né si realizzano le condizioni che consentono di ricondurre la fattispecie alla sollecitazione del pubblico risparmio, con conseguente applicazione della «disciplina prospetto».

In tema di contratti derivati in generale v. ex multis D. MAFFEIS, *Contratti derivati*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2011, 5, p. 604; E. BARCELLONA, *Note sui derivati creditizi: market failure o regulation failure?*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2009, 1, p. 652.

<sup>32</sup> La stessa relazione della Commissione europea inerente la “Proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio sugli strumenti derivati OTC, le controparti centrali e i repertori di dati sulle negoziazioni” del 15 settembre 2010 ha evidenziato come la crisi finanziaria del 2008 ha portato i derivati negoziati fuori borsa, OTC, al centro dell’attenzione delle autorità di regolamentazione. Alle lacune del funzionamento del mercato di detti derivati sono da imputare i crolli più consistenti quali quelli di Bear Sterns nel marzo 2008, di Lehman Brothers il 15 settembre 2008 e il salvataggio di AIG sempre nel settembre 2008.

<sup>33</sup> La prima delle due comunicazioni è datata 4 marzo 2009 “Guidare la ripresa in Europa”, mentre la seconda è del 3 luglio dello stesso anno “Garantire mercati dei derivati efficienti, sicuri e solidi”. Da segnalare anche la Comunicazione della Commissione europea del 20 ottobre 2009 avente ad oggetto “Garantire mercati dei derivati efficienti, sicuri e solidi: azioni strategiche future”, la quale contiene una prima illustrazione delle azioni da intraprendere per aumentare la trasparenza del mercato dei derivati, ridurre i rischi e rafforzare l’integrità del mercato e la sua vigilanza, misure poi trasfuse nel Regolamento Emir.



fine del 2012 - tali contratti avrebbero dovuto essere trattati all'interno di mercati regolamentati o, comunque, su sistemi o piattaforme alternative di negoziazione facenti ricorso a procedure di compensazione gestite da controparti centrali<sup>34</sup>. Insomma, obiettivo comune è quello di adottare misure normative volte ad accrescere la trasparenza e la vigilanza regolamentare sui derivati negoziati al di fuori dei listini ufficiali e caratterizzati da un elevato grado di standardizzazione.

In vista di tali traguardi condivisi a livello internazionale, la Commissione ha compiuto un percorso di rivisitazione della materia dei derivati al fine di analizzare, da una parte, il ruolo rivestito da tali strumenti nella propagazione della crisi finanziaria e, dall'altra, le azioni da intraprendere per accrescere la trasparenza del relativo mercato e rafforzarne l'integrità e la vigilanza. Ed è proprio con il regolamento EMIR (European Market Infrastructure Regulation) n. 648/2012 entrato formalmente in vigore il 16 agosto 2012 (non interamente operativo<sup>35</sup> ancorché già oggetto di proposte di modifica<sup>36</sup>), che il legislatore ha concretizzato gli impegni assunti, con scelte in linea con quelle accolte da altri sistemi<sup>37</sup>.

<sup>34</sup> Si tratta di enti che si interpongono tra le controparti di contratti negoziati su uno o più mercati finanziari agendo come acquirenti nei confronti di ciascun venditore e come venditori nei confronti di ciascun acquirente.

Tra le misure volte a garantire una maggiore trasparenza di tale tipologia di mercato vi è anche la predisposizione di più consistenti requisiti di patrimonializzazione per gli operatori finanziari che concludono contratti OTC su base bilaterale nonché la previsione che tutte le transazioni aventi ad oggetto contratti derivati siano comunicate così da predisporre repertori di dati sulle negoziazioni.

<sup>35</sup> Il Regolamento Emir 648/2012 - pubblicato sulla Gazzetta ufficiale dell'Unione europea del 27 luglio 2012 - è entrato in vigore in data 16 agosto 2012, tuttavia l'integrale applicazione, come precisato nel testo, è rimandata alla definitiva approvazione di specifiche norme tecniche (c.d. RTS - Regulation on Technical standards) già approvate dal Parlamento Europeo il 7 febbraio 2013, pubblicate il 23 febbraio 2013 sulla Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea ed entrate in vigore (unitamente ai primi obblighi dell'EMIR) a partire dal 15 marzo 2013.

<sup>36</sup> Si tratta in particolare della proposta di modifica formulata dalla Commissione e approvata dal Parlamento nella seduta del 24 ottobre 2012.

<sup>37</sup> Il Regolamento EMIR appare infatti coerente con la legislazione sui derivati OTC adottata dagli Stati Uniti (il c.d. Dodd-Frank Act). Più precisamente, le due normati-

Viene così tratteggiato un quadro europeo comune in materia di regolamentazione dei derivati negoziati fuori dai mercati regolamentati caratterizzato da un sensibile rafforzamento degli strumenti di tutela dell'investitore, la cui operatività è rinviata alla approvazione di specifiche norme tecniche.

Le linee guida sulle quali poggia la normativa si possono così articolare: standardizzazione delle forme contrattuali, concentrazione delle negoziazioni sui mercati ufficiali e obbligo di segnalazione delle operazioni su derivati OTC al fine di accrescere la trasparenza del mercato<sup>38</sup>. Più precisamente, gli strumenti derivati negoziati over-the-counter caratterizzati da un sufficiente livello di liquidità e le cui negoziazioni possono essere soggette ad un sistema di regolamento secondo procedure standardizzate, dovranno essere trattati su mercati regolamentati, su sistemi multilaterali di negoziazione (MTF) o su sistemi organizzati di negoziazione (OTF).

Non solo. I derivati oltre una certa soglia e tutti quelli che abbiano contenuti standard dovranno essere regolati attraverso soggetti istituzionali (soggetti privati autorizzati a svolgere tale attività dalle competenti autorità europee) i quali si assumono il compito di garantire che la transazione vada a buon fine (c.d. clearing house<sup>39</sup>). Si tratta di una previsione non ancora entrata in vigore, la cui operatività da un lato potrà rappresentare un disincentivo a stipulare i contratti in oggetto i quali probabilmente sconteranno maggiori costi; dall'altro, introduce una garanzia di particolare rilievo giacché riduce il rischio di insolvenza delle parti<sup>40</sup>.

ve presentano ambiti di applicazione pressoché identici e stabiliscono obblighi e requisiti sostanzialmente analoghi. Al riguardo v. S. Davini, B. Bandiera, Dal G20 di Pittsburgh del 2009 al Regolamento EMIR, in [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it).

<sup>38</sup> Il Titolo VI del regolamento prevede che le informazioni relative alle operazioni su derivati OTC devono essere comunicate ai repertori di dati sulle negoziazioni. La competenza in materia di registrazione e vigilanza di detti repertori spetta all'ESMA.

<sup>39</sup> Si tratta del c.d. obbligo di compensazione presso controparti centrali (clearing houses, o central counterparties "CCP"), le quali dovranno essere autorizzate a svolgere tale attività dalle competenti autorità Europee, come accade per le Borse nazionali.

<sup>40</sup> Come anticipato, l'applicazione degli obblighi stabiliti dal Regolamento Emir è dilazionata nel tempo. Gli ob-





Quanto sin qui detto chiarisce sia l'importanza del regolamento Emir e, una volta vigente, della nuova Direttiva MiFID 2 in punto di rafforzamento della tutela dell'investitore, sia le sensibili ripercussioni che ne scaturiranno sui mercati europei, finanziari ed assicurativi. D'altra parte l'obiettivo ribadito come prioritario in più occasioni – tanto a livello internazionale che comunitario – ovvero quello del ripensamento degli strumenti di protezione dell'investitore, può essere perseguito solo con un approccio consapevole della complessità e delle interrelazioni che caratterizzano questo settore, sia al suo interno quanto in rapporto ad altri mercati. E lo abbiamo visto. In questo senso trova giustificazione la proposta di revisione della Direttiva IMD1 (direttiva 2002/92/CE del Parlamento europeo e del Consiglio adottata il 9 dicembre 2002) in punto di intermediazione assicurativa, anch'essa formulata con il fine di dare effettività alle misure di tutela dell'investitore/consumatore, effettività che passa attraverso l'armonizzazione delle discipline nazionali<sup>41</sup>. Come avvenuto per la MiFID, la Commissione ha manifestato l'esigenza di rivedere la Direttiva IMD1 già al termine del primo triennio di applicazione (2005-2008), e ciò alla luce di motivazioni analoghe a quelle che abbiamo sopra enucleato, ovvero il rafforzamento delle tutele dell'investitore/consumatore ed il loro "aggiornamento" reso necessario dalla complessità del mercato degli strumenti finanziari e assicurativi e dal sensibile livello di rischio che li caratterizza<sup>42</sup>. Si pensi a

blighi di utilizzo delle controparti centrali a fini di compensazione delle operazioni in strumenti derivati OTC, per esempio, entreranno in vigore a partire dal luglio 2014.

<sup>41</sup> Proposta di Direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio del 3 luglio 2012 COM(2012) 360 final. Quanto alla Direttiva IMD1 si tratta dell'unico atto legislativo dell'UE che disciplina la vendita dei prodotti assicurativi. La scelta del legislatore comunitario al riguardo è stata nel senso di una armonizzazione minima: la Direttiva infatti stabilisce principi di alto livello, la cui attuazione ha dato luogo a discipline sensibilmente differenti negli Stati membri. Questa circostanza, che ha concorso all'affievolimento della tutela dell'investitore, ha indotto la Commissione a dare avvio al procedimento di revisione ispirato invece a principi di armonizzazione massima.

<sup>42</sup> In questo senso v. anche il considerando n. 139 della Direttiva 2009/138/CE (c.d. Solvency II) che disciplina l'approccio basato sul rischio in materia di capitalizzazione e vigilanza sulle imprese di assicurazione; in quel-

questo riguardo alla regolamentazione delle pratiche di vendita di prodotti assicurativi vita con elementi di investimento, ambito che bene esprime le connessioni fra i due sistemi e che, per questo, non può non rispettare i medesimi standard di tutela della MiFID 2.

In conclusione, la direzione intrapresa dalle Istituzioni comunitarie, seppur con tempi non propriamente incisivi, mostra di accogliere una visione articolata della posizione dell'investitore e, quindi, delle tutele che lo assistono. La stessa proposta di Direttiva IMD2 elaborata dal Parlamento e dal Consiglio<sup>43</sup> nel perseguire obiettivi di "concorrenza non falsata, tutela dei consumatori e integrazione dei mercati"<sup>44</sup> appare coerente con l'approccio "globale" e complesso tratto dall'analisi dei recenti interventi comunitari nel settore dei mercati finanziari, approccio che ci pare essere il solo che può guidare una revisione efficace degli strumenti di tutela dell'investitore.

---

la sede il legislatore comunitario ha raccomandato alla Commissione di formulare quanto prima, e comunque entro la fine del 2010, una proposta di riesame della direttiva IMD1 sia tenendo conto delle incidenze sui contraenti, sia garantendo la giusta uniformità con i principi espressi nella Direttiva 2004/39/CE (MiFID I). A questo riguardo il Parlamento europeo ha espresso forti preoccupazioni in merito alle norme per la vendita di prodotti assicurativi vita con elementi di investimento. Di qui la necessità di una modifica dell'IMD1 che tenga conto della revisione in corso della direttiva relativa ai mercati degli strumenti finanziari (MiFID II).

<sup>43</sup> Il progetto di IMD2 in particolare prevede di "ampliare il campo di applicazione dell'IMD1 a tutti i canali di distribuzione (ad es., i cosiddetti direct writer sottoscrittori diretti, gli autonoleggi, ecc.); individuare, gestire e attenuare i conflitti di interesse; aumentare il livello di armonizzazione delle sanzioni e misure amministrative previste in caso di violazione delle principali disposizioni dell'attuale direttiva; migliorare la pertinenza e l'obiettività delle consulenze; garantire che le qualifiche professionali dei venditori siano commisurate alla complessità dei prodotti venduti; semplificare e fare convergere le procedure per l'accesso transfrontaliero ai mercati assicurativi in tutta l'UE".

<sup>44</sup> Così, testualmente, la Relazione alla proposta di direttiva IMD2 la quale chiarisce altresì l'obiettivo di "migliorare in maniera efficiente la regolamentazione nel mercato assicurativo al dettaglio ... garantire condizioni paritarie tra tutti i soggetti che partecipano alla vendita di prodotti assicurativi e rafforzare la protezione degli assicurati".