

La nascita della MiFID.

Il 21 aprile 2004 è stata approvata dal Parlamento europeo la direttiva 2004/39/CE "Markets in Financial Instruments Directive" (MiFID) relativa ai mercati degli strumenti finanziari. Tale Direttiva rappresenta un punto di svolta epocale per i mercati finanziari europei in quanto cambia le regole per le contrattazioni di strumenti finanziari (azioni, derivati, etc..).

La MiFID ha preso spunto dalle mancanze insite nelle normative preesistenti per realizzare un ambiente regolamentare in grado di sostenere le innovazioni e l'evoluzione dei mercati senza ostacolare il perseguimento degli obiettivi di tutela dell'investitore e di salvaguardia dell'integrità del mercato, nonché di promozione di mercati trasparenti ed efficienti.

In sintesi, la MiFID definisce un quadro organico di regole finalizzato a:

- garantire la protezione degli investitori
- rafforzare l'integrità e la trasparenza dei mercati
- disciplinare l'esecuzione organizzata delle transazioni da parte delle Borse, degli altri sistemi di negoziazione e delle imprese di investimento
- stimolare la concorrenza tra le Borse tradizionali e gli altri sistemi di negoziazione.

La presente direttiva è entrata in vigore il 30.4.2004, giorno della pubblicazione nella Gazzetta ufficiale dell'Unione europea n. L 145/41, sostituendo la direttiva 93/22/CE sui servizi d'investimento (ISD).

La disciplina comunitaria: la MiFID e le relative misure di esecuzione.

Le fonti comunitarie ed i limiti al gold plating.

La direttiva n. 2004/39/CE, relativa ai "Mercati degli strumenti finanziari", c.d. MiFID (*Markets in Financial Instruments Directive*), ha disegnato una nuova cornice di riferimento per la disciplina:

- a) degli *intermediari* che prestano servizi e attività di investimento e
- b) dei *mercati* regolamentati e delle ulteriori sedi di esecuzione delle operazioni aventi ad oggetto strumenti finanziari. Secondo il processo elaborato dal Comitato dei saggi (c.d. comitato Lamfalussy) in materia di regolamentazione dei mercati dei valori mobiliari, la disciplina comunitaria recata dalla MiFID (c.d. 1° livello) stabilisce i *principi generali* della regolamentazione.

Tali principi generali sono stati successivamente (settembre 2006) dettagliati dalle relative "misure di esecuzione" (c.d. 2° livello) elaborate dalla Commissione Europea con due ulteriori e distinti provvedimenti:

- il regolamento n. 1287/2006, concernente in generale la disciplina dei mercati;
- la direttiva n. 2006/73/CE, che detta le disposizioni di dettaglio nell'area delle regole di condotta.

Il nuovo, complessivo, *set* di regole comunitarie è risultato assai più ampio, articolato e dettagliato della precedente disciplina europea di riferimento, costituita dalla direttiva n. 93/22/CEE, che si era limitata a dettare in argomento regole generali di *armonizzazione minima* delle legislazioni dei singoli Stati membri.

L'evoluzione registrata con l'emanazione della MiFID, e delle relative misure di esecuzione, segna il passaggio verso una disciplina comunitaria di *armonizzazione* se non sempre *massima* certamente assai *ampia*, individuata come strumento per realizzare effettivamente un mercato finanziario europeo integrato ed unico.

Anche quando la disciplina comunitaria ha assunto la forma della direttiva (dir. n. 2004/39/CE; dir. n. 2006/73/CE) e non del regolamento (direttamente applicabile negli ordinamenti nazionali), la stessa è risultata estremamente analitica e dettagliata, limitando ulteriormente, ed in via espressa, la possibilità per gli Stati membri, in sede di recepimento, di introdurre eventuali "regole aggiuntive" (il c.d. *gold plating*). In particolare, la direttiva di 2° livello precisa che per l'applicazione uniforme dei "requisiti armonizzati" stabiliti a livello europeo, "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). L'elemento centrale di tale eccezionale possibilità è individuato nell'esistenza di rischi nazionali specifici, i quali devono essere di particolare importanza per la struttura del mercato e possono comprendere il comportamento delle imprese e dei consumatori in tale mercato.

Per effetto della regola del *gold plating* le norme di recepimento, sia primarie che secondarie, appaiono quindi vincolate nei loro contenuti. Il loro impatto sull'impianto complessivo del nostro sistema normativo e sull'organizzazione dei mercati e degli intermediari è stato comunque di grande rilievo.

Le principali innovazioni.

Come anticipato, la MiFID, e le relative misure di esecuzione, si occupano di "*intermediari*" che prestano servizi di investimento (negoziazione, raccolta ordini, gestione, collocamento, consulenza) e di *mercati*.

Obiettivo (dichiarato) della nuova direttiva è quello di disegnare un quadro normativo che garantisca *concorrenza* tra i diversi meccanismi di esecuzione degli ordini, senza determinare una frammentazione dei mercati e garantendo un elevato *standard* di tutela degli investitori.

Le linee lungo le quali si muove la fonte comunitaria per il raggiungimento dell'indicato obiettivo sono essenzialmente:

- il venir meno della facoltà per gli Stati membri di imporre la concentrazione degli scambi, aventi ad oggetto titoli quotati, nei mercati regolamentati;
- la conseguente apertura (anche relativamente agli strumenti finanziari negoziati nei mercati regolamentati) alla c.d. "internalizzazione degli ordini", cioè alla negoziazione "in casa" da parte dell'intermediario, in contropartita diretta con il cliente. I titoli, anche se quotati, potranno altresì essere scambiati sui mercati organizzati ma non regolamentati;
- alla lista dei servizi (e delle attività) di investimento già noti si aggiunge, infatti, la "gestione di sistemi multilaterali di negoziazione" (*Multilateral trading facilities*, MTF). Si tratta di un nuovo servizio di investimento, il cui esercizio è come tale riservato alle imprese di investimento e alle banche, ma consentito anche (a rimarcare la natura di "ponte" fra la realtà degli intermediari e quella dei mercati) ai gestori di mercati regolamentati;
- per gli "internalizzatori sistematici", per i gestori di sistemi multilaterali di negoziazione, oltre che per i gestori di mercati regolamentati, sono previste diverse regole di *pre-trade* e *post-trade transparency*, anche al fine di evitare o contenere gli effetti di una eventuale "frammentazione" delle sedi di esecuzione;
- la pluralità di modelli e di sedi di esecuzione degli ordini della clientela attribuisce nuova rilevanza al dovere per l'intermediario di garantire all'investitore la *best execution* dei suoi ordini; per la sua realizzazione l'operatore si deve dotare degli opportuni accorgimenti procedurali al fine di selezionare le sedi di esecuzione più convenienti per il proprio cliente.

Il recepimento nazionale.

La trasposizione della MiFID (e delle relative misure di esecuzione) ha implicato la necessità di significative modifiche alla normativa primaria e secondaria nazionale. Il recepimento ha riguardato in particolare le disposizioni di cui alle due direttive sopra menzionate (dir. n. 2004/39/CE - MiFID e dir. n. 2006/73/CE), posto che il regolamento n. 1287/2006/CE, come tale, è divenuto immediatamente efficace con decorrenza 1° novembre 2007 negli ordinamenti dei singoli Stati membri.

Il Consiglio dei Ministri lo scorso 6 luglio ha approvato lo schema del decreto legislativo modificativo del Testo Unico della Finanza. Le disposizioni del d.lgs. n. 164 del 17.09.2007 sono entrate in vigore il 1° novembre 2007, modificando il d.lgs. 58 del 24 febbraio 1998 (T.U.F.).

Il testo in questione ha dettato principi generali in recepimento delle fonti comunitarie, rimettendo, in tale cornice, alle Autorità di vigilanza (Banca d'Italia e Consob) il compito di dettare la regolamentazione di dettaglio necessaria per garantire il pieno adeguamento alla nuova disciplina europea.

La distribuzione dei compiti di vigilanza regolamentare delle Autorità è peraltro innovata dallo schema di d. lgs. in quanto, fermo restando il principio della ripartizione delle competenze sulla base delle "finalità" perseguite, viene ora previsto che i poteri di dettare la disciplina secondaria siano esercitati attraverso l'emanazione di regolamenti da parte di ciascuna Autorità (come già in passato) nonché, per talune materie (organizzazione e procedure interne; conflitti di interessi; esternalizzazione di funzioni o servizi...), attraverso un regolamento *congiuntamente* emesso.

Tale regolamento è stato emanato in maniera unitaria da Consob e Banca d'Italia il 29 ottobre 2007.

La disciplina degli intermediari.

Le innovazioni di maggior rilievo introdotte dalla MiFID.

Le innovazioni introdotte dalla MiFID e dalle relative misure di esecuzione nella disciplina degli intermediari possono cogliersi nelle seguenti linee generali:

- allargamento delle aree sottoposte a riserva (e a mutuo riconoscimento delle autorizzazioni) attraverso, da un lato, l'estensione della nozione di "strumenti finanziari" (in cui viene inclusa una più articolata lista di strumenti finanziari derivati) e, dall'altro, mediante il riferimento a nuovi "servizi di investimento", quali la "consulenza in materia di investimenti", oltre alla già menzionata gestione di MTF;
- previsione di una più articolata classificazione dei clienti attraverso l'introduzione, accanto alle già note categorie dei "clienti al dettaglio" e dei "professionali", di quella delle "controparti qualificate", nei cui confronti gli intermediari non sono tenuti al rispetto delle regole di condotta;
- una più accentuata "modularità", in termini di contenuto (e di valore aggiunto per il cliente), dei servizi di investimento che gli intermediari prestano, che si concretizza anche in un differenziato assetto delle regole di conoscenza del cliente (*know your customer*) e di valutazione circa l'adeguatezza (*suitability*) delle sue disposizioni. Tali regole, ad oggi applicabili in modo comune ad ogni servizio di investimento, si articolano nel sistema della MiFID e delle relative misure di esecuzione in modo differente, in relazione ai diversi servizi di investimento: "adeguatezza", per i servizi di gestione individuale e consulenza, in modo più limitato, "appropriatezza", per gli altri servizi, fino a disapplicarsi del tutto nel caso dei servizi di negoziazione e di ricezione ordini prestati in modalità "execution only";

- disciplina dei doveri di informazione dell'intermediario nei confronti del cliente, in generale pensati con riguardo alla *tipologia* di strumento finanziario interessato, più che al *singolo* strumento finanziario trattato;
- previsione di una disciplina di dettaglio in tema di organizzazione interna degli intermediari ispirata al "principio di proporzionalità" (così che la stessa possa adattarsi alle specificità dimensionali ed operative dell'impresa), anche prevedendo la possibilità di un ampio ricorso all'esternalizzazione delle funzioni (*outsourcing*);
- limitazioni alla possibilità per le banche e per le imprese di investimento di ricevere pagamenti o "utilità" (*inducements*) da soggetti diversi dal cliente a cui si presta il servizio. Si tratta della disciplina che pone sotto specifiche e stringenti condizioni la possibilità per le reti di vendita di essere remunerate dagli emittenti (ad es. SGR) di cui collocano i prodotti.

Il nuovo "regolamento intermediari" della Consob.

Il nuovo "regolamento intermediari", delibera Consob nr. 16190, emanato in data 29 ottobre 2007, si propone di tracciare il percorso di trasposizione di significative parti della normativa comunitaria: dall'autorizzazione delle società di intermediazione mobiliare alle regole di condotta che occorre rispettare da parte di banche e imprese di investimento nella prestazione di servizi e attività di investimento (*best execution*; informativa; valutazione di adeguatezza/appropriatezza; condizioni per l'*execution only*; condizioni per la percezione o il pagamento di *inducements*/incentivi;..). In linea con le fonti comunitarie in recepimento, il nuovo regolamento intermediari si muove nella direzione di un'ulteriore enfaticizzazione della centralità dell'interesse del cliente quale destinatario del servizio prestato dall'intermediario, anche nel caso di servizi connessi con la "distribuzione" di strumenti finanziari al pubblico. Da tale centralità discende, tra l'altro, la necessaria contrattualizzazione del rapporto "di servizio" intercorrente tra l'intermediario (anche se "mero" collocatore) e il cliente *retail*, al fine di porre lo stesso cliente nelle condizioni di assumere piena consapevolezza del quadro dei diritti e degli obblighi derivanti dalla prestazione dei servizi di investimento. Seguendo la linea riformatrice, già avviata dal legislatore con la legge sul risparmio ed ulteriormente sviluppata con gli interventi regolamentari realizzati dalla Consob e già in vigore, il nuovo regolamento intermediari disegna una disciplina unitaria e organica, con riguardo non solo alla prestazione dei servizi di investimento ed alla gestione collettiva ma anche alla distribuzione di prodotti finanziari emessi da banche e da compagnie di assicurazione, realizzando quel *level playing field* che da tempo si era auspicato e che pone, oggi, la regolamentazione nazionale in una posizione avanzata rispetto all'esperienza di altri Paesi comunitari.

Il livellamento del campo di gioco avviene con l'estensione (salvo ovviamente l'adattamento alle specifiche circostanze), oltre che alla gestione collettiva, alla distribuzione dei prodotti finanziari assicurativi e bancari dei principi stabiliti per la prestazione dei servizi di investimento.

I principali impatti sul sistema finanziario nazionale.

Le nuove norme realizzano un'armonizzazione ampia fra le legislazioni dei diversi Stati membri ed innovano, in maniera talvolta sostanziale, la situazione vigente.

L'implementazione della disciplina europea contribuirà, in ambito comunitario, alla realizzazione di un mercato dei capitali non solo di maggiori dimensioni, più competitivo, più efficiente e più liquido, ma, soprattutto, effettivamente integrato ed unico in ambito europeo.

La nuova direttiva - come già ricordato - differenzia in modo più netto il diverso "valore aggiunto" ascrivibile ai servizi di investimento e distingue, di conseguenza, il connesso grado di tutela offerto al cliente.

Esistono di fatto diverse tipologie di impegni che l'intermediario "distributore" assume nei confronti del cliente: se (anche) consulente sarà tenuto a conoscere in modo approfondito il proprio cliente e a valutare l'adeguatezza degli investimenti individuati o compiuti per suo conto; se negoziatore, raccogliitore di ordini o collocatore, potrà limitare la conoscenza del proprio cliente ai profili di "*conoscenza ed esperienza in materia finanziaria*" e su tale base formulare un giudizio di "appropriatezza" degli investimenti; se (alle condizioni in cui è consentito) *executor only* potrà non conoscere affatto il proprio cliente e non effettuare alcun giudizio di adeguatezza e di appropriatezza.

Il senso del nuovo è reso evidente anche dalla disciplina comunitaria degli *inducements*, ossia degli incentivi pagati o ricevuti da soggetti terzi diversi dai clienti a cui il servizio è prestato. Essi per essere ammissibili non solo devono essere resi trasparenti al cliente prima della prestazione del servizio, ma devono essere volti ad accrescere la qualità del servizio fornito e non devono ostacolare l'adempimento dell'obbligo di servire al meglio gli interessi del cliente.

La disciplina dei mercati. Le novità di maggior rilievo nella disciplina dei mercati. Il nuovo "regolamento mercati" della Consob.

Come già segnalato, la MiFID risulta profondamente innovativa rispetto alla direttiva 93/22/CE. Con specifico riferimento all'area "mercati", la nuova disciplina:

- definisce un regime organico per l'esecuzione delle operazioni su strumenti finanziari, indipendentemente dai metodi di negoziazione utilizzati dagli investitori, col fine di garantire un'elevata qualità nell'esecuzione delle operazioni nonché l'integrità dei mercati;
- in luogo di una visione nazionalistica e di armonizzazione minima, la MiFID si connota per un approccio europeo e di armonizzazione massima.

La concorrenza fra diverse piattaforme di negoziazione è vista quale elemento capace di apportare sostanziali benefici al funzionamento dei mercati finanziari. Tale obiettivo viene perseguito dalla MiFID attraverso un regime nel quale:

- viene espressamente preso atto che un mercato frammentato ha bisogno di regole diverse da quelle predisposte in presenza di mercati concentrati affinché venga assicurata l'adeguata tutela dell'investitore e l'efficienza del mercato;
- gli elementi di diversità fra le *trading venues* vengono riconosciuti attraverso la predisposizione di regimi regolamentari diversi senza portare ad una sottovalutazione dei rischi di arbitraggi regolamentari e di disomogeneità di trattamento.

Proprio in ragione della maggiore complessità e dettaglio della direttiva in parola e delle relative disposizioni di attuazione, il nuovo articolato del TUF vede, nell'ambito della disciplina dei mercati, un rinvio ai regolamenti della Consob. Il nuovo regolamento in materia di mercati, delibera Consob nr. 16191, emanato in data 29 ottobre 2007, non si discosta da quanto previsto dalle norme comunitarie e in esso confluiscono, oltre alle norme necessarie per il recepimento delle direttive, le disposizioni di attuazione del TUF in materie non interessate dalla normativa comunitaria.

L'abbandono della "regola di concentrazione".

La direttiva 93/22/CE ha consentito alle Autorità nazionali di prescrivere che gli ordini degli investitori venissero eseguiti esclusivamente sui mercati regolamentati (la cosiddetta "regola di concentrazione") e fuori da tali mercati solo al rispetto di determinate condizioni. Tale opzione non è stata esercitata da tutti i Paesi membri determinando una diversificazione dei metodi di esecuzione degli ordini dei clienti.

Proprio la volontà di creare le basi per un'infrastruttura di negoziazione integrata e competitiva ha determinato il mancato rinnovo della facoltà di applicare la regola di concentrazione degli scambi, creando le condizioni per il libero esplicarsi della concorrenza fra infrastrutture di mercato e, quindi, per la libera scelta degli intermediari e degli investitori in merito al "luogo" di esecuzione degli ordini.

I sistemi multilaterali di negoziazione e gli internalizzatori sistematici.

La MiFID prende atto dell'emergere, accanto alla figura dei mercati regolamentati (già previsti dalla precedente direttiva 93/22/CE), di nuovi sistemi di negoziazione organizzati, gestiti non solo da società di gestione (di mercati regolamentati) ma anche da imprese di investimento. Trattasi della nuova attività di investimento, che consiste nella gestione di sistemi multilaterali di negoziazione ("*multilateral trading facilities*"). A ciò si aggiunge l'esplicita considerazione, in presenza di determinate condizioni, delle imprese di investimento quali piattaforme di negoziazione e, in quanto tali, destinatarie di una disciplina specifica che attiene principalmente alla trasparenza e alla gestione degli ordini dei clienti. Trattasi, in particolare, degli internalizzatori sistematici ("*systematic internaliser*").

In tale ottica, il nuovo art. 1 del TUF vede, quindi, l'introduzione delle definizioni di "mercato regolamentato" e di "sistema multilaterale di negoziazione" (quest'ultima compresa fra le attività di investimento) e viene prevista la possibilità per le società di gestione di svolgere la nuova attività di gestione di un sistema multilaterale di negoziazione. Viene, inoltre, introdotta la definizione di "internalizzatore sistematico" quale impresa di investimento che in modo organizzato, frequente e sistematico negozia per conto proprio eseguendo gli ordini del cliente al di fuori di un mercato regolamentato o di un sistema multilaterale di negoziazione.

La trasparenza delle negoziazioni e il consolidamento delle informazioni.

La MiFID innova profondamente anche con riguardo all'organizzazione e al funzionamento delle sedi di negoziazione (mercati regolamentati, sistemi multilaterali di negoziazione ed internalizzatori sistematici).

Fra le questioni di particolare rilievo ed assoluta novità, vi è la materia della trasparenza delle negoziazioni e del consolidamento delle informazioni. Gli obiettivi di tutela dell'investitore e di garanzia dell'ordinato svolgimento delle negoziazioni assumono carattere prioritario: l'investitore ed il partecipante al mercato devono essere messi in grado di poter valutare in qualunque momento le condizioni disponibili in merito ad una determinata operazione e di poter verificare a posteriori le condizioni alle quali tale operazione è stata conclusa. In tal modo, dovrebbe essere raggiunto l'obiettivo di effettiva integrazione dei mercati, rafforzato il processo di formazione dei prezzi e favorito il rispetto dell'obbligo di esecuzione alle condizioni migliori.

Il regime di transaction reporting.

La MiFID prevede che gli Stati membri mettano in atto tutte le misure necessarie per consentire alle Autorità competenti di controllare l'operatività delle imprese di investimento al fine di assicurarsi che esse operino in modo onesto, equo e professionale e in maniera da rafforzare l'integrità del mercato. Trattasi del principio

sottostante al nuovo regime di *transaction reporting*, che prevede un obbligo di comunicazione a carico delle imprese di investimento, all'Autorità del Paese d'origine di queste ultime, delle transazioni concluse su strumenti finanziari ammessi alla negoziazione nei mercati regolamentati.

Gli obblighi di segnalazione delle operazioni concluse non rappresentano una novità assoluta nel panorama normativo comunitario. La MiFID, tuttavia, estende la portata degli obblighi che trovano applicazione, salvo ulteriori estensioni da parte dei singoli Stati membri, agli strumenti finanziari ammessi a negoziazione nei mercati regolamentati dell'Unione Europea.

Mercati di strumenti finanziari derivati sull'energia elettrica ed il gas.

Il nuovo art. 66-bis disciplina i mercati di strumenti finanziari derivati sull'energia elettrica ed il gas, richiamando in via generale le norme contenute nel TUF relative ai mercati regolamentati. Tuttavia, in considerazione della peculiarità del mercato del sottostante, è stata ravvisata, in alcune specifiche aree, la necessità di un coordinamento fra le Autorità coinvolte. In particolare:

- i provvedimenti di autorizzazione all'esercizio dei mercati regolamentati, di riconoscimento di mercati nonché di approvazione delle modifiche al regolamento del mercato sono adottati dalla Consob, d'intesa con l'Autorità per l'Energia Elettrica ed il Gas;
- i provvedimenti di richiesta di sospensione ed esclusione di strumenti finanziari ed operatori dalle negoziazioni sono adottati dalla Consob, sentita l'Autorità per l'Energia Elettrica ed il Gas.

L'approccio seguito vede nella sostanza il ruolo della Consob laddove prevalgano gli obiettivi di trasparenza, ordinato svolgimento delle negoziazioni e tutela degli investitori ed una competenza dell'Autorità per l'Energia Elettrica ed il Gas in funzione delle generali esigenze di stabilità, economicità e concorrenzialità dei mercati dell'energia elettrica e del gas, nonché di sicurezza e efficiente funzionamento delle reti nazionali di trasporto dell'energia elettrica e del gas.