

LINEAMENTI DELLA NUOVA DISCIPLINA DEI MERCATI FINANZIARI (MIDIF II E MIFIR)*

FEATURES OF THE NEW FINANCIAL MARKETS LAW (MIFID 2 AND MIFIR)

Luca Di Nella

Professore dell'Università di Parma.

Riassunto: Lo scritto analizza la nuova disciplina europea dei mercati finanziari recata dalla Direttiva MiFID 2 e dal Regolamento MiFIR. La riforma introduce un nuovo sistema delle fonti, con una maggiore centralizzazione a livello europeo tramite gli "atti delegati". Significativa è la regolamentazione dei mercati, rivolta ad introdurre maggiore trasparenza pre- e post-trade e più estesi obblighi di negoziazione sulle sedi di negoziazione. Interessante è anche la regolamentazione dei fornitori di servizi di comunicazione dei dati (APA, CTP, ARM). Innovativa è la introduzione di norme per le negoziazioni algoritmiche. Vengono altresì previsti un nuovo servizio di investimento (Organised Trading Facilities, OTF) e nuovi strumenti finanziari, le quote di emissione. Con un approccio in parte rinnovato viene rafforzata la protezione degli investitori, in particolare con la disciplina dei prodotti complessi, la consulenza indipendente e le regole sulla best execution. Nuove norme implementano la concorrenza, controllando le pratiche di vendite abbinate al fine di tutelare la libertà di scelta del cliente/consumatore. La riforma incide positivamente sul funzionamento del mercato a livello macrosistemico, ma presenta ancora delle ombre a livello microsistemico di tutela del cliente.

Parole chiave: Unione Europea. Crisi Finanziaria. Riforma. Regolamentazione dei Mercati Finanziari. Negoziazione a Mezzo di Algoritmi. Servizi e Attività di Investimento. Strumenti Finanziari. Protezione Degli Investitori. Concorrenza. Libertà di Scelta del Consumatore.

Sommario: **1** La crisi economica e la revisione del Diritto Europeo dei mercati finanziari – **2** Il nuovo sistema delle fonti – **3** L'ambito di applicazione – **4** La regolamentazione dei mercati – **5** Le negoziazioni a mezzo di algoritmi – **6** I servizi e attività d'investimento e gli strumenti finanziari – **7** La "protezione degli investitori" – **8** L'implementazione della concorrenza nei mercati finanziari e la libertà di scelta del consumatore – **9** La regolamentazione delle attività degli intermediari dei paesi terzi – **10** Luci ed ombre della nuova disciplina

Abstract: The new European regulation of financial markets implemented by the MiFID 2 and MiFIR is analyzed. These reforms introduce greater centralization through the use of "delegated acts" across Europe. They aim to increase pre- and post-trade transparency and coverage of trading obligations in trading venues. Data Reporting Service Providers (APA, CTP, ARM) and algorithmic trading are also regulated. A new investment service (Organized Trading Facilities, OTF), new financial tools and quotas on issuing are also introduced. Investor protection is strengthened, particularly regulations on complex products, independent consulting and best execution rules. New norms encourage competition, and place supervision on cross-selling in order to protect customer / consumer free choice. The reform impacts positively on the market at macro-level but certain problems regarding customer protection remain at micro-level.

Keywords: European Union. Financial crisis. Financial instruments. Financial markets regulation. Protection of investors.

* Il presente scritto è destinato agli Studi in onore del Prof. Vito, in corso di pubblicazione per i tipi della E.S.I. spa.

1 La crisi economica e la revisione del Diritto Europeo dei mercati finanziari

La Direttiva 2004/39/CE (MiFID) contemplava una prima revisione della disciplina di talune materie entro il 2008. I problemi emersi a seguito della crisi economica degli ultimi anni hanno condizionato fortemente l'attività di modifica della predetta Direttiva sin dal G20 tenutosi a Pittsburgh nel 2009.

Lo scoppio della crisi finanziaria globale nel 2008 ha inevitabilmente dato avvio in molti paesi ad una nuova fase di revisione della disciplina dei mercati finanziari. La discussione si è accesa nelle sedi internazionali ed investe tuttora pressoché tutti i profili della regolazione dei mercati. Nel corso della crisi l'impianto della disciplina è stato criticato per non aver consentito di prevenire i fallimenti di mercato e/o per non averli affrontati adeguatamente.¹ Le critiche riguardano sia il ruolo delle Autorità di vigilanza, sia l'oggetto e il contenuto delle norme, sia l'*enforcement* delle stesse. Da più parti è stata invocata l'adozione di nuove norme ed è stata esercitata una forte pressione sui legislatori, affinché approvassero in tempi brevi riforme di ampio respiro in grado di rassicurare i mercati e l'opinione pubblica.² Alcuni progetti di riforma in Europa hanno però richiesto tempi lunghi di maturazione e un consenso politico forte (e difficile da ottenere), ciò che ne ha ritardato l'approvazione.³

Le linee di tendenza della novella emergono con sufficiente chiarezza. Dal punto di vista dell'approccio, è noto come in materia sia in generale molto

¹ Cfr., nella MiFID II, il considerando n. 3: "La crisi finanziaria ha fatto emergere carenze nel funzionamento e nella trasparenza dei mercati finanziari. L'evoluzione dei mercati finanziari ha evidenziato la necessità di rafforzare il quadro per la regolamentazione dei mercati degli strumenti finanziari, anche quando la negoziazione in tali mercati avviene fuori borsa (OTC), al fine di aumentare la trasparenza, tutelare meglio gli investitori, rafforzare la fiducia, includere i settori non regolamentati e assicurare che le autorità di vigilanza dispongano di poteri adeguati per svolgere i loro compiti". V. anche il considerando n. 5: "Gli organismi di regolamentazione concordano a livello internazionale sul fatto che le carenze a livello di *governance* societaria di numerosi enti finanziari, compresa l'assenza di validi sistemi di controllo e di equilibri al loro interno, hanno contribuito alla crisi finanziaria. Un'assunzione di rischi eccessiva e imprudente può portare al fallimento di singoli enti finanziari e causare problemi sistemici tanto negli Stati membri quanto a livello globale. Il comportamento scorretto di imprese che prestano servizi ai clienti può recare danno agli investitori e portare alla perdita di fiducia da parte degli stessi" (UNIONE EUROPEA, Direttiva 2014/65/UE, del 15 maggio 2014. Parlamento Europeo e Consiglio, Bruxelles, il 15 maggio 2014. Disponibile: <<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014L0065&from=PT>>. Accesso: 18.08.2017).

² V., ad esempio, il *Wall Street and Consumer Protection Act*, firmato dal Presidente Obama il 21 luglio 2010.

³ La proposta di direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio, "relativa ai mercati finanziari che abroga la direttiva 2004/29/CE" è datata 20.11.2011 COM(2011) 656 definitivo. La proposta risultante dal compromesso politico MiFID II-MiFIR tra Commissione, Parlamento e Consiglio è datata 20 gennaio 2014. Per l'evoluzione del processo v. <http://ec.europa.eu/internal_market/securities/isd/MIFID/index_en.htm#140114>. Sull'impatto della crisi, *ex multis*, v. SEIDEL, Martin. *Europas Finanz und Staatsschuldenkrise*. In: STUMPF, Cordula; KAINER, Fridrich; BALDUS, Christian (a cura di). *Privatrecht, Wirtschaftsrecht, Verfassungsrecht*. Festschrift Müller-Graff: Baden-Baden, 2015, p. 735 ss.

stretto il legame tra le norme sui mercati e sull'organizzazione degli intermediari e le regole di comportamento da seguire nella prestazione dei servizi e attività di investimento. Anche nella MiFID II sono numerosi gli indici di questa impostazione, che più in generale informa il diritto europeo del mercato.⁴ Questo legame si traduce nella integrazione tra interesse generale e interesse individuale anche nella disciplina dei rapporti patrimoniali privati che si costituiscono tra intermediari e clienti e determina l'applicazione di sanzioni sia amministrative sia civilistiche ai comportamenti illeciti.⁵

L'orientamento che ha avuto il maggior impatto sull'assetto della nuova disciplina europea è stato espresso autorevolmente nell'analisi svolta dal Gruppo di lavoro presieduto da Jacques de Larosière, operante su mandato della Commissione Europea. I risultati del *The High-Level Group of Financial Supervision in the EU* riportati nel *Report* del 2009 hanno tracciato il lungo sentiero che il legislatore europeo ha seguito in linea di massima.⁶ Dopo aver indagato le possibili cause della crisi, il documento ha formulato trentuno Raccomandazioni che riguardano numerosissimi aspetti: la struttura delle Autorità europee, l'estensione della regolamentazione a settori non ancora regolati, la cooperazione internazionale, la gestione dei rischi ecc.

⁴ V. l'art. 21, comma 1, lett. a, t.u.f., per il quale gli intermediari devono "comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, per servire al meglio l'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati". Pur nella parziale diversità delle nuove disposizioni, la MiFID II ha mantenuto nel complesso il medesimo impianto sistematico: v., ad esempio, il considerando n. 37: "Ai fini della tutela degli investitori e della stabilità del sistema finanziario le persone che svolgono i servizi e/o le attività di investimento contemplati dalla presente direttiva dovrebbero essere soggette ad autorizzazione da parte dei rispettivi Stati membri d'origine". In tal senso, PERRONE, Andrea. *Servizi di investimento e regole di comportamento. Dalla trasparenza alla fiducia*. Banca, Borsa, Titoli di Credito, Milano, f. 1, p. 31 ss, 2015; più in generale, sia consentito rinviare a: NELA, Luca Di. *Mercato E Autonomia Contrattuale Nel Diritto Comunitario*. Napoli: Univ.degli Studi di Camerino Pubblicazioni, 2003; sull'ordine del sistema finanziario europeo v. OHLER, Christoph. *Recht der Finanzmarktregulierung und aufsicht*. In: RUFFERT, Matthias (a cura di). *Europäisches Sektorales Wirtschaftsrecht*. In: *Enzyklopedie Europarecht*, a cura di HATJE, Armin e MÜLLER-GRAFF, Peter-Christian. Baden-Baden, v. 5, 2015, p. 611 ss.; PERRONE, Andrea. *Servizi di investimento e regole di comportamento. Dalla trasparenza alla fiducia*, op. cit.; nell'esperienza comparata, segnalano l'attuale stretta interconnessione tra i vari segmenti del mercato e la conseguente impossibilità di separare la tutela dell'investitore da quella dell'integrità del complessivo sistema finanziario anche ANDENAS, Mads; CHIU, Iris H-Y. *The Foundations and Future of Financial Regulation. Governance for Responsibility*. New York: Routledge, 2014, p. 135 ss.; OMAROVA, Saule T. *The New Crisis for The New Century: Some Observations on the "Big Picture" Lessons of the Global Financial Crisis of 2008*. North Carolina Banking Inst., Cornwell, NC, v. 13, p. 161, 2009; GARTEN, Helen A. *The Consumerization of Financial Regulation*. Washington University Law Quarterly, v. 77, p. 304 ss, 1999.

⁵ Cfr., per tutti, ANNUNZIATA, Filippo. *La disciplina del mercato mobiliare*. 8. ed. Torino: G. Giappichelli Editore, 2015, p. 138 e 140.

⁶ LAROSIÈRE, Jacques de. *The High-Level Group of Financial Supervision in the EU*. Report, Bruxelles, 25 febbraio 2009. Disponibile: <http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_it.pdf>. Accesso: 06.08.2017.

Il legislatore europeo si è così mosso verso la revisione di pressoché tutte le direttive in materia di mercati finanziari e verso l'adozione di una nuova struttura del sistema dei controlli, destinata a mutare il quadro istituzionale di riferimento.

Sotto il primo profilo, le principali aree di intervento che interessano il mercato mobiliare riguardano:

- La revisione della MiFID, in particolare per quanto attiene alle regole di trasparenza dei mercati e, più in generale, alle forme di tutela degli investitori.
- L'assetto della Direttiva sui prospetti informativi, con particolare riguardo al regime delle esenzioni.
- La sottoposizione a controlli delle agenzie di *rating* (già attuata in base al Regolamento n. 1060/2009, ma destinata a subire ulteriori modifiche).
- La sottoposizione in ambito europeo a norme uniformi dei fondi *hedge*, dei fondi di *private equity* e, in generale, dei fondi diversi da quelli interessati dalle Direttive UCITS, tramite l'emanazione della Direttiva 2011/61/UE.
- L'introduzione di controparti centrali per la negoziazione di derivati non negoziati in mercati regolamentati.

Ulteriori interventi di notevole impatto si preannunciano anche con riguardo agli altri comparti del mercato dei capitali (banche, assicurazioni, previdenza) e a temi connessi, come quello della tutela del consumatore.

Riguardo alle modifiche di tipo istituzionale, il Consiglio dei Ministri dell'Unione Europea ha approvato il 21 ottobre e il 2 dicembre 2009 un progetto di riforma delle Autorità europee che riflette in larga misura le proposte del Gruppo di de Larosière, le quali ipotizzano la suddivisione della struttura della vigilanza europea su due livelli: il primo attiene alla vigilanza macro-prudenziale, il secondo alla vigilanza micro-prudenziale. Relativamente a quest'ultima si è proceduto a riformare i Comitati già istituiti a seguito dell'adozione della "procedura Lamfalussy", trasformandoli in Autorità dotate di maggiori poteri, in alcuni casi anche vincolanti.

Nel contesto ora descritto, durante la presidenza irlandese, il dialogo trilaterale (c.d. "trilogo") tra il Parlamento, il Consiglio e la Commissione ha avuto come compromesso l'accordo di principio del 14 gennaio 2014 sulla nuova disciplina.⁷ Sono stati così emanati la Direttiva 2014/65/CE, detta MiFID II,

⁷ Tra i lavori finora pubblicati che si occupano almeno in parte della nuova disciplina europea, v. TROIANO, Vicenzo; MOTRONI, Raimondo (a cura di). *La MiFID II. Rapporti con la clientela – regole di governance – mercati*. Padova: Cedam, 2016, *passim*; PERRONE, Andrea. *Servizi di investimento e regole di comportamento. Dalla trasparenza alla fiducia*, cit., p. 31 ss.; STRAMPELLI, Giovanni. L'informazione societaria a quindici anni dal T.U.F.: profili evolutivi e problemi. *Rivista delle Società*, Roma, f. 5, p. 991 ss, 2014. Per l'esperienza tedesca, v. DERLEDER, Peter; KNOPS, Kai-Oliver; BAMBERGER, Heinz Georg. *Deutsches und europäisches Bank und Kapitalmarktrecht*, 1, 2 e 3 ed. Berlin e Heidelberg: Springer, 2017; HAAR, Brigitte. *Marktintegration als Bestimmungsfaktor der europäischen Finanzmarktregulierung*. STUMPF,

e il Regolamento n. 600/2014, noto come MiFIR,⁸ in sostituzione della precedente normativa.

Negli auspici del legislatore, le nuove norme miglioreranno il funzionamento del mercato dei capitali a beneficio dell'economia reale e sono ritenute strumenti essenziali per rendere i mercati più sicuri, aperti e responsabili e per recuperare la fiducia degli investitori, incrinata a causa della crisi finanziaria.⁹ La revisione è intervenuta principalmente su cinque fronti:

- (i) L'ambito di applicazione della Direttiva.
- (ii) La disciplina dei mercati.
- (iii) La tutela degli investitori.
- (iv) La disciplina dei derivati su merci, in particolare sulle materie prime.
- (v) I rapporti con gli intermediari dei paesi terzi.

In generale, la tendenza verso una maggiore centralizzazione del diritto europeo del mercato finanziario rappresenta oramai un dato acquisito. In tal senso, le Autorità europee sono state dotate di poteri più incisivi e la stessa

Cordula; KAINER, Friedemann; BALDUS Christian (a cura di). *Privatrecht, Wirtschaftsrecht. Verfassungsrecht. Privatinitiative und Gemeinwohlorizonte in der europäischen Integration*, Festschrift Müller-Graff, cit., p. 718 ss.; HUFELD, Ulrich. *Krisenreaktionsrecht als Verfassungsfrage: Neue Finanzarchitektur in Euroraum*, ivi, p. 726 ss.; KRONKE, Herbert. *Brüsseler Springprozession: Die Harmonisierung des Rechts zentralverwarhter Finanzinstrumente als Lehrstück über Privatautonomie, Regulierung, Lobbyismus und Verwaltung*, ivi, p. 759 ss.; POPPELE, Mauritz Christopher. *Kapitalmarktinvestmentprodukte. Horizontaler Privatanlegerschutz im Lichte der MiFID II*. 68. ed. Baden-Baden: Nomos, 2015, p. 60 ss., per un'analisi della tutela degli investitori alla luce della disciplina vigente tedesca, anche giusconsumistica, e della MiFID II; BRENNCKE, Martin. *Der Zielmarkt eines Finanzinstruments nach der MiFID II*. *Wertpapier-Mitteilungen* Keppler Lehmann, 2015, p. 1173 ss.; A.-I. Kurz, *MiFID II – Auswirkungen auf den Vertrieb von Finanzinstrumenten*, in *DB*, 2014, p. 1.182 ss.; GOMBER, Peter; NASSAUER, Frank. *Neuordnung der Finanzmärkte in Europa durch MiFID II/MiFIR*. House of Finance SAFE Policy Center, Frankfurt, v. 26, p. 250 ss, 2014.; MÖLLER, Thomas M. J.; POPPELE, Mauritz Christopher. *Paradigmenwechsel durch MiFID II: divergierende Anlegerleitbilder und neue Instrumentarien wie Qualitätskontrolle und Verbote*. *Zeitschrift Unternehmens und Gesellschaftsrecht*, Berlin, v. 42, p. 437 ss., 2013; CAHN, Andreas; MÜCHLER, Henry. *Produktinterventionen nach MiFID II – Eingriffsvoraussetzungen und Auswirkungen auf die Pflichten des Vorstands von Wertpapierdienstleistungsunternehmen*. Institute for Law and Finance, 2013, p. 45 ss.; D. Loff e K.D. Hahne, *Vermögensverwaltung und Anlageberatung unter MiFID II – Neuregelung, Gestaltungsmöglichkeiten und deren steuerliche Implikationen*, in *WM*, 2012, p. 1.512 ss.; S. Grundmann, *Wohlvhaltenspflichten, interessenkonfliktfreie Aufklärung und MiFID II*, ivi, p. 1745 ss. La MiFID II e il MIFIR hanno subito alcune modifiche (relative principalmente ai termini di recepimento e di applicazione – sui quali v. *infra* la nota 18) rispettivamente dalla Direttiva (UE) 2016/1034 e dal Regolamento 2016/1033 (in *G.U.U.E.*, 30 giugno 2016 L175, p. 1 ss., e L175, p. 8 ss.), il quale, in particolare, include anche alcuni cambiamenti concernenti le attività di negoziazione per conto proprio, le operazioni a pacchetto, l'allineamento alla direttiva UE sulle operazioni di finanziamento tramite titoli e la data di applicazione di alcune disposizioni del Regolamento sugli abusi di mercato.

⁸ I testi sono pubblicati in *G.U.U.E.* L173, del 12 giugno 2014, rispettivamente alle p. 349 ss. e 84 ss. Per un primo commento, relativo ai testi appena approvati da Parlamento, Commissione e Consiglio, v. BONATE, Grazia; GALLICCHIO, Michela. *MIFID II e MIFIR, recenti sviluppi*. *Diritto Bancario*. feb. 2014. Disponibile: <<http://www.dirittobancario.it/approfondimenti/servizi-bancari-e-finanziari/mifid-2-e-mifir-recenti-sviluppi>>. Accesso: 09.08.2017.

⁹ Cfr. le considerazioni di MICKLITZ, Hans-W.; BÖHNLEIN, Anja. *Europarechtlicher Ausblick*. In: DERLEDER, Peter; KNOPS, Kai-Oliver; BAMBERGER, Heinz George (a cura di). *Deutsches und europäisches Bank und Kapitalmarktrecht*. Berlin, Heidelberg, vol. 2, cit., p. 2.065 ss.

disciplina è maggiormente dettagliata e pervasiva rispetto al passato. Di conseguenza, si riducono ulteriormente gli spazi di flessibilità lasciati ai legislatori e alle Autorità degli Stati membri.

A detta del legislatore europeo, la novella dovrebbe perseguire l'obiettivo di regolare la funzione dei mercati di capitali in modo che vada a beneficio dell'economia reale.¹⁰ Questa impostazione è da salutare come assolutamente positiva, in quanto necessaria per il buon funzionamento del mercato.

In tal senso, la nuova disciplina dovrebbe indirizzare le transazioni organizzate di strumenti finanziari verso piattaforme di negoziazione multilaterali e ben regolate. Prescrizioni rigorose di trasparenza dovrebbero proibire la compravendita anonima di azioni e altri strumenti di capitali propri che ostacola la formazione efficiente di prezzi 'giusti'. Va segnalato però che la proposta della Commissione di estendere il regime di trasparenza anche ad altri strumenti quali le obbligazioni ed i derivati non ha trovato pieno accoglimento. Tuttavia, la statuizione di un obbligo di negoziazione per i derivati dovrebbe rinforzare la sicurezza e l'efficienza dei mercati e completare l'obbligo di compensazione contemplato dal regolamento sull'infrastruttura dei mercati europei. Con l'istituzione di un sistema europeo armonizzato che limita le posizioni detenute di derivati sulle materie prime (*commodity*) la MiFID II dovrebbe contribuire a determinare un *pricing* ordinato ed a prevenire gli abusi di mercato, riducendo così le speculazioni sulle materie prime e le sue conseguenze disastrose per i paesi più poveri del pianeta (art. 57 s. dir. 2014/65/UE).

La realizzazione di un quadro europeo armonizzato che garantisca un accesso non discriminatorio alle piattaforme di negoziazione e alla controparti centrali come anche ai *benchmark* di riferimento delle transazioni e delle compensazioni dovrebbe rinforzare la concorrenza e rendere i mercati dei capitali più efficienti, meglio integrati e più sicuri a beneficio degli investitori.

La MiFID II dovrebbe altresì incrementare la "protezione degli investitori".¹¹ A tal fine, le imprese di investimento dovrebbero rispettare norme più stringenti, affinché i clienti siano sicuri che le proposte di investimento a loro rivolte siano davvero adatte al loro profilo e che i loro *asset* siano ben protetti. In tale direzione, gli investitori dovrebbero far conto su consulenze oggettive ed indipendenti e la struttura degli onorari e delle remunerazioni dei consulenti non dovrebbe essere di ostacolo a questi requisiti.

¹⁰ Così UNIONE EUROPEA. Commissione Europea. Memo 14/15. *Markets in Financial Instruments (MiFID): Commissioner Michel Barnier welcomes agreement in trilogue on revised European rules*. Bruxelles, 14 gen. 2014, p. 1: "These new rules will improve the way capital markets function to the benefit of the real economy".

¹¹ V. POPPELE, Mauritz Christopher. *Kapitalmarktinvestmentsprodukte. Horizontaler Privatanlegerschutz im Lichte der MiFID II*. cit., p. 62 ss.

La MiFID II dovrebbe garantire l'adeguamento della legislazione all'evoluzione tecnologica. La crescita spettacolare in volume e velocità dei flussi di ordini potrebbe rappresentare un rischio sistemico. Le nuove regole dovrebbero consentire un funzionamento sicuro e ordinato dei mercati e la stabilità finanziaria, istaurando un controllo delle negoziazioni, prevedendo un livello di liquidità appropriata per gli operatori ad alta frequenza che perseguono strategie di *market-maker* e regolando le provvigioni per l'accesso elettronico diretto ai mercati.

Altrettanto rinforzate dovrebbero essere le norme volte ad assicurare una buona cooperazione tra le autorità degli Stati membri al fine di individuare e prevenire le violazioni della nuova disciplina da parte delle imprese di investimento.

Infine, con la creazione di quadro giuridico armonizzato regolante l'accesso di imprese di paesi terzi nel mercato dell'Unione per conto di clienti professionali, la MiFID II dovrebbe incrementare la profondità del mercato interno, permettendo altresì all'Unione di "parlare con una sola voce" a livello internazionale.

2 Il nuovo sistema delle fonti

La MiFID II, il MiFIR e gli "atti delegati" che saranno emanati ai sensi dell'art. 290 TFUE sono chiamati a costituire la parte centrale del rinnovato quadro giuridico che disciplinerà il funzionamento dei mercati finanziari europei, in sostituzione di quello vigente.¹² Le suddette fonti sono le risultanti, opportunamente modificate e aggiornate, della MiFID, la quale è ora in parte rifulsa nella direttiva MiFID II e in parte sostituita dal regolamento MiFIR.¹³ Questo influisce sul rapporto tra le fonti e sulla loro applicazione: il considerando n. 7 della direttiva e quello n. 3 del regolamento precisano che la MiFID II dovrebbe essere letta in combinato disposto con il regolamento MiFIR, e viceversa.

La MiFID II regola l'autorizzazione e le condizioni di esercizio per le imprese di investimento, la prestazione di servizi di investimento o l'esercizio di attività di investimento da parte di imprese di paesi terzi mediante lo stabilimento di una succursale, l'autorizzazione e il funzionamento dei mercati regolamentati,

¹² Sulla disciplina attuale, v., tra gli altri, FRANCESCO, Capriglione (a cura di). *Manuale di diritto bancario e finanziario*. Padova: Cedam, 2015, p. 3 ss., COSTI, Renzo; ENRIQUES, Luca. *Il mercato mobiliare*. 9 ed. Torino: Cedam, 2014, p. 1 ss., e ANNUZIATA, Filippo. *La disciplina del mercato mobiliare*. cit., p. 1 ss., ove si rinvengono ulteriori riferimenti bibliografici; VELLA, Francesco (a cura di). *Commentario TUF*, I e II, Torino: G. Giappichelli Editore, 2012; CARPIGLIONE, Francesco (a cura di). *L'ordinamento finanziario italiano*. I e II. 2 ed. Padova: Cedam, 2010; DURANTE, F. *Intermediari finanziari e tutela dei consumatori*. Milano, 2009; DI NELLA, Luca. *La tutela del consumatore nella nuova disciplina dei mercati finanziari*. In: Id. (a cura di). *La tutela del consumatore dei servizi finanziari. Applicazioni giurisprudenziali e attuazione delle direttive MiFID*. Napoli, 2007, p. 193 ss.

¹³ La "Tabella di concordanza" tra le vecchie disposizioni e le nuove, oltre alla loro attuale collocazione nella MiFID II e del MiFIR, prevista dall'art. 94 MIDIF 2, è contenuta nell'Allegato IV della direttiva.

l'autorizzazione e le condizioni di esercizio dei prestatori di servizi di comunicazione dati e vigilanza, la collaborazione e il controllo dell'applicazione della normativa da parte delle autorità competenti. Poiché l'obiettivo principale e l'oggetto della MiFID II consistono nell'armonizzazione delle disposizioni nazionali concernenti i suddetti settori, la Direttiva è fondata sull'art. 53 §1 TFUE, relativo al mutuo riconoscimento e all'accesso ed esercizio delle "attività autonome".

Il Regolamento MiFIR disciplina invece la comunicazione al pubblico di dati sulle negoziazioni, la segnalazione delle operazioni alle autorità competenti, la negoziazione di strumenti derivati nelle sedi organizzate, l'accesso non discriminatorio alla compensazione e l'accesso non discriminatorio alla negoziazione di valori di riferimento, i poteri di intervento sui prodotti conferiti alle autorità competenti, all'ESMA e all'ABE, nonché i poteri conferiti all'ESMA in ordine ai controlli sulla gestione delle posizioni e alle limitazioni delle posizioni, la prestazione di servizi o attività di investimento da parte di imprese di paesi terzi con o senza una succursale, in seguito a una decisione di equivalenza applicabile da parte della Commissione. L'adozione del regolamento viene giustificata dalla necessità di dare un insieme unico di norme non soggette a potenziali cambiamenti in sede di recepimento e di garantire una maggiore certezza del diritto, riducendo nel contempo la complessità della regolamentazione.¹⁴ Poiché tale atto mira a contribuire al buon funzionamento del mercato interno, esso si appoggia sull'art. 114 TFUE.

A questi atti normativi si aggiungono degli "atti delegati",¹⁵ adottati dalla Commissione in forza della delega di cui all'art. 89 dir. 2014/65/UE. Gli atti delegati riguardano, tra l'altro, i dettagli concernenti il chiarimento delle definizioni, i criteri per la valutazione dei progetti di acquisizione di un'impresa di investimento, i requisiti di organizzazione delle stesse, la gestione dei conflitti di interesse, le norme di comportamento da rispettare nella prestazione di servizi di investimento, l'esecuzione di ordini alle condizioni più favorevoli per i clienti, il trattamento degli ordini dei clienti, le operazioni con le controparti qualificate, le circostanze che fanno scattare un obbligo di informazione per le imprese di investimento o i gestori

¹⁴ Così il considerando n. 3: "Negli ultimi anni è aumentato il numero degli investitori che operano nei mercati finanziari e l'ampia gamma di servizi e strumenti che è loro offerta è diventata ancora più complessa. Alla luce di tali sviluppi è opportuno che il quadro giuridico dell'Unione disciplini tutte le attività destinate agli investitori. A tal fine è necessario assicurare il grado di armonizzazione necessario per poter offrire agli investitori un elevato livello di protezione e consentire alle imprese di investimento di prestare servizi in tutta l'Unione, nel quadro del mercato unico, sulla base della vigilanza dello Stato membro d'origine. In considerazione di quanto precede, la direttiva 93/22/CEE è stata sostituita dalla direttiva 2004/39/CE" (UNIONE EUROPEA. Direttiva 2014/65/UE, del 15 maggio 2014. Parlamento Europeo e Consiglio, Bruxelles, il 15 maggio 2014. Disponibile: <<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014L0065&from=PT>>. Accesso: 20.08.2017).

¹⁵ Si tratta di "atti non legislativi di portata generale", come definiti dall'art. 290 TFUE che li annovera tra le fonti europee.

del mercato che gestiscono un sistema multilaterale di negoziazione o un sistema organizzato di negoziazione e per gli operatori di un mercato regolamentato, le circostanze che possono compromettere seriamente gli interessi degli investitori e l'ordinato funzionamento del mercato ai fini della sospensione o dell'esclusione dalla negoziazione di strumenti finanziari su sistemi multilaterali di negoziazione, sistemi organizzati di negoziazione o mercati regolamentati, i mercati di crescita per le PMI.¹⁶

La MiFID II stabilisce altresì le condizioni eccezionali e le procedure che gli Stati membri devono osservare se intendono imporre obblighi aggiuntivi a protezione dei clienti (c.d. *goldplating*: art. 24 §12 dir. 2014/65/UE). Tali obblighi possono anche includere il divieto o l'ulteriore restrizione dell'offerta o accettazione di onorari, commissioni o altri benefici monetari e non monetari pagati o forniti da terzi o da una persona che agisce per conto di terzi in relazione alla prestazione del servizio ai clienti.¹⁷ Si tratta dunque di una direttiva ad armonizzazione massima, che dovrà essere recepita entro il 3 luglio 2016, tranne naturalmente il MiFIR che, per la sua natura di regolamento, non ha bisogno di essere trasformato in atto interno. L'entrata in vigore di buona parte della normativa interna di recepimento e del regolamento è fissata per il 3 gennaio 2018.¹⁸

¹⁶ Cfr. il considerando n. 155 dir. 2014/65/UE: "Gli atti delegati riguarderanno i dettagli concernenti le esenzioni, il chiarimento delle definizioni, i criteri per la valutazione dei progetti di acquisizione di un'impresa di investimento, i requisiti di organizzazione delle imprese di investimento, APA e CTP, la gestione dei conflitti di interesse, le norme di comportamento da rispettare nella prestazione di servizi di investimento, l'esecuzione di ordini alle condizioni più favorevoli per i clienti, il trattamento degli ordini dei clienti, le operazioni con le controparti qualificate, le circostanze che fanno scattare un obbligo di informazione per le imprese di investimento o gli gestori del mercato che gestiscono un sistema multilaterale di negoziazione o un sistema organizzato di negoziazione e per gli operatori di un mercato regolamentato, le circostanze che possono compromettere seriamente gli interessi degli investitori e l'ordinato funzionamento del mercato ai fini della sospensione o dell'esclusione dalla negoziazione di strumenti finanziari su sistemi multilaterali di negoziazione, sistemi organizzati di negoziazione o mercati regolamentati, i mercati di crescita per le PMI, le soglie al di sopra delle quali si applicano gli obblighi di notifica delle posizioni e i criteri secondo i quali le operazioni di una sede di negoziazione in uno Stato membro ospitante potrebbero essere considerate di sostanziale importanza per il funzionamento dei mercati dei valori mobiliari e la tutela degli investitori. È di particolare importanza che durante i lavori preparatori la Commissione svolga adeguate consultazioni, anche a livello di esperti. Nella preparazione e nell'elaborazione degli atti delegati la Commissione dovrebbe provvedere alla contestuale, tempestiva e appropriata trasmissione dei documenti pertinenti al Parlamento europeo e al Consiglio" (UNIONE EUROPEA. Direttiva 2014/65/UE, del 15 maggio 2014. Parlamento Europeo e Consiglio, Bruxelles, il 15 maggio 2014. Disponibile: <<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014L0065&from=PT>>. Accesso: 08.08.2017).

¹⁷ V. il considerando n. 76.

¹⁸ Rispetto a quanto previsto dalla MiFID II e dal MiFIR, l'Unione europea ha modificato la complessa tempistica di entrata in vigore della nuova disciplina, originariamente prevista per il 3 gennaio 2017. Il Regolamento 2016/1033 e la Direttiva 2016/1034 dispongono, tra l'altro, il nuovo termine entro cui gli Stati membri devono recepire la MiFID II nelle normative nazionali, fissandolo al 3 luglio 2017, mentre la data di applicazione della MiFID II e del MiFIR è il 3 gennaio 2018. Questo slittamento è dovuto sia alle sfide poste dall'attuazione tecnica all'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA) e alle autorità nazionali competenti, che ha reso impossibile realizzare le infrastrutture di dati essenziali entro il

3 L'ambito di applicazione

La nuova disciplina si applica alle imprese di investimento, ai gestori del mercato, ai mercati regolamentati, ai prestatori di servizi di comunicazione dati e alle imprese di paesi terzi che offrono servizi o esercitano attività di investimento tramite lo stabilimento di una succursale nell'Unione, regolando l'autorizzazione e le condizioni di esercizio per gli intermediari, la prestazione di servizi o l'esercizio di attività di investimento da parte di imprese di paesi terzi mediante lo stabilimento di una succursale, l'autorizzazione e il funzionamento dei mercati regolamentati, l'autorizzazione e le condizioni di esercizio dei prestatori di servizi di comunicazione dati e la vigilanza, la collaborazione e il controllo dell'applicazione della normativa da parte delle autorità competenti (artt. 1, §2, 34 ss. dir. 2014/65/UE, MiFID II, nel prosieguo abbreviata in dir.).

La MiFID II riformula altresì talune esenzioni dalla sua applicazione (artt. 2, 3), tra cui quelle relative alla prestazione di servizi di negoziazione intragruppo, al fine di tener conto del frequente ricorso a *joint-ventures* che non rientrano nel concetto di gruppo di società.

In modo analogo sono state riformulate le esenzioni relative alle *Commodity Firms* e ai soggetti che negoziano esclusivamente in conto proprio. In particolare, riguardo a questi ultimi soggetti la modifica è volta ad assicurare che non beneficino di alcuna esenzione dai requisiti di autorizzazione coloro che hanno volumi di negoziazione in strumenti finanziari sproporzionati rispetto alla loro attività principale. Inoltre, l'esenzione a favore dei soggetti che negoziano in conto proprio (salvo che in derivati sulle *commodity*) non troverà più applicazione ai *market maker*, a coloro che fanno ricorso a tecniche di negoziazione ad alta frequenza che comportano l'utilizzo di algoritmi nonché ai soggetti che eseguono gli ordini della clientela.

4 La regolamentazione dei mercati

Le innovazioni più incisive introdotte dalla MiFID II e dal MiFIR riguardano in buona parte la disciplina dei mercati.¹⁹ Queste sono state anche le più controverse in sede legislativa, pertanto saranno presumibilmente oggetto di accese diatribe anche in fase di applicazione.

L'intento generale è quello di spostare lo svolgimento delle negoziazioni all'interno dei sistemi di negoziazione regolamentati, siano essi mercati

3 gennaio 2017, sia alla complessità dell'adeguamento alla nuova disciplina da parte degli intermediari.

¹⁹ Sulla disciplina dei mercati, cfr. SEPE, Marco. *La MiFID II e i mercati*. VICENZO, Troiano; RAIMONDO, Motroni (a cura di). *La MiFID II. Rapporti con la clientela – regole di governance – mercati*, cit., p. 265 ss.

regolamentati veri e propri, sistemi multilaterali (MTF) o sistemi di negoziazione organizzati (OTF), ovvero internalizzatori sistematici (cfr. gli artt. 23, 28 MiFIR, di seguito abbreviato in reg.). A questo segue l'estensione dei regimi di trasparenza *pre- e post-trading* a una gamma più ampia di strumenti di capitale e di debito.

Parimenti si favorisce l'accesso alle strutture di regolamento e si aumenta la concorrenza tra le controparti centrali e le sedi di negoziazione.

Tutto questo avrà impatti significativi per le imprese di investimento che gestiscono sistemi per l'incrocio di ordini in acquisto e in vendita della clientela. Esse dovranno stabilire se i sistemi da loro gestiti ricadano nella definizione di MTF o di OTF o se convenga convertirli in quelle strutture. Inoltre, in considerazione delle modalità di svolgimento dei servizi di negoziazione adottate, le imprese di investimento devono stabilire se esse siano qualificabili come internalizzatori sistematici con riferimento a una vasta gamma di strumenti di capitale o di debito. Il problema si pone con particolare urgenza con riferimento ai mercati dei titoli a reddito fisso, nei quali le imprese negoziano principalmente su base bilaterale in veste di *principals*.

- *Gli internalizzatori sistematici.* Il numero di soggetti che hanno acquisito la qualifica di internalizzatori sistematici è stato inferiore rispetto a quanto si prevedeva all'entrata in vigore della MiFID. La natura qualitativa dei presupposti per la qualificazione come internalizzatori sistematici ha reso molto soggettiva la verifica della sussistenza di quei requisiti da parte degli intermediari. Molti di essi hanno così concluso di essere privi dei requisiti necessari.

Peraltro, la MiFID circoscrive il ruolo di internalizzatore sistematico alle azioni ammesse alla negoziazione su mercati regolamentati. In linea con la più generale estensione degli obblighi di trasparenza *pre-trade*, il MiFIR amplia invece il ruolo degli internalizzatori sistematici che copriranno numerosi titoli di capitale, intesi in senso ampio, compresi i *depository receipts*, gli ETF, i certificati e altri strumenti analoghi negoziati su mercati regolamentati, MTF od OTF. Pertanto, la tipologia di titoli negoziati dagli internalizzatori sistematici ricomprenderà anche titoli non rappresentativi di capitale.

Sembra potersi osservare che in base alla MiFID II, un numero maggiore di intermediari ricada nella definizione di internalizzatore sistematico in riferimento a una gamma decisamente più ampia di strumenti finanziari.

- *Gli obblighi di negoziazione.* Al fine di assicurare che le azioni siano negoziate presso sedi di negoziazione nelle quali trovano applicazione requisiti di trasparenza, il MiFIR introduce l'obbligo di negoziare azioni ammesse agli scambi su mercati regolamentati o negoziate sugli MTF od OTF ovvero da internalizzatori sistematici esclusivamente presso tali sedi (art. 23 reg.).

Le imprese di investimento potranno negoziare azioni al di fuori delle predette sedi soltanto in maniera non sistematica, irregolare o saltuaria, ovvero su base *ad hoc*, oppure nei casi in cui la negoziazione non contribuisce alla formazione dei prezzi.

Analoga spinta verso la negoziazione presso le sedi soggette a regolamentazione si rinviene rispetto ai derivati *over the counter* standardizzati. Il MiFIR attribuisce all'ESMA la facoltà di individuare i derivati soggetti agli obblighi di regolamento previsti dall'EMIR che soddisfano requisiti di sufficiente liquidità per essere negoziati unicamente nei mercati regolamentati, MTF o OTF ovvero nelle sedi di negoziazione di paesi terzi ritenute equivalenti (art. 28 reg.).

- *I requisiti di trasparenza pre- e post-negoziazione.* Il MiFIR estende il regime di trasparenza pre e post-negoziazione, attualmente previsto per le azioni, ad una più ampia gamma di strumenti rappresentativi di capitale e non rappresentativi di capitale.²⁰

Rispetto ai primi gli operatori dei mercati regolamentati, di MTF e di OTF sono soggetti a requisiti di trasparenza pre-negoziazione. Essi devono pubblicare i prezzi in offerta e in vendita, dati sulla domanda, i prezzi esposti sui loro sistemi e le indicazioni di interesse cui può esser dato corso su base continuativa durante il normale orario di negoziazione (art. 3 ss. reg.). Ciò comporta un significativo ampliamento dell'ambito di applicazione del regime di trasparenza previsto dalla MiFID, che attualmente si applica soltanto alle azioni ammesse alla negoziazione su un mercato regolamentato.

Le autorità competenti hanno facoltà di accordare esenzioni dal rispetto dei requisiti di trasparenza di pre-negoziazione per gli strumenti rappresentativi di capitale in particolari circostanze, comprese anche esenzioni relative ai prezzi di riferimento dei sistemi di incrocio di ordini (*order matching systems*) (art. 4 reg.).

Anche l'ambito applicativo dei requisiti di trasparenza post-negoziazione per gli strumenti rappresentativi di capitale è stato ampliato rispetto a quanto previsto dalla MiFID sia con riferimento ai tipi di strumenti interessati, sia con riferimento alle sedi di negoziazione (essendo ora ricompresi gli MTF e gli OTF). I gestori sono tenuti a pubblicare "i dettagli di tutte le operazioni in tempo reale, per quanto tecnicamente possibile" (art. 6 reg.).

Per gli strumenti non rappresentativi di capitale il MiFIR introduce requisiti di trasparenza pre- e post-negoziazione per gli scambi su mercati regolamentati, MTF e OTF. I gestori del mercato e delle sedi di negoziazione sono tenuti a mettere a disposizione del pubblico i prezzi correnti di offerta e di vendita e i dati relativi alla

²⁰ Sul tema, v. MARINIS, Giovanni Berti de. La nuova trasparenza pre e post negoziale alla luce della Direttiva MiFID II e del regolamento MiFIR. In: TROIANO, Vincenzo; MOTRONI, Raimondo (a cura di). *La MiFID II. Rapporti con la clientela – regole di governance – mercati*, cit., p. 287, ss.

domanda sulla base di quei prezzi “in modo continuativo durante il normale orario di contrattazione” (art. 8 reg.).

Possono essere accordate esenzioni per le vendite a blocchi, per le indicazioni di interesse formulate in esito a richieste di quotazioni e per i sistemi di negoziazione vocale che superano determinati volumi così come per alcuni strumenti illiquidi (art. 9 reg.).

Anche in relazione agli strumenti in esame i gestori sono tenuti a pubblicare “i dettagli di tutte le operazioni in tempo reale, per quanto tecnicamente possibile” (art. 10 reg.).

- *I mercati di crescita delle PMI.* La nuova disciplina facilita l’accesso al capitale per le PMI e favorisce l’ulteriore sviluppo di mercati specializzati volti a soddisfare le esigenze dei piccoli e medi emittenti. Tali mercati, che in virtù della MiFID II sono di norma gestiti come sistemi multilaterali di negoziazione, sono generalmente noti come mercati di crescita delle PMI o mercati *junior* (art. 33 dir.).²¹ La creazione di una nuova sottocategoria di mercati di crescita per le PMI e la loro registrazione dovrebbero aumentarne la visibilità e il profilo nonché contribuire all’elaborazione di norme regolamentari comuni dell’Unione per gli stessi. Si segnala l’opportunità di prestare attenzione a come la regolamentazione futura dovrà favorire e promuovere ulteriormente l’utilizzo di tali mercati, in modo da renderli interessanti per gli investitori, da ridurre gli oneri amministrativi e da apprestare ulteriori incentivi per l’accesso da parte delle PMI ai mercati di capitali attraverso i mercati *junior*.

Secondo il legislatore della MiFID II occorre che i requisiti applicabili a tale nuova categoria di mercati prevedano sufficiente flessibilità per poter tener conto della gamma di modelli di mercato attualmente esistenti in Europa che hanno avuto particolare successo. Essi devono inoltre raggiungere il corretto equilibrio tra il mantenimento di livelli elevati di protezione degli investitori, essenziali per promuovere la fiducia di questi ultimi negli emittenti, e la riduzione degli oneri amministrativi non necessari per gli emittenti sugli stessi mercati. La prescrizione di ulteriori dettagli sui requisiti dei mercati di crescita delle PMI, come quelli relativi ai criteri di ammissione alle negoziazioni in tale mercato, è rimessa all’emanazione di atti delegati o di norme tecniche.²²

Considerata l’importanza di non incidere negativamente sui mercati già esistenti che hanno successo, il legislatore auspica che gli operatori di mercati orientati ad emittenti piccoli e medi possano continuare a fruire della possibilità

²¹ V. il considerando n. 132 dir.

²² Così il considerando n. 133 dir.

di gestirli in conformità dei requisiti della MiFID II, senza dover registrarsi come un mercato di crescita per le PMI. Le piccole e medie imprese emittenti non devono essere tenute a chiedere l'ammissione dei loro strumenti finanziari alla negoziazione su un mercato *junior*.²³

- *I fornitori di servizi di comunicazione dati*. Interessante per la sua innovatività è la disciplina dettata per i fornitori di servizi di comunicazione dati, soggetti ad autorizzazione e all'inserimento in un apposito registro nazionale e in un elenco tenuto dall'ESMA (art. 59 ss. dir.). Si tratta di soggetti che gestiscono un dispositivo/meccanismo di pubblicazione autorizzato (APA, art. 64 dir.), un sistema consolidato di pubblicazione (CTP, art. 65 dir.) o un meccanismo di segnalazione autorizzato (ARM, art. 66 dir.) (All. I, Sezione D, dir.). La *ratio* delle norme sembra essere questa. La prestazione di servizi di comunicazione dei dati fondamentali di mercato è considerata essenziale, affinché gli utenti possano ottenere una visione globale dell'attività di negoziazione su tutti i mercati finanziari dell'Unione e le autorità competenti possano ricevere informazioni accurate ed esaustive sulle operazioni. Di qui la necessità dell'autorizzazione e regolamentazione per assicurare il necessario livello di qualità.²⁴ In particolare, l'introduzione di meccanismi di pubblicazione autorizzati dovrebbe migliorare in termini di trasparenza la qualità delle informazioni pubblicate nel contesto OTC e contribuire in misura significativa ad assicurare che tali dati siano pubblicati in modo tale da facilitarne il consolidamento con quelli pubblicati dalle sedi di negoziazione.²⁵

5 Le negoziazioni a mezzo di algoritmi

Molto interessante è l'introduzione di norme per l'utilizzo di algoritmi per lo svolgimento delle negoziazioni (art. 17 dir.). La tecnologia della negoziazione ha subito una profonda evoluzione nell'ultimo decennio. Attualmente numerosi partecipanti al mercato utilizzano la negoziazione algoritmica. Questa è definita in maniera ampia, al fine di ricomprendere qualsiasi modalità di negoziazione in cui un algoritmo calcolato tramite computer determina automaticamente parametri individuali di ordini (ossia momento di immissione dell'ordine, tempi di esecuzione, prezzo o quantità dell'ordine) senza alcun intervento umano, pur se limitato (art.

²³ Cfr. il considerando n. 134 dir.

²⁴ Così il considerando n. 115 dir.

²⁵ In tal senso il considerando n. 116 dir.

4, §1, n. 39 dir.).²⁶ Questa definizione ricomprende inevitabilmente un numero elevato di sistemi elettronici.

I rischi derivanti dal ricorso a siffatta tecnologia sono ora oggetto di regolamentazione. Innanzi tutto, la negoziazione algoritmica viene intesa in un modo specifico in relazione alla disciplina in esame e al suo scopo: la sua definizione è pertanto indipendente da definizioni quali quella di “attività di supporto agli scambi (*market making*)” di cui al Regolamento n. 236/2012.²⁷ Le imprese di investimento che effettuano negoziazioni algoritmiche perseguendo una strategia di *market making* sono tenute ad attivare controlli e sistemi adeguati per siffatta attività. Esse devono svolgere la stessa in modo continuo in una fascia specifica dell’orario di contrattazione della sede di negoziazione, garantendo che detta fascia sia rilevante rispetto all’orario di contrattazione totale, tenuto conto della liquidità, delle dimensioni nonché della natura del mercato specifico e delle caratteristiche degli strumenti finanziari negoziati.²⁸

Un tipo specifico di negoziazione algoritmica è costituito dalla “negoziazione algoritmica ad alta frequenza” (art. 17, §2, comma 5, dir.), per la quale “un sistema di negoziazione analizza dati o segnali del mercato a velocità elevata per poi inviare o aggiornare un gran numero di ordini entro un tempo brevissimo in risposta all’analisi”.²⁹ Tale tecnica è caratterizzata da:

- a) Infrastrutture volte a ridurre al minimo le latenze di rete e di altro genere, compresa almeno una delle strutture per l’inserimento algoritmico dell’ordine: co-ubicazione, *hosting* di prossimità o accesso elettronico diretto a velocità elevata.
- b) Determinazione da parte del sistema dell’inizializzazione, generazione, trasmissione o esecuzione dell’ordine senza intervento umano per il singolo ordine o negoziazione, e
- c) elevato traffico infragiornaliero di messaggi consistenti in ordini, quotazioni o cancellazioni (art. 4, §1, n. 40 dir.).

Siffatta negoziazione contiene dunque requisiti quali l’inizializzazione, la generazione, la trasmissione e l’esecuzione dell’ordine che sono determinati dal

²⁶ V. in proposito il considerando 59 dir.: tale è quella svolta con un algoritmo informatizzato che determina automaticamente taluni aspetti di un ordine con intervento umano minimo o nullo; secondo lo stesso considerando, “l’utilizzo di algoritmi nel trattamento post-negoziazione delle operazioni eseguite non costituisce una negoziazione algoritmica”.

²⁷ UNIONE EUROPEA. Regolamento (UE) n. 236/2012 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 14 marzo 2012. Parlamento e Consiglio Europeo. Relativo alle vendite allo scoperto e a taluni aspetti dei contratti derivati aventi ad oggetto la copertura del rischio di inadempimento dell’emittente (*credit default swap*). GUUE L 86 del 24.3.2012, pag. 1; in argomento v. il considerando n. 60.

²⁸ Così il considerando n. 59 dir.

²⁹ V. il considerando n. 61 dir.

sistema senza intervento umano per ciascun singolo ordine o negoziazione, un tempo breve per la creazione e la liquidazione delle posizioni, un elevato indice giornaliero di rotazione del portafoglio, un elevato rapporto infragiornaliero ordini/operazioni e la chiusura del giorno di negoziazione in una posizione *flat*, o prossima a essa. Nel

[...] determinare che cosa costituisce un traffico infragiornaliero elevato di messaggi, si dovrebbe tenere conto dell'identità del cliente al quale è riconducibile l'attività in ultima analisi, della lunghezza del periodo di osservazione, della comparazione con l'attività complessiva del mercato durante tale periodo e della concentrazione o frammentazione relativa di attività.³⁰

La negoziazione algoritmica ad alta frequenza è generalmente utilizzata dagli operatori che impegnano capitale proprio per la negoziazione e, anziché essere una strategia in sé, consiste piuttosto nell'uso di tecnologie sofisticate per attuare strategie di negoziazione più tradizionali, come le attività di supporto agli scambi (*market making*) o l'arbitraggio.

Il ricorso della tecnica ad alta frequenza è facilitata dalla co-ubicazione degli impianti dei partecipanti al mercato in stretta vicinanza fisica al motore di confronto di una sede di negoziazione. Al fine di garantire condizioni di ordinato e corretto svolgimento delle negoziazioni, è indispensabile richiedere alle sedi di negoziazione di fornire tali servizi di co-ubicazione su base non discriminatoria, equa e trasparente (art. 48, §8, dir.).³¹

Siffatta nuova tecnica reca con sé ovviamente vantaggi e svantaggi. Quanto ai vantaggi, essa ha aumentato la velocità, la capacità e la complessità delle modalità di negoziazione degli investitori; ha consentito agli operatori dei mercati di facilitare l'accesso elettronico diretto agli stessi per i loro clienti mediante l'utilizzo dei loro sistemi di negoziazione oppure tramite l'accesso diretto ai mercati o l'accesso sponsorizzato.³² In generale, dunque questa tipologia di negoziazione

³⁰ Così il considerando n. 61 dir.

³¹ V. il considerando n. 62 dir.

³² Secondo l'art. 4, §1, n. 41: "l'accesso elettronico diretto" è "un accordo in base al quale un membro di una sede di negoziazione o un suo partecipante o cliente consente a una persona di utilizzare il proprio codice di negoziazione in modo da trasmettere per via elettronica ordini relativi a uno strumento finanziario direttamente alla sede di negoziazione e comprende gli accordi che implicano l'utilizzo da parte della persona dell'infrastruttura del membro, del partecipante o del cliente, o di qualsiasi sistema di collegamento fornito dal membro, partecipante o cliente per trasmettere gli ordini (accesso diretto al mercato) e gli accordi che non prevedono l'uso di una siffatta infrastruttura da parte di tale persona (accesso sponsorizzato)" (UNIONE EUROPEA. Diretiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014. Parlamento e Consiglio Europeo, Bruxelles, 15 mag. 2014. Disponibile: <<http://eur-lex.europa.eu/legal>

ha apportato vantaggi sia al mercato sia ai partecipanti, quali l'opportunità di una più ampia partecipazione agli scambi, un aumento di liquidità, dei differenziali più ridotti, una minore volatilità a breve termine e i mezzi per ottenere una migliore esecuzione degli ordini per i clienti.

Quanto agli svantaggi, tale tecnica è però anche fonte di una serie di problemi, quali un aumento del rischio di sovraccarico dei sistemi nelle sedi di negoziazione a causa del gran numero di ordini, i rischi che vengano generati ordini erronei o doppi o che comunque i sistemi non funzionino correttamente e generino così disordine nel mercato. Esiste inoltre il rischio che i sistemi di negoziazione algoritmica reagiscano in modo eccessivo ad alcuni eventi, esacerbando così la volatilità, qualora preesista un problema di mercato. Infine, come ogni altra tradizionale forma, anche la negoziazione algoritmica e quella ad alta frequenza, se non utilizzate correttamente, possono prestarsi a talune forme abusive di comportamento, vietate a norma del Regolamento n. 596/2014 sugli abusi di mercato.³³ Considerati i vantaggi in termini di informazione forniti a chi la pratica, la negoziazione ad alta frequenza può anche indurre gli investitori a scegliere di effettuare gli scambi nelle sedi dove possono evitare contatti con gli operatori che effettuano siffatte negoziazioni.

È pertanto opportuno sottoporre le tecniche ad alta frequenza che rispondono a determinate caratteristiche a uno speciale controllo regolamentare. Sebbene si tratti prevalentemente di tecniche basate sulla negoziazione per conto proprio, il controllo regolamentare deve riguardare anche i casi in cui l'esecuzione della tecnica è strutturata in modo tale da evitare che si svolga per conto proprio. Per mitigare tali rischi potenziali derivanti da un maggior ricorso alla tecnologia, la nuova disciplina ha approntato una combinazione di misure e controlli specifici del rischio diretti alle imprese che effettuano negoziazioni algoritmiche o adottano tecniche di negoziazione algoritmica ad alta frequenza e che forniscono un accesso elettronico diretto, e di altre misure dirette ai gestori delle sedi di negoziazione a cui tale imprese hanno accesso.³⁴ Gli interventi si diramano così in due direzioni.

content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:02014L0065-20160701&from=IT>. Accesso: 09.08.2017).

³³ L'art. 12, comma 2, lett. c, reg. n. 396/2014 ha esteso la definizione di manipolazione del mercato anche agli ordini di negoziazione effettuati attraverso mezzi elettronici, come le strategie di negoziazione algoritmiche e ad alta frequenza. In proposito, v. il considerando n. 68 dir.: "Al fine di garantire il mantenimento dell'integrità del mercato in seguito agli sviluppi tecnologici nei mercati finanziari, l'ESMA dovrebbe periodicamente avvalersi dei contributi degli esperti nazionali sugli sviluppi relativi alla tecnologia di negoziazione, compresa la negoziazione ad alta frequenza e le nuove pratiche suscettibili di costituire abusi di mercato, per identificare e promuovere strategie efficaci di prevenzione e trattamento di tali abusi".

³⁴ Cfr. il considerando n. 63 dir. UNIONE EUROPEA. Regolamento di Esecuzione (UE) n. 396/2014 della Commissione Europea, del 16 aprile 2014. Commissione Europea, Bruxelles, 15 mag. 2014. Disponibile: <<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014R0396&from=PT>>. Accesso: 09.08.2017.

Per un verso, al fine di potenziare la “resistenza”³⁵ dei mercati agli sviluppi tecnologici, le misure e i controlli devono rispecchiare gli orientamenti tecnici adottati dall’Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati ESMA,³⁶ emanati nel febbraio 2012 ed intitolati “Sistemi e controlli in un ambiente di negoziazione automatizzato per piattaforme di negoziazione, imprese di investimento e autorità competenti”.³⁷ È importante poi che tutte le imprese che effettuano negoziazioni algoritmiche ad alta frequenza siano autorizzate (art. 44, 48 dir.). Tale autorizzazione deve garantire che siano soggette ai requisiti di organizzazione previsti dalla MiFID II e ad un’adeguata vigilanza. Tuttavia, gli enti che sono autorizzati e controllati a norma del diritto europeo sul settore finanziario ed esenti dall’applicazione della MiFID, ma che effettuano negoziazioni algoritmiche, devono essere soggetti alle misure e ai controlli volti a contrastare il rischio specifico derivante da tali tipi di negoziazione. In tal senso, l’ESMA è chiamata a svolgere un importante ruolo di coordinamento, definendo le idonee dimensioni dello scostamento di prezzo, così da assicurare l’ordinato funzionamento dei mercati dell’Unione.³⁸ Proprio al fine di assicurare una vigilanza efficace e di consentire alle autorità competenti di adottare misure adeguate e tempestive contro le strategie algoritmiche difettose o scorrette, è necessario segnalare tutti gli ordini generati mediante negoziazione algoritmica. Attraverso la segnalazione, le autorità competenti sono in grado di identificare e distinguere gli ordini provenienti da algoritmi differenti e di ricostruire e valutare efficacemente le strategie utilizzate dagli operatori che adottano siffatte negoziazioni. Ciò dovrebbe attenuare il rischio che gli ordini non siano assegnati inequivocabilmente a una strategia algoritmica o a un operatore. La segnalazione consente alle autorità competenti di reagire in modo efficiente ed efficace contro le strategie di negoziazione algoritmica che costituiscono un comportamento vietato o creano rischi per il corretto funzionamento del mercato.³⁹

Per l’altro, sia le imprese di investimento, sia le sedi di negoziazione devono provvedere affinché siano messe in atto solide misure per assicurare che le tecniche di negoziazione algoritmica o di negoziazione algoritmica ad alta

³⁵ L’art. 48 dir. discorre di “Resilienza dei sistemi” e di “interruttori di circuito”, mentre nella versione tedesca della MiFID II sono utilizzate le espressioni “Belastbarkeit der Systeme” e “Notfallsicherungen (‘circuit breakers’)", ossia di capacità di resistenza dei sistemi e di interruttori di sicurezza.

³⁶ V. MEZZACAPO, Simone. La regolamentazione dell’algorithmic trading nell’UE. In: TROIANO, Vincenzo; MOTRONE, Raimondo (a cura di). *La MiFID II. Rapporti con la clientela – regole di governance – mercati*, cit., p. 341 ss.

³⁷ EUROPEAN UNION. *Guidelines, Systems and controls in an automated trading environment for trading platforms, investment firms and competent authorities*. ESMA – European Securities and Markets Authority. Disponibile: <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/esma_2012_122_en.pdf>. Accesso: 09.08.2017.

³⁸ V. il considerando n. 63 dir.

³⁹ Così, il considerando n. 67 dir.

frequenza non creino un mercato disordinato e non possano essere utilizzate per porre in essere comportamenti abusivi o vietati dalle sedi di negoziazione ad esse collegate. Le sedi di negoziazione devono inoltre garantire che i loro sistemi di negoziazione siano resistenti e adeguatamente testati per far fronte ad un aumento del flusso degli ordini o a condizioni critiche dei mercati e che presso le sedi di negoziazione siano in funzione degli interruttori per arrestare temporaneamente o vincolare le negoziazioni se si verificano all'improvviso movimenti di prezzo inattesi (art. 17, §1, dir.).⁴⁰

Oltre alle predette misure, la nuova disciplina vieta alle imprese di investimento di fornire ai clienti un accesso elettronico diretto ai mercati, se tale accesso non è soggetto a sistemi e controlli adeguati. Indipendentemente dalla forma di accesso elettronico diretto fornito, le imprese devono valutare e riesaminare l'idoneità dei clienti che utilizzano tale servizio e provvedere affinché siano imposti controlli del rischio connesso all'utilizzo del servizio: senza tali controlli, è vietato l'accesso elettronico diretto. Esse sono anche responsabili per le negoziazioni effettuate dai loro clienti mediante l'uso dei loro sistemi o l'utilizzo dei loro codici di negoziazione (art. 17, §5, commi 1 e 2, dir.). Requisiti di organizzazione dettagliati concernenti tali nuove forme di negoziazione devono essere prescritti in modo più circostanziato nelle norme tecniche di regolamentazione. In tal modo si assicura che i requisiti possano essere modificati in funzione della necessità di tener conto tempestivamente di ulteriori innovazioni e sviluppi in tale settore.⁴¹

6 I servizi e attività d'investimento e gli strumenti finanziari

La Direttiva introduce un nuovo servizio di investimento consistente nella gestione di sistemi organizzati di negoziazione (*Organised Trading Facilities* o OTF) e una nuova categoria di strumenti finanziari rappresentati dalle quote di emissione. Inoltre, la novella ha sottoposto ad un regime più restrittivo i derivati, in particolare quelli sulle materie prime, e i *market maker*.

Poiché la gestione di OTF rientra nel novero dei servizi di investimento (All. I, Sez. A, n. 9 dir.), essa diviene pertanto attività riservata ad intermediari autorizzati. Un OTF è un nuovo tipo di piattaforma di negoziazione introdotto dalla MiFID II. Esso è definito come un sistema multilaterale diverso da un mercato regolamentato e da un sistema multilaterale di negoziazione (un sistema multilaterale gestito da un'impresa di investimento o da una società di gestione

⁴⁰ V. il considerando 64 dir.

⁴¹ Cfr. il considerando n. 66 dir.

di mercati regolamentati che consente l'incontro al suo interno e in base a regole non discrezionali di interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziati, consentendo la conclusione di contratti). Un OTF è pertanto un sistema multilaterale di negoziazione che consente l'incontro di richieste di acquisto o vendita di strumenti finanziari da parte di una pluralità di soggetti terzi, o una piattaforma di negoziazione semplice rispetto alle due predette strutture di mercato, in quanto privo di una struttura definita e svincolato dalla disciplina prevista per gli altri sistemi.⁴²

Come si nota in prima battuta, la definizione è volutamente ampia ed è volta a ricomprendere i sistemi che allo stato attuale non sono oggetto di disciplina, inclusi quelli che utilizzano negoziazioni in forma orale o elettronica.

Si è lungamente discusso dell'opportunità di limitare la definizione di OTF ai soli sistemi che consentono la negoziazione di obbligazioni, prodotti strutturati, quote di emissione e derivati ovvero di estenderla all'intera categoria degli strumenti finanziari. Questo secondo orientamento mirava a eliminare i vuoti normativi che hanno consentito il proliferare nel tempo di *dark pools* nei mercati azionari. L'orientamento meno rigoroso è prevalso e, allo stato, gli OTF sono unicamente dedicati alla negoziazione di obbligazioni, prodotti finanziari, quote di emissione e derivati.

Le quote di emissioni "consistono di qualsiasi unità riconosciuta conforme ai requisiti della direttiva 2003/87/CE (sistema per lo scambio di emissioni)" (All. I, Sez. C, n. 11 dir.). La MiFID II introduce una disciplina specifica di dette quote di emissioni e di contratti derivati aventi ad oggetto le stesse allo scopo di contrastare pratiche irregolari invalse nel mercato secondario a pronti delle quote che possono minare la fiducia del pubblico nei sistemi di negoziazioni delle stesse.

La MiFID II ha istituito un sistema europeo armonizzato che limita le posizioni detenute di derivati sulle materie prime (*commodity*), per contribuire a determinare un *pricing* ordinato ed a prevenire gli abusi di mercato, riducendo così le speculazioni sulle materie prime e le sue conseguenze disastrose per i paesi più poveri del pianeta. Sono stati inoltre modificati in senso restrittivo taluni regimi di esenzione applicabili agli intermediari che negoziano materie prime e ai *market maker*. Più in generale, la nuova normativa sui derivati li avvicina

⁴² La definizione di sistema organizzato di negoziazione contenuta nell'art. 4, §1, n. 23 dir. è la seguente: "un sistema multilaterale diverso da un mercato regolamentato o sistema multilaterale di negoziazione che consente l'interazione tra interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a obbligazioni, strumenti finanziari strutturati, quote di emissione e strumenti derivati, in modo da dare luogo a contratti conformemente al titolo II della presente direttiva" (UNIONE EUROPEA. Diretiva 2014/65/UE, del 15 maggio 2014. Parlamento Europeo e Consiglio, Bruxelles, il 15 maggio 2014. Disponibile: <<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014L0065&from=PT>>. Accesso: 08.08.2017).

sempre di più agli altri strumenti finanziari dal punto di vista della loro sottoposizione a controlli.

7 La “protezione degli investitori”

La MiFID II si propone espressamente anche di rafforzare la “protezione degli investitori”.⁴³ Questo è uno degli obiettivi più rilevanti perseguiti dalla nuova disciplina con diversi approcci.

- *Principi generali di comportamento.* Innanzi tutto, quando prestano servizi di investimento o servizi accessori ai clienti, le imprese di investimento devono rispettare i seguenti principi (art. 24 dir.):
- Devono agire in modo onesto, equo, ossia nel rispetto dell'equilibrio contrattuale, e professionale⁴⁴ per servire al meglio gli interessi dei loro clienti (art. 24, §1, dir.).

⁴³ In argomento, v. BAMBERGER, Heinz. Grundlagen des Banken und Kapitalmarkts im 21. Jahrhundert. In: DERLEDER, Peter; KNOPS, Kai-Oliver; BAMBERGER, Heinz (a cura di). *Deutsches und europäisches Bank und Kapitalmarktrecht*, 1, cit., p. 1 ss.; RICCIUTO, Vincenzo. *La tutela dell'investitore finanziario. Prime riflessioni su contratto, vigilanza e regolazione del mercato nella c.d. MiFID II*; SERRANO, Agustín Luna. *Profili generali della tutela del consumatore nei servizi di investimento*; e CAPRIGLIONE, Francesco. *Prime riflessioni sulla MiFID II (tra aspettative degli investitori e realtà normativa)*. TROIANO, Vincenzo; MOTRONI, Raimondo (a cura di). *La MiFID II. Rapporti con la clientela – regole di governance – mercati*, cit., rispettivamente a p. 3 ss., p. 15 ss., e p. 171 ss.

⁴⁴ Questa disposizione, che riproduce in modo sostanzialmente identico l'art. 19, §1, MiFID, è stata tradotta con formule sensibilmente differenti nelle lingue dell'Unione. In particolare, queste sono le versioni: tedesca “ehrlich, redlich, professionell”, spagnola “honestidad, imparcialidad y profesionalidad”, inglese: “honestly, fairly, professional”, francese “honnête, équitable et professionnelle”, portoghese “honesto, equitativa e profissional”, danese “ærligt, redeligt og professionelt”, olandese “eerlijke, billijke en professionele” e svedese “hederligt, rättvist och professionellt”. In sede di recepimento dell'art. 19, §1, MiFID, nel vigente art. 21, comma 1, let. a, tuf è stata adottata la seguente scelta: gli intermediari devono “comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza”. Forse è possibile elaborare una diversa formulazione, che sia più aderente al testo della MiFID II. Per il termine equo si può notare come emergano delle soluzioni differenti nelle varie lingue: si va dal tedesco *redlich* e dall'inglese *fairly*, che richiamano in generale la lealtà e la correttezza, allo spagnolo *imparcialidad*, che significa imparzialità ma anche equità ed onoratezza, fino allo svedese *rättvist* e all'olandese *billijke* che corrispondono ad equo ma anche a corretto. Dal punto di vista linguistico è dunque difficile individuare in modo univoco il senso del termine *de quo*. Dal punto di vista interpretativo, qualora si opti per il termine equo, che peraltro già è utilizzato in altre direttive (a suo tempo anche dall'art. 11 dir. 93/22/CEE), questo potrebbe forse essere inteso nel senso di equilibrio contrattuale (sul quale, cfr. DI NELLA, Luca. *Mercato e autonomia contrattuale nel diritto comunitario*, cit., p. 423 ss.). Per il termine “onesto” una possibile soluzione potrebbe essere quella di correttezza, ossia buona fede in senso oggettivo, dato il senso morale sotteso all'onestà e il suo riferimento all'agire, quindi ad un comportamento più che ad un atteggiamento soggettivo dell'impresa di investimento. In merito a “professionale” sembra invece potersi agevolmente prospettare un richiamo alla diligenza professionale di cui all'art. 1176, comma 2, cod. civ. Così, una diversa possibile declinazione del recepimento dell'art. 24, §1, dir. potrebbe essere la seguente: l'intermediario deve agire “nel rispetto della buona fede, dell'equilibrio contrattuale e della diligenza professionale”. Per potere prendere una posizione più fondata in argomento occorrerà però attendere l'emanazione degli “atti delegati” che la Commissione

- Devono fornire tempestivamente informazioni appropriate, corrette, chiare e non fuorvianti (art. 24, §4, dir.).

Va da se che sui principi, specie su quelli relativi all'informazione, impattano le norme attuative, che in parte ne possono circoscrivere la portata (art. 24, §§13 e 14, dir.).

- *Le regole di informazione.* Tutte le informazioni, comprese le comunicazioni di *marketing* che devono essere chiaramente identificabili come tali, indirizzate dalle imprese di investimento a clienti o potenziali clienti sono corrette, chiare e non fuorvianti (art. 24, §3, dir.).⁴⁵

Le informazioni sugli strumenti finanziari proposti ai clienti devono comprendere opportuni orientamenti e avvertenze sui rischi associati agli investimenti relativi a tali strumenti finanziari o a determinate strategie di investimento, e l'indicazione se gli strumenti finanziari siano destinati alla vendita al dettaglio o alla clientela professionale, tenendo conto del previsto mercato *target* (art. 24, comma 1, §4, lett. *b*, dir.).

Le informazioni su tutti i costi e gli oneri connessi devono comprendere informazioni relative sia ai servizi d'investimento che ai servizi accessori, anche sul costo eventuale della consulenza, ove rilevante, sul costo dello strumento finanziario raccomandato o offerto in vendita al cliente e sulle modalità di pagamento da parte di quest'ultimo, includendo anche eventuali pagamenti a terzi (art. 24, §4, comma 2, lett. *c*, dir.).

Le informazioni sui costi e oneri, compresi quelli connessi al servizio d'investimento e allo strumento finanziario, non causati dal verificarsi di un rischio di mercato sottostante, devono essere presentate in forma aggregata per permettere al cliente di conoscere il costo totale e il suo effetto complessivo sul rendimento e, se il cliente lo richiede, in forma analitica. Là dove applicabile, tali informazioni sono fornite al cliente con periodicità regolare, e comunque almeno annuale, per tutto il periodo dell'investimento. (art. 24, §4, comma 2, dir.).

La MiFID II introduce anche requisiti più stringenti in materia di *cross-selling* e rafforza gli obblighi di registrazione telefonica e registrazioni elettroniche degli ordini dei clienti (art. 16, §6, 7, dir.).

dovrà emanare in materia seguendo le indicazioni di cui all'art. 24, §§13 e 14, dir., i quali potrebbero fornire ulteriori elementi di valutazione.

⁴⁵ In argomento, v. UDA, Giovanni Maria. L'informativa alla clientela in relazione ai servizi di investimento. In: TROIANO, Vincenzo; MOTRONI, Raimondo (a cura di). *La MiFID II. Rapporti con la clientela – regole di governance – mercati*, cit., p. 27 ss.; POPPELE, Mauritz Christopher. *Kapitalmarktinvestmentprodukte. Horizontaler Privatanlegerschutz im Lichte der MiFID II*, cit., p. 345 ss.

- *La product governance*.⁴⁶ Nel quadro complessivo della MiFID II la distribuzione dei prodotti, in particolare di quelli complessi, trova una peculiare ed innovativa disciplina sia a livello di regolazione del mercato e di organizzazione delle imprese di investimento, sia a livello microsistemico dei rapporti con i clienti.⁴⁷

Significative sono le disposizioni per le quali le imprese di investimento sono tenute ad attenersi a regole più severe per assicurare che i clienti possano fare affidamento sul fatto che i prodotti offerti siano maggiormente adeguati alle loro esigenze e caratteristiche e che i beni nei quali investono siano adeguatamente protetti.⁴⁸ Vi è dunque una sorta di valutazione di adeguatezza del prodotto effettuata sia in sede di concepimento e di modifica dello stesso, sia in sede di distribuzione. La prima è svolta in astratto, giacché è rapportata ad una generica categoria di clienti potenziali; anche la seconda è svolta in astratto, ma in riferimento ai concreti gruppi di clienti degli intermediari.

In particolare, le imprese che creano strumenti finanziari per la vendita alla clientela devono far sì che i prodotti siano concepiti per soddisfare le esigenze di un determinato mercato di riferimento di clienti finali e che la strategia di distribuzione

⁴⁶ Sul tema, v. TROIANO, Vincenzo. *La product governance*. In: TROIANO, Vincenzo; MOTRONI, Raimondo (a cura di). *La MiFID II. Rapporti con la clientela – regole di governance – mercati*, cit., p. 213 ss.

⁴⁷ In proposito, sia consentito rinviare a DI NELLA, Luca. *Le regole comportamentali nella distribuzione di prodotti finanziari complessi*. In: TROIANO, Vincenzo; MOTRONI, Raimondo (a cura di). *La MiFID II. Rapporti con la clientela – regole di governance – mercati*, cit., p. 113 ss.

⁴⁸ Sul tema dei prodotti complessi, il Comitato dell'ESMA che si occupa dell'analisi dei mercati (CEMA, *Committee for Economic and Markets Analysis*) ha rilevato che negli ultimi anni vi è stata una progressiva estensione alla clientela al dettaglio di prodotti di investimento prima riservati ai clienti istituzionali o professionali (c.d. processo di “*retailisation*”). Sulla scorta del predetto studio, l'ESMA ha pubblicato due importanti *Opinion* sulla questione della produzione e distribuzione dei prodotti complessi. L'*Opinion* sulle *MiFID practices for firms selling complex products* del 7 febbraio 2014 (ESMA. *Opinion. MiFID practices for firms selling complex products*, ESMA 2014/146, 7 febbraio 2014, Disponibile: <http://www.esma.europa.eu/system/files/ipisc_complex_products_-_opinion_20140105.pdf>. Accesso: 15.08.2017), individua una definizione di prodotti complessi, approcciandola in prima battuta in negativo. Tali sono quelli che non presentano le caratteristiche dei prodotti non complessi di cui agli artt. l'art. 19, §6, MiFID e 38 dir. 2006/73/CE. La definizione è poi specificata con descrizioni generali e integrata con elenchi esemplificativi. L'*Opinion* evidenzia la necessità di adottare specifiche cautele e presidi organizzativi rafforzati, anche di controllo interno, volti ad assicurare, nel concreto, la cura diligente e professionale dell'interesse della clientela in sede di distribuzione di prodotti finanziari complessi. L'*Opinion* avente ad oggetto *Structured Retail Products – Good practices for product governance arrangements*, del 27 marzo 2014 (ESMA. *Opinion. Structured Retail Products – Good practices for product governance arrangements*, ESMA 2014/332, 27 marzo 2014, Disponibile: <http://www.esma.europa.eu/system/files/2014-332_esma_opinion_structured_retail_products_good_practices_for_product_governance_arrangements.pdf>. Accesso: 15.08.2017), illustra le attività utili ad assicurare la cura dell'interesse degli investitori e ad evitare prassi pregiudizievoli nelle fasi di ideazione dei prodotti strutturati e di commercializzazione degli stessi. Nel richiamare l'importanza di un processo di *design* dei prodotti guidato dalla “domanda”, il documento evidenzia, fra l'altro, la centralità della *product governance* e, in tale ambito, di un robusto *product testing*, di un approfondito scambio informativo con i distributori e di un monitoraggio durante il ciclo di vita del prodotto.

sia compatibile con il relativo *target*.⁴⁹ L'impresa d'investimento adotta inoltre misure ragionevoli per assicurare che lo strumento finanziario sia distribuito ai clienti all'interno del mercato di riferimento (art. 24, §2, comma 1, dir.). A tal fine, le imprese sono tenute ad adottare peculiari accorgimenti organizzativi.

Tali imprese adottano, esercitano e controllano un processo di approvazione per ogni strumento finanziario e per ogni sua modifica significativa, prima e durante la loro commercializzazione o distribuzione alla clientela (art. 16, §3, comma 2, dir.). Il processo di approvazione del prodotto precisa per ciascuno strumento finanziario il determinato mercato di riferimento di clienti finali all'interno della pertinente categoria di clienti e garantisce che tutti i rischi specificamente attinenti a tale *target* siano stati analizzati e che la prevista strategia di distribuzione sia coerente con il *target* stesso (art. 16, §3, comma 3, dir.).

L'impresa di investimento è tenuta a riesaminare regolarmente gli strumenti finanziari da essa offerti o commercializzati, tenendo conto di qualsiasi evento che possa incidere significativamente sui rischi potenziali per il mercato *target*, onde almeno valutare se lo strumento finanziario resti coerente con le esigenze del *target* prescelto e se la prevista strategia distributiva continui ad essere quella appropriata (art. 16, §3, comma 3, dir.). Le imprese di investimento emittenti mettono a disposizione dei distributori tutte le necessarie informazioni sullo strumento finanziario e sul suo processo di approvazione, compreso il suo mercato *target* (art. 16, §5, comma 1, dir.).

Invece, l'impresa che raccomanda od offre strumenti finanziari creati da altri, deve conoscerli, valutarne la compatibilità con le esigenze della clientela cui fornisce servizi, tenendo conto del mercato di riferimento dei clienti finali, e fare in modo che tali strumenti finanziari siano offerti o raccomandati soltanto quando ciò sia nell'interesse degli stessi (art. 24, §2, comma 2, dir.). Anche qui è imposta l'adozione di peculiari accorgimenti organizzativi. Le suddette imprese adottano opportune disposizioni per ottenere le informazioni menzionate al quinto comma dell'art. 16 dir. e per comprendere le caratteristiche e il mercato *target* identificato di ciascuno strumento finanziario (art. 16, §3, comma 6, dir.).⁵⁰

Qualora l'intermediario abbia deciso di inserire nella propria gamma d'offerta prodotti complessi o strutturati, si deve prestare un'attenzione rafforzata, nel rispetto comunque di tutti i presidi indicati dall'ESMA in materia.⁵¹ Così, in linea

⁴⁹ V. MÖLLERS, Thomas M. J.; POPPELE, Mauritz Christopher. *Paradigmenwechsel durch MiFID II: divergierende Anlegerleitbilder und neue Instrumentarien wie Qualitätskontrolle und Verbote*, cit., p. 437 ss.

⁵⁰ V. KURZ, Antje-Irina. *MiFID II – Auswirkungen auf den Vertrieb von Finanzinstrumenten*, cit., p. 1.182 ss.

⁵¹ Sui prodotti complessi, sia consentito rinviare ancora a DI NELLA, Luca. *Le regole comportamentali nella distribuzione di prodotti finanziari complessi*, cit., p. 127 ss.: in sintesi, il concetto di prodotto complesso è incentrato su strutture che rendono di difficile comprensione i rischi e le probabilità di rendimento e

con le indicazioni dell'*Opinion* sulle *selling practices*⁵² gli accordi conclusi fra produttore e distributore per la configurazione della remunerazione dell'attività distributiva saranno articolati in maniera tale da non determinare un innalzamento del conflitto di interesse (ad esempio, in ragione di più favorevoli modalità di remunerazione per il distributore).⁵³ Nello specifico contesto andrà quindi gestito con apposita cura, non affidandosi esclusivamente alle regole di trasparenza, il peculiare conflitto derivante dal possibile doppio ruolo assunto dall'intermediario, specie se bancario, di emittente e prestatore di servizi di investimento, in una fase connotata da possibili necessità di acquisizione di risorse patrimoniali e per il *funding*.⁵⁴

Le politiche, i processi e le disposizioni adottate dalle imprese che creano i prodotti e da quelle che li raccomandano od offrono non esimono dal rispetto di tutti gli altri obblighi previsti dalla MiFID II e dal regolamento n. 600/2014 (MiFIR), compresi quelli relativi all'informativa, ai giudizi di adeguatezza e di appropriatezza, all'identificazione e gestione di conflitti di interesse e agli indebiti incentivi (art. 16, §3, comma 7, dir.). Va precisato che in effetti la valutazione di adeguatezza dello strumento rispetto al profilo ed alle esigenze del concreto cliente resta centrale e non può pertanto considerarsi assolta per la generica appartenenza di quest'ultimo al *target* di clienti per i quali il prodotto è stato astrattamente elaborato.

L'impresa di investimento deve inoltre garantire e dimostrare alle autorità competenti, dietro loro richiesta, che le persone fisiche che forniscono consulenza alla clientela in materia di investimenti o informazioni su strumenti finanziari, servizi d'investimento o accessori per conto della stessa sono in possesso delle conoscenze e competenze necessarie ad adempiere ai loro obblighi ai sensi degli artt. 24 e 25 dir. In sede di attuazione, gli Stati membri devono pubblicare i criteri da utilizzare per valutare tali conoscenze e competenze (art. 25, §1, dir.).

su elementi rivelativi della complessità, quali l'effetto leva nella determinazione del *pay-off*, opacità del sottostante e difficile liquidabilità dell'investimento (p. 131).

⁵² Cfr. ESMA. *Opinion "MiFID practices for firms selling complex products"*, cit., §n. 19.

⁵³ Sul conflitto di interessi, cfr. FRISCH, S. Compliance. In: DERDELER, Peter; KNOPS, Kai-Oliver; BAMBERGER, Heinz. *Deutsches und europäisches Bank und Kapitalmarktrecht*, 1, cit., pp. 420 ss., specie p. 423, e 475 ss.; GINEVRI, Andrea Sacco. Il conflitto di interessi tra intermediari finanziari e clienti nella MiFID II. In: TROIANO, Vincenzo; MOTRONI, Raimondo (a cura di). *La MiFID II. Rapporti con la clientela – regole di governance – mercati*, cit., p. 471 ss.

⁵⁴ Cfr. al riguardo anche il documento del *Joint Committee* delle tre *European Supervisory Authorities* (ESMA, EBA ed EIOPA) del 31 luglio 2014, intitolato "Placement of financial instruments with depositors, retail investors and policy holders – Self placement", p. 1 ss., specie 3 ss., sui rischi cui sono esposti i consumatori nelle ipotesi di *self placement* degli intermediari. Disponibile: <<https://www.eba.europa.eu/documents/10180/15736/JC+2014+062+%28Self+placement++Reminder+to+financial+institutions+FINAL%29.pdf>>. Accesso: 08.08.2017).

- *I poteri delle autorità e la product intervention.*⁵⁵ In generale, la nuova disciplina rafforza i poteri di vigilanza delle autorità nazionali e dell'ESMA: in particolare, completa l'introduzione degli obblighi di *governance* dei prodotti con la previsione della facoltà in capo ai predetti enti di effettuare valutazioni circa il merito dei prodotti offerti e di agire di conseguenza. Le autorità possono dunque intervenire come segue (art. 69, §2, lett. *k, m, n, s, t*, dir.):
 - “Esigere la cessazione temporanea o permanente di pratiche o condotte che l'autorità competente considera contrarie alle disposizioni del regolamento (UE) n. 600/2014 e alle disposizioni adottate ai fini dell'attuazione della presente direttiva ed impedire il ripetersi di tali pratiche o condotte” (lett. *k*).
 - “Richiedere la sospensione delle negoziazioni di uno strumento finanziario” (lett. *m*).
 - “Richiedere l'esclusione di uno strumento finanziario dalla negoziazione, sia in un mercato regolamentato che nell'ambito di altri dispositivi di negoziazione” (lett. *n*).
 - “Sospendere la commercializzazione o la vendita di strumenti finanziari o depositi strutturati qualora le condizioni di cui agli articoli 40, 41 o 42 del regolamento (UE) n. 600/2014 siano soddisfatte” (lett. *s*).
 - “Sospendere la commercializzazione o la vendita di strumenti finanziari o depositi strutturati qualora l'impresa di investimento non abbia sviluppato o applicato un processo di approvazione del prodotto efficace o non abbia altrimenti rispettato le disposizioni di cui all'articolo 16, paragrafo 3” (lett. *t*).

In sintesi, le autorità e l'ESMA hanno il potere di sospendere o escludere dalla negoziazione un prodotto finanziario e di vietare lo svolgimento di quelle attività che ritengono idonee a compromettere la stabilità e l'integrità dei mercati, l'ordinato corso delle negoziazioni di borsa e gli interessi degli investitori.

- *La classificazione dei clienti.* La nuova disciplina non consente di qualificare automaticamente gli enti locali come clienti professionali o controparti qualificate, salvo che essi abbiano specificamente optato per il relativo regime e l'impresa di investimento abbia verificato la sussistenza in capo agli stessi dei necessari requisiti di esperienza e competenza.⁵⁶

⁵⁵ V. GUARRACINO, Francesco. I poteri di intervento sui prodotti finanziari (la c.d. product intervention). In: TROIANO, Vincenzo; MOTRONI, Raimondo (a cura di). *La MIFID II. Rapporti con la clientela – regole di governance – mercati*, cit., p. 231 ss.

⁵⁶ V. l'Allegato II, Sez. II.1 dir.: “I clienti diversi da quelli inclusi alla sezione I, compresi gli organismi del settore pubblico, le autorità pubbliche locali, i comuni e i singoli investitori privati, possono anch'essi

- *Le controparti qualificate.* L'obbligo di agire secondo canoni di equità e onestà (art. 30, §2, dir.) e di fornire informazioni chiare, comprensibili e non fuorvianti, al fine di consentire ragionevolmente al cliente di comprendere la natura del servizio di investimento e del tipo specifico di strumento finanziario proposto, nonché i rischi connessi, per fargli “prendere le decisioni in materia di investimenti con cognizione di causa” (art. 24, §§4, 5 dir.) viene esteso anche alle controparti qualificate, le quali beneficiano anche dei diritti di informazione e di rendicontazione periodica dovuti nella prestazione di servizi di investimento (art. 25, §6, dir.) (art. 30, §§1 e 2, dir.).
- *La consulenza indipendente.* Fortemente innovative sono le norme che contemplano la possibilità per le imprese di investimento di erogare agli investitori, oltre a quella classica, anche una consulenza che sia di natura “indipendente”, quindi “neutrale”, nonché basata su un’analisi del mercato ampia o più ristretta delle varie tipologie di strumenti finanziari, e in particolare se la gamma è limitata agli strumenti finanziari emessi o forniti da entità che hanno stretti legami con l’impresa di investimento o altro stretto rapporto legale o economico, come un rapporto contrattuale talmente stretto da comportare il rischio di compromettere l’indipendenza della consulenza prestata [art. 24, §4, lett. a, i), ii), 25 dir.].⁵⁷

Alle imprese è lasciata la scelta del tipo di consulenza da erogare, ossia se indipendente o classica, ciò che potrebbe giocare un importante ruolo nell’implementare la concorrenza tra gli intermediari. Le imprese di investimento sono pertanto tenute a specificare se la consulenza è resa su base indipendente e se essa viene elaborata sulla base di un’analisi generale di tipologie diversificate di strumenti finanziari ovvero su una gamma di prodotti più ristretta. Il requisito dell’indipendenza è determinato sulla base di diversi fattori, tra cui il fatto che gli investimenti siano selezionati tra una gamma diversificata di strumenti finanziari e l’assenza di *inducements*.

- *La execution only.* La possibilità di effettuare l’esecuzione o la ricezione e trasmissione di ordini dei clienti secondo lo schema dell’*execution only* è relativamente limitata a un numero più ristretto di strumenti finanziari,

essere autorizzati a rinunciare ad alcune delle protezioni previste dalle norme di comportamento delle imprese” (UNIONE EUROPEA. Diretiva 2014/65/UE, del 15 maggio 2014. Parlamento Europeo e Consiglio, Bruxelles, il 15 maggio 2014. Disponibile: <<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014L0065&from=PT>>. Accesso: 08.08.2017).

⁵⁷ BAMBERGER, Heinz George. Anlageberatung. In: DERLEDER, Peter; KNOPS, Kai-Oliver; BAMBERGER, Heinz George. *Deutsches und europäisches Bank und Kapitalmarktrecht*, 2, cit., p. 3 ss.; SICLARI, Domenico. La consulenza finanziaria indipendente nella MiFID II alla prova dei fatti. In: TROIANO, Vincenzo; MOTRONI, Raimondo (a cura di). *La MiFID II. Rapporti con la clientela – regole di governance – mercati*, cit., p. 515 ss.

tramite l'esclusione di quelli collegati a derivati, ma resta comunque troppo ampio il campo di applicazione e pericolosa l'assenza totale di informazioni al cliente (art. 25, §4 dir.).⁵⁸ In ogni caso, va precisato che l'applicazione di tali regole deve sempre essere bilanciata con la buona fede, che sicuramente impone il rispetto quanto meno degli obblighi di protezione degli interessi del cliente.⁵⁹

- *La best execution.* Quanto alla strategia di esecuzione degli ordini, la MiFID II introduce numerose innovazioni per le imprese di investimento che eseguono gli ordini della clientela (art. 27 dir.). In particolare, la *execution policy* deve essere formulata con chiarezza, essere sufficientemente dettagliata e con modalità che ne rendano agevole la comprensione (art. 27, §5, comma 2, dir.).⁶⁰

⁵⁸ V. il considerando n. 80: "Le imprese di investimento sono autorizzate a prestare servizi di investimento che consistono unicamente nell'esecuzione e/o nella ricezione e trasmissione di ordini dei clienti, senza che sia necessario ottenere informazioni sulle conoscenze e l'esperienza del cliente al fine di valutare l'adeguatezza del servizio o dello strumento finanziario proposto. Poiché tali servizi comportano una riduzione considerevole delle protezioni dei clienti, è opportuno migliorare le condizioni della loro prestazione. È in particolare opportuno escludere la possibilità di prestare tali servizi insieme al servizio accessorio consistente nella concessione di crediti o prestiti agli investitori per consentire loro di effettuare una transazione a cui partecipa l'impresa di investimento, in quanto ciò aumenta la complessità della transazione e rende più difficile la comprensione del rischio ad essa associato. È altresì opportuno definire più precisamente i criteri di selezione degli strumenti finanziari cui tali servizi si dovrebbero riferire al fine di escludere taluni strumenti finanziari, compresi quelli che incorporano uno strumento derivato o una struttura che rende difficile per il cliente comprendere il rischio associato, azioni di imprese che non sono organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM) (organismi di investimento collettivo diversi dagli OICVM) e OICVM strutturati di cui all'articolo 36, paragrafo 1, comma 2, del regolamento (UE) n. 583/2010 della Commissione. Il trattamento di taluni OICVM quali prodotti complessi lascia impregiudicata una futura normativa unionale che definisca la portata e le norme applicabili a tali prodotti" (UNIONE EUROPEA. Diretiva 2014/65/UE, del 15 maggio 2014. Parlamento Europeo e Consiglio, Bruxelles, il 15 maggio 2014. Disponibile: <<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014L0065&from=PT>>. Accesso: 08.08.2017).

⁵⁹ In argomento, v. BUCK-HEEB, Petra. *Discount-Broking, Execution-only-Geschäft, beratungsloser Wertpapiervertrieb – Aufklärungs – und Warnpflichten der Banken.* Kölner Schrift zum Wirtschaftsrecht, vol. 6, 2015, I, p. 131 ss., la quale afferma che anche in ipotesi di servizio erogato in modalità *execution only* gravano comunque sulle banche *Aufklärungs und Warnpflichten*.

⁶⁰ Cfr. il considerando n. 93: "Ai fini della determinazione dell'esecuzione alle condizioni migliori in caso di ordini di clienti al dettaglio, i costi relativi all'esecuzione dovrebbero includere le commissioni o competenze proprie all'impresa applicate al cliente per scopi limitati, ove più di una sede inclusa nella strategia di esecuzione dell'impresa sia in grado di eseguire un determinato ordine. In tali casi, le commissioni proprie all'impresa e i costi da essa applicati per l'esecuzione dell'ordine in ciascuna delle sedi di esecuzione ammissibili dovrebbero essere presi in considerazione per valutare e comparare i risultati per il cliente che sarebbero raggiunti eseguendo l'ordine in ciascuna di tali sedi. Tuttavia non si intende prescrivere all'impresa di comparare i risultati che sarebbero raggiunti per i suoi clienti sulla base della sua strategia di esecuzione e delle sue commissioni e competenze con i risultati che potrebbero essere raggiunti per lo stesso cliente da qualsiasi altra impresa di investimento sulla base di una diversa strategia di esecuzione o di una diversa struttura di commissioni o competenze. Né si intende prescrivere all'impresa di comparare le differenze tra le proprie commissioni dovute a differenze nella natura dei servizi che l'impresa fornisce ai clienti" (UNIONE EUROPEA. Diretiva 2014/65/UE, del 15 maggio 2014. Parlamento Europeo e Consiglio, Bruxelles, il 15 maggio 2014. Disponibile: <<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/>

Gli intermediari sono inoltre tenuti a rendere pubbliche gratuitamente informazioni relative alla qualità della esecuzione, quali prezzo, costi, velocità e probabilità di esecuzione per ciascun strumento finanziario (art. 27, §3, dir.), nonché a rendere pubbliche annualmente le cinque principali sedi di negoziazione nelle quali sono stati eseguiti gli ordini dei clienti nell'anno precedente per ciascuna categoria di strumenti finanziari (art. 27, §6, dir.). Il significativo passo avanti rispetto alla disciplina vigente sembra destinato a migliorare la qualità e la quantità delle informazioni che possono aiutare il cliente ad effettuare una scelta maggiormente consapevole a suo vantaggio.⁶¹

Le imprese di investimento non possono percepire remunerazioni, sconti o benefici non monetari per il fatto di canalizzare gli ordini verso una particolare sede di negoziazione o di esecuzione, che violino le norme sui conflitti di interesse o sugli incentivi di cui agli artt. 27, §1, 16, §3, 23 e 24 dir. (art. 27, §2, dir.).

- *Le valutazioni di adeguatezza e di appropriatezza.*⁶² Gli obblighi di valutazione dell'adeguatezza degli investimenti trovano ancora applicazione soltanto alla prestazione di servizi di consulenza e di gestione del portafogli di investimento.

La MiFID II introduce requisiti più onerosi per pervenire ad una valutazione di adeguatezza dello strumento proposto rispetto al profilo del cliente.⁶³ In particolare,

IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014L0065&from=PT>. Accesso: 08.08.2017).

⁶¹ Cfr. il considerando n. 97: "Le informazioni fornite dalle imprese di investimento ai clienti in relazione alla loro politica di esecuzione sono spesso generiche e standardizzate e non permettono ai clienti di capire come un ordine sarà eseguito né di verificare il rispetto, da parte delle imprese, dell'obbligo di eseguire gli ordini alle condizioni più favorevoli per i clienti. Per migliorare la protezione degli investitori è opportuno specificare i principi concernenti le informazioni fornite dalle imprese di investimento ai loro clienti sulla politica di esecuzione e imporre a dette imprese l'obbligo di pubblicare, con frequenza annuale e per ciascuna classe di strumenti finanziari, le prime cinque sedi di esecuzione in cui hanno eseguito ordini di clienti nell'anno precedente e tener conto di tali informazioni e delle informazioni pubblicate dalle sedi di esecuzione sulla qualità dell'esecuzione nelle loro strategie in materia di esecuzione alle condizioni migliori" (UNIONE EUROPEA. Diretiva 2014/65/UE, del 15 maggio 2014. Parlamento Europeo e Consiglio, Bruxelles, il 15 maggio 2014. Disponibile: <<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014L0065&from=PT>>. Accesso: 08.08.2017).

⁶² Su dette valutazioni, v. COLOMBO, Claudio. Adeguatezza, appropriatezza e mera esecuzione nell'offerta di servizi di investimento. In: TROIANO, Vincenzo; MOTRONI, Raimondo (a cura di). *La MiFID II. Rapporti con la clientela – regole di governance – mercati*, cit., p. 57 ss.

⁶³ Rispetto alle informazioni, in forza dell'art. 25, §8, dir. alla Commissione "è conferito il potere di adottare atti delegati conformemente all'articolo 89 per garantire che le imprese di investimento rispettino i principi contenuti nei paragrafi da 2 a 6 del presente articolo quando prestano servizi di investimento o servizi accessori ai loro clienti, comprese le informazioni da ottenere nel valutare l'idoneità o l'adeguatezza dei servizi e strumenti finanziari per i loro clienti; i criteri per valutare gli strumenti finanziari non complessi ai fini del paragrafo 4, lettera a), punto vi) del presente articolo; il contenuto e il formato delle registrazioni e degli accordi per la fornitura di servizi ai clienti e delle relazioni periodiche ai clienti sui servizi forniti. Questi atti delegati prendono in considerazione: a) la natura dei servizi proposti o forniti al cliente o al potenziale cliente, in particolare l'oggetto, le dimensioni e la frequenza delle operazioni; b) la natura dei prodotti proposti o considerati, compresi i differenti tipi di strumenti finanziari; c) la natura dei clienti (al dettaglio o professionali) o, nel caso del paragrafo 6, la loro classificazione come controparti qualificate" (EUROPEA.

i soggetti che erogano la consulenza sono tenuti a specificare se forniscono una valutazione continuativa dell'adeguatezza degli investimenti e comunicazioni periodiche al riguardo.

Prima di effettuare la transazione, l'impresa deve altresì fornire al cliente su supporto durevole una "dichiarazione di adeguatezza" che specifichi la consulenza prestata e indichi perché corrisponda alle preferenze, agli obiettivi e alle altre caratteristiche del cliente al dettaglio (art. 25, §6, comma 2, dir.).⁶⁴ Se l'impresa di investimento eroga il servizio di gestione di portafoglio o ha informato il cliente che effettuerà periodicamente una valutazione di adeguatezza (dichiarazione periodica di adeguatezza), detta relazione deve contenere una dichiarazione di adeguatezza aggiornata che spieghi perché l'investimento corrisponde alle preferenze, agli obiettivi e alle altre caratteristiche del cliente (art. 25, §6, comma 4, dir.).

Obblighi di semplice appropriatezza trovano invece ancora applicazione agli altri servizi o attività erogati senza consulenza (art. 25, §3, dir.). In tali casi, le imprese di investimento chiedono al cliente o potenziale cliente di fornire informazioni in merito alle sue conoscenze ed esperienze in materia di investimenti riguardo al tipo specifico di prodotto o servizio proposto o chiesto, al fine di determinare se questo sia appropriato. Ove sia previsto un pacchetto di servizi o prodotti a norma dell'art. 24, §11, dir. la valutazione esamina l'appropriatezza del pacchetto nel suo insieme. Qualora l'impresa di investimento ritenga sulla base di siffatte informazioni che il prodotto o il servizio non sia appropriato, avverte il cliente o potenziale cliente di tale esito, anche utilizzando un formato standardizzato. Se i clienti o potenziali clienti non forniscano le suddette informazioni o queste siano insufficienti, l'impresa di investimento li avverte che non è in grado di determinare l'appropriatezza del prodotto o servizio, anche qui potendo ricorrere ad un formato standardizzato. In caso di prodotti complessi l'appropriatezza deve essere effettuata in modo rafforzato, considerando ad esempio tutti gli elementi e caratteristiche del prodotto in modo da verificare l'esperienza e conoscenza del cliente rispetto ad essi. Quando predisposta in maniera standardizzata dalle imprese, detta valutazione non deve essere usata quasi come un semplice esercizio di auto-valutazione del cliente.

Diretiva 2014/65/UE, del 15 maggio 2014. Parlamento Europeo e Consiglio, Bruxelles, il 15 maggio 2014. Disponibile: <<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014L0065&from=PT>>. Accesso: 08.08.2017).

⁶⁴ L'art. 25, §6, comma 3, dir. adatta questa regola all'acquisto o alla vendita di uno strumento finanziario tramite un mezzo di comunicazione a distanza che impedisce la previa consegna della dichiarazione di adeguatezza. In tal caso, l'impresa di investimento può fornire la dichiarazione su un supporto durevole subito dopo la stipula di un accordo con il cliente, purché siano rispettate due condizioni: a) il cliente ha accettato di ricevere la dichiarazione di adeguatezza dopo la conclusione della transazione senza ritardi ingiustificati; b) l'impresa di investimento ha dato al cliente la possibilità di ritardare la transazione perché lo stesso possa ricevere la dichiarazione di adeguatezza preventivamente.

Pur in presenza di un rafforzamento del giudizio di appropriatezza, non si può non evidenziare che lo stesso risulta ancora inconferente rispetto all'obiettivo della tutela effettiva del cliente. Sarebbe stato pertanto opportuno disporre l'eliminazione oppure la rimodulazione.⁶⁵

- *Gli inducements*.⁶⁶ Non ostante la confusione e le divergenze applicative, il testo attualmente vigente della MiFID consente, in limitate circostanze, alle imprese di investimento di percepire oneri, commissioni e benefici di natura monetaria o non monetaria da parte di soggetti terzi. Questo regime è stato novellato da alcune norme molto importanti della MiFID II che riguardano quell'aspetto specifico del complesso problema del conflitto di interessi legato alle commissioni.

In primo luogo, in generale, le imprese di investimento violano gli obblighi loro incumbenti in virtù degli artt. 23 e 24, §1, dir. relativi al conflitto di interessi e ai principi che regolano i rapporti con i clienti,

[...] qualora paghino o percepiscano un onorario o una commissione o forniscano o ricevano benefici non monetari in relazione alla prestazione di un servizio di investimento o di un servizio accessorio da parte di un qualsiasi soggetto diverso dal cliente o da una persona operante per suo conto, a meno che i pagamenti o i benefici: a) abbiano lo scopo di accrescere la qualità del servizio fornito al cliente, e b) non pregiudichino il rispetto del dovere dell'impresa di investimento di agire in modo onesto, equo e professionale nel migliore interesse del cliente" (art. 24, §9, comma 1, dir.).

⁶⁵ Anche rispetto alla normativa in esame valgono le critiche a suo tempo mosse alla MiFID. La valutazione di appropriatezza sembra essere inadeguata rispetto alla *ratio* di tutela del cliente, giacché è rivolta semplicemente a verificare se questi ha compreso in astratto la natura della operazione o del titolo. Peraltro, detta valutazione non sembra realisticamente recare alcuna utilità pratica, se si considera lo scarso livello di conoscenze finanziarie della clientela italiana e non soltanto. Non è infatti previsto alcun correttivo alle asimmetrie informative, sicuramente non di quelle relative alla opportunità concreta di effettuare una certa operazione: anzi, si presuppone il contrario, verificando superficialmente soltanto il livello delle sue conoscenze. Se questa risulta essere non appropriata, non si interviene per correggere il *gap* di conoscenze del consumatore, ma lo si avverte soltanto in forma standardizzata della non appropriatezza dell'investimento. Nella prassi delle negoziazioni, ben può accadere che l'attenzione del cliente non si soffermi sufficientemente su questo esito negativo o che possa comunque essere sottovalutato, dato che in ogni caso non è in effetti conferente al fine della determinazione della convenienza della operazione. Nella realtà può darsi anche che un prodotto risulti inappropriato ma conveniente per l'investitore, oppure al contrario appropriato ma non conveniente (DI NELLA, Luca. *La tutela del consumatore nella nuova disciplina dei mercati finanziari*. cit., p. 253 ss.).

⁶⁶ Secondo la definizione, largamente condivisa, data a suo tempo dal CESR (Comitato delle autorità di vigilanza), gli *inducement* sono qualsiasi forma di denaro, beni e servizi (diversi dalle commissioni e competenze normalmente fatturate per il servizio) che un'impresa di investimento o i suoi dipendenti ricevono da un terzo in relazione al servizio prestato al cliente. Le tipologie di incentivo che potenzialmente possono rientrarvi, tuttavia, sono molte per cui nel vigore dell'attuale disciplina della MiFID, da più parti si chiede una maggior chiarezza per l'applicazione delle disposizioni. Il problema si pone, ad esempio, nel rapporto tra gestioni patrimoniali in fondi e OICR (Organismi di investimento collettivo del risparmio), tra società di gestione e collocatori, e ancora tra fondi interni alle polizze e compagnie di assicurazione.

L'esistenza, la natura e l'importo dei pagamenti o benefici di cui sopra o il metodo di calcolo di tale importo, se questo non può essere accertato, devono essere comunicati chiaramente al cliente, in modo completo, accurato e comprensibile, prima della prestazione del servizio di investimento o del servizio accessorio. Là dove applicabile, l'impresa di investimento informa inoltre la clientela in merito ai meccanismi per trasferire al cliente gli onorari, le commissioni o i benefici monetari o non monetari percepiti per la prestazione del servizio di investimento o del servizio accessorio (art. 24, §9, comma 2, dir.).

Vanno poi menzionate le nuove regole di cui agli artt. 24, §§7, lett. b, e 8, dir. che introducono il divieto per gli intermediari che prestano servizi di consulenza indipendente o di gestione del portafoglio di accettare oneri, commissioni o benefici di natura monetaria o non monetaria da terzi o da soggetti che agiscono per loro conto (ad esempio, emittenti e fornitori di servizi). Sono consentiti unicamente benefici di natura *non* monetaria purché "non significativi" e sempre che non pregiudichino la capacità dell'impresa di agire nel miglior interesse dei clienti (ad es., attività di formazione sulle caratteristiche dei prodotti).

Questi i contenuti delle prescrizioni. Quando impresa di investimento eroga la consulenza indipendente, essa

[...] non accetta e trattiene onorari, commissioni o altri benefici monetari o non monetari pagati o forniti da terzi o da una persona che agisce per conto di terzi in relazione alla prestazione del servizio ai clienti. Occorre comunicare chiaramente i benefici non monetari di entità minima che possono migliorare la qualità del servizio offerto ai clienti e che, per la loro portata e natura, non possono essere considerati tali da pregiudicare il rispetto da parte delle imprese di investimento del dovere di agire nel migliore interesse dei clienti; tali benefici sono esclusi dalla presente disposizione (art. 24, §7, lett. b, dir.).

Quando eroga il

[...] servizio di gestione del portafoglio l'impresa di investimento non accetta e trattiene onorari, commissioni o altri benefici monetari o non monetari pagati o forniti da terzi o da una persona che agisce per conto di terzi in relazione alla prestazione del servizio ai clienti. Occorre comunicare chiaramente i benefici non monetari di entità minima che possono migliorare la qualità del servizio offerto ai clienti e che, per la loro portata e natura, non possono essere considerati tali da pregiudicare il rispetto da parte delle imprese di investimento del dovere di agire nel migliore interesse dei clienti; tali benefici sono esclusi dal presente paragrafo" (art. 24, §8, dir.).

È prevista anche l'adozione di norme di attuazione per meglio definire gli obblighi informativi in materia di *inducements*.

- *La remunerazione dei dipendenti*. Sempre ai fini della prevenzione del conflitto di interessi, la MiFID II statuisce che l'impresa che eroga servizi di investimento non deve remunerare o valutare le prestazioni del proprio personale secondo modalità incompatibili con il suo dovere di agire nel migliore interesse dei clienti. In particolare, essa non adotta disposizioni in materia di remunerazione, *target* di vendita o d'altro tipo che potrebbero incentivare il personale a raccomandare ai clienti al dettaglio un particolare strumento finanziario, se l'impresa di investimento può offrire uno strumento differente, più adatto alle esigenze del cliente (art. 24, §10, dir.).

8 L'implementazione della concorrenza nei mercati finanziari e la libertà di scelta del consumatore

Molto importante è l'implementazione e della concorrenza e la tutela del consumatore, estesa anche alle imprese, attuate dalla nuova disciplina. Questi obiettivi vengono realizzati con apposite norme sui servizi e sulle attività di investimento e sulla libertà di scelta del consumatore, espressamente evocata nel considerando n. 81, da intendere più in generale anche come libertà di scelta del cliente, come si vedrà nel prosieguo.

L'accento è posto sulle pratiche di vendita abbinata (art. 24, §11, dir.), le quali rappresentano una strategia comune per i prestatori di servizi finanziari al dettaglio in tutta l'Unione. La pratica di vendita abbinata è definita come "l'offerta di un servizio di investimento insieme a un altro servizio o prodotto come parte di un pacchetto o come condizione per l'ottenimento dello stesso accordo o pacchetto" (art. 4, §1, n. 42, dir.).

Tali pratiche possono fornire benefici ai clienti al dettaglio, ma possono anche non soddisfare adeguatamente i loro interessi. Alcune forme di vendita abbinata, ad esempio, in particolare quelle in cui due o più servizi finanziari sono venduti insieme in un pacchetto e almeno uno di tali servizi non è disponibile separatamente, possono creare distorsioni della concorrenza e ripercuotersi negativamente sulla mobilità del cliente e sulla sua capacità di compiere scelte informate. Un esempio di vendita abbinata può essere la necessità di aprire conti correnti, quando un servizio di investimento è prestato a un cliente al dettaglio.⁶⁷

⁶⁷ V. il considerando n. 81 dir.

Anche le pratiche di vendite abbinata in cui due o più servizi finanziari sono venduti insieme in un pacchetto ma ogni servizio può essere anche acquistato separatamente (*bundling*), possono creare distorsioni della concorrenza e ripercuotersi negativamente sulla mobilità del cliente e sulla sua capacità di compiere scelte informate, ma almeno lasciano al cliente un certo margine di scelta e pertanto possono creare meno rischi per quanto riguarda il rispetto, da parte delle imprese di investimento, degli obblighi previsti dalla MiFID II.

Il ricorso a tali pratiche deve essere valutato attentamente per promuovere la concorrenza e la libertà di scelta del cliente/consumatore. A tal fine, l'ESMA, in collaborazione con l'ABE e l'EIOPA, deve elaborare ed aggiornare periodicamente orientamenti per la valutazione e la vigilanza delle pratiche di vendita abbinata, indicando in particolare le situazioni in cui dette pratiche non sono conformi agli obblighi di imposti alle imprese di investimento (art. 24, §11, comma 3, dir.). Oltre a questo intervento di tipo amministrativo, la disciplina prevede altre due norme.

Se 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 di investimento informa il cliente se è possibile acquistare i diversi componenti separatamente e fornisce giustificativi separati dei costi e degli oneri di ciascun componente (art. 24, §11, comma 1, dir.).

Quando i rischi derivanti da tale accordo o pacchetto offerto a un cliente al dettaglio sono verosimilmente diversi dai rischi associati ai componenti considerati separatamente, l'impresa di investimento fornisce una descrizione adeguata dei diversi elementi dell'accordo o pacchetto e del modo in cui la sua composizione modifica i rischi (art. 24, §11, comma 2, dir.).

9 La regolamentazione delle attività degli intermediari dei paesi terzi

La MiFID II si propone di aumentare l'ampiezza del mercato interno consentendo nel contempo all'Unione Europea di essere l'interlocutore principale a livello internazionale su tutte le questioni attinenti alla regolamentazione finanziaria per tutti gli Stati membri con una sola voce.

In questo quadro si inseriscono le modifiche relative al regime applicabile agli intermediari dei paesi terzi. La MiFID II introduce una disciplina armonizzata per l'accesso ai mercati dell'Unione da parte di soggetti insediati in paesi terzi, la quale è basata su una valutazione di equivalenza di tali paesi svolta dalla Commissione. Il nuovo regime trova applicazione unicamente alla prestazione di servizi e attività di investimento su base transfrontaliera nei confronti di investitori professionali e di

controparti qualificate. Per un periodo transitorio di tre anni e, successivamente, in pendenza delle valutazioni di equivalenza da parte della Commissione, continuano a trovare applicazione le disposizioni degli ordinamenti nazionali circa l'accesso al mercato domestico da parte di intermediari di paesi terzi.

10 Luci ed ombre della nuova disciplina

Quanto finora scritto consente di svolgere le seguenti conclusioni dalla prospettiva macrosistemica e microsistemica allo stato attuale della disciplina, dunque non considerando gli “atti delegati” che dovrebbero incidere in modo significativo sull'attuazione delle norme.

Dalla prospettiva macrosistemica, la MIFID II ed il Regolamento MiFIR perseguono l'obiettivo di incidere sulla funzione dei mercati di capitali in modo che vada a beneficio dell'economia reale.⁶⁸ Questo è un obiettivo di grande rilievo che va nella giusta direzione. La nuova disciplina dovrebbe avere un più ampio ambito soggettivo ed oggettivo di applicazione, indirizzare la maggior parte delle transazioni organizzate di strumenti finanziari verso piattaforme di negoziazione multilaterali e ben regolate. Prescrizioni rigorose di trasparenza dovrebbero proibire la compravendita anonima di azioni e altri strumenti di capitali propri che ostacola la formazione efficiente di prezzi 'giusti'. Non ostante questo, la realizzazione del predetto obiettivo è tutt'altro che scontata.

Il nuovo sistema ha dotato le Autorità europee di poteri più incisivi rispetto a quelli precedenti e la disciplina è maggiormente dettagliata e pervasiva rispetto al passato. Di conseguenza, si ha una armonizzazione della materia più efficace ed incidente che dovrebbe implementare l'efficienza dei mercati interni di strumenti finanziari. Altrettanto rinforzate dovrebbero essere le norme volte ad assicurare una buona cooperazione tra le autorità degli Stati membri, al fine di individuare e prevenire le violazioni della MiFID II da parte delle imprese di investimento.

Di particolare interesse sono le disposizioni di *product governance*, finalizzate a ridurre il rischio che i prodotti finanziari emessi o collocati non siano adeguati al cliente finale. Le imprese di investimento devono realizzare prodotti concepiti per rispondere alle esigenze di un *target* ben definito di clientela e devono adottare una strategia distributiva compatibile con il *target* identificato e misure ragionevoli per assicurare che lo strumento finanziario sia distribuito coerentemente. Tali

⁶⁸ Così, UNIONE EUROPEA. Commissione Europea. Memo 14/15. *Markets in Financial Instruments (MIFID)*: Commissioner Michel Barnier welcomes agreement in trilogue on revised European rules. Bruxelles, 14 gen. 2014, p. 1: “These new rules will improve the way capital markets function to the benefit of the real economy”.

disposizioni si applicano sia alle imprese di investimento che emettono strumenti finanziari sia a quelle che operano in qualità di distributori e tendono a garantire che *ex ante* ci sia coerenza tra prodotti emessi o collocati e determinati mercati di riferimento.

Altra novità di rilievo è che alle imprese di investimento è richiesto di garantire e dimostrare alle Autorità di vigilanza che il personale addetto alla prestazione dei servizi di investimento abbia conoscenze e competenze adeguate. Inoltre, è vietato adottare disposizioni in materia di remunerazione, *target* di vendita o d'altro tipo che potrebbero incentivare il personale a raccomandare ai clienti al dettaglio un particolare strumento finanziario, qualora la stessa impresa possa offrire uno strumento differente, più adatto alle esigenze del cliente.

La novella dovrebbe garantire l'adeguamento della legislazione alla rapida evoluzione tecnologica. Le norme in materia di negoziazioni algoritmiche dovrebbero consentire un funzionamento sicuro e ordinato dei mercati e la stabilità finanziaria, istaurando un controllo delle negoziazioni, prevedendo un livello di liquidità appropriata per gli operatori ad alta frequenza che perseguono strategie di *market-maker* e regolando le provvigioni per l'accesso elettronico diretto ai mercati.

Altrettanto rinforzate dovrebbero essere le norme volte ad assicurare una buona cooperazione tra le autorità degli Stati membri al fine di individuare e prevenire le violazioni della MiFID II da parte delle imprese di investimento.

Dalla prospettiva microsistemica, la MiFID II dovrebbe incrementare la protezione degli investitori. A tal fine, le imprese di investimento dovrebbero rispettare norme più stringenti, affinché i clienti siano sicuri che le proposte di investimento a loro rivolte siano effettivamente adattate al loro profilo e che i loro *asset* siano ben protetti. In tale direzione, gli investitori dovrebbero far conto su consulenze oggettive ed indipendenti e la struttura degli onorari e delle remunerazioni dei consulenti non dovrebbe rappresentare un ostacolo.

In coerenza con lo scopo della MiFID II di elevare la protezione del cliente, sul fronte della commercializzazione le modalità distributive cui applicare le regole di tutela dovrebbero essere il maggior numero possibile.

La consapevolezza dell'investitore nell'acquisto di prodotti complessi, oltre ai nuovi poteri di *product intervention* dell'Autorità, necessita in ogni caso di un rafforzamento e ridefinizione degli strumenti informativi. Quali che siano i supporti utilizzati per l'informazione precontrattuale e contrattuale, deve esserne certa la consegna, la disponibilità e la conoscenza da parte del risparmiatore. Oltre a ciò i siti degli intermediari dovrebbero fornire facile accesso a tutti gli interessati alle suddette informazioni che dovrebbero essere reperibili sempre anche sul sito della CONSOB.

La pubblicità quale forma di comunicazione con il potenziale investitore deve essere sempre adeguata, trasparente, veritiera e corretta, secondo quanto

stabilito da tutte le fonti normative nazionali ed europee in materia di consumatori e di mercati finanziari. La chiara esposizione delle modalità di adesione potrebbe dunque costituire un efficace strumento indiretto per indurre gli intermediari a ridurre la complessità della gamma prodotti, a patto che l'Autorità *antitrust* intervenga senza indugi in materia, come sembra stia finora facendo.

Va tuttavia segnalato che alcuni punti deboli sono presenti nel sistema di protezione dei clienti nel segmento finale del mercato. In particolare, problematici appaiono nel quadro complessivo la possibilità di erogare i servizi e le attività di investimento in modalità *execution only* e l'esclusione della valutazione di adeguatezza per l'erogazione dei servizi diversi dalla consulenza e dalla gestione del portafogli di investimento. Anche se le regole sono divenute più stringenti, va rilevato che il livello di cultura finanziaria dei cittadini europei è di regola ancora molto basso, ciò che avrebbe dovuto indurre il legislatore a cambiare rotta, estendendo a tutti i servizi la valutazione di adeguatezza,⁶⁹ come peraltro accadeva prima della MiFID, ed eliminando la possibilità di erogarli in modalità di mera esecuzione.⁷⁰ Un'approfondita informazione ed una consulenza corretta, meglio se indipendente, restano presidi ineliminabili per perseguire una efficace protezione del cliente, specie se al dettaglio e se consumatore.⁷¹

Una "lacuna" problematica – da considerare persino grave, data la natura di direttiva di massima armonizzazione – è la totale mancanza nella novella di disposizioni che dovrebbero statuire almeno le sanzioni civilistiche per la violazione delle norme che pongono a carico degli intermediari obblighi a tutela dei clienti. Pur se l'Unione non è dotata di un codice europeo dei contratti, la necessità di dettare una soluzione unitaria in materia si delinea come imprescindibile proprio in ragione dello scopo di unificare la disciplina negli Stati membri, al fine di fornire un quadro unitario alle imprese e ai clienti, anche in nome dell'efficiente funzionamento dei mercati finanziari.

Non ostante i segnalati problemi, saranno sufficienti queste norme per garantire un'adeguata protezione dei clienti, tema molto sentito dalle Autorità di

⁶⁹ Secondo ORTINO, M. *Il mercato europeo dei servizi di investimento*. Milano, 2005, p. 243 ss., posto che i servizi di ricezione, trasmissione ed esecuzioni di ordini, essendo spesso effettuati *online*, necessitano comunque dell'assolvimento del *test* di appropriatezza, la stessa regola dovrebbe valere anche per l'erogazione dei predetti servizi in compresenza dell'intermediario e del cliente.

⁷⁰ Cfr., in argomento, DI NELLA, Luca. Der Schutz der Kunden nach der MiFID II und MiFIR – Eine Skizze des Regelwerks und systemorientierte Schlussfolgerungen. In: STUMPF, Cordula; KAINER, Friedemann; BLADUS, Christian (a cura di). *Privatrecht, Wirtschaftsrecht. Verfassungsrecht. Privatinitiative und Gemeinwohlorizonte in der europäischen Integration*, cit., p. 767 ss.

⁷¹ Sul tema dell'informazione, v. KLÖHN, L. *Wertpapierhandelsrecht diesseits und jenseits des Informationsparadigmas – Am Beispiel des "verständigen Anlegers" im Sinne des deutschen und europäischen Insiderrechts*, in *ZHR*, 2013, p. 349 ss.; P. Clouth, *Anlegerschutz – Grundlagen aus Sicht der Praxis*, *ivi*, 2013, p. 212 ss.

Vigilanza e molto importante per ristabilire la fiducia degli investitori e il corretto funzionamento del sistema finanziario? Poiché è iniziato il processo che porterà all'applicazione della MiFID II nelle legislazioni nazionali, è difficile prendere una posizione sul tema. Nel caso italiano, la CONSOB ha spesso richiamato l'attenzione, da ultimo nel Piano Strategico per il triennio 2013-2015, sul fatto che a suo avviso i modelli di *business* presenti nell'industria finanziaria italiana, spesso orientati alla "vendita del prodotto" più che alla "fornitura di un servizio", hanno reso complessa l'adesione sostanziale ai principi della MiFID e amplificato i conflitti di interessi.

A parere della CONSOB, gli accertamenti effettuati nel triennio 2010-12 su intermediari rappresentativi dell'80% del mercato hanno evidenziato la presenza di modalità non adeguate per la raccolta e gestione delle informazioni necessarie per definire i profili degli investitori e delle procedure di valutazione dell'adeguatezza e dell'appropriatezza. Si vedrà se la MiFID II innescherà i cambiamenti auspicati dall'Autorità.

In materia è dunque quanto mai decisivo l'atteggiamento culturale che assumeranno gli intermediari finanziari. Sta principalmente a loro segnare una svolta nei rapporti con la clientela *retail*, nell'osservanza effettiva del principio di legalità, della tutela costituzionale del risparmio e, molto più prosaicamente, ma non meno significativamente, nell'interesse del buon funzionamento del mercato e del sistema economico del suo complesso, in attuazione dello scopo europeo di riportare i mercati finanziari al servizio dell'economia reale.⁷²

Informação bibliográfica deste texto, conforme a NBR 6023:2002 da Associação Brasileira de Normas Técnicas (ABNT):

DI NELLA, Luca. Lineamenti della nuova disciplina dei mercati finanziari (MiFID II e MiFIR). *Revista Brasileira de Direito Civil – RBDCivil*, Belo Horizonte, v. 15, p. 119-156, jan./mar. 2018.

Recebido em: 24.08.2017
1º parecer em: 13.09.2017
2º parecer em: 02.10.2017

⁷² Come afferma rispetto alla novella la UNIONE EUROPEA. Commissione Europea. *Memo 14/15. Markets in Financial Instruments (MiFID)*: Commissioner Michel Barnier welcomes agreement in trilogue on revised European rules. Bruxelles, 14 gen. 2014, p. 1.